



2024 | 18

SÉRRIT - UMRÆÐUSKÝRSLA

UMSVIF LÍFEYRISSJÓÐA Á FJÁRMÁLAMARKAÐI

og æskilegar umbætur á lögjöf um lífeyrissjóði



Sérrit nr. 18: Umsvif lífeyrissjóða á fjármálamarkaði og æskilegar umbætur á löggjöf um lífeyrissjóði er umræðuskýrsla sem ætlað er að hvetja til umræðu og byggja undir yfirstandandi stefnumótun fyrir lífeyriskerfið í landinu.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegji 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

ISSN 1670-8830, vefrit

Heimilt er að nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

Efnisyfirlit

	Meginatriði ritsins	5
I	Inngangur	7
II	Einkenni og áskoranir íslenska lífeyriskerfisins	9
	Lífeyrissparnaður	9
	Erlendar afurðir séreignarsparnaðar	12
	Fjárfestingarstefna lífeyrissjóða	13
	Innlendar eignir	15
	Eignir í erlendum gjaldmiðlum	17
	Ávöxtun lífeyrissjóða og vaxtaþróun	18
	Skuldbindingar lífeyrissjóða og mannfjöldaðróun	19
III	Lífeyrissjóðir og fjármálastöðugleiki	21
	Sveiflujafnandi hlutverk lífeyrissjóða	21
	Miðlun lánsfjár utan hefðbundna bankakerfisins	22
	Þjóðhagsvarúð og lífeyrissjóðir	23
	Gjaldeyrismarkaður	23
	Verðbréfamarkaður	24
	Fasteignamarkaður	26
	Álagspróf	27
	Innviðir og rekstraráhætta	27
IV	Samræming við aðra löggjöf á fjármálamarkaði og aðrar umbætur	28
	Veiting starfsleyfis, staðfesting samþykktar og samninga og skipun umsjónaraðila	28
	Stjórnarmenn, framkvæmdastjóri og stjórnarhættir	29
	Lykilstarfssvið	31
	Löggjöf um séreignarsparnað	32
	Tilskipun ESB um starfstengda eftirlaunasjóði	33
	Útvistun	33
	Framsetning á áhættuvilja og áhættuþoli	35
	Lágmarksfjöldi sjóðfélaga	35
	Samþykkt verklagsreglna	35
	Viðurlagaheimildir fjármálaeftirlits Seðlabankans	36
	Ákvæði um fjárhagslegan aðskilnað deilda	36
	Ábendingar úttektaraðila	36
	Vaxandi áhættuþættir	37

V	Grundvöllur lífeyrisréttinda	39
	Lágmarkstryggingavernd	39
	Breytingar á lífeyrisréttindum	40
	Upplýsingagjöf til sjóðfélaga	41
VI	Mat á fjárhag lífeyrissjóða	42
	Viðmið núvirðingar iðgjalda og lífeyris	42
	Stýring áhættu, eigna og skuldbindinga	43
	Gjaldþol lífeyrissjóða	43
	Endurmat fjárfestingareigna	44
VII	Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða	45
	Magnbundnar takmarkanir og skynsemissreglan	45
	Takmarkanir á vægi eignaflokka	45
	Gjaldmiðlaáhætta og hámarksvægi óskráðra eigna	46
	Mótaðilaáhætta og hámarks eignarhlutur	47
	Framkvæmd skynsemissreglunnar	48
	Umhverfismál og sjálfbærni	49

Meginatriði ritsins

Vöxtur, árangur en áskoranir

Eignir lífeyrissjóðanna hafa um það bil tífaldast frá síðustu aldamótum og voru 7.710 ma.kr. í árslok 2023 eða 184% af landsframleiðslu. Þær myndu því duga vel til að kaupa öll skráð skuldabréf, víxla og hlutabréf á Íslandi en markaðsvirði þeirra er um 6.000 ma.kr. Litið til heildareigna eru sjóðirnir því orðnir stærri en innlenda bankakerfið og váttryggingafélögin samanlagt. Samtímis örum vexti heildareigna hefur verið nokkur samþjöppun meðal lífeyrissjóða. Árið 1980 voru 96 lífeyrissjóðir starfandi hér á landi en nú eru þeir 21 og þar af fara þrír stærstu sjóðirnir með stýringu á um helmingi eignanna og 15 stærstu sjóðirnir með 97% eignanna. Aukinni samþjöppun fylgir óneitanlega ákveðin stærðarhagkvæmni en um leið ákveðin úrlausnarefni, meðal annars með tilliti til þess hvernig farið er með stjórn lífeyrissjóða og að hversu miklu leyti þeir eigi að beita sér sem hluthafar í fyrirtækjum.

Horfur eru á að lífeyrissjóðirnir stækki á komandi árum sem eykur enn frekar fjárfestingarþörf þeirra. Framboð innlendra fjárfestingarkosta er hins vegar takmarkað og því mikilvægt að lífeyrissjóðir hafi ríka möguleika til fjárfestingar í fjölbreyttum eignum, innan sem utan landsteinanna. Erlend fjárfesting kann að fela í sér áskoranir fyrir fjármálastöðugleika en æskilegt er að sjóðirnir taki mið af mögulegum áhrifum á greiðslujöfnuð við erlendar fjárfestingar þannig að þær hvorki skapi né ýti undir sveiflur í gengi krónunnar.

Skynsemisreglan ætti að vera ráðandi í fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða

Seðlabankinn telur að umsvif sjóðanna á innlendum fjármálamörkuðum þurfi að skoða í samhengi við fjármálastöðugleika, samkeppnissjónarmið og stjórnarhætti. Tryggja þurfi skýr og fagleg tengsl á milli stjórna lífeyrissjóða, þeirra fyrirtækja sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta í og skipun í stjórnir þeirra. Seðlabankinn telur að endurskoða ætti fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða með það að markmiði að skynsemisreglan verði ráðandi þegar kemur að fjárfestingum þeirra og að kröfur til eftirlitskerfis sjóðanna verði efldar samhliða. Skynsemisreglunni er ætlað að leysa af hólmi magnbundnar takmarkanir, en þær geta staðið í vegi fyrir skynsamlegum fjárfestingum. Magnbundnar takmarkanir taka ekki mið af því að áhættusnið lífeyrissjóða er ólíkt. Ávinningurinn af því að byggja á skynsemisreglunni, sem felur í sér að allar fjárfestingar skulu byggðar á viðeigandi greiningu með lausafjárstöðu, áhættu og arðsemi í huga, er sá að það ýtir undir áhættuvitund og möguleika lífeyrissjóða á að aðlaga eignasafnið að sínu áhættusniði með langtíma hagsmunum sjóðfélaga að leiðarljósi.

Samræma ætti eftir því sem við á lög um lífeyrissjóði við löggjöf um aðra eftirlitsskylda aðila á fjármálamarkaði

Seðlabankinn telur brýnt að endurskoða löggjöf um lífeyrissjóði. Aðlaga ætti tiltekna þætti löggjafarinnar að annarri löggjöf um eftirlitsskylda fjármálastarfsemi, t.d. banka- og váttryggingastarfsemi, sem tekið hefur veigamiklum framförum á undanförunum árum. Sjóðirnir ættu jafnframt að lúta sambærilegu regluverki og bankar á fasteignalánamarkaði. Þá er að mati Seðlabankans mikilvægt að lögfesta með nánari hætti ákvæði um innra eftirlitskerfi lífeyrissjóða, þ.m.t. stjórnarhætti, lykilstarfssvið, áhættustýringu og útvistun, sem samræmast ætti annarri löggjöf á fjármálamarkaði. Seðlabankinn telur að gera þurfi ríkari kröfur en nú eru gerðar til þeirra sem gegna stöðum á lykilstarfssviðum í lífeyrissjóðum og að setja þurfi sérstaka löggjöf um vörsluaðila séreignarsparnaðar. Við endurskoðun laga um lífeyrissjóði ætti enn fremur að taka mið af niðurstöðum og ábendingum óháðra úttektaraðila svo sem Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Skoða þarf heimildir lífeyrissjóða til afleiðuviðskipta og verðbréfalána

Út frá sjónarhóli fjármálastöðugleika og til að auka skilvirkni á verðbréfamarkaði telur Seðlabankinn að skoða ætti heimildir lífeyrissjóða til afleiðuviðskipta heildstætt við endurskoðun laga um lífeyrissjóði þar sem sjónarmið um varfærni og skilvirkni verðbréfamarkaðar eru höfð að leiðarljósi. Þá er mikilvægt að líta til erlendra fyrirmýnda um heimildir lífeyrissjóða til verðbréfalána, svo sem varðandi það hvaða skilyrði eru bundin slíkum heimildum og hverju þær hafa skilað.

Eftirlit og útgáfu starfsleyfa ætti að færa til Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn telur að færa ætti það eftirlit með lífeyrissjóðum sem enn er í höndum fjármála- og efnahagsráðuneytisins til Seðlabankans til samræmis við almenna umgjörð eftirlits með aðilum á fjármálamarkaði hér á landi. Þetta á t.d. við um ákvæði um starfsleyfi, breytingar á samþykktum lífeyrissjóða og útgáfu almennra forsendna tryggingafræðilegra athugana.

Bæta ætti umgjörð um tryggingafræðilegt mat og breytingar á áunnum lífeyrisréttindum

Að mati Seðlabankans ætti að samræma kröfur til lykilstarfssviða lífeyrissjóða við aðra löggjöf á fjármálamarkaði, s.s. varðandi tryggingafræðilegar athuganir, áhættustýringu og regluvörslu. Við tryggingafræðilega athugun skortir umgjörð um endurskoðun 3,5% raunvaxtaviðmiðs til núvirðisreiknings væntanlegs lífeyris og iðgjalda þar sem tekið yrði mið af vaxtaþróun. Auk þess er mælt til að umgjörð um mat á skuldbindingum lífeyrissjóða verði styrkt. Gjaldþol lífeyrissjóða ætti auk þess að taka tillit til áhættusniðs lífeyrissjóðs.

Kveða mætti nánar á um ávinnslu lífeyrisréttinda og útgreiðslu lífeyris til að tryggja sjóðfélögum áskilda lágmarkstryggingavernd og lögfesta skýr ákvæði um skilyrði sem leitt geta til breytinga á áunnum lífeyrisréttindum. Enn fremur þyrfti að endurskoða samspil lágmarkstryggingaverndar, tilgreindrar séreignar og viðbótartryggingaverndar til að draga úr flækjustigi kerfisins.

Treysta þarf rekstraröryggi lífeyrissjóðanna

Seðlabankinn telur að endurskoða þurfi regluverk lífeyrissjóða með tilliti til vaxandi áhættuþátta á borð við umhverfis- og félagslega þætti, stjórnarhætti auk netöryggisáhættu. Seðlabankinn leggur til að stærstu lífeyrissjóðunum verði gert skylt í samstarfi við Seðlabankann að framkvæma reglulega ítarleg álagspróf og sviðsmyndagreiningu. Vegna mikilvægis rekstraröryggis lífeyrissjóða telur Seðlabankinn ennfremur nauðsynlegt að þeir verði felldir undir sömu kröfur og aðrir aðilar á fjármálamarkaði varðandi upplýsinga- og samskiptatækni.

Inngangur

I

Í meginatriðum má skipta lífeyriskerfum í tvo flokka, sjóðsöfnunar- og gegnumstreymiskerfi. Sjóðsöfnun byggir á því að launþegar leggja ákveðið hlutfall af launum sínum til hliðar, sem fjárfest er í dreifðu eignasafni og því ætlað að skila framtíðarfjármagnstekjum sem duga, ásamt höfuðstólnum, til ellilífeyris síðar á æviskeiðinu. Í gegnumstreymiskerfi renna iðgjöldin aftur á móti til ríkisvaldsins og eru þau millifærð til þeirra sem þegar eru á lífeyrisaldri eða nýtt til að fjármagna ríkisútgjöld. Þessar greiðslur mynda síðan réttindi greiðenda til að fá sambærilegar millifærslur þegar lífeyrisaldri er náð. Millifærsla tekna í árunna rás fer því í gegnum efnahagsreikning ríkisins og getur að einhverju leyti verið studd með eignasöfnun, en yfirleitt er farið með lífeyrisskuldbindingar eins og aðrar ríkisskuldur sem skatttekjum framtíðar er ætlað að standa undir.

Fyrir um það bil hálfri öld var lagður grunnur að því lífeyriskerfi sem Íslendingar búa við í dag og byggist á fullfjármagnaðri sjóðsöfnun og almennri þátttöku launþega, fyrst með kjarasamningum á almennum vinnumarkaði árið 1969 og fimm árum síðar með lögfestingu skylduaðildar launþega að lífeyrissjóðum. Nokkru síðar, eða árið 1998, var svo sett rammalöggjöf um lífeyrissjóði með tilkomu laga nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða með gildistöku 1. júlí 1998 (hér eftir lög um lífeyrissjóði). Hluti lífeyriskerfisins á vegum hins opinbera er hins vegar enn ófjármagnaður. Þar má nefna almannatryggingar, sem veita lágmarks lífeyristryggingu til allra, og svokölluð „B-deildar“ kerfi opinberra starfsmanna með fullri ábyrgð launagreiðenda þar sem framlög til sjóðsöfnunar eru minni en sem nemur áunnum réttindum og mismunurinn verður á endanum brúaður með beinum framlögum ríkis og sveitarfélaga.

Horft til baka var það ákveðið heillaspor að sjóðsöfnun varð fyrir valinu hér á landi en Íslendingar hefðu hæglega getað farið sömu leið og flestar aðrar Evrópuþjóðir og tekið upp ófjármagnað lífeyriskerfi í formi gegnumstreymiskerfis. Lækkandi fæðingartíðni, hækkandi meðalaldur og óhagstæð þróun aldurskiptingar í Evrópu hefur leitt til þess að mörg lönd álfunnar geta ekki að óbreyttu fjármagnað lífeyrisskuldbindingar samhliða hlutfallslegri fækkun fólks á vinnumarkaði. Fyrirséð er að fjölgun eftirlaunaþega muni leiða til aukinna opinberra útgjalda og jafnvel hærrí skatta á þá sem eru á vinnumarkaði, sem jafnframt hlýtur að hafa neikvæð áhrif á hagvöxt og auka á lífeyrisvandann til lengri tíma lítið. Lönd með gegnumstreymislífeyriskerfi þurfa á einhverjum tímamarki að hækka eftirlaunaaldur og/eða lækka eftirlaunagreiðslur þar sem ónógar lífeyriseignir eru til staðar og ríkissjóðir margra landa eru verulega skuldsettir.

Þrátt fyrir að íslenska lífeyriskerfið byggji á sjóðsöfnun mun breytt aldursamsetning þjóðarinnar einnig skapa vandasöm viðfangsefni hér á landi. Íslenska þjóðin er ung í samanburði við flestar aðrar vestrænar þjóðir en um helmingur landsmanna er yngri en 35 ára. Fjölmennir árgangar eru aftur á móti á leið á eftirlaun og hlutfall eftirlaunaþega af fjölda fólks á vinnumarkaði mun hækka hratt á næstu árum. Öldrun þjóðarinnar fylgir aukinn kostnaður þar sem fólk á vinnumarkaði fækkar hlutfallslega og meiri þörf verður fyrir velferðarþjónustu. Eignir lífeyriskerfisins munu hins vegar vaxa hratt og svo lengi sem aldurskipting þjóðarinnar er með þeim hætti að innflæði í sjóðina er meira en útflæði. Á endanum mun koma að þeim tímamarki að ganga þurfi á eignirnar til þess að mæta eftirlaunaskuldbindingum. Búast má við því að það geti gerst innan tveggja

áratuga. Þróunin er þó verulega háð breytum eins og atvinnustigi og lýðfræðilegri þróun.

Í ljósi þess hversu stórt lífeyriskerfið er orðið og til þess að ná fram ákveðinni áhættudreifingu er augljós þörf fyrir fjárfestingu lífeyrissjóðanna á mörkuðum utan landsteinanna. Erlend fjárfesting er forsenda þess að sjóðsöfnunarkerfi geti náð tilætluðum árangri og tryggt hagsmuni stórra kynslóða ellilífeyrisþega án þess að það valdi óæskilegum ruðningsáhrifum á innlendum fjármálamarkaði og mögulegri eignabólu. Þvingaður sparnaður, líkt og sjóðsöfnunarkerfið, knýr fram viðskipta-afgang með frestun neyslu sem skapar sjálfkrafa svigrúm til erlendar fjárfestingar án þess að raska þjóðhagslegu jafnvægi. Aftur á móti verður þessi flutningur sparnaðar úr landi að eiga sér stað með hóflegum hraða. Í ljósi smæðar íslenska myntsvæðisins verður ávallt til staðar færsluvandi sem fylgir því að flytja mikil verðmæti frá einu myntsvæði til annars á skömmum tíma. Þannig gæti fjármagnsflæði inn eða út úr landi valdið hreyfingum á raungengi gjaldmiðilsins sem ekki væri í samræmi við ríkjandi þjóðhagsleg viðmið og aðstæður. Sú staðreynd setur erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna óneitanlega í samhengi við fjármálastöðugleika.

Miklar breytingar hafa verið gerðar á undanförunum árum á löggjöf um fjármálamarkaði, þ.m.t. um banka- og váttryggingastarfsemi, en lög um lífeyrissjóði hafa setið eftir. Það hefur m.a. leitt til ósamræmis sem Seðlabankinn telur brýnt að leiðrétta og samræma þar með löggjöf fyrir alla aðila á fjármálamarkaði eftir því sem við á. Seðlabankinn telur brýnt að lög um lífeyrissjóði verði endurskoðuð í heild sinni, en ósamræmi í regluverki á fjármálamarkaði og ófullnægjandi lagaákvæði um lífeyrissjóði hefur m.a. haft áhrif á framvindu og framkvæmd eftirlits. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur tekið í sama streng, samanber skýrslur sem sjóðurinn gaf út í kjölfar úttektar sinnar á íslensku fjármálakerfi (FSAP) og birtar voru í júlí 2023. Sú vinna er að hluta til hafin með skipun sérstaks starfshóps á vegum fjármála- og efnahagsráðherra í mars 2023 sem vinnur að gerð grænbókar fyrir lífeyriskerfið en Seðlabankinn bindur vonir við að lagaumgjörð lífeyrissjóðanna verði tekin til endurskoðunar í framhaldinu. Tilgangur þessarar umræðuskýrslu er að vera innlegg í umræðuna um nauðsynlega stefnumótun til framtíðar fyrir lífeyriskerfið hér á landi. Í ritinu er dregin upp mynd af lífeyriskerfinu og lagðar til breytingar sem Seðlabankinn telur æskilegt að gera á lögum um lífeyrissjóði og eftir atvikum öðrum réttarheimildum með hliðsjón af fjármálastöðugleika, fjármálaeftirliti og þeim áhættum sem eru til staðar fyrir íslenska lífeyriskerfið út frá sjónarhóli Seðlabankans.

Einkenni og áskoranir Íslenska lífeyriskerfisins



Sjóðsöfnunarkerfi byggir á uppsöfnun eignarréttinda, þar sem eignarrétturinn getur bæði verið fyllilega sér-tækur, eins og viðbótarlífeyrissparnaður, eða hluti af samtryggingu, líkt og þekkt með skylduiðgjöldum til lífeyrissjóða. Frá miðju ári 2018 hefur skylduframlag til lífeyrissjóða numið 15,5% af heildarlaunum fyrir skatt. Að meðtöldu valfrjálsu 4-6% iðgjaldi til viðbótarlífeyrissparnaðar nemur iðgjaldið í heild 19,5-21,5% af launum. Skylduaðild í lífeyrissjóði með sjóðsöfnunar-fyrirkomulagi kann eðlilega að hafa nokkur áhrif á fjárhagslegar ákvarðanir heimila. Líkt og annar þvingaður sparnaður getur hann haft áhrif á valfrjálsan sparnað og verið á skjön við hagkvæmustu neyslu og sparnað fólks yfir ævina. Of mikill þvingaður sparnaður getur leitt til aukinnar skuldsetningar til þess að tryggja ákjósanlegt neyslustig. Sérstaklega gæti þetta átt við um ungt fólk sem stendur frammi fyrir miklum útgjöldum snemma á lífsleiðinni, s.s. vegna húsnæðisakaupa.

Hér á landi hefur um helmingur af nýjum sparnaði verið vegna skyldubundinna lífeyrisiðgjalda. Það setur ákveðnar kröfur á hendur sjóðum sem varðveita féð, en þeir verða sjálfkrafa mikilvægur liður í fjármálalegri milligöngu í landinu. Fjárfestingarstefna þeirra hefur ekki einungis áhrif á tekjur einstaklinga á eftirlaunum heldur á veltu og verðmyndun á fjármálamörkuðum. Þá veita sjóðirnir fjármagni til fyrirtækjarekstrar og fjárfestinga í landinu og styðja þannig við hagvöxt til framtíðar. Miklu máli skiptir hvernig það er gert svo sjóðsöfnunarkerfi ná tilgangi sínum.

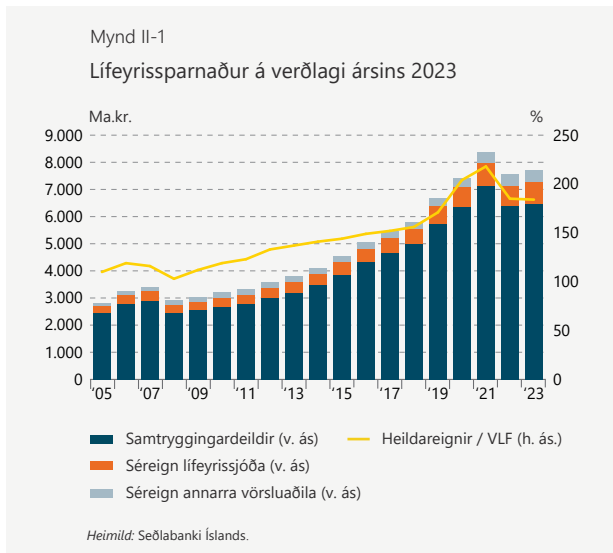
Hér á eftir er fjallað um eigna- og skuldahlið lífeyrissjóða og annarra vörsluaðila lífeyrissparnaðar og vikið að mikilvægi lífeyrissparnaðar fyrir ævilanga afkomu lífeyrisþega og áskoronum sem fylgja stærð

kerfisins. Þær geta verið breytilegar yfir tíma og eftir atvikum eins og nánar er vikið að í næstu köflum. Meginmarkmið umfjöllunarinnar er að draga saman tölulegar upplýsingar sem veita heildaryfirsýn og mynda grunn fyrir þá greiningu sem á eftir fer.

Lífeyrissparnaður

Hlutverk lífeyrissjóða er að veita iðgjöldum viðtöku, ávaxta þau og greiða út lífeyri. Stór hluti sparnaðar landsmanna er í formi lífeyrissparnaðar sem er ávaxtaður í fjölbreyttum eignaflokkum og gegnir mikilvægu hlutverki við að fjármagna íslenskt atvinnulíf og húsnæðis-kerfið með beinum og óbeinum hætti. Lífeyrissjóðir hafa yfirburði í langtímafjármögnun sem hefur mikla þjóðhagslega þýðingu. Heimilin vilja fá löng lán til húsnæðis-kaupa með afborgunum sem spanna vinnuævina og fyrirtæki vilja langa og þolinmóða fjármögnun sem kallast á við nýtingu framleiðslutækja þeirra fram í tímann. Eins og áður hefur komið fram renna um 15,5-21,5% af heildarlaunum í lífeyrissparnað, sem telst fremur hátt hlutfall í alþjóðlegum samanburði.

Eins og mynd II-1 ber með sér hefur lífeyris-sparnaður landsmanna í formi samtryggingar og sér-eignar vaxið verulega á undanförunum hartnær tveimur áratugum. Vissulega varð verulegt bakslag við fjármálahrúnið 2008 þegar heildareignir drógust saman um hátt í fimmtung en síðan þá hefur verið svo til samfelldur vöxtur. Árið 2022 var aftur á móti erfitt á fjármálamörkuðum innanlands og erlendis og líklega annað versta ár lífeyrissparnaðar hvað ávöxtun varðar. Í árslok 2023 nam lífeyrissparnaðurinn 184% af vergri landsframleiðslu sem er hlutfallslega með því hæsta



sem gerist í alþjóðlegum samanburði sjóðsöfnunar-kerfa meðal lífeyrissjóða.¹

Vöxtur lífeyriskerfisins veltur einkum á árlegri ávöxtun og hreinu innstreymi iðgjalda, það er iðgjöldum að frádregnum greiddum lífeyri. Árleg ávöxtun sem nemur 1% leiðir til dæmis til 60-70 ma.kr. hækkunar eigna en árleg raunávöxtun sl. 30 ár var að meðaltali 4,4%. Nánar er fjallað um ávöxtun síðar í þessum kafla og í kafla VI um mat á fjárhag lífeyrissjóða. Skammtímasveiflur í hreinu innstreymi iðgjalda ráðast af hagsveiflunni á hverjum tíma, svo sem atvinnustigi, launaþróun, atvinnuþátttöku og fjölda einstaklinga á vinnufærum aldri. Hækkun móttframlags vinnuveitenda í lífeyrissjóði, árið 2016, úr 8% í 11,5% hefur einnig átt sinn þátt í aukningu hreins innstreymis til lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar. Árið 2023 nam nettó innstreymi iðgjalda alls lífeyrissparnaðar 135 ma.kr. Þegar fram í sækir mun útgreiðsla lífeyris aukast jafnt og þétt í takt við öldrun þjóðarinnar og draga þannig úr hreinu innstreymi iðgjalda.

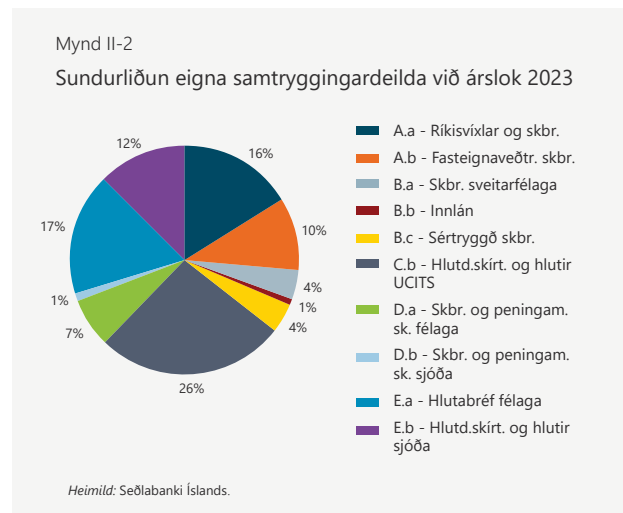
Samhliða örum vexti lífeyriskerfisins undanfarinn áratug hefur fjárfestingarþörf aukist og ekki er fyrir séð að hægja muni á þeirri þróun á næstunni. Hér munar mest um inngreiddar fjárfestingartekjur, þ.e. afborganir og arðgreiðslur sem falla til af eignum lífeyrissjóða. Fjárfestingarþörfin árið 2023 nam um 600 ma.kr. (14% af landsframleiðslu), þar af var um helmingur vegna inngreiddra fjárfestingartekna og afborgana verðbréfa. Í takt við öldrun þjóðarinnar verða smám saman færri iðgjaldagreiðendur á hvern lífeyrisþega og iðgjöld umfram útgreiðslur lífeyris lækka, sem leiðir til aukinnar lífeyrisþyrði á næstu áratugum.

1. OECD Pension Market in Focus 2023.

Samtrygging

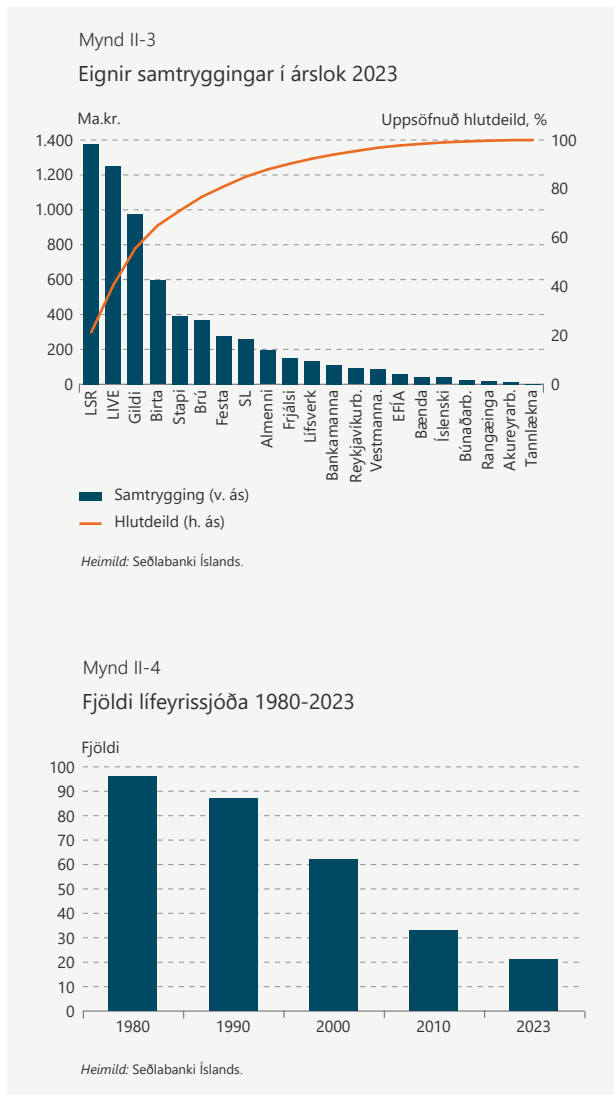
Lífeyriskerfið á Íslandi er um margt frábrugðið því sem gerist í nágrannalöndunum. Sé litið til stærðar sjálfstæðra lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu er Ísland í öðru sæti meðal OECD-ríkjanna, aðeins á eftir Danmörku. Skylduaðild að samtryggingardeildum sjóðanna er án undantekningar sem er óþekkt í öðrum löndum, auk þess sem meginhluti lífeyrisgreiðslna á Íslandi kemur frá lífeyrissjóðum en ekki frá hinu opinbera og þar er hlutur samtryggingar stærstur.

Við árslok 2023 námu eignir samtryggingardeilda lífeyrissjóðanna um 6.500 ma.kr. eða um 155% af vergri landsframleiðslu. Stærsti hluti eignanna er notaður til fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða eða um 26% og nánast alfarið í erlendum gjaldmiðlum. Eignir í skráðum og óskráðum hlutabréfum voru 17% af heildareignum og voru um ¾ hlutar þeirra í skráðum fyrirtækjum í Kauphöll Íslands. Skuldabréf með ábyrgð ríkis voru tæplega 16% af heildareignum og í sögulegu lágmarki. Eignir í hlutdeildarskírteinum fjárfestingarsjóða námu 12% en fjárfesting í framtakssjóðum hefur aukist nokkuð á undanförunum árum (mynd II-2). Sjóðfélagalán sem eru um 90% af fasteignaveðtryggðum skuldabréfum jukust verulega á árinu 2023, eins og nánar er fjallað um hér á eftir. Eignir í erlendum gjaldmiðlum námu um 39% af heildareignum samtryggingardeilda og voru að mestu leyti í erlendum verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum, eða um 2.500 ma.kr. við árslok 2023.



Töluverð samþjöppun er á meðal lífeyrissjóðanna sem annast skyldusparnað samtryggingar. Tíu stærstu sjóðirnir eru með 90% af eignunum og þrír stærstu með 56% (mynd II-3). Samþjöppunin hefur aukist jafnt og þétt á liðnum áratugum samhliða fækkun sjóða (mynd II-4). Hlutdeild stærstu sjóðanna hefur aukist á þessum

tíma. Þess ber að geta að nokkrir lífeyrissjóðir eru hlutfallslega stærri í vörslu séreignarsparnaðar.

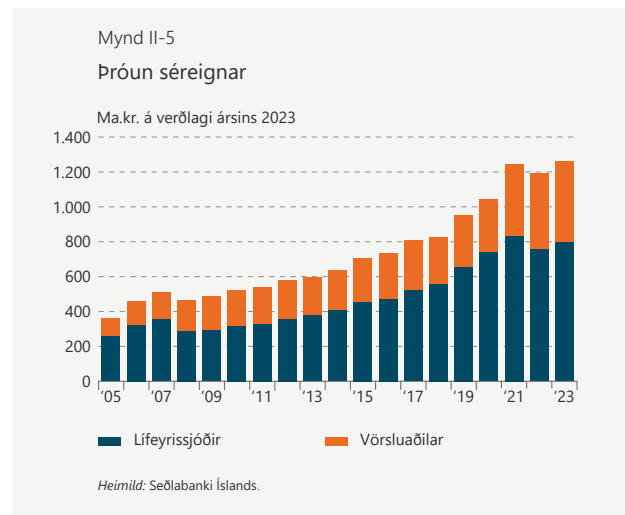


Vaxandi fjárfestingarþörf lífeyrissjóða verður vandasant úrlausnarefni fyrir sjóðina á næstu árum. Ákall hefur jafnframt verið um aukna hagræðingu og innra eftirlit, sem verður erfiðara fyrir smærri lífeyrissjóði en þá stærri. Þrátt fyrir töluverða fækkun lífeyrissjóða á síðustu áratugum er líklegt að þeim fækki enn frekar og væri það í takt við alþjóðlega þróun. Verði sú raunin þarf að horfa til sjónarmiða um samþjöppun á lífeyrismarkaði m.t.t. einsleitni eignasafna og áhrifa hennar á innlendan fjármálamarkað og stöðugleika.

Séreign

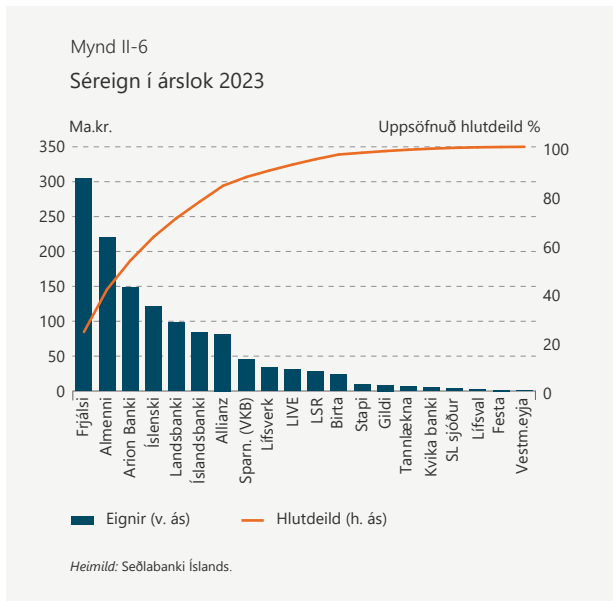
Þátttaka í valfrjálsum séreignarsparnaði hefur aukist jafnt og þétt og lætur nærri að helmingur fólks á vinnualdri teljist virkir sjóðfélagar, sem þykir mikið í alþjóðlegum samanburði. Útgreiðslur hefðbundins séreignarlífeyris eru enn sem komið er lágar. Lífeyrisbyrði séreignardeilda er í kringum 20% en að meðtalinni ráðstöfun vegna fast-

eignalána nema útgreiðslur um 40% samanborið við 72% hjá samtryggingardeildum lífeyrissjóða. Þróun séreignarsparnaðar hefur verið svipuð og hjá samtryggingardeildum lífeyrissjóðanna. Frá 2005 hafa eignir séreignardeilda aukist um nærri 800 ma.kr. á föstu verðlagi (mynd II-5). Sterkir hvatar eru til þátttöku í þessum sparnaði, m.a. vegna mótframlags vinnuveitenda og möguleika á að nýta skattfrjálsan sparnað til fasteignakaupa og greiðslna inn á húsnæðislán. Þátttaka í séreignarsparnaði hefur því aukist og tilkoma tilgreindrar séreignar hefur stutt enn frekar við aukninguna. Þótt vörsluaðilum séreignarsparnaðar hafi verið veittar rýmri heimildir til fjárfestingar eru þeim settar óbeinar viðbótarskorður vegna rýmri útgreiðslureglna. Eignasamsetning sjóða sem varsla séreignarsparnað er því nokkuð frábrugðin eignasöfnum samtryggingar, en hjá þeim fyrrnefndu er aukið vægi á kvikari eignir, eins og innstæður og skráð skuldabréf sem gefa alla jafna lægri ávöxtun en áhættu-meiri eignir.



Vörsluaðilar séreignarsparnaðar eru 20 talsins, með um 1.270 ma.kr. í sinni vörslu við árslok 2023 (mynd II-6). Á árinu voru 13 lífeyrissjóðir, fimm innlend fjármálafyrirtæki² og tvö erlend váttryggingafélög sem buðu samtals upp á um 80 sparnaðarleiðir. Samþjöppun séreignarsparnaðar er nokkuð svipuð og hjá lífeyrissjóðum samtryggingar og eru rúmlega 90% séreignar í vörslu 10 stærstu aðilanna. Aðeins sjö vörsluaðilar eru með eignir yfir 50 ma.kr. í sinni vörslu og minnstu aðilarnir eru aðeins með um 1 ma.kr. í sinni vörslu. Stærstu vörsluaðilarnir eru fjármálafyrirtæki og lífeyrissjóðir í rekstri fjármálafyrirtækja en stærstu sjóðirnir á samningssviði aðila vinnumarkaðarins eru ekki umsvifamiklir á þessu sviði.

2. Fjórir sparissjóðir bjóða séreignarsparnað í gegnum einn vörsluaðila.



Tilgreind séreign

Ákvæði um hækkun lágmarksiðgjalds til öflunar lífeyrisréttinda í 15,5% og heimild til að ráðstafa 3,5% til tilgreindrar séreignar var lögfest árið 2022 og tilgreinda séreignin skilgreind sem hluti af lágmarkstryggingarvernd. Það þrengdi umgjörð tilgreindrar séreignar sem lýtur ekki sömu ákvæðum um fjárfestingu og hefðbundin séreign til viðbótartryggingaverndar skv. II. kafla laga um lífeyrissjóði.

Samhliða hækkun lágmarksiðgjaldsins var lágmarkstryggingarvernd til ævilangs mánaðarlegs ellilífeyris jafnframt hækkuð úr 1,4% í 1,8% að meðaltali af iðgjaldsstofni sem greitt er af á ári miðað við 40 ára inngreiðslutíma. Rétt er að vekja sérstaka athygli á tveimur atriðum varðandi tilgreinda séreign:

- Kjósi sjóðfélagi að ráðstafa allt að 3,5% iðgjaldshluta til tilgreindrar séreignar eða kjósi hann að ráðstafa hluta lágmarksiðgjalds til viðbótartryggingarverndar dregst framangreint viðmið saman, úr 1,8% niður í allt að 1,4% að meðaltali af iðgjaldsstofni sem greitt er af.
- Um útgreiðslu tilgreindrar séreignar gilda þrengri heimildir en fyrir aðrar tegundir séreignar, þar sem ekki má hefja útgreiðslu nema sjóðfélagi hafi náð 62 ára aldri, sjóðfélaginn missi starfsorku eða við andlát hans. Almenn má hefja útgreiðslu úr annari gerð séreignar við 60 ára aldur. Seðlabankinn telur að tilgreind séreign eigi ekki að lúta öðrum skilyrðum um útgreiðslur en viðbótartryggingarvernd, hvort sem hún myndast af lögbundnu lágmarksiðgjaldi eða viðbótariðgjaldi, til einföldunar og hagsbóta fyrir sjóðfélaga.

Upphaflega var kveðið á um tilgreinda séreign í kjarasamningum Samtaka atvinnulífsins og Alþýðu-

sambands Íslands árið 2016. Með svonefndum lífskjarasamningi aðila vinnumarkaðarins árið 2019 og stuðningsyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar við samninginn var kveðið á um að skylduiðgjaldið skyldi hækka úr 12% í 15,5%, þar sem framlag launþega héldist óbreytt (4%) en mótframlag vinnuveitenda hækkað úr 8% í 11,5%. Jafnframt var veitt heimild til að ráðstafa þar af allt að 3,5% iðgjaldshluta til öflunar áður nefndrar tilgreindrar séreignar. Tilgangurinn með hækkuð iðgjaldsins var m.a. að samræma lífeyrisréttindi á öllum vinnumarkaðnum og stuðla að sjálfbærni lífeyriskerfisins.

Seðlabankinn telur að tilgreind séreign auki flækjustig lífeyriskerfisins og þörf sé á að skýra regluverk henni tengdri.

Erlendar afurðir séreignarsparnaðar

Séreignarsparnaður er að stærstum hluta í vörslu innlendra lífeyrissjóða og vörsluaðila. Þrjú erlend váttryggingafélög með starfsleyfi í sínu heimaríki hafa hlotið staðfestingu samkvæmt 10. gr. laga um lífeyrissjóði og er heimilt að bjóða upp á samninga um viðbótartryggingavernd og séreignarsparnað, sbr. 6. mgr. 8. gr. laganna. Í gegnum innlenda dreifingaraðila bjóða þau félög lífeyrstryggingaafurðir, sem eru ólíkar séreignarafurðum innlendra vörsluaðila. Afurðir þeirra eru frábrugðnar að því er varðar tryggingaþætti, öflun réttinda og upphafskostnað. Af þeim sökum er mikilvægt að upplýsingagjöf lífeyrissjóða og annarra vörsluaðila séreignarsparnaðar sé fullnægjandi og gagnsæ svo neytendur geti tekið upplýsta ákvörðun við samanburð milli valkosta erlendra og innlendra aðila.

Launþegar sem velja að tilgreind séreign fari í vörslu til þessara aðila geta verið útsettir fyrir aukinni gjaldmiðlaáhættu í stað þess ef iðgjaldinu væri að fullu varið til öflunar réttinda í samtryggingu. Í lögum um lífeyrissjóði er sérstakt ákvæði, sbr. 1. og 2. mgr. 36. gr. d. laganna, sem hefur þann tilgang að takmarka gjaldmiðlaáhættu lífeyrissjóða. Þar er horft til þess að ákveðið hlutfall af eignum lífeyrissjóða, 48,5% frá því í byrjun árs 2024 sem kemur til með að lækka í skrefum niður í 35% fram til ársins 2036, skuli vera í sama gjaldmiðli og skuldbindingar sjóðanna. Þar sem skuldbindingar erlendu váttryggingafélaganna eru allar í erlendum gjaldmiðlum uppfylla þau framangreinda kröfu þrátt fyrir að allar eignir þeirra séu í erlendum gjaldmiðlum.

Erlendu váttryggingafélögin lúta tilskipun 2009/138/EB um stofnun og rekstur fyrirtækja á sviði váttrygginga og endurtrygginga (hér eftir Solvency II-tilskipunin) og eftirliti síns heimaríkis, er varðar kröfur

til starfsemi félags, en ekki íslenskra stjórnvalda að því er varðar heimild til að miðla váttryggingaafurðum fyrir viðbótarlífeyrissparnað hér á landi. Þetta fyrirkomulag getur leitt til ákveðins flækjustigs, s.s. í tengslum við jafnræði í eftirliti og skýrslugjöf milli innlendra og erlendra aðila og getur skapað skilyrði fyrir „eftirlits-högnun“ (e. regulatory arbitrage) fyrir þessa aðila á markaði séreignarsparnaðar.

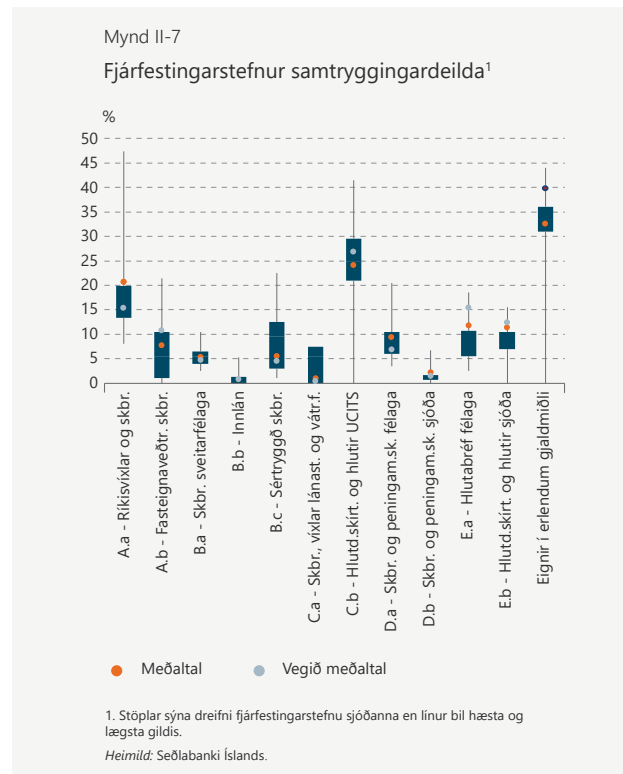
Seðlabankinn telur rétt að séreignarsparnaður, þar með talin tilgreind séreign, falli undir sérloggjöf til að jafna starfsskilyrði vörsluaðila og stuðla að samræmdri upplýsingagjöf til sjóðfélaga. Sjá einnig umfjöllun í kafla IV um löggjöf um séreignarsparnað.

Fjárfestingarstefna lífeyrissjóða

Sjóðsöfnunarkerfi byggir á því að safna eignum á efnahagsreikningi, hvort sem það er til að mæta skuldbindingum vegna veittra lífeyrisréttinda í samtryggingu eða sparnaði einstaklinga í séreign. Lögum samkvæmt er stjórnun lífeyrissjóða falið að móta fjárfestingarstefnu í samræmi við fjárfestingarheimildir og skynsemisreglu³ (e. prudent person principle) sem lýst er í 1. mgr. 36. gr. laga um lífeyrissjóði. Í stefnunni gera stjórnir sjóðanna grein fyrir markmiðum um vægi eignaflokka og vikmörkum sem hlutfalli af heildareignum auk atvinnugreinaskiptingar, gjaldmiðlasamsetningar og fleiri þáttum sem tilgreindir eru í reglugerð nr. 916/2009, um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignarsparnaðar.

Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðs gegnir því hlutverki að tilgreina hvernig lífeyrissjóður ávaxtar það fé sem til hans er greitt, að teknu tilliti til arðsemi, áhættu og fjárfestingatakmarkana. Fjárfestingarstefna ræðst af væntingum um ávöxtun, framboði fjárfestingarkosta og áhættu eignaflokka til lengri tíma, auk áhættuvilja og áhættupols hvers og eins lífeyrissjóðs sem endurspeglast m.a. í ólíkum markmiðum sjóðanna um vægi einstaka eignaflokka (mynd II-7). Venju samkvæmt er ein fjárfestingarstefna mótuð fyrir samtryggingardeild lífeyrissjóðs sem gildir þá fyrir alla sjóðfélaga enda ekki valkostir í boði um ólíkar fjárfestingarleiðir. Þó eru dæmi þess að einstaka lífeyrissjóðir hafi hér áður fyrr haft ólíka fjárfestingarstefnu eftir aldurshópum. Öðru máli gegnir um séreignarsparnað þar sem einstaklingar hafa val um ólíkar leiðir. Ekki er algilt að sama stefna henti öllum sjóðfélögum þar sem áhættupól einstaklinga getur

verið mismunandi eftir því hvar á æviskeiðinu þeir eru staddir.

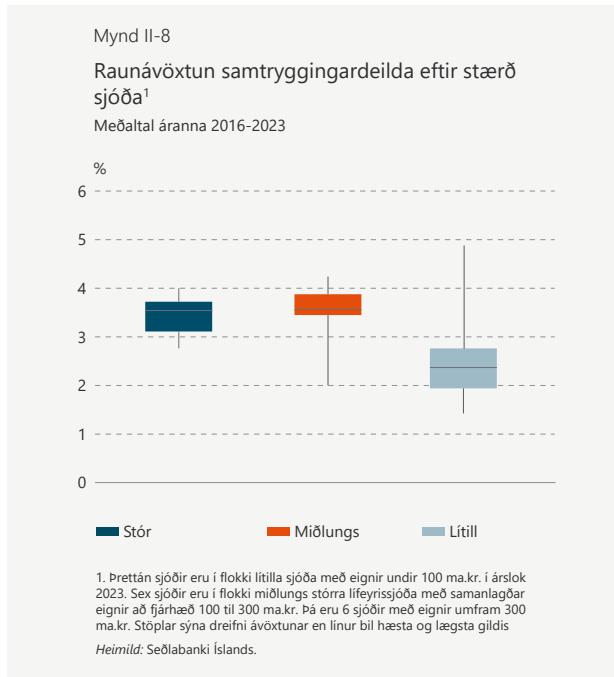


Verkefni stjórnenda lífeyrissjóða er að hámarka ávöxtun, með sem skilvirkastr eignasamsetningu og er samvalskeningin (e. modern portfolio theory) oft nefnd í því samhengi.⁴ Samkvæmt henni má draga úr áhættu í eignasafni án þess að það komi niður á væntri ávöxtun, með samvali verðbréfa í eitt safn. Sá hluti áhættunnar sem hægt er að takmarka með áhættudreifingu er kölluð sértæk áhætta eða fyrirtækjaáhætta en sú áhætta sem eftir stendur í vel dreifðu eignasafni er kölluð markaðsáhætta eða kerfisáhætta. Með því að mynda eignasafn með mörgum tegundum verðbréfa með lága eða neikvæða fylgni við aðrar fjárfestingareignir í safninu, mun flökt í afkomu eignasafnsins minnka. Samspil heildaráhættu eignasafnsins við ávöxtun þess er þá í forgrunni við val á fjárfestingakostum og geta t.d. verðbréf með lága vænta ávöxtun verið álitlegur fjárfestingarkostur ef þau draga úr heildaráhættu safnsins. Með samvali fjárfestinga má velja ákjósanlegt safn fjárfestinga sem leiðir til hagkvæmasta sambands ávöxtunar og áhættu. Ef gengið er of langt í því að fjárfesta í áhættumeiri eignum þá standa sjóðfélagar uppi með áhættusamara eignasafn en hæfir áhættuvilja og áhættupól þeirra. Þá er einnig ástæða til að gæta

3. Skynsemisreglan er þýðing á enska hugtakinu „prudent person principle“ sem í lögum nr. 100/2016. um váttryggingastarfsemi, og lögum nr. 78/2007, um starfstengda eftirlaunastjóði, er nefnd „varfærnisreglan“.

4. Sjá Markowitz, H.M. “Portfolio Selection”. The Journal of Finance 7 (1): 77–91. 1952.

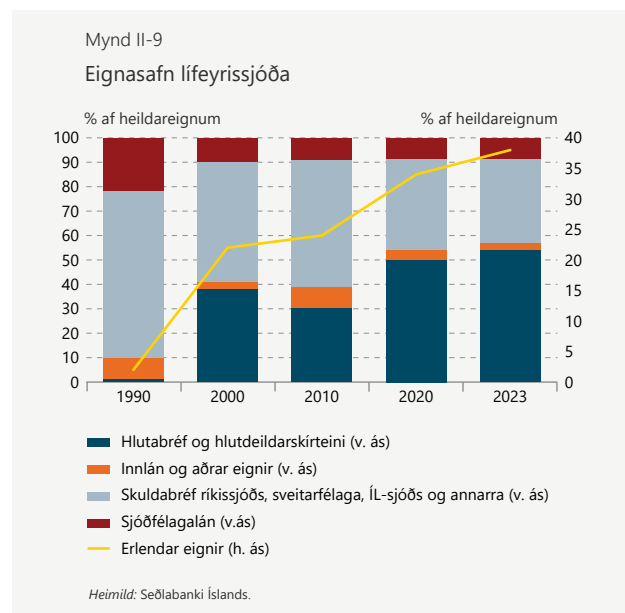
sérstakrar varúðar þegar kemur að ávöxtun lífeyrissparnaðar þar sem sjóðfélagar treysta á lífeyrissparnað til framfærslu á efri árum og ríkisfjármálastefnan gengur út frá því að lífeyrissjóðskerfið veiti meirihluta þjóðarinnar lágmarkstryggingarvernd. Beiting samvalskennningarinnar getur takmarkast vegna fjárfestingarheimilda og framboðs verðbréfa á hverjum tíma.



Stærð og stærðarhagkvæmni getur einnig skipt máli við að ná fram árangri við langtímaávöxtun lífeyrissparnaðar. Eftir því sem sjóðfélagar eru fleiri og lífeyrissparnaður meiri dreifist kostnaður á stærra eignasafn. Þá hefur kostnaður við ávöxtun lífeyrissparnaðar einnig áhrif á skilvirkasta eignasafn og samval verðbréfa. Einnig hafa minni sjóðir ekki sama svigrúm til áhættudreifingar og stærri sjóðir. Á mynd II-8 sést meðal raunávöxtun lífeyrissjóðanna eftir stærð sl. fimm ár. Til langs tíma setur 3,5% raunvaxtaviðmið, sem notað er við núvirðisreikning væntanlegs lífeyris og framtíðariðgjalda, lágmark fyrir markmið lífeyrissjóðs um ávöxtun og þar með áhættu eignasafnsins til þess að lífeyrissjóður geti staðið við skuldbindingar sínar. Reiknireglan að baki réttindaávinnslu tekur tillit til forsendna um dánar- og lífslíkur, líkur á að sjóðfélagi tapi starfsorku, sé í sambúð og hafi börn á framfæri. Auk þess tekur ávinnsla lífeyrisréttinda mið af því að forsenda um 3,5% árlega raunávöxtun fjárfestinga náist til langs tíma, óháð efnahagsumhverfinu og vaxtastigi á hverjum tíma. Flestir miðlungs stórir og stærri lífeyrissjóðir hafa verið með ávöxtun um og yfir 3,5% raunvaxtaviðmiði, eða 3,7%-3,8% en minni sjóðir, þ.e. þeir sem hafa minna en 300 ma.kr. í stýringu hafa ekki

náð því markmiði að meðaltali á árunum 2016-2023 og mælist hún því 2,5%. Dreifni í ávöxtun lítilla lífeyrissjóða er mun meiri en stærri sjóða og bil raunávöxtunar afar breitt. Þannig var einn af minni sjóðunum með hátt í 5% raunávöxtun að meðaltali á tímabilinu og náði hæstu meðalávöxtun af öllum sjóðunum, en annar með allt niður í líðlega 1% raunávöxtun.

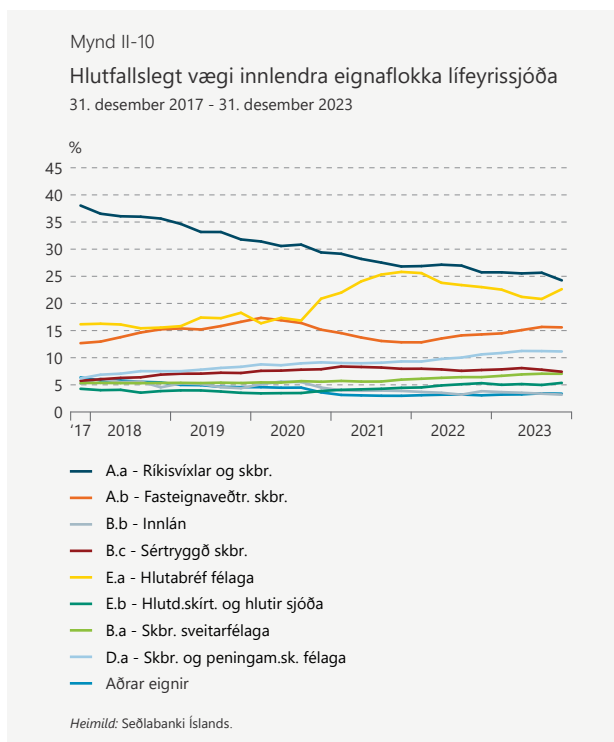
Æskilegt er að sjóðirnir fjárfesti í fjölbreyttum eignum. Framan af var meirihluti fjárfestingar lífeyrissjóða í ríkistryggðum íslenskum skuldabréfum og útlánunum til sjóðfélaga (mynd II-9). Vægi hlutabréfa, hlutdeildarskírteina og erlendar fjárfestingar hefur hins vegar aukist undanfarna áratugi í samræmi við breytingar á löggjöf, vaxandi fjárfestingarþörf sjóðanna, fjölbreyttari fjárfestingarkosti og lækkun vaxta. Fjárfesting í skuldabréfum, miðað við lægri ávöxtunarkröfu, fullnægir ekki langtíamarkmiði lífeyrissjóða um að standa við skuldbindingar nema aðrar fjárfestingar bæti upp heildarafkomu eignasafnsins. Sjóðirnir hafa því heldur aukið fjárfestingar í hlutabréfum og hlutdeildarsjóðum á kostnað skuldabréfa.



Samsetning sjóðfélaga og vaxtastig hefur áhrif á svigrúm lífeyrissjóðs til áhættutöku. Þegar yngri sjóðfélagar bætast í hóp sjóðfélaga getur svigrúm lífeyrissjóða til ásættanlegrar áhættutöku aukist í samræmi við hagsmuni og aldurssamsetningu. Eftir því sem fram líður og ef meðalaldur sjóðfélaga hækkar þá dregur úr svigrúmi til áhættutöku, ef ætlunin er að tryggja sem öruggast uppgjör skuldbindinga. Lækki áhættulausir vextir hins vegar niður fyrir vaxtaviðmið til núvirðingar þurfa lífeyrissjóðir að auka áhættu í eignasafninu til þess að geta staðið við skuldbindingar sínar, sem getur gengið gegn hagsmunum sjóðfélaga.

Innlendar eignir

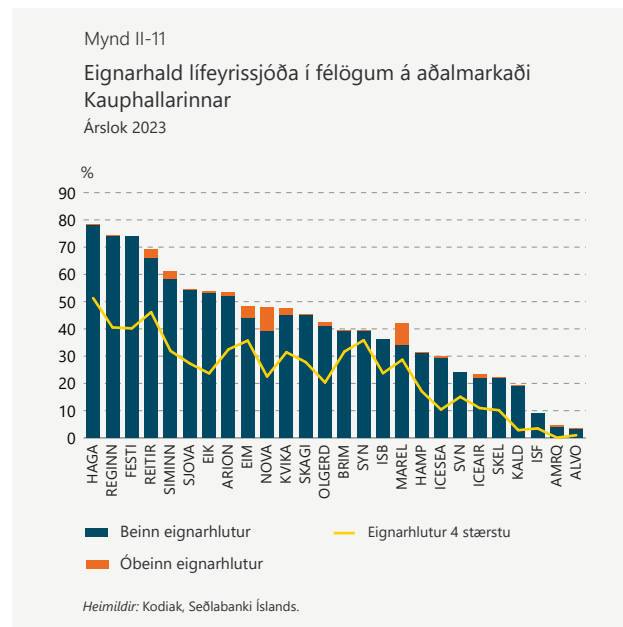
Vægi áhættumeiri eigna í eignasafni lífeyrissjóða hefur aukist, svo sem hlutabréfa og hlutdeildarskírteina, á kostnað áhættuminni eigna, svo sem ríkisskuldabréfa. Eins og sjá má á mynd II-10 hefur vægi ríkisvixla og ríkisskuldabréfa lækkað úr 40% árið 2017 í 25% af innlendum eignum. Aukna áhættusækni má rekja til lægra vaxtastigs sem einskorðast ekki við Ísland. Til þess að ávöxtun standi undir ávöxtunarviðmiði í lágvaxtaumhverfi þarf að auka áhættutöku. Sama þróun hefur átt sér stað á meðal stofnanafjórðungi víða um heim. Ein af afleiðingum aukinnar áhættusækni er sú að ávöxtun verður sveiflukenndari en ella.



Eignarhald og áhrif

Eignarhlutir lífeyrissjóða samanlagt í skráðum hlutabréfum í Kauphöllinni námu allt frá 2% og til nærri 80% af heildarhlutafé einstaka félaga við árslok 2023 (mynd II-11). Samanlagt eiga lífeyrissjóðirnir beint og óbeint 35% af markaðsvirði allra hlutabréfa sem skráð eru á aðalmarkaði Kauphallarinnar, þar af eiga fjórir stærstu sjóðirnir um 22%. Ef litið er á einstaka atvinnugreinar er ljóst að sjóðirnir eiga stóra eignarhluti í fyrirtækjum í samkeppni á sama markaði. Til að mynda eiga þeir meirihluta skráðra hlutabréfa í fasteigna-, fjar-skipta-, váttrygginga- og smásölu fyrirtækjum. Við slíkar aðstæður getur sameiginlegt eignarhald í samkeppnisfyrirtækjum hindrað virka samkeppni milli þeirra og þannig leitt til alvarlegra hagsmunaárekstra ef ekki er

gætt að því að draga úr þeim, svo sem með því að skipa sjálfstæða stjórnarmenn.



Fram að fjármálahruninu árið 2008 voru lífeyrissjóðirnir frekar hlutlausir fjárfestar og beittu sér ekki á aðalfundum í atkvæðagreiðslum eða með öðrum hætti. Þeir hafa á síðustu árum beitt sér í ríkara mæli, bæði við val á stjórnarmönnum og með tillögum, bókunum og ábendingum á hluthafafundum. Þá eru dæmi um að þeir hafi selt eignarhlut sinn í félögum sem samræmast ekki hluthafastefnu þeirra en þegar eru ákveðnir sjóðir farnir að birta skýrslur um framkvæmd hluthafastefnu vegna eignarhlutar síns í skráðum félögum á markaði.

Seðlabankinn telur æskilegt að lífeyrissjóðir beiti áhrifum sínum sem hluthafar líkt og aðrir fjárfestar, ella gætu áhrif annarra minni hluthafa aukist verulega og umfram raunverulegan atkvæðisrétt. Virkt hluthafalýðræði hlýtur að felast í því að raunverulegir hluthafar geti einmitt notað atkvæðisrétt sinn í stjórnnum fyrirtækja. Í þessu sambandi er umboðsskylda og ábyrgð lífeyrissjóðanna mikil og telur Seðlabankinn að þeir ættu að leggja áherslu á langtímasjónarmið og góða stjórnarhætti. Mikilvægt er að val og tilnefningar til stjórna í hlutafélögum séu byggðar á faglegum grunni og að sjálfstæði stjórnarmanna sé tryggt með hagsmunum allra hluthafa að leiðarljósi.

Í flestum tilfellum eru það aðilar vinnu- og markaðarins sem velja í stjórnir lífeyrissjóðanna fyrir hönd sjóðfélaga. Þeir sem veljast í stjórn hafa ríka umboðsskyldu gagnvart sjóðfélögum og verða ávallt að setja hagsmuni þeirra í fyrsta sæti. Skipun í stjórnir sjóðanna verður að mati Seðlabankans að vera fagleg og tryggja þarf stjórnarmönnum nægilegt sjálfstæði til að vinna í þágu sjóðfélaga við að hámarka ávöxtun eigna.

Sjóðfélalán

Um aldamótin 1900 var stofnuð sérstök veðdeild við Landsbankann með sérstakan efnahag. Deildin fékk tryggingarfé frá ríkissjóði en var að öðru leyti ekki með ríkisábyrgð. Hún lánaði með 4,5% föstum nafnvöxtum til 50 ára við kaup á landi, til 35 ára með veði í steinhúsi og til 15 ára til kaupa á torfhúsi. Þessar lánveitingar voru fjármagnaðar með útgáfu sértryggðra lánaflokka sem voru keyptir af dönskum stofnanafjárfestum. Þannig fjármögnuðu Danir upphaf þéttbýlis á Íslandi. Ísland varð síðan fullvalda árið 1918 og um leið sérstakt myntsvæði. Krónan féll í verði 1920 og dönsku fjárfestarnir hurfu á brott. Næstu áratugi voru erfiðleikar við að finna kaupendur að skuldabréfum veðdeildarinnar. Þar bar það tvennt til að fáir stofnanafjárfestar voru til staðar hérlendis auk þess sem þrálát verðbólga og óstöðugleiki í efnahagsmálum gerði langtíma skuldabréf með nafnvöxtum að lítt fýsilegum fjárfestingarkosti. Þessi staða breyttist ekki fyrr en tekist hafði að koma fótum undir lífeyriskerfi með sjóðsöfnun og nýtt verðtryggt lánaform leit dagsins ljós, þ.e. húsnæðislán með föstum verðtryggðum vöxtum með jafngreiðsluskilmálum til allt að 40 ára. Þessi lán voru fjármögnuð með verðtryggðum skuldabréfum með ríkisábyrgð.

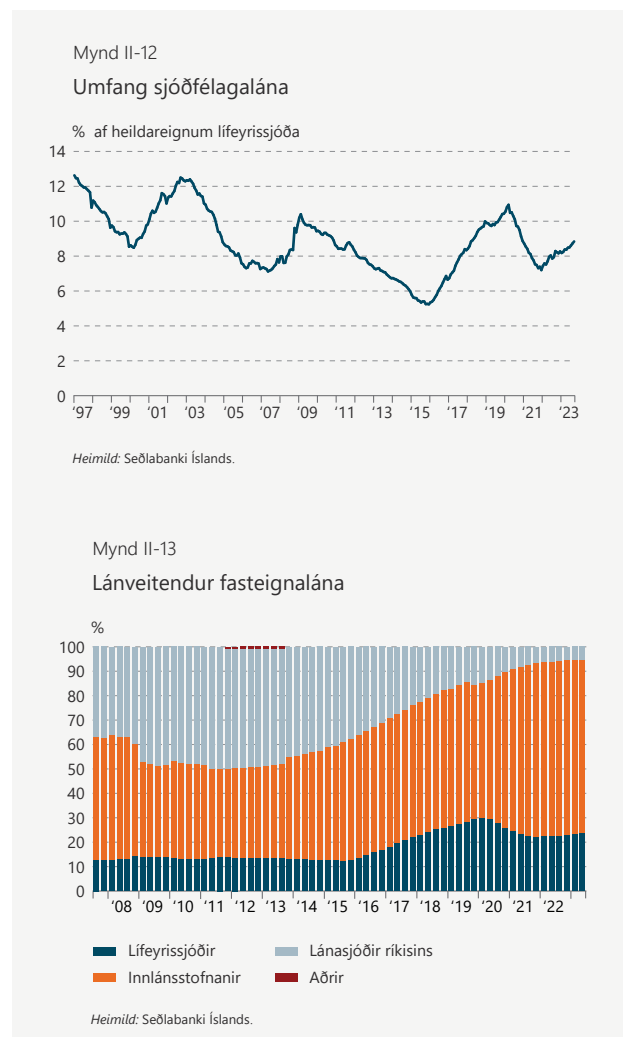
Verðtryggð lánakjör henta lífeyrissjóðum vel í ljósi þess að lífeyriskuldbindingar þeirra eru verðtryggðar. Löng verðtryggð íbúðalán höfðu þann kost að tryggja stöðuga raungreiðslubyrði í óstöðugu hagkerfi. Verðbóluskot hækkaði því höfuðstólinn að nafnvirði en greiðslubyrðin sjálf þróaðist í takt við breytingar á höfuðstóli. Rekstrarreikningur heimilanna varð stöðugri en ella og á efnahagsreikningi þeirra þróaðist raunvirði íbúðaskuldar í takt við verðlag líkt og verðmæti fasteigna til lengri tíma.

Lífeyrissjóðir hafa nánast frá upphafi lífeyrissjóðakerfisins lánað sjálfir til húsnæðis kaupenda í samræmi við gildandi lagaheimildir á hverjum tíma. Árið 1933 hóf Lífeyrissjóður barnakennara að lána til byggingasamvinnufélaga (svokallaðra kennarabústaða). Ríkisábyrgð var á slíkum lánnum skv. lögum frá 1932 um byggingasamvinnufélög. Síðar fóru aðrir lífeyrissjóðir að lána til byggingasamvinnufélaga, t.d. LSR.⁵

Þegar Lífeyrissjóður verzlunarmanna var stofnaður 27. maí 1955 var kveðið á um í reglugerð sjóðsins að sjóðfélagar skyldu hafa forgangsrétt til lána úr sjóðnum. Fyrstu 10 árin voru nálega 1.000 lán veitt til sjóðfélaga og var hámarkslán 250 þúsund krónur. Árið 1966 þótti sú upphæð ekki nema þriðjungur þess sem

til þyrfti til að byggja íbúð fyrir eina fjölskyldu.⁶ Þannig hafa bein útlán þróast sem hluti af þjónustu lífeyrissjóðanna við sjóðfélaga sína, m.a. vegna takmarkaðra lánakosta í gegnum tíðina. Ljóst er því að fasteignalán lífeyrissjóða eiga sér langa sögu og hafa mun meira vægi en þekkist hjá öðrum ríkjum. Má útskýra mikilvægi þeirra með því að áður fyrr var ekki nægt framboð af öðru lánsfé til fasteignakaupa.

Hlutfall beinna útlána lífeyrissjóða til húsnæðis-kaupa hefur verið að meðaltali um 10% af heildareignum þeirra frá aldamótum en var jafnan nokkru herra fyrir þann tíma (mynd II-12). Eftir að Íbúðalánasjóður hætti að veita almenn lán til húsnæðis-kaupa árið 2018 hófu lífeyrissjóðirnir í auknum mæli að lána til fasteignakaupa þar sem einkum var lánað á breytilegum verðtryggðum vöxtum. Í kjölfarið jókst markaðshlutdeild þeirra á íbúðalánamarkaði og varð hún 30% í júní 2020 (mynd II-13). Upp úr 2020 jukust svo óverðtryggð útlán lífeyrissjóða á ýmist breytilegum eða föstum vöxtum með endurskoðunarákvæði innan fárra ára.



5. Saga sjóðfélagalána. Kynning Stefáns Halldórssonar á hádegisfundi LL 2. desember 2015.

6. Alþýðublaðið 31. tbl., 8. febrúar 1966.

Lífeyrissjóðir hafa litið á umrædd útlán sem mikilvæga þjónustu við sjóðfélaga sína. Sjóðirnir lána út með lægra veðsetningarhlutfalli en bankarnir og bjóða færri lánamöguleika. Lífeyrissjóðir hafa að jafnaði breytt vöxtum í samræmi við vaxtaákvörðanir Seðlabankans og þróun á markaði. Aðkoma lífeyrissjóða að fasteignalánamarkaði hefur áhrif á útlánavöxt bankakerfis og skapar þannig sveiflur í peningamagni í umferð. Eftir að vextir tóku að hækka á árinu 2022 jukust útlán lífeyrissjóða og voru í lok síðasta árs 24,5% af heildarútlánnum til fasteignakaupa. Sjá nánari umfjöllun um fasteignamarkaðinn og áskoranir sem tengjast sjóðfélagalánnum lífeyrissjóða í kafla III.

Eins og nefnt hefur verið hafa lánveitingar lífeyrissjóða til fasteignakaupa sögulega aðallega verið í formi verðtryggðra lána fremur en óverðtryggðra. Í árslok 2023 voru tæplega 2/3 hlutar sjóðfélagalána lífeyrissjóða verðtryggð. Helgast það af því að skuldbindingar sjóðanna eru verðtryggðar með langan líftíma en til þess að draga úr áhættu í eignasafninu er æskilegt fyrir sjóðina að eiga langar verðtryggðar eignir á móti. Það fellur hins vegar betur að fjármagnsskipan innlánsstofnana að veita óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum þar sem fjármögnun þeirra er einnig að hluta óverðtryggð. Aukinheldur hafa bankarnir almenna yfirburði í veitingu lána vegna þeirra upplýsinga sem þeir hafa um viðskiptavini sína. Þeir hafa reynsluna, kerfin og mannaúðinn til þess að eiga við skuldbreytingar og önnur úrræði sem kunna að verða nauðsynleg í slíkri lánastarfsemi. Það er grundvöllur bankareksturs. Á móti kemur að það er erfitt að sjá fyrir sér húsnæðislánakerfi þar sem fjármagni er veitt milli kynslóða án aðkomu lífeyrissjóðanna sem geyma meirihlutann af langtímasparnaði landsmanna. Spurningin er aftur á móti sú hvort það sé heppilegt að sjóðirnir láni sjálfir með beinum hætti eða fjárfesti í sértryggðum skuldabréfum sem bankarnir gefa út til að fjármagna fasteignalán sín. Sjá nánari umfjöllun í kafla III um miðlun lánsfjár utan hefðbundna bankakerfisins.

Óskráðar eignir

Önnur birtingarmynd aukinnar áhættusækni er aukið vægi sérhæfðra fjárfestinga. Umfang sérhæfðra fjárfestinga hefur aukist jafnt og þétt frá árslokum 2017. Sérhæfðum fjárfestingum fylgir almennt aukin áhætta samanborið við hefðbundnar fjárfestingar. Til að mynda er seljanleiki minni, og upplýsingagjöf og gagnsæi almennt minna. Þar af leiðandi telur Seðlabankinn að gera ætti ríkari kröfur til þess að lífeyrissjóðir hafi yfir að ráða eftirlitskerfi og viðeigandi sérfræðiþekkingu svo þeim sé unnt að greina, meta, vakta, stýra, og bregðast við áhættu með viðeigandi hætti.

Nánar er vikið að tillögum að umbótum í eftirlitskerfi lífeyrissjóða í IV. kafla um samræmingu við aðra löggjöf á fjármálamarkaði og aðrar umbætur og í kafla VI um endurmat fjárfestingaeigna.

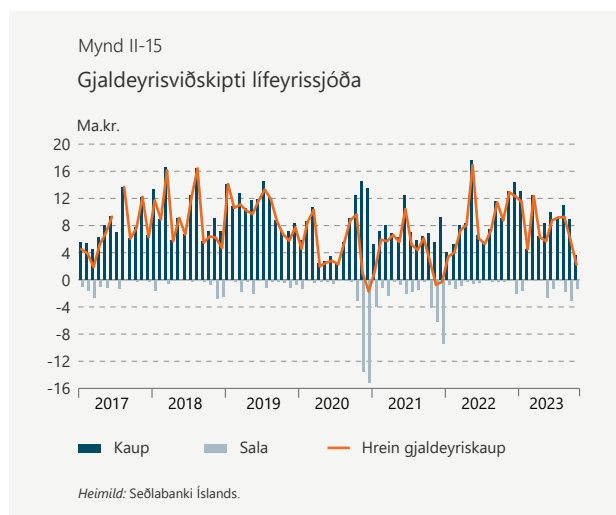
Eignir í erlendum gjaldmiðlum

Árið 1931 voru fjármagnshöft sett á Íslandi sem stóðu í 62 ár eða allt til þess að Ísland varð aðili að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið árið 1994 og svokallað fjórfrelsi við Evrópu tók gildi, þ.e. frjálst flæði vinnuafis, fjármagns, þjónustu og vara á milli aðildarríkja. Því var ekki mögulegt fyrir íslenska lífeyrissjóði að fjárfesta erlendis fyrr en eftir að samningurinn tók gildi. Á hinn bóginn varði frelsið aðeins í 15 ár, því fjármagnshöftunum var aftur komið á í nóvember 2008 við upphaf efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda með stuðningi Alþjóðgjalddeyrissjóðsins. Samkvæmt lögum um gjalddeyrismál sem þá voru sett var innlendum aðilum óheimilt að fjárfesta í erlendum verðbréfum nema um væri að ræða endurfjárfestingu vegna vaxtatekna, arðgreiðslna eða sölu á erlendum verðbréfum sem keypt höfðu verið fyrir nóvember 2008. Frá því Ísland varð aðili að ESS til ársins 2008 jókst hlutfall erlendra eigna hjá lífeyrissjóðunum úr nánast engu í um 30%, en það lækkaði síðan í 22% og stóð þar meira og minna næstu sjö árin þar á eftir uns hafist var handa við að losa fjármagnshöft í skrefum. Frá þeim tíma hafa erlendar eignir lífeyrissjóðanna aukist jafnt og þétt og voru 36% af heildareignum þeirra í lok árs 2023 (mynd II-15).



Lækkun erlendra eigna á árunum 2010-2011 má meðal annars rekja til þess að lífeyrissjóðirnir seldu hluta af erlendum eignum sínum til fjárfestingar hér á landi. Í því samhengi má nefna þátttöku lífeyrissjóðanna í gjalddeyrisútboðum Seðlabanka Íslands og samkomu-

lag um kaup lífeyrissjóða á íbúðabréfum af ríkissjóði.⁷ Fjármagnshöftin í kjölfar fjármálaáfallsins komu auk þess í veg fyrir nýfjárfestingu þeirra erlendis. Hlutfall erlendra eigna sjóðanna hélst þó nokkuð stöðugt á tímum fjármagnshaftanna, eða í um 22% af heildar-eignum og þrátt fyrir nokkra styrkingu krónunnar um það leyti sem ferðapjónustunni óx fiskur um hrygg. Í því samhengi verður að horfa til verðhreyfinga á eignamörkuðum hér heima og erlendis en að auki voru lífeyrissjóðirnir með undanþágur frá höftum til að þeir gætu staðið við þegar gerðar erlendar skuldbindingar.



Undanþágur lífeyrissjóðanna frá höftunum voru rýmkaðar frekar á árunum 2015-2017, samhliða öðrum aðgerðum stjórnvalda er miðuðu að því að losa um fjármagnshöftin, en eitt af forgangsmálunum var að draga úr uppsafnaðri erlendri fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna fyrir almenna losun haftanna. Á þessum árum var nokkuð ríflægur viðskiptaafgangur og fjármagnsflæði inn í landið, ásamt því að dregið hafði úr óvissu varðandi greiðslujöfnuð þjóðarbúsins með nauðasamningum föllnu bankanna við kröfuhafa. Því leið ekki langur tími þar til opnað var að fullu fyrir erlenda fjárfestingu sjóðanna sem og annarra innlendra aðila en almennri losun fjármagnshafta lauk að mestu leyti í mars 2017.

Frá 2017 hefur vægi erlendra eigna sjóðanna aukist svo til samfellt enda lífeyrissjóðirnir orðnir of stórir til þess að fjárfesta einvörðungu á innlendum verðbréfamarkaði. Erlend fjárfesting lífeyrissjóðanna hefur aðallega verið bundin við hlutdeildarskírteini sjóða og fjárfesta sjóðirnir eingöngu í fjármálagerningum sem útgefnir eru af aðilum innan aðildarríkja OECD, ríkja Evrópska efnahagssvæðisins eða Færeyjum. Áhættudreifing lífeyrissjóða með erlendri fjárfestingu

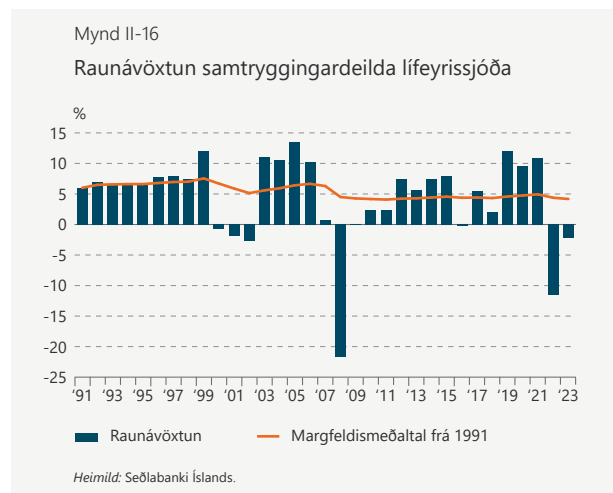
síðastliðin ár útskýrir að hluta mikinn bata á erlendri stöðu þjóðarbúsins. Í lögum um lífeyrissjóði er gjaldmiðlaáhætta lífeyrissjóða takmörkuð þannig að ákveðið lágmarkshlutfall eigna sé í sama gjaldmiðli og skuldbindingar. Sjá nánar í kafla VII um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða.

Undanfarin ár, að frátöldum farsóttarárunum (Covid-19), hafa lífeyrissjóðirnir keypt erlendan gjald eyri til fjárfestingar erlendis fyrir sem nemur iðgjöldum, að frádregnum lífeyrisgreiðslum og rekstrarkostnaði, eða fyrir um 100 ma.kr. á ári. Út frá sjónarmiðum um fjármálastöðugleika getur fjárfesting lífeyrissjóðanna erlendis haft umtalsverð áhrif á innlendan gjaldeyrismarkað og greiðslujöfnuð. Í kafla III er fjallað nánar um samspil erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða og fjármálastöðugleika.

Ávöxtun lífeyrissjóða og vaxtaþróun

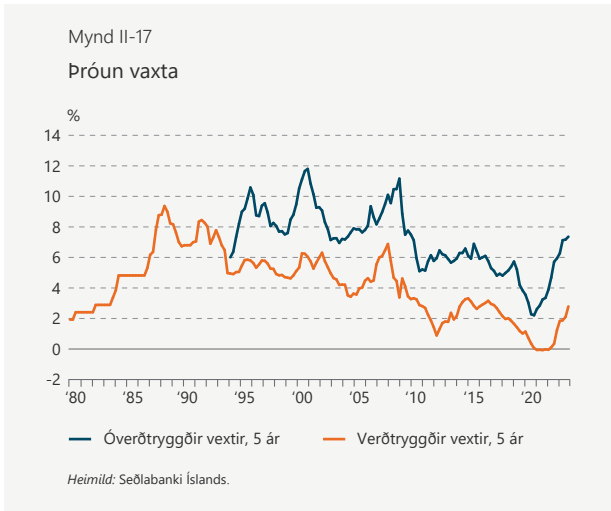
Ein af forsendum þess að lífeyrissjóðir geti staðið undir skuldbindingum sínum er að viðunandi ávöxtun náist á fjárfestingar þeirra. Raunávöxtun samtryggingardeilda lífeyrissjóða var sveiflukennð á árunum 1991-2023 samkvæmt ársreikningum (mynd II-16). Frá árinu 1991 fór hún hæst í 13,5% árið 2005, en var lægst neikvæð um 21,8% árið 2008. Ef litið er til uppsafnaðrar ávöxtunar samtryggingardeilda lífeyrissjóða frá árinu 1991 nemur margfeldismeðaltal raunávöxtunar sjóðanna 4,3%. Vert er að taka fram að mæling á ávöxtun lífeyrissjóðs skv. reglum nr. 335/2015, um ársreikninga, mælir afkomu ekki á sama hátt og gert er í tryggingafræðilegri athugun, sem undanskilur gangvirðisbreytingar skuldbréfa í breytilegu vaxtaumhverfi og innifelur framtíðarfjárfestingartekjur sömu eigna. Nánar er vikið að ólíkum matsaðferðum í kafla VI um mat á fjárhag lífeyrissjóða.

Eftir setningu svokallaðra Ólafslaga árið 1979 voru verðtryggðir vextir örugggra verðbréfa, þ.e. ríkisskulda-



7. Sjá tilkynningu á heimasíðu Seðlabankans hér.

bréfa og skuldabréfa með ríkisábyrgð, fyrst ákveðinir 2-3% en hækkaðir í 8-9% þegar vaxtafrelsi var komið á árið 1985. Síðan þá hafa vextir öruggra verðbréfa lækkað með tímabundnum sveiflum. Eftir langt lækunar skeið til ársins 2020 hafa vextir hækkað aftur og var raunávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa um 3% í árslok 2023 (mynd II-17).



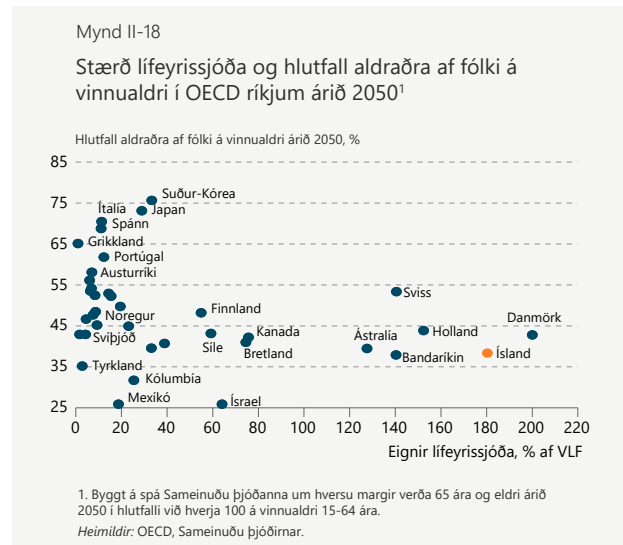
Þegar lög um lífeyrissjóði tóku gildi árið 1997 voru verðtryggðir vextir á bilinu 5-6%. Nefnd sem samdi drög að reglugerð nr. 391/1998, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, horfði til vaxtaviðmiðs sem kom fram í tillögum annarrar nefndar um endurskoðun lífeyriskerfisins áratugi fyrr og hafði skilað drögum að frumvarpi, sem ekki var lagt fram. Tillaga fyrri nefndar um endurskoðun lífeyriskerfisins miðaði að því að lífeyrissjóðir næðu 3,5% raunávöxtun eigna sem varð grundvöllur vaxtaviðmiðs til núvirðingar lífeyris og framtíðariðgjalda skv. áður nefndri reglugerð.

Skuldbindingar lífeyrissjóða og mannfjöldapróun

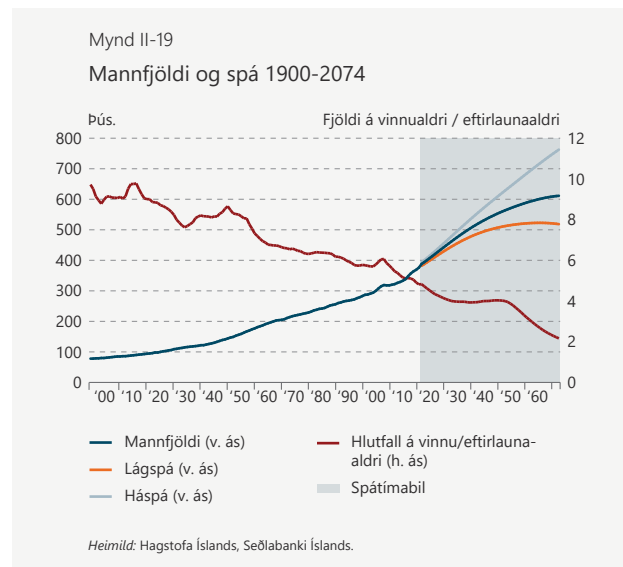
Við aldamótin 1900 voru um 10 á vinnualdri á móti hverjum einum á eftirlaunaaldri. Við upphaf þessarar aldar voru þeir 6. Hlutfallið var komið í 4,8 árið 2023 og stefnir í 2 innan nokkurra áratuga, miðað við óbreyttan eftirlaunaaldur. Nánar tiltekið mun hlutfallið lækka frekar næsta áratuginn og sveiflast í kringum 4 fram á miðja öldina miðað við mannfjöldaspá Hagstofu Íslands.⁸ Útlit er fyrir að hlutfallið lækki svo enn frekar og fari niður í 2,2 í lok spátímabilsins árið 2074. Gangi spáin eftir verður næstmest lækkun á aldurshlutfallinu fyrir Ísland miðað við aðrar vestrænar þjóðir, á eftir Írlandi. Íslenska lífeyriskerfið stendur samt sem áður enn

8. Sjá Mannfjöldaspá Hagstofu Íslands.

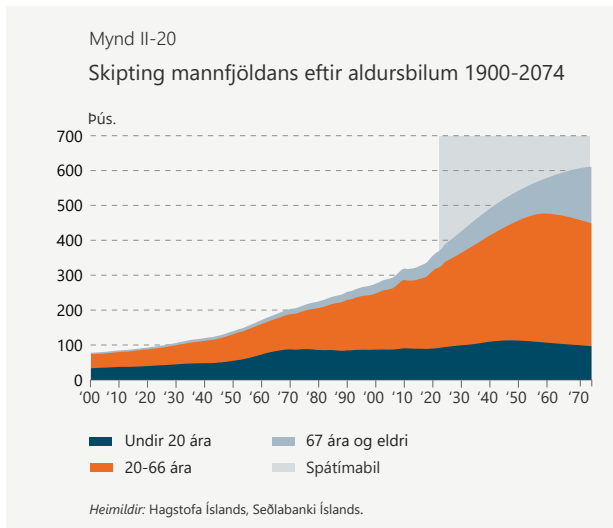
nokkuð vel hvað lífeyrisbyrði⁹ varðar miðað við helstu samanburðarlönd. Hlutfall aldraðra af fólki á vinnualdri er tiltölulega lágt miðað við önnur OECD ríki og er spáð að það nái 36% árið 2050 (mynd II-18).



Samkvæmt mannfjöldaspá Hagstofunnar mun fjöldi landsmanna á vinnualdri ná hámarki á sjötta áratug þessarar aldar og eftir það tekur þeim að fækka miðað við óbreyttan eftirlaunaaldur (mynd II-19 og II-20). Ef markmiðið væri að viðhalda svipuðu hlutfalli, þannig að fyrir hverja fimm á vinnumarkaði væri einn á eftirlaunum, þyrfti eftirlaunaaldur að hækka. Miðað við spána þyrfti eftirlaunaaldur að hækka úr 67 árum í 71 árið 2033 og í 73 árið 2043 til þess að hlutfallið héldist jafnt. Þessar spár eru auðvitað háðar mikilli óvissu, t.d. um aðflutning erlendra ríkisborgara og þróun lífslíkna. Fyrri spár um mannfjöldapróun hafa sýnt veruleg frávik frá raunþróun.

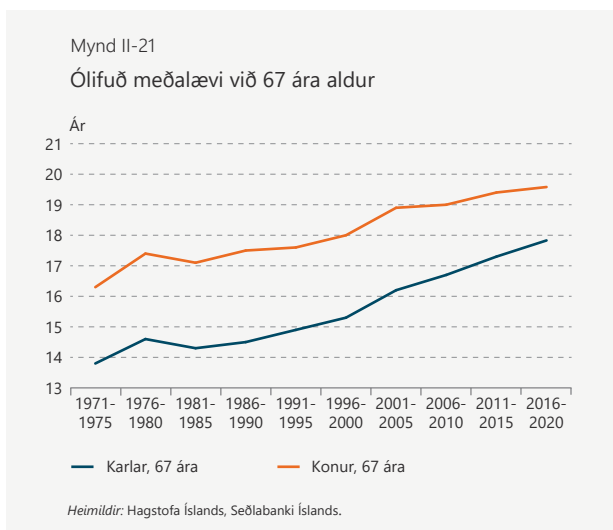


9. Lífeyrisbyrði = lífeyrir/iðgjöld.



Ólifuð meðalævi lýsir hve lengi einstaklingar geta vænst þess að lifa frá þeim aldri, sem þeir hafa þegar náð. Á árabilinu 1971 til 1975 var ólifuð meðalævi 67 ára karla 13,8 ár en kvenna 16,3 ár. Miðað við árabilið 2006-2010 voru sambærilegar tölur tæplega 16,7 ár fyrir karla og 19,0 ár fyrir konur. Vænt ævilengd skv. útreikningum Hagstofu Íslands hafði enn lengst á árabilinu 2016-2020 fyrir þennan aldurshóp og var 17,8 ár fyrir karla og 19,6 ár fyrir konur (mynd II-21).

Fram til ársins 2020 byggði mat á skuldbindingum lífeyrissjóða við tryggingafræðilega athugun á forsendum um sögulegar dánar- og lífslíkur, þ.e. miðað við reynslu fimm ára tímabils í fortíð, án spár um áframhaldandi þróun. Aukið langlífi leiddi til 0,5-0,7% meiri skuldbindingar lífeyrissjóða en forsendur höfðu gert



ráð fyrir. Aukning skuldbindinga umfram forsendur var háð kynja- og aldursamsetningu sjóða. Sem dæmi má nefna að vegna þess að vænt ævilengd karla hafði aukist umfram vænta ævilengd kvenna þá jukust skuldbindingar sjóða mest þar sem þeir voru í meirihluta.

Hækkun skuldbindinga umfram forsendur í fullfjármöggnuðu lífeyriskerfi þýðir að ávöxtun lífeyrissjóðs þarf að vera umfram vaxtaviðmiðið sem því nemur, til að lífeyrissjóður geti staðið við skuldbindingar. Með nýjum forsendum um dánar- og lífslíkur, sem fjármála- og efnahagsráðuneytið birti í árslok 2021, og lífeyrissjóðir hafa tekið upp við mat á skuldbindingum sínum, er gert ráð fyrir að dánartíðni haldi áfram að lækka. Nýjar forsendur leiddu til þess að áfallnar skuldbindingar vegna áunninna lífeyrisréttinda voru metnar 9% meiri en áður að jafnaði. Gangi spá um aukið langlífi eftir ættu lífeyriskuldbindingar ekki að hækka umfram það sem nýr reiknigrunnur gerir nú þegar ráð fyrir.

Þegar lífeyriskerfi almenna vinnumarkaðarins var komið á fót árið 1969 byggði það á jafnri réttindaávinnslu yfir um 40 ára starfsævi. Nú hafa allir lífeyrissjóðir tekið upp aldursháða réttindaávinnslu sem þýðir að ungir sjóðfélagar vinna sér inn meiri réttindi af hverri krónu iðgjalds en þeir sem eldri eru. Almennt hækka laun yfir starfsævina og yngri fólk er frekar frá vinnu vegna menntunar, barneigna eða breytinga á starfsvettvangi. Í ljósi þessa þarf að huga að tilgangi lágmarkstryggingaverndar, sem áskilið er að lífeyrissjóðir veiti, og hvernig og hvenær hennar er aflað. Einnig er hætt við því að lífeyrissjóðir sem bera hæsta örorkubyrði nái ekki að uppfylla lágmarkstryggingavernd skv. lögum m.v. 15,5% lágmarksiðgjald.

Nýir árgangar sjóðfélaga í lífeyrissjóðum sem hefja munu töku ellilífeyris á næstu tveimur áratugum eru stærri en fyrri árgangar, sem hafa þegar hafið töku ellilífeyris. Lífeyriskerfið mun hins vegar brátt ná því marki að þeir hópar sem fara á eftirlaun hafi aflað sér lífeyrisréttinda alla starfsævina. Í takt við aukna sjóðsöfnun og auknar lífeyrisgreiðslur mun kerfið á endanum snúast þar sem heildarlífeyrisgreiðslur verða meiri en iðgjöld til lífeyrissjóða. Árið 2015 námu lífeyrisgreiðslur 60% af iðgjöldum þess árs hjá samtryggingardeildum án ábyrgðar en hlutfallið lækkaði í um 45% árin á eftir þegar lágmarksiðgjald skv. kjarasamningum á almenna markaðnum hækkaði. Hlutfall lífeyris hefur aftur náð 60% af iðgjöldum vegna lýðfræðilegrar þróunar auk þess sem lífeyristökualdur hjá sumum lífeyrissjóðum hefur nýlega verið færður niður um fimm ár, í 60 ár. Að öllu samanteknu má gera ráð fyrir að lífeyrisgreiðslur verði hærri en iðgjöld fyrir miðja þessa öld.

Lífeyrissjóðir og fjármálastöðugleiki



Eitt meginhlutverka Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu, öruggu og virku fjármálakerfi. Í fjármálastöðugleika felst að fjármálakerfi geti staðist áföll í efnahagslífinu og á fjármálamörkuðum, tryggt fjármagn, miðlað lánsfé og greiðslum og dreift áhættu með viðhlítandi hætti. Líkt og rakið er í kafla II um einkenni og áskoranir íslenska lífeyriskerfisins hefur eignasafn lífeyrissjóðanna stækkað gríðarlega á undanförunum árum og áratugum og mikilvægi þeirra á fjármálamörkuðum aukist samhliða. Í ljósi umsvifa lífeyrissjóðanna á innlendum fjármálamörkuðum, bæði hvað varðar stærð og tengsl við aðrar fjármálastofnanir, má velta fyrir sér kerfislegu mikilvægi og áhrifum þeirra á fjármálastöðugleika. Seðlabankinn telur að huga þurfi að því hvort tilefni sé til þess að eftirlitsheimildir verði styrktar til að takmarka mögulega ógn við fjármálastöðugleika og lágmarka rekstraráhættu sjóðanna.

Sveiflujafnandi hlutverk lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir stuðla að fjármálastöðugleika með ýmsum hætti. Lífeyrissjóðir fjárfesta til langs tíma en við vissar aðstæður geta innlendir langtímafjárfestar verkað sveiflujafnandi í fjármálaáfalli og stuðlað að fjármálastöðugleika.¹ Í fjármálaáfalli gæti erlent fjármagn til að mynda leitað skyndilega úr landi í kjölfar sölu á innlendum hlutabréfum. Innlendir hlutabréfamarkaður er lítill í erlendum samanburði og litla veltu þarf til þess að framkalla snarpa verðbreytingu á markaðnum. Flótti erlendra fjárfesta í öruggar eignir getur haft lítið að gera með stöðu innlendra félaga heldur fremur

orsakast af ytri og óviðkomandi aðstæðum. Í slíkum tilfellum og í ljósi þess að lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar með mikla árlega fjárfestingarþörf gætu þeir dregið úr sveiflum á hlutabréfamarkaði og komið í veg fyrir neikvæða spíralmyndun með því að fjárfesta í bréfunum, að öllum líkindum á lægra verði en áður vegna söluprýstings erlendra aðila. Lífeyrissjóðir geta því nýtt kaugtækifæri sem myndast þegar aðrir aðilar á markaðnum vilja losna úr sínum stöðum. Getur það einnig átt við um aðra markaði þar sem lífeyrissjóðirnir geta dregið úr líkum á lausafjárskorti í áföllum og þannig stuðlað almennt að fjármálastöðugleika en um leið gætt hagsmuna sjóðfélaga.

Lífeyrissjóðum ber að tryggja að eignir séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu einstaka eignaflokka. Áhættudreifing í eignasafni lífeyrissjóða og það að lífeyrissjóðum sé óheimilt að skuldsetja sig eykur fjármálastöðugleika. Skuldbindingar þeirra eru til langs tíma og áhættan sem þeir standa frammi fyrir er því í eðli sínu ólík áhættu í starfsemi annarra fjármálafyrirtækja sem þurfa í meira mæli að horfa til áhættu vegna tímamisræmis á eignum og skuldum og eru útsettari fyrir lausafjáráfallum. Verði lífeyrissjóður hins vegar fyrir tapi vegna fjárfestinga í einum eignaflokki er hann ekki undir sama þrýstingi að losa aðrar eignir, meðal annars til að verða við veðköllum. Ávöxtun annarra eignaflokka kemur auk þess til með að draga úr áhrifum tapsins fyrir ávöxtun heildareigna. Hætta af smitáhrifum lífeyrissjóða á fjármálamarkaði er þar af leiðandi takmörkuð.

Þá er íslenska lífeyrissjóðakerfið að miklu leyti fullfjármagnað eins og rakið er að framan. Óvissa um ríkisfjármál og skuldastöðu ríkissjóðs í framtíðinni er

1. Sjá til dæmis Adler, G., Djigbenou, M-L og Sosa S. (2016). *Global financial shocks and foreign asset repatriation: Do local investors play a stabilizing role?*

þar af leiðandi minni sem skýtur sterkari stoðum undir efnahagsstefnu stjórnvalda og aukinn stöðugleika í peningamálum og þar af leiðandi fjármálastöðugleika.

Sveiflujafnandi hlutverk lífeyrissjóða kann þó að vera skert hér á landi vegna magntakmarkana í einstaka fjárfestingum. Lífeyrissjóðir geta því ekki nýtt sér kaup-tækifæri sem myndast á mörkuðum í sumum tilfellum, til að mynda ef sjóður er nálægt efri mörkum lagaheimildar til fjárfestingar í tilteknum eignaflokki.

Magntakmarkanir á fjárfestingar lífeyrissjóða þar sem fjárfestingarkostir eru takmarkaðir kunna auk þess að leiða til ákveðinnar einsleitni í eignasafni lífeyrissjóða, þrátt fyrir að eignasafn hvers og eins sjóðs sé vel dreift, sem gæti aukið verðsveiflur á markaði losi sjóðirnir stöður sínar samtímis. Lífeyrissjóðir gætu því við vissar aðstæður magnað verðáhrif á markaði hér á landi þar sem markaðir eru fyrir grunnir. Þá er auk þess hætt við ákveðinni hjarðhegðun meðal lífeyrissjóða þar sem minni sjóðir elta hreyfingar stærri sjóða, m.a. vegna útivistunar. Þetta getur aukið á kerfislega hættu fyrir lífeyriskerfið og fjármálakerfið í heild sinni vegna smithættu.

Nýlegt dæmi um að lífeyrissjóðir geti haft áhrif á fjármálastöðugleika er hin svokallaða LDI-krisa í Bretlandi í september 2022. Rekja má þá krisu til skuldbindingadrifinna fjárfestinga breskra lífeyrissjóða (e. liability driven investments, LDI) sem íslensku lífeyrissjóðunum er óheimil. Kveikjan að krisunni var tilkynning þáverandi ríkisstjórnar um ófjármögnuð þensluhvetjandi fjárlög sem leiddu til skarpra viðbragða á fjármálamörkuðum meðal annars með talsverðri hækkun á ávöxtunarkröfu breskra ríkisskuldabréfa með langan líftíma og ávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa. Breskir lífeyrissjóðir þurftu að bregðast við vegna LDI-fjárfestinga, sem snúast meðal annars um að eiga viðskipti með vaxtaafleiður. Upphaflega höfðu LDI-sjóðirnir verið myndaðir til að stýra áhættu vegna áhrifa vaxtasveiflna á skuldbindingar.² Hækkun ávöxtunarkröfunnar á markaði leiddi til veðkalla á LDI-afleiðurnar sem urðu til þess að lífeyrissjóðir neyddust til að losa fjármagn með því að selja meðal annars bresk ríkisskuldabréf. Það leiddi til enn frekara verðfalls ríkisskuldabréfanna, þ.e. hækkunar ávöxtunarkröfunnar. Böndum var komið á þessa framvindu þegar Englandsbanki greip inn í skuldabréfamarkaðinn og hóf kaup á ríkisskuldabréfum. Til að læra af þessari krisu gaf breska lífeyrissjóðaeftirlitið leiðbeinandi tilmæli til lífeyrissjóða³ þar sem m.a. er kveðið á um að lífeyris-

sjóðir þurfi að meta hvort LDI-fjárfestingar henti þeirra fjárfestingarstefnu auk þess sem samningar þurfa að geta staðist óhagstæðar markaðsbreytingar. Til að mæta þessari áhættu þurfa lífeyrissjóðir að viðhalda viðeigandi sjóði, tryggja viðnámsþrótt og viðeigandi stjórnarhætti í kringum þessar fjárfestingar.

Miðlun lánsfjár utan hefðbundna bankakerfisins

Stór angi af fjármálakerfinu snýr að miðlun lánsfjár og margir tengja við hið hefðbundna bankakerfi, enda hafa bankarnir þjónustað heimili í landinu um árabil ásamt því að veita innlendum fyrirtækjum fyrirgreiðslu en lunginn af íslenskum fyrirtækjum falla í flokk lítilla og meðalstórra fyrirtækja sem ekki hafa greitt aðgengi að fjármagnsmörkuðum. Miðlun lánsfjár er hins vegar stunduð af fjölbreyttum hópi fyrirtækja á fjármálamarkaði, svo sem lífeyrissjóðum, váttryggingafélögum og sérhæfðum sjóðum, en myndast getur flókin keðja framangreindra aðila við fjármálalega milligöngu þar sem aðkoma lífeyrissjóðanna getur verið fjölþætt. Lífeyrissjóðirnir eru sem fyrr segir stórir á alla mælikvarða og teygja anga sína víða á fjármálamarkaði. Öll fjármálaleg milliganga þeirra telst utan hins hefðbundna bankakerfis, ef frá er talin fjárfesting þeirra í afurðum bankanna, á borð við innstæður og sértryggð skuldabréf, hvort sem það eru milliliðalaus sjóðfélagalaán eða fjárfesting í skráðum skuldabréfaútgáfum sérhæfðra sjóða sem stofnaðir eru utan um ákveðin fjárfestingarverkefni.

Fjármálaþjónusta utan bankakerfisins felur bæði í sér kosti og galla út frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Helsti kosturinn er að hún tryggir aukna samkeppni og fjölbreytileika á fjármálamarkaði og þann möguleika að stunda fjármálalega milligöngu án óbeinnar ríkisábyrgðar sem kerfislega mikilvægir bankar njóta. Hún er auk þess mikilvæg út frá virkni fjármálamarkaða þar sem hún tryggir bæði aukna veltu og skoðanaskipti með kaupum og sölum á markaði, þar sem þekkingu og fjármagni frá mörgum ólíkum aðilum er safnað saman til þess að eiga upplýst viðskipti. Ókostirnir eru aftur á móti þeir að fjármálaleg milliganga utan bankamarkaðar getur verið flókin, ógagnsæ og skapað farveg fyrir óhóflega áhættutöku. Þá er hún beint og óbeint útsett fyrir mörgum sömu áhættuþáttum og hefðbundin bankastarfsemi, svo sem útlánaáhættu, lausafjáráhættu og vaxtaáhættu. Samkeppni lífeyrissjóða og fjárfestingarsjóða við bankakerfið um útlán kallar á virka áhættustýringu og aukna varfærni enda bankarnir betur í stakk búnir til þess að meta útlánaáhættu

2. EIOPA Financial Stability Report, júní 2023.

3. Using leveraged liability-driven investment, apríl 2023.

vegna greiðsluþjónustu við viðskiptavini sína og eftirlit með þeim stífara. Í öllu falli er mikilvægt að kröfur um stýringu útlánaáættu séu sambærilegar á milli ólíkra aðila á sama markaði.

Þjóðhagsvarúð og lífeyrissjóðir

Margvísleg þjóðhagsvarúðartæki hafa rutt sér til rúms á undanförunum árum. Lögum samkvæmt hefur Seðlabankanum verið falið að beita þeim. Þjóðhagsvarúðartækjum má í grófum dráttum skipta í fjóra meginflokka. Í fyrsta lagi eru tæki sem varðveita eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja, t.d. með sértækum og sveiflujafnandi eiginfjárkröfum. Í öðru lagi eru tæki sem varðveita viðnámsþrótt lántaka, þ.e. heimila og fyrirtækja utan fjármálageirans, t.d. með takmörkunum á skuldetningar- og greiðslubyrðarhlutföllum og veðsetningarhlutföllum, svokölluð lánþegaskilyrði. Í þriðja lagi eru tæki sem takmarka lausafjáraáættu, gjaldmiðlaáættu og gjalddagamisræmi fjármálafyrirtækja, t.d. með lausafjárkröfum, fjármögnunarkröfum og reglum um gjaldeyrisjöfnuð. Í fjórða og síðasta lagi eru tæki sem hafa áhrif á fjármagnsflæði milli landa, t.d. bindiskylda í tengslum við innstreymi erlendis gjaldeyris.

Fæst ofangreindra tækja eiga við í tilviki lífeyrissjóða. Einu þjóðhagsvarúðartækin sem nú er beitt og ná með beinum hætti til lífeyrissjóðanna eru tæki sem tilheyra öðrum lið hér að ofan, þ.e. tæki sem varðveita viðnámsþrótt lántaka. Nú þegar eiga reglur um veðsetningarhlutföll og greiðslubyrðarhlutföll fasteignalána til neytenda við um fasteignalán lífeyrissjóða til sjóðfélaga. Raunar er lítið um erlendar fyrirmyndir hvað varðar þjóðhagsvarúðartæki sem ná til lífeyrissjóða en þó nokkur umræða hefur undanfarið farið fram um hvort rétt sé að innleiða þjóðhagsvarúðartæki tengd fjármálalegri milligöngu utan hefðbundins bankakerfis.⁴ Það skiptir þó máli í þessu samhengi að íslenska lífeyriskerfið hefur nokkra sérstöðu miðað við önnur lönd vegna þess hve stórt eignasafn þeirra er í samanburði við stærð hagkerfisins og innlenda markaði. Sem hlutfall af landsframleiðslu er eignasafnið það annað stærsta í heimi líkt og þegar hefur verið getið.

Gjaldeyrismarkaður

Eins og kemur fram í kafla II eru fjárfestingar erlendis mikilvægur þáttur í fjárfestingum lífeyrissjóðanna til að dreifa áhættu í stóru eignasafni. Frá 2015 hafa lífeyris-

sjóðir keypt erlendan gjaldeyri fyrir 100-120 ma.kr. á ári ef frá eru talin farsóttarárin 2020 og 2021 þegar kaup þeirra námu í kringum 55 ma.kr. á hvoru ári fyrir sig. Sjóðirnir hafa aukið gjaldeyriskaup sín þegar gjald-eyrisinnflæði er mikið og keypt yfirflæði á markaðnum. Þeir hafa aftur á móti ekki selt gjaldeyri þegar flæðið er lítið. Lífeyrissjóðirnir eru því aðallega sveiflujafnandi á aðra hliðina enda er almennt stefna þeirra flestra að auka við gjaldeyriseignir sínar sem hlutfall af heildar- eignum, horft til meðallangs tíma.

Í þjóðhagslegu samhengi mun fullfjármagnað lífeyriskerfi knýja fram uppsöfnun sparnaðar þó að vitaskuld sé mikilvægt að hafa í huga að skyldusparnaður getur haft áhrif á á valfrjálstan sparnað. Uppsöfnun sparnaðar er sérstaklega mikil ef aldursamsetningin er með þeim hætti að tiltölulega margir eru á vinnu- markaði en tiltölulega fáir á eftirlaunum. Erlend fjárfesting og alþjóðleg eignadreifing eru lykilmættir í því að sjóðsöfnunarkerfi geti skilað hlutverki sínu með fullnægjandi hætti og tryggt að lífeyristaka stórra kynslóða valdi ekki verulegum ruðningsáhrifum í efnahagslífinu og rýri líf skjör þjóðarinnar í heild sinni. Erlend eignasöfnun ætti heldur ekki að vera vandkvæðum bundin með sjóðsöfnunarkerfi þar sem skylduiðgjöld til lífeyrissjóða stuðla sjálfkrafa að viðskiptaafgangi með því að draga úr neyslu og auka sparnað fólks. Viðskiptaafgangurinn skapar svigrúm til þess að flytja fjármagn úr landi án þess að raska greiðslujöfnuði.

Svigrúm lífeyrissjóðanna til gjaldeyriskaupa er háð gjaldeyrisinnflæði vegna viðskipta við útlönd og fjármagnsinnflæði, m.a. fjárfestingu erlendra aðila hér á landi. Þrátt fyrir að erlend fjárfesting lífeyrissjóðanna leiði til lægra raungengis en ella og styrki þannig samkeppnishæfni þjóðarbúsins í utanríkisviðskiptum, og skapi sitt eigið svigrúm, geta komið upp aðstæður þar sem æskilegt er út frá efnahagslegum og fjármála- legum stöðugleika að lífeyrissjóðirnir dragi tímabundið úr gjaldeyriskaupum sínum. Enn fremur kann það að samræmast hagsmunum sjóðfélaga. Þegar gjald-eyrisinnflæði eykst svo á nýjan leik má með sama hætti færa rök fyrir því að æskilegt sé að lífeyrissjóðirnir fjárfesti í auknum mæli erlendis og komi þannig í veg fyrir að fjármagnsinnflæði valdi þenslu hér á landi og óhóf- legri hækkun á eignamörkuðum.⁵ Að því leyttinu til eru lífeyrissjóðir sveiflujafnandi fyrir hagkerfið. Nauðsynlegt er aftur á móti að hafa hugfast að kvíkt fjármagnsinn- flæði, t.d. fjárfesting erlendra aðila í auðseljanlegum eignum eins og ríkisbréfum eða öðrum verðbréfum,

4. Framkvæmdastjórn ESB hefur óskað eftir ráðleggingum. Sjá nánar [Commission launches consultation on macroprudential policies for Non-Bank Financial Intermediation](#).

5. Sjá frekari umfjöllun í bók Ásgeirs Jónssonar og Hersis Sigurgeirssonar (2014). *Áhættudreifing eða einangrun? Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*.

getur alltaf leitað út aftur með tilheyrandi þrýstingi á gengi krónunnar.

Til að varðveita fjármálastöðugleika er mikilvægt að gjaldeyriskaup lífeyrissjóðanna taki einnig mið af fjármagnsinnflæði. Í fyrsta lagi er mikilvægt að erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna samræmist undirliggjandi hagþróun sem mótast bæði af viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði eins og farið er yfir hér að framan. Æskilegt er að ákveðnum hluta af lífeyrisðgjöldum sé ávallt varið til erlendar fjárfestingar þar sem iðgjöld eru jafngild frestun neyslu. Í öðru lagi hlýtur greiðslujöfnuður landsins að skapa ákveðinn ramma í kringum hversu hratt er hægt að hreyfa hlutfall erlendra eigna í eignasafni lífeyriskerfisins. Það gæti falið í sér að mikill/lítill viðskiptaafgangur kalli á hraðari/hægari uppsöfnun erlendra eigna en viðskiptaafgangur felur í sér hreina aukningu á innlendum sparnaði í erlendum gjaldmiðlum. Í þriðja lagi geta erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna vegið upp á móti áhrifum mikils fjármagnsinnflæðis í greiðslujöfnuði og komið þannig í veg fyrir að innflutningur erlends sparnaðar valdi þenslu á innlendum mörkuðum og rýri samkeppnisstöðu útflutningsfyrirtækja.

Seðlabankinn hefur mætt slíku innflæði með beinum gjaldeyriskaupum á markaði líkt og á árunum 2013-2017 en slík inngrip af hálfu bankans fela það í sér að nýjar krónur eru settar í umferð sem svo þarf að stífa. Þá hefur Seðlabankinn einnig heimild til þess að takmarka innflæði erlends fjármagns með sérstakri bindiskyldu. Heppilegra gæti verið að mæta a.m.k. hluta af slíku innflæði með uppsöfnun erlendra eigna lífeyrissjóða. Í fjórða og síðasta lagi er það staðreynd að áföll í litlum, opnum hagkerfum geta valdið miklum sveiflum á greiðslujöfnuði með tiltölulega skömmum fyrirvara líkt og gerðist til að mynda við upphaf farsóttarinnar þegar tekjur af ferðaþjónustu nánast þurrkuðust út í einu vefangi í mars 2020. Seðlabankinn getur beitt gjaldeyrisforða landsins til þess að mæta slíkum áföllum eða milda þau, til þess meðal annars að koma í veg fyrir þurrð á gjaldeyrismarkaði og öfgafullar gengishreyfingar. Við slíkar aðstæður væru erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna líkt og bein millifærsla úr gjaldeyrisforðanum og gætu verið til þess fallnar að auka enn á vandann.

Til langs tíma litið eru erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna sveiflujafnandi fyrir hagkerfið. Þegar útflutningsáföll verða hér á landi getur þessi fjárfesting hins vegar skapað þrýsting á gengi krónunnar. Samráð og samvinna stjórnvalda við lífeyriskerfið

getur verið gagnleg og telur Seðlabankinn að til greina gæti komið að formfesta með hvaða hætti æskilegt væri að sjóðirnir brygðust við ef til alvarlegra efnahagsáfalla kæmi. Lykilatriðið er að treysta fjármálastöðugleika og draga úr líkum á því að beita þurfi hörðum og víðtækum takmörkunum á fjármagnsflæði síðar meir, sbr. 7. gr. laga nr. 70/2021, um gjaldeyrismál.

Verðbréfamarkaður

Færa má rök fyrir því að sjóðsöfnunarkerfi lífeyrissjóða hafi verið mikilvægur þáttur í uppbyggingu innlends verðbréfamarkaðar. Liður í því að treysta fjármálastöðugleika í landinu er að auka skilvirkni á verðbréfamörkuðum og auka dýpt þeirra. Í gegnum tíðina hefur löggjöf um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða haft það að markmiði að draga úr samþjöppun áhættu í eignasafni og koma í veg fyrir aukna áhættusækni, til dæmis með spákaupmennsku, en eins og kemur fram í kafla II hefur áhættusækni í fjárfestingum lífeyrissjóða aukist. Mögulegt væri að auka skilvirkni verðbréfamarkaðar með losun ákveðinna takmarkana á fjárfestingar lífeyrissjóða. Það gerði lífeyrissjóðum kleift að nýta kaup- og sölutækifæri sem skapast á markaðnum og stuðlaði þannig að skilvirkri verðmyndun.

Stærð lífeyrissjóða á verðbréfamarkaði getur hins vegar verið vandamál og hegðun þeirra kann að hafa veruleg áhrif á verðmyndun á verðbréfamarkaði. Því er jákvætt út frá sjónarhóli fjármálastöðugleika að fleiri aðilar komi að markaðnum, svo sem fyrirtæki, einstaklingar og erlendir aðilar, og að lífeyrissjóðir hafi nægt svigrúm til fjárfestingar erlendis. Í því tilliti skiptir jafnframt máli með hvaða hætti lífeyrissjóðirnir taka þátt á fjármálamarkaði, hvort þeir fjárfesti sjálfir beint eða leiti til milligönguaðila.

Seðlabankinn telur mikilvægt að samræma sjónarmið um varfærni í fjárfestingu lífeyrissparnaðar annars vegar og markmið um öflugan og skilvirkan verðbréfamarkað hins vegar. Seðlabankinn leggur til afnám eða slökun á magnbundnum takmörkunum á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóðanna til að auðvelda þeim að nýta fjárfestingartækifæri á markaðnum, og gera þeim kleift að byggja fjárfestingarákvarðanir á skynsemisreglunni.

Afleiðuviðskipti

Á undanförunum árum hefur verið liðkað til fyrir afleiðuviðskiptum lífeyrissjóðanna með breytingum á ýmsum lögum, sem m.a. getur stuðlað að betri áhættustýringu og skilvirkari verðbréfamarkaði. Árið 2020 var til að mynda gerð sú breyting á lögum um lífeyrissjóði að sjóðunum er nú heimilt að kaupa afleiður sem fela aðeins í sér kauprétt eða áskriftarréttindi. Markmið þessara breytinga var að heimila sjóðunum að fjárfesta í afleiðum sem fela í sér takmarkaða eða þekktá tapsáhættu.

Með breytingum sem gerðar voru á lögum um lífeyrissjóði árið 2023 var enn fremur tekinn af vafi um að lífeyrissjóðirnir hefðu heimild til að gera afleiðusamninga sem gætu myndað skuld á efnahagsreikningi þeirra auk þess sem breytingarnar miðuðu að því að gera ekki lengur kröfur til uppgjörs afleiðusamninga samdægurs á raunvirði. Markmið breytinganna var einkum að gera gjaldeyrisvarnir að fýsilegri kosti fyrir lífeyrissjóðina.

Innan EES-svæðisins er notkun afleiðna veigamikill þáttur í áhættustýringu og skilvirkri eignastýringu lífeyrissjóða og þá einkum notkun vaxtaafleiðna. Afleiður fela í sér aukið flækjustig samanborið við hefðbundna fjármálagerninga og áhætta vegna þeirra getur verið margþætt. Af þessum sökum eru gerðar ríkar kröfur til áhættustýringar. Á meðal íslenskra lífeyrissjóða hefur notkun afleiðna fyrst og fremst afmarkast við gjaldeyrisafleiður. Þar sem skuldbindingar lífeyrissjóða eru ákvarðaðar í íslenskum krónum getur það verið álitlegt út frá áhættustýringarsjónarmiðum að takmarka gjaldmiðla-áhættu vegna erlendra eigna með gjaldeyrisafleiðum. Án nánari skilyrða fyrir notkun afleiðna til áhættuvarna er hætt við að ákvörðun um notkun og endurnýjun afleiðna byggji á skammtímasjónarmiðum og spákaupmennsku. Í þessu sambandi er æskilegt að heimild til afleiðuviðskipta sé skilyrt því að samfella sé í beitingu þeirra og að eftirlitskerfi lífeyrissjóða sé fært um að greina, meta, vakta og stýra áhættu sem af þeim leiðir. Framangreint er í samræmi við þær kröfur sem gerðar eru til afleiðna til áhættuvarna váttryggingafélaga í gerðum ESB.⁶

Seðlabankinn leggur til að heimildir lífeyrissjóða til afleiðuviðskipta þar sem verðbréf eru undirliggjandi eign verði endurskoðaðar í heild þar sem sjónarmið um varfærni og skilvirkni verðbréfamarkaðar verði höfð að leiðarljósi. Í því sambandi mætti hafa til hliðsjónar tilskipun (ESB) 2016/2341, um starfsemi og eftirlit með lögaðilum sem sjá um starfstengda eftirlauna

sjóði (hér eftir IORP II-tilskipunin) sem til stendur að innleiða í íslenskan rétt, sbr. nánari umfjöllun í kafla IV.

Verðbréfalán

Verðbréfalán eru fátíð á innlendum verðbréfamarkaði í samanburði við það sem gengur og gerist erlendis. Hluti af ástæðunni er að lífeyrissjóðum er lögum samkvæmt óheimilt að lána verðbréf sín en þeir eru meðal stærstu þátttakenda á innlendum verðbréfamarkaði. Möguleikar fjárfesta á að fá verðbréf að láni með það í huga að skortselja verðbréfin eru því takmarkaðir. Lítið mótvægi er því við skuldsettum verðbréfakaupum á markaðnum og skoðanaskipti einsleit.

Hagsmunasamtök aðila á markaði og Kauphöll Íslands hafa viðrað þá skoðun að æskilegt væri að breyta lögnum og að verðbréfalán geti fallið vel að rekstri lífeyrissjóða. Lífeyrissjóðirnir séu umfangsmiklir fjárfestar á innlendum verðbréfamarkaði og eiga yfirleitt verðbréf í lengri tíma. Með því að lána verðbréf sín, t.d. með milligöngu fjármálafyrirtækja, gegn traustum tryggingum geti það skapað lífeyrissjóðunum áhættulitlar viðbótartekjur og aukið skilvirkni í eignastýringu. Verðbréfalán lífeyrissjóða myndu auk þess bæta virkni verðbréfamarkaða og verðmyndun, þar sem þau liðka til fyrir skoðanaskiptum á markaðnum, og færa innlandan verðbréfamarkað nær því sem gerist erlendis.

Árið 2008 dagaði frumvarp um verðbréfalán lífeyrissjóða uppi á Alþingi. Í frumvarpi til breytinga á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða árið 2016 var lagt til að lífeyrissjóðum yrði heimilað að lána fjármálafyrirtækjum verðbréf til skamms tíma með tilteknum skilyrðum. Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis taldi lífeyrissjóðina með þessu taka á sig áhættu ef lántakinn stæði ekki í skilum á verðbréfunum og ef framlögð trygging myndi ekki duga til að bæta tjónið. Nefndin taldi þátttöku í slíkum viðskiptum ekki samræmast hlutverki lífeyrissjóða sem langtímafjárfesta. Loks taldi nefndin að heppilegast væri að mótaður yrði skýrari lagarammi um skortsöluviðskipti almennt.

Hinn 1. janúar 2024 tóku gildi lög nr. 41/2023, um fjármögnunarviðskipti með verðbréf, en verðbréfalán falla þar undir. Markmið laganna er að tryggja gagnsæi í þessum viðskiptum og innleiða lögin reglugerð (ESB) 2015/2365 um gagnsæi í fjármögnunarviðskiptum með verðbréf og um endurnotkun og breytingu á reglugerð (ESB) nr. 648/2012 (SFTR-reglugerðin) sem var ætlað að bregðast við ógagnsæi í þessum viðskiptum í aðdraganda fjármálakrísunnar 2008. Því má færa rök

6. Sjá t.a.m í reglugerð (ESB) 2015/35 (208.-215. gr.).

fyrir því að lagaumhverfi verðbréfalána hafi verið styrkt frá því að málið var síðast til umræðu á Alþingi.

Seðlabankinn leggur til að heimildir lífeyrissjóða til verðbréfalána verði endurskoðaðar með hliðsjón af erlendum fyrirmyndum. Skoðað verði hvort og hvaða skilyrði séu fyrir slíkum heimildum og hverju slíkar heimildir hafi skilað.

Fasteignamarkaður

Lífeyrissjóðir hafa ákveðna sérstöðu sem lánveitendur þar sem tímalengd skuldahliðar þeirra er ákaflega löng enda eiga lífeyrisframlögin að ávaxtast á árum og áratugum. Bankar eru aftur á móti með stutta skuldahlið sem yfirleitt telur innlán eða skuldabréfaflokka með tiltölulega skamman líftíma. Lífeyrissjóðir hafa því yfirburði í langtímafjármögnun sem hefur mikla þjóðhagslega þýðingu. Algengt er að heimili og fyrirtæki vilji fjármagn til langs tíma þegar það lágmarkar tímamissvægi eigna og skulda. Heimilin vilja fá löng lán til húsnæðiskaupa með greiðslur sem ná yfir vinnuævina og fyrirtæki fjármögnun sem samræmist nýtingu framleiðslutækjanna fram í tímann.

Vegna stöðu sinnar sem langtímafjárfestar taka lífeyrissjóðirnir þátt í fjármögnun húsnæðislána hérlendis, bæði með því að lána milliliðalaust til sjóðfélaga eða með kaupum á markaðsskuldabréfum annarra fjármála-fyrirtækja sem lána til fasteignakaupa. Eins og rakið er í kafla II eiga lífeyrissjóðirnir langa sögu af lánveitingum til sjóðfélaga vegna fasteignakaupa en sjóðirnir líta á veitingu fasteignalána sem þjónustu við sjóðfélaga sína. Lífeyrissjóðirnir hafa hins vegar einnig um langt skeið fjármagnað fasteignakaup heimila með kaupum á skuldabréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs og sértryggðum skuldabréfaútgáfum viðskiptabankanna.

Eftir fjármálaáfallið 2008 veittu bankarnir húsnæðislán í auknum mæli sem ætlunin var að fjármagna með sértryggðum og verðtryggðum skuldabréfum þar sem helsti kaupendamarkhópurinn yrði lífeyrissjóðir. Raunin hefur síðan orðið sú að sjóðirnir hafa sjálfir lánað út milliliðalaust og þannig sjálfir metið og borið útlánaáhættu sem fylgir lánveitingunum. Lífeyrissjóðirnir hafa hins vegar almennt gert hærri eiginfjárkröfur til lántaka en aðrir lánveitendur og miðað við lægra veðsetningarhlutfall í lánveitingum og almennt frekar ströng lánaskilyrði. Enda búa lífeyrissjóðirnir ekki yfir sömu upplýsingum og bankar, sem sjá um greiðsluþjónustu fyrir viðskiptavinum sínum, til að meta útlánaáhættu við miðlun lánsfjármagns. Lánveitingar lífeyrissjóða þarf því ávallt að styðja með góðum trygg-

ingum og ásættanlegu veðrymi, líkt og þegar lánað er til íbúðakaupa á fyrsta veðrétti.

Alþjóðlega er fremur sjaldgæft að lífeyrissjóðir láni beint til sjóðfélaga og kaupa þess í stað markaðsskuldabréf félaga sem stunda fasteignalánaviðskipti, líkt og í Hollandi, eða leigufélaga á íbúðamarkaði, líkt og í Danmörku. Enda setja lífeyrissjóðir sem veita sjálfir bein sjóðfélagalán og fjármagna um leið íbúðalán banka með kaupum á sértryggðum skuldabréfum sig í sérkennilega stöðu þar sem þeir fjármagna samkeppnisaðila sína. Í sjálfu sér virðist hins vegar vera fátt sem mælir gegn því að lífeyrissjóðir geti sjálfir ráðstafað fjármunum sínum til húsnæðis kaupenda með tilliti til hættu á lánabólum eða útlánatöpum. Rökin gegn því liggja því fyrst og fremst í heildarsamhenginu og hvernig megi draga úr áhættu í kerfinu í heild og þar með auka fjármálastöðugleika. Bein útlán lífeyrissjóða til húsnæðiskaupa á fyrsta veðrétti gætu t.a.m. leitt til þess að bankarnir missi að stórum hluta öruggustu einstaklingslánin af efnahagsreikningi sínum. Jafnframt minnki vægi skuldabréfamarkaðarins og erfiðara verði fyrir utanaðkomandi aðila að fjárfesta í þessum eignaflokki.

Það eru einnig ákveðin rök fyrir því að heppilegra sé að lífeyrissjóðir komi að eftirspurnarhlið fasteignalánamarkaðar með kaupum á sértryggðum skuldabréfum útgefnum af bönkunum. Sértryggð skuldabréf þykja örugg fjárfesting sem hefur verið eftirsótt af erlendum fjárfestum auk þess sem milliliðalaus lánveiting til sjóðfélaga kallar á ákveðna yfirbyggingu og tilheyrandi kostnað sem fylgir því að vera í smásölu-fjármögnun. Þá er auk þess álitamál hvort æskilegt sé að sjóðirnir nýti sér utanaðkomandi aðila til þess að meta eigin útlánaáhættu, veiti lánið og selji það áfram. Áhættuvegin ávöxtun sértryggðra skuldabréfa ætti auk þess ekki að vera síðri en ávöxtun sem fæst með beinum útlánunum. Á móti þessu sjónarmiði kemur að framboð sértryggðra skuldabréfa með eins langan líftíma og lífeyrissjóðirnir þurfa er ekki nægilega mikið. Bankarnir myndu þó væntanlega sjá sér hag í að auka framboðið með aukinni eftirspurn lífeyrissjóðanna.

Lánsréttur byggir oftast á að sjóðfélagi sé virkur iðgjaldagreiðandi í sjóðnum og því eiga allir virkir sjóðfélagar í ljósi jafnræðis rétt á láni. Að einhverju marki mætti segja að með því hafi lífeyrissjóðir minni stjórn á því til hverra er lánað þó að hægt sé að stýra eftirspurn með vöxtum og reglum um veðþekju. Það telst ekki góð áhættudreifing að lána eingöngu til tiltekins hóps þó að þetta vandamál sé vitaskuld háð stærð hvers sjóðs fyrir sig og hversu þröng lánaskilyrðin eru. Útlán bankanna eru ekki bundin sömu takmörkunum

og lán lífeyrissjóðanna og því er meira jafnræði og betri áhættudreifing fólgin í því að lífeyrissjóðirnir komi að fjármögnun fasteignalánamarkaðarins með kaupum á sértryggðum skuldabréfum bankanna. Stærri markaður með sértryggð skuldabréf gæti auk þess stutt við aukið framboð á ólíkum fasteignalánaformum banka.

Lífeyrissjóðir eru líkt og aðrir lánveitendur bundnir af lögum um fasteignalán til neytenda varðandi reglur um veðsetningarhlutfall og reglur um hámark greiðslu-byrðar fasteignalána í hlutfalli við tekjur neytenda. Önnur þjóðhagsvarúðartæki sem beitt er á fjármálamarkaði ná hins vegar ekki til þeirra. Færa má rök fyrir því að svokölluð eftirlitshögnun sé til staðar á fasteignalánamarkaði og þar sem lífeyrissjóðirnir lúta ekki sama regluverki og bankar hafi þeir ákveðið samkeppnisforskot á bankakerfið. Þótt lög um fasteignalán til neytenda skyldi lífeyrissjóði til að bjóða upp á úrræði til að koma til móts við sérhvern lántaka í greiðsluferfiðleikum, svo sem endurfjármögnun eða skilmálabreytingu, sbr. XII. kafla laga um lífeyrissjóði, hafa lífeyrissjóðir ekki almenna heimild til að fella niður kröfur á hendur þeim við slíkar aðstæður. Frá sjónarmiði fjármálastöðugleika er óheppilegt að ekki sitji allir lántakendur við sama borð í slíkum tilvikum.

Seðlabankinn telur mikilvægt að fram fari umræða um með hvaða hætti heppilegast sé að lífeyrissjóðir komi að fasteignalánamarkaði. Lífeyrissjóðir ættu að lúta sambærilegu regluverki og bankar með tilliti til útlána- og mótaðilaáættu. Þar má til dæmis horfa til sambærilegra ákvæða og eru í 78. gr. a. laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, þar sem fjallað er um mat á útlána- og mótaðilaáættu. Á meðan ekki eru settar almennar gjaldþolskröfur á lífeyrissjóði og óraunhæft er að setja á þá sérstakar eiginfjákröfur vegna útlánaáættu og annarrar áættu er hægt að setja á þá kröfur um stýringu áættu. Jafnframt þyrfti að tryggja að allir lántakendur fasteignalána sitji við sama borð þegar gripið er til almennra úrræða gagnvart lántakendum í greiðsluferfiðleikum.

Álagspróf

Seðlabankinn framkvæmir árlega álagspróf sem er ætlað að meta viðnámsprótt kerfislega mikilvægu viðskiptabankanna gagnvart áfallasviðsmynd um hugsanlegt efnahagsáfall. Um er að ræða kerfislegt álagspróf en í því felst að sérstaklega er litið til niðurstöðunnar fyrir bankakerfið í heild og hugsanlegs samspils við raunhagkerfið. Álagsprófið er framkvæmt með þátttöku bankanna.

Vegna stærðar lífeyrissjóðanna væri æskilegt að framkvæma einnig sérstök álagspróf og sviðsmynda-greiningu á viðnámsprótti þeirra og áhrifum þeirra á raunhagkerfið. Þar sem eðli áhættu lífeyrissjóðanna er frábrugðið áhættunni í bankakerfinu mætti framkvæma álagsprófið sjaldnar en hjá bönkunum, t.d. á þriggja ára fresti. Við hönnun sviðsmynda fyrir álagspróf á lífeyrissjóðina væri til dæmis hægt að líta til álagsprófs sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn framkvæmdi í tengslum við úttekt sjóðsins á íslenska fjármálakerfinu (FSAP) og birti í skýrslu nr. 23/276 (IMF Country Report 23/276 á vef sjóðsins) um álagspróf og greiningu á kerfisáhættu í júlí 2023 og þeirra álagsprófa sem Evrópska váttrygginga- og lífeyrissjóðaeftirlitsstofnunin (e. EIOPA) hefur framkvæmt.⁷

Seðlabankinn leggur til að stærstu lífeyrissjóðirnir framkvæmi reglulega í samstarfi við Seðlabankann ítarleg álagspróf og sviðsmyndagreiningu. Seðlabankinn myndi skilgreina sviðsmyndir með eins árs fyrirvara sem taka meðal annars tillit til þróunar lífeyriskerfisins í heild og framtíðargreiðsluflæðis til sjóðanna.

Innviðir og rekstraráhætta

Kerfin sem halda utan um réttindi sjóðfélaga eru sérsniðin að íslenska lífeyriskerfinu. Engar almennar alþjóðlegar lífeyrislausnir eru til sem henta hér á landi. Miklir fjármunir fara um þessi kerfi en þau eru komin til ára sinna. Helsta áhættan er snýr að innviðum lífeyrissjóða er rekstraráhætta kerfanna, þ.e. að upp komi atvik í rekstri vegna mistaka, vanrækslu, óhagræðis, kerfisbilana eða utanaðkomandi atvika. Einnig er hætta á því að þekking á högun og forritun kerfanna sé að minnka vegna aldurs þeirra og sérfræðinga sem komu að hönnun þeirra. Ríflega 20% landsmanna reiðir sig á greiðslur úr lífeyriskerfinu mánaðarlega og því brýnt að innviðir kerfisins virki snurðulaust.

Vegna mikilvægis rekstraröryggis lífeyrissjóða leggur Seðlabankinn til að honum verði heimilað að setja reglur um lágmarkskröfur til lífeyrissjóða um upplýsingatækni- og netöryggi.

7. Varðandi Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, sjá Iceland: Financial Sector Assessment Program - Technical Note on Stress Testing and Systemic Risk Analysis, bls. 80 og áfram.

Samræming við aðra löggjöf á fjármálamarkaði og aðrar umbætur



Á síðustu áratugum hefur lagaleg umgjörð fjármálamarkaðar tekið stakkaskiptum á Íslandi. Segja má að breytingarnar hafi komið að utan, enda hefur aðild Íslands að samningnum um Evrópska efnahags-svæðið haft í för með sér skyldu til að innleiða löggjöf Evrópusambandsins á t.d. bankamarkaði (CRD-tilskipunin og CRR-reglugerðin)¹ og váttryggingamarkaði (Solvency II-tilskipunin). Ísland hefur þannig notið góðs af reynslu og þekkingu annarra Evrópuþjóða og alþjóðlegri þróun. Lagaumgjörð á innlendum fjármálamarkaði stenst nú fyllilega samanburð við önnur lönd. Þessi þróun hefur aftur á móti ekki náð til lífeyrissjóða, sem þó eru að umfangi orðnir stærri en íslensku bankarnir og váttryggingafélögin samanlagt. Má í því samhengi nefna að íslenska lífeyrissjóðakerfið er undanskilið samningnum um Evrópska efnahags-svæðið. Í ljósi stærðar og mikilvægis lífeyrissjóðanna er brýnt að lagaumgjörð lífeyrissjóða sé, eftir því sem við á, ekki lakari en sú sem gildir um banka og váttryggingafélög. Fleiri en Seðlabankinn eru þeirrar skoðunar og nægir hér að vísa til ábendinga Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá árinu 2023.²

Hér á eftir eru tilgreind þau atriði sem Seðlabankinn telur mikilvægt að tekin séu til endurskoðunar með það að markmiði að löggjöf um starfsemi lífeyrissjóða geri, eftir því sem við á, sambærilegar kröfur til þeirra og gerðar eru í lögum til annarra eftirlitsskyldra aðila. Þörf á breytingum snýr bæði að almennum skilyrðum fyrir starfsemi lífeyrissjóða, t.d. starfsleyfisskilyrðum, og fjölda annarra efnisatriða svo sem stjórnarháttum,

áhættustýringu og innra eftirliti. Margvísleg efnisatriði sem hér um ræðir eru í samræmi við þróun löggjafar á fjármálamarkaði og áherslur sem fram hafa komið í samstarfi fjármálaeftirlita á Evrópska efnahags-svæðinu. Hafa ber hugfast að lífeyrissjóðir, lánastofnanir og váttryggingafélög eru einingar tengdar almannahagsmunum og því mikilvægt að samræmi sé varðandi löggjöf um þessa starfsemi, eftir því sem við á, og að teknu tilliti til neytendaverndarsjónarmiða.

Veiting starfsleyfis, staðfesting samþykktar og samninga og skipun umsjónaraðila

Í lögum um lífeyrissjóði er gert ráð fyrir því að stjórnvaldsákvæðanir sem varða starfsleyfisveitingu, staðfestingu samþykktar og samninga sem falla undir gildissvið laganna og skipun umsjónaraðila séu teknar af ráðherra. Er það í samræmi við aðra löggjöf á fjármálamarkaði á þeim tíma sem löggin tóku gildi. Má í þeim efnum t.d. nefna að í V. kafla laga um lífeyrissjóði er að finna ákvæði um starfsleyfi lífeyrissjóða. Fyrirmyndir ákvæða kaflans eru einkum sóttar í þágildandi lög nr. 10/1993, um verðbréfasjóði, og lög nr. 13/1996, um verðbréfa-viðskipti. Sambærilegar ákvarðanir um aðra aðila á fjármálamarkaði hafa síðan þá færst til fjármálaeftirlitsins í samræmi við almenna þróun regluverks innan Evrópu.

Seðlabankinn telur rétt að samræma ákvæði laganna um framangreint við það sem gildir um aðra eftirlitsskylda aðila á fjármálamarkaði. Með slíku fyrirkomulagi yrði nýtt sú þekking sem til staðar er hjá fjármálaeftirliti Seðlabankans og varðar könnun á hlíttni eftirlitsskyldra aðila við gildandi lög og reglur. Þá væri með slíku fyrirkomulagi tryggt að sami aðili

1. Tilskipun 2013/36/ESB um aðgang að starfsemi lánastofnana og varfærnieftirlits með lánastofnunum og verðbréfafyrirtækjum, um breytingu tilskipun 2002/87/EB og um niðurfellingu á tilskipunum 2006/48/EB og 2006/49/EB (CRD). Reglugerð (ESB) nr. 575/2013 um varfærnis-kröfur að því er varðar lánastofnanir og verðbréfafyrirtæki og um breytingu á reglugerð (ESB) nr. 648/2012.

2. Iceland Financial System Stability Assessment (FSAP) 2023, bls. 37.

afgreiddi einstök verkefni, s.s. umsókn um starfsleyfi og hefði eftirlit með því að starfsskilyrði væru uppfyllt. Slíkur tilflutningur verkefna yrði í samræmi við til-
lögur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í skýrslu um yfirsýn og
eftirlitsumgjörð lífeyrissjóða vegna úttekta sjóðsins á
íslenska fjármálakerfinu (FSAP) 2023.³

Seðlabankinn vekur sérstaka athygli á neðan-
greindum atriðum:

- Í 25. gr. laga um lífeyrissjóði er kveðið á um að ráðherra skuli veita lífeyrissjóði starfsleyfi að uppfylltum tilteknum skilyrðum.
- Samkvæmt 28. gr. laga um lífeyrissjóði skal tilkynna allar breytingar á samþykktum lífeyrissjóðs til ráð-
herra og öðlast þær ekki gildi fyrr en ráðherra hefur
staðfest að þær fullnægi ákvæðum laganna og
ákvæðum gildandi samþykka fyrir hlutaðeigandi
lífeyrissjóð, að fenginni umsögn fjármálaeftirlitsins.
- Í 10. gr. laga um lífeyrissjóði er að finna ákvæði
þess efnis að aðilar, sem óska eftir því að bjóða
upp á samninga um viðbótartryggingavernd og
séreignarsparnað í samræmi við ákvæði laganna,
skuli leita fyrir fram staðfestingar ráðherra á því
að reglur sem um tryggingaverndina gilda séu í
samræmi við ákvæði laganna. Allar breytingar skuli
jafnframt tilkynntar ráðherra og öðlist þær ekki
gildi fyrr en ráðherra hefur staðfest þær að fenginni
umsögn opinbers eftirlitsaðila.
- Í 46. gr. laga um lífeyrissjóði er að finna ákvæði
þess efnis að undir vissum kringumstæðum geti
ráðherra, að fenginni tillögu frá fjármálaeftirlitinu,
skipað lífeyrissjóði umsýsaraðila.

Seðlabankinn telur að nauðsynlegur þáttur í sam-
ræmingu löggjafar um lífeyrissjóði við aðra löggjöf
um eftirlitsskylda starfsemi væri að færa verkefni
tengd veitingu starfsleyfis, staðfestingu samþykka
og samninga og skipun umsýsaraðila frá fjár-
mála- og efnahagsráðuneytinu til fjármálaeftirlits
Seðlabanka Íslands líkt og gildir um sambærileg
verkefni í annarri löggjöf á fjármálamarkaði.

Stjórnarmenn, framkvæmdastjóri og stjórnarhættir

Mælt er fyrir um hlutverk og ábyrgð stjórnar og
framkvæmdastjóra lífeyrissjóða og þær hæfiskröfur
sem þeir aðilar þurfa að uppfylla í VI. kafla laga um
lífeyrissjóði.

Að mati Seðlabankans er ástæða til að endurskoða
framangreind ákvæði og að setja fyllri ákvæði um
fyrirkomulag við skipun stjórnarmanna.

Hæfiskröfur til setu í stjórnnum lífeyrissjóða og tilnefningarnefndum

Ákvæði laga um lífeyrissjóði er ná m.a. til stjórnar-
manna, framkvæmdastjóra og stjórnarhátta tóku á
sínnum tíma mið af öðrum lögum á fjármálamarkaði.
Eins og að framan er rakið hafa ákvæði laga og reglna
sem gilda um fjármálafyrirtæki og váttryggingafélög
tekið mun meiri breytingum á síðustu árum en lög
um lífeyrissjóði. Seðlabankinn telur mikilvægt að gætt
sé samræmis hvað varðar málefni lífeyrissjóða. Öfugt
við lögina um lífeyrissjóði hafa almennu hæfisskilyrðin
þróast í annarri löggjöf á fjármálamarkaði og skulu hér
nefnd nokkur ákvæði úr lögum um fjármálafyrirtæki,
sem ekki er að finna í lögum um lífeyrissjóði:

- Stjórnarmenn geta verið búsettir í ríki sem er aðili
að Efnahags- og framfarastofnuninni (OECD), sbr.
1. mgr. 52. gr. laga um fjármálafyrirtæki (fftl.) en er
ekki aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES).
- Lögd er skylda á fjármálafyrirtæki að tryggja að
stjórnarmenn og framkvæmdastjóri uppfylli hæfis-
skilyrði, sbr. 2. mgr. 52. gr. fttl. Þessir aðilar þurfa á
hverjum tíma að uppfylla hæfisskilyrði laganna og
reglna settra á grundvelli þeirra og getur fjármála-
eftirlitið á hverjum tíma tekið hæfi þessara aðila til
skoðunar og vikið þeim frá uppfylli þeir ekki hæfis-
skilyrði, sbr. 8. mgr. sömu greinar.
- Stjórnarmenn og framkvæmdastjórar skulu verja
fullnægjandi tíma í störf sín í þágu fjármálafyrir-
tækis, sbr. 3. mgr. 52. gr. fttl.
- Stjórn og framkvæmdastjóri fjármálafyrirtækis skulu
búa yfir fjölbreyttri reynslu og sameiginlega búa
yfir fullnægjandi þekkingu, hæfni og reynslu til að
skilja þá starfsemi sem viðkomandi fjármálafyrirtæki
stundar, þ.m.t. helstu áhættuþætti, sbr. 4. mgr. 52.
gr. fttl.
- Fjármálafyrirtæki skal setja sér stefnu um hvernig
það hyggst stuðla að því að einstaklingar með fjöl-
breytta reynslu gegni störfum stjórnarmanna og
framkvæmdastjóra, sbr. 4. mgr. 52. gr. fttl.
- Fjármálafyrirtæki skal verja fullnægjandi fjármunum
og mannafla til að kynna starfsemi fjármálafyrir-
tækisins fyrir stjórnarmanni og framkvæmdastjóra
og tryggja að þeir hljóti viðeigandi þjálfun til starf-
ans, sbr. 6. mgr. 52. gr. fttl.

3. Iceland Financial Sector Assessment Program (FSAP) 2023: Technical
note on pension fund regulation and supervision.

Í lögum nr. 100/2016, um váttryggingastarfsemi, (hér eftir lög um váttryggingastarfsemi) er einnig gerð krafa um að váttryggingafélag tryggi m.a. að stjórn og framkvæmdastjóri þess uppfylli hæfiskröfur, sbr. 1. mgr. 41. gr. laganna. Þá er í c-lið 1. mgr. 258. gr. framseldrar reglugerðar (ESB) 2015/35, sem innleidd var með reglugerð nr. 55/2022, um gildistöku reglugerða Evrópusambandsins um váttryggingastarfsemi og váttryggingasamstæður, gerð krafa um að váttryggingafélag tryggi að stjórnarmenn þess búi sameiginlega yfir hæfni, getu, færni og starfsreynslu á viðeigandi sviðum rekstrarins til að félaginu sé stjórnað á faglegan og skilvirkan hátt.

Seðlabankinn telur að samræma þurfi hæfisskilyrði stjórnarmanna og framkvæmdastjóra lífeyrissjóða því sem almennt gildir á fjármálamarkaði. Kveða mætti skýrar á um ábyrgð lífeyrissjóða að tryggja að stjórnarmenn og framkvæmdastjóri uppfylli hæfisskilyrði laganna. Mikilvægt er að samsetning stjórnar verði með þeim hætti að hún búi sameiginlega yfir fullnægjandi þekkingu, hæfni og reynslu til að skilja til hlítar þá starfsemi sem viðkomandi lífeyrissjóður stundar. Seðlabankinn telur ekki rök fyrir því að önnur ákvæði gildi í þessum efnunum um lífeyrissjóði en á banka- og váttryggingamarkaði.

Seðlabankinn telur auk þess að sambærilegt ákvæði ætti að vera í lögum um lífeyrissjóði um tilnefningarnefndir og er í lögum um fjármálafyrirtæki.

Sjálfstæði stjórnarmanna

Þrátt fyrir að í samskiptum hagsmunaaðila við stjórnir geti falist eðlilegt ytra aðhald undirstrikar Seðlabankinn mikilvægi þess að stjórnir lífeyrissjóða séu sjálfstæðar í störfum sínum og taki ákvarðanir eingöngu með hagsmunum sjóðfélaga allra að leiðarljósi. Það er grundvallaratriði í rekstri hvers lífeyrissjóðs.

Seðlabankinn telur brýnt að sett verði ákvæði í lög um lífeyrissjóði þess efnis að stjórnir séu sjálfstæðar og að í störfum sínum sé þeim einungis heimilt að hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi til samræmis við ákvæði 2. mgr. 1. gr. og 1. mgr. 20. gr. laga um lífeyrissjóði.

Lagt er til að skýrt verði kveðið á um það í lögum um lífeyrissjóði að hvarðaðstæður heimilt sé að afturkalla umboð stjórnarmanna og að breytingar á stjórn lífeyrissjóðs skuli aðeins eiga sér stað á árs- eða aukafundi hans. Hafa mætti 64. gr. laga nr. 2/1995, um

hlutafélög, sem fyrirmynd í þessum efnunum. Með þeim hætti yrði komið í veg fyrir að skipunaraðilar geti skipt um stjórnarmenn án þess að boða til fundar og einnig gætu sjóðfélagar, í þeim tilvikum sem skipunar- og tilnefningaraðilar velja stjórnarmenn, veitt þeim aðhald við ákvarðanatöku sína, enda eiga sjóðfélagar lífeyrissjóða ávallt rétt til fundarsetu á ársfundum með umræðu- og tillögurétti, sbr. 1. mgr. 30. gr. laga um lífeyrissjóði.

Takmarkanir á öðrum störfum framkvæmdastjóra og stjórnarmanna

Seðlabankinn vekur athygli á því að lög á fjármálamarkaði setja öðrum störfum framkvæmdastjóra og stjórnarmanna ákveðnar skorður, sbr. t.d. 52. gr. f laga um fjármálafyrirtæki. Ekki er að finna sambærilegt ákvæði í lögum um lífeyrissjóði, nema að því er viðkemur störfum stjórnarmanna í þágu annarra eftirlitskyldra aðila, sbr. 2. mgr. 31. gr. laganna.

Seðlabankinn telur að setja eigi sambærilegar reglur um önnur störf framkvæmdastjóra og stjórnarmanna lífeyrissjóða og gilda almennt á fjármálamarkaði. Þá telur Seðlabankinn brýnt að hugað sé að hagsmunaaðilum sem geta komið upp vegna starfa þessara einstaklinga í þágu annarra eftirlitskyldra aðila og vísað er sérstaklega til þess sem síðar er fjallað um í þessu riti, þ.e. um það fyrirkomulag að framkvæmdastjóri lífeyrissjóðs sé jafnframt starfsmaður viðskiptabanka eða annars lífeyrissjóðs, sbr. umfjöllun í kafla IV.

Sérstakt hæfi

Stjórnarmenn þurfa jafnan að huga að sérstöku hæfi sínu til þátttöku í afgreiðslu einstakra mála. Hér gilda sömu sjónarmið og almennt varðandi þátttöku í stjórn um annarra eftirlitsskyldra aðila. Í þessum efnunum liggur þó fyrir að kröfur um sérstakt hæfi stjórnarmanna lífeyrissjóða eru frábrugðnar þeim kröfum sem gerðar eru með annarri löggjöf á fjármálamarkaði. Þannig er í 9. mgr. 31. gr. laga um lífeyrissjóði kveðið á um að um sérstakt hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra lífeyrissjóðs til meðferðar máls fari eftir ákvæðum II. kafla stjórnsýslulaga nr. 37/1993. Umrædd tilvísun til stjórnsýslulaga kom inn í lög um lífeyrissjóði með 2. gr. breytingarlaga nr. 122/2011.

Seðlabankinn telur að almennt ættu að gilda sambærilegar kröfur um sérstakt hæfi stjórnarmanna á öllum sviðum fjármálamarkaðar og að tilefni sé því til að endurskoða 9. mgr. 31. gr. laga um lífeyrissjóði með það fyrir augum að samræma kröfur sem gerðar eru til sérstaks hæfis stjórnarmanna lífeyrissjóða við þær kröfur sem gerðar eru til sérstaks hæfis stjórnarmanna í fjármálafyrirtækjum, sbr. 55.-57. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Ákvarðanir stjórnar og framkvæmdastjóra

Í 1. mgr. 76. gr. hlutafélagalaga nr. 2/1995 er kveðið á um að félagsstjórn, framkvæmdastjóri og aðrir þeir er hafa heimild til að koma fram fyrir hönd félagsins megi ekki gera neinar þær ráðstafanir sem eru til þess fallnar að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað annarra hluthafa eða félagsins. Í lögum um lífeyrissjóði er ekki að finna sambærilega kröfu, þó það sé vissulega þannig að stjórnir og framkvæmdastjórar lífeyrissjóða þurfi að hafa hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi, sbr. t.d. 1. tölul. 1. mgr. 36. gr. laganna hvað varðar gerð fjárfestingarstefnu.

Seðlabankinn telur að bæta ætti við sambærilegu ákvæði í lög um lífeyrissjóði og er í hlutafélagalögum varðandi kröfur til félagsstjórnar og framkvæmdastjóra og aðra þá sem heimild hafa til að koma fram fyrir hönd félagsins um að þeir megi ekki gera ráðstafanir sem eru fallnar til þess að afla ákveðnum hluthöfum eða öðrum ótilhlýðilegra hagsmuna á kostnað annarra hluthafa eða félagsins. Það hefði í för með sér samræmingu við þá löggjöf sem gildir um aðra eftirlitsskylda starfsemi á fjármálamarkaði.

Stjórnarháttayfirlýsing

Í 7. mgr. 54. gr. laga um fjármálafyrirtæki segir að stjórn skuli fylgja viðurkenndum leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja og skuli hún birta árlega yfirlýsingu um stjórnarhætti í sérstökum kafla í ársreikningi eða ársskýrslu og gera grein fyrir stjórnarháttum sínum og starfskjarastefnu á vef fyrirtækisins. Þá skuli stjórn a.m.k. árlega meta stjórnarhætti félagsins og bregðast við annmörkum sem komi í ljós.

Seðlabankinn telur að leggja beri sambærilega skyldu á stjórnir lífeyrissjóða varðandi stjórnarhætti og gildir í annarri löggjöf á fjármálamarkaði til viðbótar við ákvæði sem fyrir eru um eftirlitsskerfi lífeyrissjóða.

Lykilstarfssvið

Auk kröfu um lykilstarfssvið áhættustýringar eru kröfur um önnur lykilstarfssvið hjá aðilum sem falla undir lög um fjármálafyrirtæki og váttryggingastarfsemi til að gefa verkefnum sem sinnt er á lykilstarfssviðunum aukið vægi og til að tryggja að þeim sé sinnt af til þess bærum aðilum.⁴ Hér á eftir er fjallað um lykilstarfssviðin innri endurskoðun, regluvörslu og tryggingastærðfræðing.

Innri endurskoðun

Í 34. gr. laga um lífeyrissjóði er að finna ákvæði um að endurskoðunardeild eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili skuli annast innri endurskoðun. Gerð er krafa um að sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili sé löggiltur endurskoðandi eða aðili sem hlotið hafi viðurkenningu fjármálaeftirlitsins. Seðlabankinn telur það ekki samræmast hlutverki sínu að viðurkenna innri endurskoðendur eftirlitsskyldra aðila líkt og kveðið er á um í 2. mgr. 34. gr. laga um lífeyrissjóði. Þá bendir Seðlabankinn á að samkvæmt 16. gr. laga um fjármálafyrirtæki er ekki gerð krafa um að innri endurskoðandi sé löggiltur endurskoðandi, heldur er látið nægja að gera kröfu um háskólapróf sem nýtist í starfi, reynslu og sérþekkingu á sviði innri endurskoðunar enda starf þess sem sinnir innri endurskoðun ekki sambærilegt starfi endurskoðanda.

Seðlabankinn telur tilefni til að endurskoða 34. gr. laga um lífeyrissjóði með það fyrir augum að samræma kröfur og fyrirkomulag innri endurskoðunar við aðra löggjöf á fjármálamarkaði, þ.m.t. 16. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Regluvarsla

Verðbréfafyrirtækjum og váttryggingafélögum ber að hafa starfssvið regluvörslu sjálfstæða og óháða einingu staðsetta undir framkvæmdastjóra í stjórnskipulagi. Þetta á ekki við um lífeyrissjóði. Hlutverk regluvörslu er að tryggja með skilvirkum fyrirbyggjandi aðgerðum að starfað sé í samræmi við lög, reglur og góða viðskiptahætti. Mikil umsvif lífeyrissjóða á verðbréfamarkaði kalla á að regluvörslu sé gert hærra undir höfði í stjórnskipulagi þeirra. Á undanförunum árum hefur borið á því að lífeyrissjóðum hafi láðst að tilkynna um virkan eignarhlut í eftirlitsskyldum aðilum og breytingu á verulegum hlut atkvæðisréttar í skráðum félögum. Þá

4. Lykilstarfssvið eru skilgreind í lögum nr. 100/2016, um váttryggingastarfsemi, og tilskipun (ESB) 2016/2341, um starfsemi og eftirlit með stofnunum sem sjá um starfstengdan lífeyri (IORP).

eru til að mynda dæmi þess að lífeyrissjóðir hafi gerst brotlegir við lög um neytendalán varðandi tilkynningu um vaxtabreytingar og forsendur vaxtaákvörðana. Slíkt getur valdið lífeyrissjóðum fjárhagslegu tjóni og/eða haft neikvæð áhrif á orðspor þeirra sem unnt væri að fyrirbyggja með skilvirkri regluvörslu.

Seðlabankinn telur að kveða eigi á um það í lögum að innan lífeyrissjóðs skuli starfa regluvörður sem bera myndi t.d. ábyrgð á eftirliti með hlítningar-áhættu lífeyrissjóðs og væri öðrum starfssviðum, framkvæmdastjóra og stjórn til ráðgjafar.

Hlutverk og hæfi tryggingastærðfræðinga

Hlutverki tryggingastærðfræðings lífeyrissjóðs, umgjörð tryggingafræðilegra athugana og upplýsingagjöf um niðurstöður er lauslega lýst í lögum um lífeyrissjóði en segja má að umgjörðin hafi mótast af hefðum og venjum og tekið mið af stöðlum alþjóðlegra samtaka tryggingastærðfræðinga (e. International Actuarial Association, IAA).⁵

Samkvæmt lögum um lífeyrissjóði má tryggingastærðfræðingur ekki sitja í stjórn lífeyrissjóðs, vera starfsmaður eða starfa í þágu hans að öðru en tryggingafræðilegum athugunum. Samkvæmt 39. gr. laganna er tryggingastærðfræðingi skylt að skýra stjórn frá ef tryggingafræðileg athugun leiðir í ljós að lífeyrissjóður stendur ekki undir skuldbindingum sínum, gera tillögur að úrbótum og gera fjármálaeftirlitinu viðvart. Túlkun á því hvort lífeyrissjóður stendur ekki undir skuldbindingum sínum hefur miðast við hvort lífeyrissjóður sé innan eða utan leyfilegra vikmarka samkvæmt greininni.

Seðlabankinn telur að gera eigi sambærilegar kröfur um umgjörð mats á skuldbindingum lífeyrissjóða, ákvörðun forsendna, skýrslugjöf o.fl. og gerðar eru til starfssviðs tryggingastærðfræðings váttryggingafélags samkvæmt lögum um váttryggingastarfsemi og IORP II-tilskipuninni. Þannig yrðu kröfur og hlutverk starfssviðs tryggingastærðfræðings lífeyrissjóða sambærilegt því sem tíðkast í lögum um váttryggingastarfsemi. Seðlabankinn undirstrikar mikilvægi þess að ábyrgð og hlutverk starfssviðs tryggingastærðfræðinga lífeyrissjóða séu skýr.

5. Í lögum gæti misræmis á notkun hugtakanna *tryggingafræðingur* og *tryggingastærðfræðingur* um þá starfsgrein sérfræðinga sem fást við útreikninga í líf- og skaðatryggingum og er nefnd *actuary* í ensku máli eða *actuar* í dönsku. Hugtakið *tryggingastærðfræðingur* er alla jafna útbreiddara í íslensku máli og Seðlabankinn leggur til að nota það til samræmingar.

Um hæfi til að sinna verkefnum tryggingastærðfræðings segir í 48. gr. laga um váttryggingastarfsemi að starfssviði tryggingastærðfræðings skuli sinnt af aðilum sem hafa þekkingu á tryggingastærðfræði og fjármála-stærðfræði í samræmi við eðli, umfang og margbreytileika þeirrar áhættu sem fylgir starfsemi váttryggingafélagsins og geta sýnt fram á að þeir hafi viðeigandi reynslu við notkun á þeim stöðlum sem tengjast faginu, svo og öðrum viðeigandi stöðlum. Það er með öðrum orðum ekki gert ráð fyrir fyrir fram viðurkenningu fjármálaeftirlitsins heldur einungis að fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með verkefnum starfssviðs tryggingastærðfræðings og að því sé sinnt af hæfum aðila.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur í áður nefndri skýrslu nr. 23/282 varað við fámenni í stétt tryggingastærðfræðinga og þeirri áhættu sem því fylgir.⁶ Seðlabankinn telur að það, að gefa tryggingastærðfræðingum kost á að verða starfsmenn lífeyrissjóðanna og sinna fyrir þá fleiri störfum, geti gert fleiri aðilum kleift að koma í stéttina og aukið starfsmöguleika þeirra einstaklinga sem hyggjast leggja stund á nám í tryggingastærðfræði. Einnig myndi draga úr þessari áhættu ef fleiri aðilar sem til þess eru hæfir, en þeir sem hafa fengið fyrir fram viðurkenningu fjármálaeftirlitsins, gætu sinnt tryggingafræðilegum athugunum.

Seðlabankinn telur óheppilegt að ekki séu gerðar sömu hæfiskröfur til tryggingastærðfræðinga lífeyrissjóða og til tryggingastærðfræðinga váttryggingafélaga. Kröfur í lögum um váttryggingastarfsemi til hæfis einstaklinga sem sinna starfssviði tryggingastærðfræðings eru fullnægjandi og gætu á sama hátt átt við um lífeyrissjóði.

Seðlabankinn telur að sömu kröfur beri að gera til tryggingastærðfræðinga lífeyrissjóða og gerðar eru til þeirra sem annast samsvarandi verkefni hjá váttryggingafélögum og starfstengdum eftirlaunastjóðum. Þannig hvíli skylda til að leggja mat á hæfi þeirra hjá lífeyrissjóðunum sjálfum, en Seðlabankinn geti hvenær sem er tekið hæfið til skoðunar.

Löggjöf um séreignarsparnað

Vegna stöðugar stækkunar lífeyrissparnaðar landsmanna í formi samtryggingar og séreignar telur Seðlabankinn mikilvægt að takmarka núverandi lög um lífeyrissjóði aðeins við lágmarkstryggingavernd. Séreignarsparnaður til viðbótartryggingaverndar nemur nú nærri

6. Iceland: Financial Sector Assessment Program - Technical Note on Pension Fund Regulation and Supervision, bls. 8.

15% af heildarlífeyrissparnaði og er um helmingur fólks á vinnualdri virkir sjóðfélagar. Viðbótartryggingavernd gegnir ekki sambærilegu hlutverki við að tryggja ævilangan lífeyri og skylduaðildin í samtryggingu enda eru fjárfestingarstefnur og fjárfestingarheimildir þessara sparnaðarforma ólíkar.

Séreignarsparnaður til viðbótartryggingaverndar lýtur rýmri fjárfestingarheimildum og getur því haft í för með sér aukna áhættu fyrir sjóðfélaga. Tegundir séreignar eru nú fjórar og mikill fjöldi ávöxtunarleiða í boði hjá þeim 20 vörsluaðilum sem hafa leyfi til vörslu séreignar. Þrjár þessara vörsluaðila eru erlend váttryggingafélög sem bjóða séreignarsparnað í formi lífeyrstrygginga. Seðlabankinn telur verulega skorta á að sambærileg neytendavernd gildi um séreignarsparnað og aðrar fjárfestingar almennings þar sem hann fellur utan þeirrar neytendaverndar sem mörkuð hefur verið á verðbréfamarkaði undanfarnin árum.

Seðlabankinn telur að gera eigi sambærilegar kröfur varðandi séreignarsparnað og gerðar eru í reglugerð (ESB) 2019/1238, um samevrópska lífeyrisafurð (PEPP).

Tilskipun ESB um starfstengda eftirlaunasjóði

Sem fyrr segir bíður tilskipun (ESB) 2016/2341 (IORP II) innleiðingar í íslenskan rétt, en um er að ræða endurútgáfu á tilskipun 2003/41/EB, um starfsemi og eftirlit með lögaðilum sem sjá um starfstengd eftirlaun (IORP I) sem innleidd var í íslenskan rétt með lögum nr. 78/2007, um starfstengda eftirlaunasjóði.

Þegar samið var um aðild Íslands að EES-svæðinu á 10. áratugnum var niðurstaðan sú að undanskilja lífeyriskerfið gildissviði samningsins. Fyrir því voru nokkrar ástæður, m.a. sú að íslensku lífeyrissjóðirnir voru taldir falla vel að skilgreiningum ESB um almannatryggingar, þ.e.a.s. reglugerðar (EBE) nr. 1408/71 og síðar reglugerðar (EB) nr. 883/2004. Einnig má nefna algjöra skylduaðild að sjóðunum, sterkar tekjutengingar við almannatryggingar, og að á þessum árum voru hagsmunaaðilar og stjórnvöld upptekin af umbótum á lífeyriskerfinu sem að lokum endaði með heildstæðri séríslenskrum löggjöf um lífeyrissjóði árið 1997.

IORP II-tilskipuninni er ætlað að stuðla að lágmarks samræmingu á lífeyrismarkaði innan ESB og er misjafnt hversu stór hluti lífeyrissparnaðar innan aðildarríkjanna fellur undir tilskipunina. Lagaumgjörð og fyrirkomulag lífeyrissparnaðar, hvort heldur sam-

tryggingar eða séreignar, er misjöfn milli ríkja innan EES-svæðisins og getur hann því ýmist fallið undir regluverk á váttryggingamarkaði, sérlöggjöf eða vinnulöggjöf í hverju aðildarríki. Þrátt fyrir innleiðingu IORP I-tilskipunarinnar í íslenskan rétt hafa hvorki innlendir né erlendir aðilar sótt um starfsleyfi til að annast lífeyrissparnað á þeim forsendum og því eru ekki starfandi hér á landi starfstengdir lífeyrissjóðir. Víða er í þessu riti vísað til fyrirmynda í löggjöf IORP II sem hægt yrði að nýta til að breyta tilteknum ákvæðum í lögum um lífeyrissjóði, t.d. hvað varðar stjórnarhætti, upplýsingagjöf til sjóðfélaga og mat skuldbindinga. Seðlabankinn hefur t.d. notað ákvæði IORP II sem fyrirmynd við gerð þeirra tillagna sem kynntar hafa verið fjármála- og efnahagsráðuneytinu á undanförunum árum.

Þá er til þess að líta að ef starfsemi íslenskra lífeyrissjóða væri undir regluverki IORP II kynni það að auka samræmi í löggjöf og eftirlitsframkvæmd, s.s. með því að taka upp samræmd gagnaskil lífeyrissjóða á EES-svæðinu. Þá yrðu gögn lífeyrissjóða send til EIOPA líkt og gögn fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga nú og gætu þau nýst við samræmdar greiningar sem EIOPA framkvæmir. Íslenskir lífeyrissjóðir yrðu þar með hluti af álagsprófum stofnunarinnar.

Seðlabankinn telur að horfa eigi til ákvæða IORP II-tilskipunarinnar þegar kemur að tillögum um umbætur á lögum um lífeyrissjóði.

Útvistun

Í gegnum tíðina hafa nokkrir lífeyrissjóðir útvistað rekstri sínum til viðskiptabanka. Í þessari útvistun felst m.a. að allar fjárfestingarákvarðanir flytjast til viðkomandi banka og í sumum tilvikum hafa framkvæmdastjórnar lífeyrissjóðanna og aðrir starfsmenn jafnframt verið starfsmenn viðkomandi banka. Seðlabankinn hefur talið þetta fyrirkomulag óheppilegt og að með því kunni að skapast hætta á hagsmunaárekstrum. Seðlabankinn hefur í þeim tilvikum þar sem slíkt fyrirkomulag var fyrir hendi farið fram á að úr því yrði bætt.

Að því er varðar framkvæmdastjóra telur Seðlabankinn að þótt stjórnir lífeyrissjóða samþykki tilnefningu rekstraraðila um framkvæmdastjóra verði því ekki jafnað við það boðvald sem stjórn hefur yfir framkvæmdastjóra þegar hún ræður hann sjálf og ákveður ráðningarkjör hans. Hefur Seðlabankinn enn fremur talið að í 1. tölulið 2. mgr. 29. gr. laga um lífeyrissjóði felist krafa um beint ráðningarsamband milli lífeyrissjóðsins og framkvæmdastjórans.

Þá bendir Seðlabankinn á að upp geta komið hagsmunaárekstrar ef sami framkvæmdastjóri fer fyrir fleiri en einum lífeyrissjóði, svo sem ef viðskipti eiga sér stað á milli sjóðanna. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nr. 23/282 er lagt til að sett verði frekari skilyrði vegna útvistunar, einkum varðandi hlutverk framkvæmdastjóra lífeyrissjóða.

Seðlabankinn telur brýnt að löggjöfin verði endurskoðuð með það í huga að setja skýrari ákvæði um útvistun á mikilvægri starfsemi lífeyrissjóða og takmarkanir á henni. Í því gæti m.a. falist að gera kröfu um að ákveðin lágmarks kjarnastarfsemi fari fram innan hvers lífeyrissjóðs, svo sem eigna- og áhættustýring, og að til staðar séu starfsmenn sem geti haft eftirlit með þeim verkefnum sem hefur verið útvistað. Það yrði í samræmi við löggjöf á fjármálamarkaði um til dæmis rekstrarfélög verðbréfasjóða og er hugsunin sú að komið sé í veg fyrir að starfsleyfishafi sé skelin ein.

Sjö lífeyrissjóðir útvista nú eignastýringu til viðskiptabanka en auk þess bjóða nokkrir þeirra upp á séreignarsparnað með ólíkum sparnaðarleiðum. Þessir sömu viðskiptabanka og dótturfélög þeirra eru jafnframt útgefendur fjármálagerninga sem lífeyrissjóðir og séreignardeildir í þeirra rekstri eru kaupendur að. Í þessu sambandi er rétt að benda á að í IORP II-tilskipuninni, sem til stendur að innleiða í íslenskan rétt, eru sett takmörk á fjárfestingu sjóða í fjármálagerningum tengdum þeim atvinnurekanda sem býður upp á lífeyrissparnaðinn (e. sponsor). Þessi takmörkun miðast bæði við aðildarfyrirtækið sjálft sem og önnur félög sem því tengjast. Slíkar takmarkanir eru til þess fallnar að sporna gegn því að lífeyrissparnaður sé notaður til að fjármagna aðildarfyrirtæki. Færa má rök fyrir því að hliðstæða sé í slíku fyrirkomulagi við útvistun eignastýringar m.a. vegna hættu á hagsmunaárekstrum. Í lögum um lífeyrissjóði eru ekki settar þrengri skorður á fjárfestingu í eignum tengdum útvistunaraðila eignastýringar umfram það sem almennt er kveðið á um í 3. mgr. 36. gr. c. og 39. gr. b. laganna, sem í tilviki samtryggingardeilda getur að hámarki verið 25%, að meðtöldum innlánnum, en 20% hjá séreignardeildum þar sem innlán reiknast ekki í það hlutfall. Verðbréf útgefin af viðskiptabönkum og tengdum aðilum, ásamt innlánnum lífeyrissjóða hjá viðskiptabönkum, eru fyrirferðamikil í eignasafni lífeyrissjóða og hafa verið um langa hríð. Vægi einstaka viðskiptabanka er þó ólíkt á milli lífeyrissjóða.



Í þeim tilvikum þar sem eignastýringu er útvistað er samþjöppun oftast en ekki í garð þess viðskiptabanka sem annast hana og tengdra félaga. Mynd IV-1 sýnir meðaltal hlutfalls eigna (að sjóðfélagalánum undanskildum) ásamt laggildum og hágildum gagnvart viðskiptabanka sem annast eignastýringu og öðrum félögum innan sömu samstæðu þar sem samþjöppun er mest, skipt niður á samtryggingardeildir og séreignardeildir.

Ef litið er til samþjöppunar, þar sem hún er mest, gagnvart einstaka viðskiptabanka var hún í árslok 2023 að meðaltali 6,0% af heildareign hjá samtryggingardeildum sem ekki útvista eignastýringu, samanborið við 13,1% að meðaltali hjá samtryggingardeildum sem útvista eignastýringu og í öllum tilvikum við félög sem tengjast þeim viðskiptabanka sem annast hana. Ef litið er til séreignarleiða, þvert á sparnaðarleiðir, er hlutfallið talsvert hærra, eða 47,4%, samanborið við 10,7% hjá séreignarleiðum lífeyrissjóða sem ekki útvista eignastýringu.

Að mati Seðlabankans er umfang fjárfestinga sem tengjast útvistunaraðila sem fer með eignastýringu umhugsunarvert og getur skapað tortryggni um hvort aðrir hagsmunir en sjóðfélaga ráði för í fjárfestingum. Seðlabankinn telur rétt að setja takmörk á fjárfestingu lífeyrissjóða í aðilum tengdum útvistunaraðila eignastýringar og rekstraraðila með sambærilegum hætti og gert er í IORP II-tilskipuninni gagnvart fjárfestingum tengdum aðildarfyrirtækjum.

Framsetning á áhættuvilja og áhættuþoli

Í fyrrgreindri skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nr. 23/282 er löggjöf um áhættustýringu lífeyrissjóða gerð að umtalsefni. Settar eru fram tillögur að úrbótum sem miða að því að samræma kröfur sem gerðar eru til stjórnarháttá, innra eftirlits og áhættustýringar við evrópskt regluverk. Þá er efling stjórnarháttá og innra eftirlits forsenda þess að hægt sé að afnema magnbundnar takmarkanir á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða og festa enn frekar í sessi skynsemissreglu við fjárfestingar.

Burðarstoð í eftirlitskerfi hvers og eins lífeyrissjóðs er skýr stefnumörkun. Lykilþáttur í þessari stefnumörkun er áhættuvilji og áhættuþol sem sett er fram af stjórn í áhættustefnu. Stjórn ber ábyrgð á starfsemi og mótun eftirlitskerfis með áhættu lífeyrissjóðs. Því er mikilvægt að hún setji takmörk á hversu mikla áhættu stjórnendum og öðru starfsfólki er heimilt að taka til að ná markmiðum sjóðsins, s.s. um að standa við skuldbindingar sínar sem samþykktir skulu miðaðar við, sbr. 1. mgr. 27. gr. laga um lífeyrissjóði.

Mörkun áhættuvilja og áhættuþols ber víða keim af því að meginákvæði um áhættustýringu var, með breytingu á lögum árið 2016, fundinn staður í kafla með ákvæðum um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða þrátt fyrir að heildstæð áhættustýring eigi að ná til allrar starfseminnar. Áhættuvilji og áhættuþol sem byggð eru á hlutfallskiptingu eignaflokka lýsa illa afstöðu til áhættu og eru fremur viðfang fjárfestingarstefnu. Mikilvægt er að þeir mælikvarðar sem liggja til grundvallar áhættuvilja og áhættuþoli séu til þess fallnir að lýsa markmiðum viðkomandi lífeyrissjóðs með hliðsjón af áhættusniði þannig að stýring áhættunnar verði skilvirk.

Seðlabankinn telur mikilvægt að gera lágmarkskröfur til þeirra mælikvarða sem liggja til grundvallar áhættuvilja stjórnar lífeyrissjóðs sem taki mið af eðli og umfangi lífeyrissjóðsins. Í þessu sambandi er einkum horft til þess að endurskoða þurfi reglugerð nr. 590/2017, um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða. Lífeyrissjóðir hafa kallað eftir frekari leiðbeiningum við mótun þessara mælikvarða. Seðlabankinn tekur undir mikilvægi þessa að fenginni reynslu.

Lágmarksfjöldi sjóðfélaga

Samkvæmt 2. mgr. 21. gr. laga um lífeyrissjóði skulu að jafnaði minnst 800 sjóðfélagar greiða iðgjöld til lífeyrissjóðs reglulega í hverjum mánuði, nema sjóðurinn tryggji áhættudreifingu vegna skuldbindinga sinna með öðrum hætti í samræmi við tryggingafræðilega athugun. Lífeyrissjóði er heimilt að tryggja áhættudreifingu vegna skuldbindinga sinna að hluta til eða að öllu leyti hjá vátryggingafélögum, skv. 3. mgr. 21. gr. laganna. Jafnframt er honum heimilt að kaupa tiltekna tryggingavernd hjá vátryggingafélögum eða öðrum lífeyrissjóðum fyrir sjóðfélaga sína og enn fremur er lífeyrissjóðum heimilt að hafa samstarf um einstaka þætti tryggingaverndar. Samkvæmt greinargerð sem fylgdi frumvarpi því er varð að gildandi lögum um lífeyrissjóði er tilgangurinn með ákvæði um áhættudreifingu í minni lífeyrissjóðum að tryggja að sjóðfélagar séu ekki lakar tryggðir en þeir sem eru í stærri sjóðum.

Samkvæmt 11. gr. reglugerðar nr. 391/1998 getur lífeyrissjóður tryggt áhættudreifingu með tvennum hætti í samræmi við tölulíði greinarinnar. Til þess að fullnægja kröfum um stýringu áhættu vegna fámennis í lífeyrissjóði hafa nokkrir lífeyrissjóðir gert með sér samning um dreifingu kostnaðar vegna örorkulífeyris. Augljóst er að mat á fullnægjandi áhættudreifingu stendur ekki og fellur með því hvort fleiri eða færri en 800 sjóðfélagar greiði reglulega iðgjöld til lífeyrissjóðsins.

Seðlabankinn telur mikilvægt að tekið verði til skoðunar hvort rétt sé að afnema ákvæði um lágmarksfjölda sjóðfélaga en þess í stað verði lífeyrissjóðum gert að tryggja nægjanlega áhættudreifingu sem hluta af almennum kröfum til áhættustýringar.

Samþykkt verklagsreglna

Samkvæmt síðari málslið 5. tölul. 3. mgr. 29. gr. laga um lífeyrissjóði skal fjármálaeftirlit Seðlabankans staðfesta verklagsreglur um viðskipti lífeyrissjóðs, stjórnar hans og starfsmanna með fjármálagerninga. Slíkt fyrirkomulag felur mögulega í sér ákveðinn fyrir fram gæðastimpil eftirlitsaðilans sem verður að teljast óheppilegt, sér í lagi þegar litið er til þess að ekki er útlistað nánar í löggjöfinni hvaða efnislegu kröfur skuli gera til slíkra verklagsreglna. Þá er til þess að líta að sambærilegt fyrirkomulag fyrirfinnst almennt ekki í evrópskri löggjöf á fjármálamarkaði. Auk þess er fyrirmynd ákvæðisins,

sem áður var lögfest í eldri lögum nr. 13/1996, um verðbréfavíðskipti, fallin úr gildi og hefur sama þróun átt sér stað varðandi aðra aðila á fjármálamarkaði.

Seðlabankinn telur að tímabært sé að fella úr gildi fyrrgreint fyrirkomulag um að fjármálaeftirlitið skuli staðfesta tiltekna verklagsreglur lífeyrissjóða. Að mati Seðlabankans færi betur á því að festa í lögum um lífeyrissjóði sambærilegt ákvæði og finna má í 57. gr. laga um fjármálafyrirtæki, hvað varðar form-skilyrði umræddra reglna. Þar er nánar tiltekið kveðið á um skyldu fjármálafyrirtækja til þess að setja reglur um viðskipti sín við stjórnarmenn, framkvæmdastjóra og lykilstarfsmenn og senda fjármálaeftirliti Seðlabankans afrit þeirra innan 14 daga frá því að þær voru staðfestar af stjórn. Með slíku fyrirkomulagi væri um að ræða lögfestingu á tilkynningarskyldu lífeyrissjóða til fjármálaeftirlitsins vegna setningar fyrrgreindra verklagsreglna en ekki staðfestingu eftirlitsins á setningu slíkra reglna eins og nú er.

Viðurlagaheimildir fjármálaeftirlits Seðlabankans

Í IX. kafla laga um lífeyrissjóði er að finna ákvæði um eftirlit fjármálaeftirlitsins með lífeyrissjóðum. Seðlabankinn telur æskilegt að kaflinn verði endurskoðaður í heild sinni með hliðsjón af viðurlagaheimildum eftirlitsins gagnvart öðrum eftirlitsskyldum aðilum, einkum heimildum Seðlabankans til að leggja stjórnvaldssektir á aðila á fjármálamarkaði. Hér mætti hafa í huga almenn og sérstök varnaðaráhrif sekta. Á móti heimildum til stjórnvaldsseka mælir að þær koma á endanum niður á eignum sjóðfélaga, sem eru skyldugir til að greiða til lífeyrissjóða.

Í 45. gr. laga um lífeyrissjóði kemur fram að heimilt sé að beita ákvæðum laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi um m.a. stjórnvaldssektir. Í lögum um lífeyrissjóði er hins vegar ekki að finna heimildir til að leggja á stjórnvaldssektir, slíkar heimildir er hins vegar að finna í flestum sérlögum á fjármálamarkaði þar sem fjallað er um eftirlit fjármálaeftirlitsins.

Seðlabankinn telur að kveða eigi á um heimild til að leggja á stjórnvaldssektir í lögum um lífeyrissjóði.

Ákvæði um fjárhagslegan aðskilnað deilda

Í 4. mgr. 5. gr. laga um lífeyrissjóði, sbr. 10. gr. reglugerðar nr. 698/1998, er kveðið á um skyldu aðila sem tekur á móti iðgjaldi til séreignarsparnaðar eða viðbóta-tryggingarverndar að tryggja að sá hluti rekstrarins sem lýtur að varðveislu og ávöxtun iðgjalds er rétthafar hafa beinan ráðstöfunarrétt yfir sé fjárhagslega aðskilinn og ekki niðurgreiddur af annarri starfsemi.

Seðlabankinn telur að kveða eigi með nánari hætti á um hvernig tryggja skuli viðunandi fjárhagslegan aðskilnað deilda. Í þessu sambandi má líta til ákvæða í VI. kafla laga nr. 116/2021, um verðbréfasjóði. Að mati Seðlabankans ætti ekki að gera vægari kröfur til lífeyrissjóða en rekstrarfélaga verðbréfasjóða til að tryggja tilhlýðilega varðveislu og aðskilnað eigna í deildaskiptum sjóðum.

Ábendingar úttektaaðila

Úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á íslenska fjármálakerfinu

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur birt skýrslur vegna úttekta sjóðsins á íslenska fjármálakerfinu (FSAP) sem lauk árið 2023.⁷ Athygli er vakin á umfjöllun á heimasíðu Seðlabankans frá 31. júlí 2023 sem og eftirfarandi ábendingum um lífeyrissjóði sem fram komu í úttektinni:

- Talin var þörf á að styrkja regluverk um lífeyrissjóði
- Bæta þyrfti stjórnarhætti lífeyrissjóða og auka eftirlit með þeim vegna kerfislegs mikilvægis þeirra á fjármálamarkaði
- Styrkja mætti enn frekar regluverk tengt stjórnskipulagi og innra eftirliti lífeyrissjóða
- Auka ætti eftirlits- og viðurlagaheimildir Seðlabankans gagnvart lífeyrissjóðum

Seðlabankinn tekur undir þessar áherslur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og vinnur að úrvinnslu þeirra ábendinga sem gerðar voru þar sem við á en aðrar ábendingar krefjast lagabreytinga.

Skýrsla úttekta nefndar um Seðlabanka Íslands

Í maí 2022 var þremur óháðum sérfræðingum falið að gera úttekt á því hvernig Seðlabankanum hefði tekist að uppfylla markmið um stöðugt verðlag, fjármála-

7. Sjá skýrslur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

stöðugleika og framkvæmd fjármálaeftirlits frá gildistöku laga nr. 92/2019 um Seðlabnka Íslands. Jafnframt skyldi litið til annarra þátta í starfsemi bankans, svo sem skipulags, verkaskiptingar og heimilda. Í skýrslu sérfræðinganna sem birt var í janúar 2023 kemur fram skýr afstaða þeirra varðandi lífeyrissjóðina í takt við þá umræðu sem sérritið fjallar um.⁸ Bent er á eftirfarandi í því sambandi:

- Færa þarf reglur um lífeyrissjóði í nútímalegra horf ef Seðlabankinn á að geta tryggt að lífeyrissjóðum sé vel stjórnað
- Stjórnvöld ættu ekki að fresta því að undirbúa laga-setningu til að mæta þessari þörf
- Hafa þarf sérstakar gætur á lífeyriskerfinu með tilliti til fjármálastöðugleika til að skilja við hvaða aðstæður lífeyrissjóðir gætu hugsanlega aukið á flökt og bjögun á innlendum fjármálamarkaði
- Þörf er á álagsprófum fyrir stærri lífeyrissjóði, sam-bærileg þeim prófum sem gerð eru á bönkunum. Greining í formi álagsprófs gæti orðið til þess að varpa fyllra ljósi á kerfislega veikleika sem gætu hlotist af víðtækri þátttöku lífeyrissjóðanna á innlendum fjármálamarkaði og þar með talið við fjármögnun fyrirtækja og ríkissjóðs.

Seðlabankinn tekur undir þær áherslur sem nefndar eru í þessu sambandi og vinnur að úrvinnslu ábendinga sérfræðinganna.

Vaxandi áhættuþættir

Tveir áhættuþættir hafa fengið sérstaka athygli og aukið vægi hjá stjórnvöldum að undanfögnu. Þeir eru annars vegar umhverfisþættir, félagslegir þættir og stjórnarhættir, eða svokallaðir UFS-áhættuþættir (e. environmental, social and governance risks (ESG)) og hins vegar áhætta tengd notkun á upplýsinga og samskiptatækni (UST-áhætta). Regluverk á öðrum mörkuðum hefur tekið breytingum í þá átt að tryggja að stjórnkerfi eftirlitsskyldra aðila taki á þessum áhættuþáttum. Löggjöf um lífeyrissjóði hefur þó ekki þróast með sama hætti nema að takmörkuðu leyti.

Fjárfestingarárvarðanir tengdar UFS-þáttum

Við fjárfestingarárvarðanir er ávinningur af innleiðingu UFS-þátta m.a. talinn vera bætt áhættustýring, aukin sjálfbærni fjárfestinga og bætt ávöxtun til lengri tíma. Mikil vitundarvakning hefur orðið að undanfögnu varð-

andi ábyrgar fjárfestingar auk þess sem UFS-þættir hafa í auknum mæli verið taldir til lykilorða í áherslum í eftirliti hjá evrópskum eftirlitsstofnunum á fjármálamarkaði. Til að mynda stefnir EIOPA að því að tryggja að váttryggingafélög og lífeyrissjóðir samþætti sjálfbærniáhættu við áhættustýringu sína til þess að vernda neytendur og tryggja fjármálastöðugleika.⁹

Loftslagsáhætta er einn af þeim áhættuþáttum sem haft geta áhrif á fjármálastöðugleika. Í riti Seðlabankans, *Fjármálastöðugleiki 2023/1*, var birt rammagrein um áhrif loftslagsáhættu á útlánaáhættu íslensku bankanna. Þar eru atvinnugreinar flokkaðar í grænar, hlutlausar eða brúnar, og byggði flokkunin á hlutdeild losunar koltvísýrings af landsframleiðslu þar sem atvinnugreinar eru skilgreindar sem brúnar ef þær mælast með yfir 5% af veginni hlutdeild losunar, hlutlausar ef þær mælast á bilinu 1%-5% og grænar þær sem mælast undir 1%. Niðurstaðan var að um 75% útlánasafns bankanna væri grænt, 16% hlutlaust og 9% væri brúnt.

Sé sömu aðferðafræði beitt á eignir lífeyrissjóðanna í beinni eigu kemur í ljós að 95% eignasafnsins er í grænum eignum, 4% í hlutlausum eignum og 1% í brúnum. Miðað við það væri hægt að álykta að umbreytingaráhætta í eignasafni lífeyrissjóða sé takmörkuð, en frekari greininga er þó þörf. Það þarf t.d. að hafa í huga að stór hluti eigna lífeyrissjóða er í erlendum fjárfestingarsjóðum og kanna þarf kolefnisspor þeirra eigna nánar.

Á vettvangi ESB hefur aukin áhersla verið lögð á að styðja við aðgerðir í loftslagsmálum og efla skilning á UFS-áhættuþáttum. Liður í þessum aðgerðum er að UFS-þættir verði meðal þess sem er metið við fjárfestingarárvarðanir og áhættustýringu.

Seðlabankinn telur að setja beri fyllri ákvæði í lög um lífeyrissjóði varðandi UFS-áhættuþætti til að tryggja að stýring þeirra verði í samræmi við regluverk á öðrum mörkuðum og viðurkenndar aðferðir. Í þeim efnunum telur Seðlabankinn að líta megi til IORP II-tilskipunarinnar um starfstengda eftirlaunasjóði sem m.a. gerir þá kröfu að tekið sé tillit til áhættu sem tengist UFS-þáttum.

Áhætta tengd upplýsinga- og samskiptatækni

Notkun á upplýsinga- og samskiptatækni (UST) er sífellt að verða mikilvægari þáttur í rekstri lífeyrissjóða. Rekstur sjóðanna krefst verulegs stuðnings af net-

8. Sjá skýrslu úttektarnefndar um árangur Seðlabanka Íslands.

9. Sustainable finance activities 2022-2024.

innviðum, tölvukerfum eða upplýsingatæknikerfum, eins og almennt á við um fjármálakerfi landsins, og er því starfsemi lífeyrissjóða undir verulegri UST-áhættu.

UST-áhætta er sífellt að aukast, t.d. vegna nýrrar tækni í samskiptum við sjóðfélaga á borð við vefsíður og smáforrit sem innihalda sjálfvirkni. Aukin áhætta tengd netöryggi er eitt af því sem taka þarf tillit til við skipulag og rekstur UST-umhverfis lífeyrissjóða.

Fjármálaeftirlitið gaf út leiðbeinandi tilmæli nr. 1/2019 sem nýtast aðilum innan fjármálakerfisins til að skipuleggja hvernig þeir geta sem best dregið úr UST-áhættu. Jafnframt hefur fjármálaeftirlitið tekið upp viðmiðunarreglur EIOPA um áhættu og öryggi vegna upplýsinga- og samskiptatækni og beint því til lífeyrissjóða að taka mið af þeim við rekstur upplýsingakerfa. Árið 2022 samþykkti ESB reglugerð um stafrænan viðnámsþrótt fjármálamarkaðar (e. Digital Operational Resilience Act), svonefnda DORA-reglugerð, sem mun taka gildi innan ESB í ársbyrjun 2025. Gildissvið DORA er víðtækt og mun gilda þvert á aðila á fjármálamarkaði. Með DORA eru dregnar saman UST-kröfur til allra aðila á fjármálamarkaði, sem hingað til hafa verið settar fram í mismunandi regluverki, í eina reglugerð, enda UST-áhætta sambærileg hjá öllum aðilum. Gert er ráð fyrir að DORA taki gildi á Íslandi á síðari hluta ársins 2025.

Eins og áður hefur komið fram í ritinu falla íslensku lífeyrissjóðirnir ekki undir evrópskt regluverk um starfstengda lífeyrissjóði og þar með ekki undir gildissvið DORA eins og það er skilgreint í reglugerðinni. Nánar tiltekið vísar DORA til stofnana sem falla undir starfstengda lífeyrissjóði (IORP). Af þeim sökum er nauðsynlegt að útvíkka gildissvið DORA hér á landi þannig að fyrirhuguð lög um stafrænan viðnámsþrótt á fjármálamarkaði, sem mun innleiða DORA, gildi jafnframt um íslenska lífeyrissjóði. Það er í samræmi við markmið DORA að samræma UST-kröfur þvert á alla aðila á fjármálamarkaði þannig að sambærilegir áhættuþættir séu meðhöndlaðir eins.

DORA-reglugerðin tekur til skipulags upplýsingatæknimála, aðkomu stjórnar og framkvæmdastjórnar, umsýslu með útvistun, eftirlits með þjónustuveitendum, frávíkatilkynninga, viðbúnaðaráætlana og áætlana um rekstrarsamfellu, svo það helsta sé nefnt. Hún byggir m.a. á eldri viðmiðunarreglum evrópsku eftirlitsstofnananna, viðurkenndum aðferðum og alþjóðlegum stöðlum.

aðilar á fjármálamarkaði til að tryggja að stýring þessara áhættuþátta verði samræmd á öllum markaðinum.

Seðlabankinn telur nauðsynlegt að lífeyrissjóðir falli undir sömu kröfur varðandi UST-áhættu og aðrir

Grundvöllur lífeyrisréttinda



Iðgjald til öflunar lífeyrisréttinda skal ákveðið í sér- lögum, kjarasamningi, ráðningarsamningi eða með öðrum sambærilegum hætti og vera a.m.k. 15,5% af iðgjaldsstofni skv. 1. mgr. 2. gr. laga um lífeyrissjóði. Með iðgjaldi til lífeyrissjóða ávinnur sjóðfélagi sér, maka og börnum rétt til lífeyris til lágmarkstrygginga- verndar og eftir atvikum til viðbótartryggingaverndar. Í samþykktum lífeyrissjóðs skal kveðið nánar á um ávinnslu réttinda, sem getur verið mismunandi eftir því hvort iðgjald er til lágmarks- eða viðbótartrygginga- verndar og eftir atvikum háð eða óháð aldri. Tilgangur samtryggingarhluta lífeyriskerfisins er að sjóðfélagar sameinist um að tryggja hver öðrum ævilangan elli- lífeyri og að fjölskyldur þeirra njóti vissrar trygginga- verndar með áfallalífeyri við missi starfsgetu eða andlát sjóðfélagans. Fyrirkomulag þessa hluta lífeyriskerfisins tryggir áhættudreifingu á milli hópa, s.s. eftir aldri, kyni og stöðu. Um skilyrði lágmarkstryggingaverndar er fjallað í 1. mgr. 4. gr. laga um lífeyrissjóði.

Réttur til ellilífeyris, örorkulífeyris og maka- og barnalífeyris, sem lífeyrissjóður veitir, má ekki vera lakari en kveðið er á um í III. kafla laganna. Í því felst að samþykktir lífeyrissjóðs ákvarða lágmarkstrygginga- vernd þess lífeyrissjóðs, sem getur falið í sér ríkari rétt til eins eða fleiri tryggingaþátta en lágmarkstrygginga- vernd samkvæmt lögum kveður á um. Sem dæmi um ríkari rétt í sumum lífeyrissjóðum getur lífeyrishlutfallið verið hærra eða réttur eftirlifandi maka til makalífeyris í lengri tíma en lágmarkstryggingavernd kveður á um.

Lágmarkstryggingavernd

Lágmarkstryggingavernd felst í rétti til ellilífeyris þegar sjóðfélagi hefur náð 65-70 ára aldri ásamt rétti til

örorkulífeyris við skerta starfgetu svo og maka- og barnalífeyris við fráfall sjóðfélaga. Réttur til ævilangs mánaðarlegs ellilífeyris á að nema að meðaltali 1,8% af iðgjaldsstofni sem greitt er af á ári miðað við 40 ára inn- greiðslutíma. Réttur til örorkulífeyris skal uppfylla sömu viðmið og lágmarksréttindaöflun til ellilífeyris fyrir þann tíma sem iðgjald er greitt og þann tíma sem sjóðfélagi öðlast full réttindi til framreiknings. Ef lágmarksíðgjaldi er ráðstafað til öflunar lífeyrisréttinda í tilgreindri sér- eign eða séreign til viðbótartryggingaverndar getur framangreind tryggingavernd verið lægri, eða a.m.k. 1,4% af iðgjaldsstofni sem greitt er af á ári m.v. 40 ára inngreiðslutíma.

Við útreikning á lágmarkstryggingavernd þeirri, sem lífeyrissjóður veitir, skal sjóðurinn miða við að 40 ára innborgunartímabil iðgjalda hefjist þegar ein- staklingur er á aldrinum 20 til 30 ára, sbr. 1. mgr. 6. gr. reglugerðar nr. 391/1998, um skyldutryggingu lífeyris- réttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Ekki er nánar kveðið á um til hvaða þátta skuli líta þegar framangreindur viðmiðunaraldur er ákvarðaður, en hann getur haft áhrif á niðurstöðu útreiknings á veittri lágmarkstrygginga- vernd.

Áður var réttindaávinnsla flestra lífeyrissjóða byggð á jafnri ávinnslu lífeyrisréttinda alla starfsævina og því var öflun lágmarkstryggingaverndar óháð því á hvaða aldri sjóðfélagar greiddu iðgjöld. Núna hafa allar lífeyrisdeildir sem opnar eru nýjum sjóðfélögum tekið upp aldursháða ávinnslu lífeyrisréttinda og þá skiptir máli við hvaða aldur greiðsla reglulegra iðgjalda til öfl- unar lágmarkstryggingaverndar hefst. Fast iðgjald veitir ákveðna krónutölu réttinda þegar sjóðfélagi er yngri og réttindaávinnsla lækkar með aldri. Af þeim sökum velja margir lífeyrissjóðir að miða við að öflun lágmarks-

tryggingaverndar með reglulegum iðgjaldagreiðslum hefjist snemma á starfsævinni, t.d. við 20 ára aldur, þrátt fyrir að réttur til töku óskerts ellilífeyris hefjist ekki fyrr en við 67 eða 70 ára aldur. Það getur leitt til þess að sjóðfélagar, sem hefja fulla þátttöku á vinnumarkaði síðar, t.d. eftir 20 ára aldur, aflí sér tryggingaverndar sem er minni en áskilin lágmarkstryggingavernd ef eingöngu er miðað við 40 ára innborgunartímabil iðgjalda. Það getur átt við sjóðfélaga sem hefur greiðslu iðgjalda til lífeyrissjóðs að loknu viðurkenndu námi í starfsgrein sem aðild að lífeyrissjóðnum byggir á.

Misjafnt er hvernig samþykktum lífeyrissjóða er hagað m.t.t. öflunar lágmarkstryggingaverndar og eftir atvikum viðbótartryggingaverndar fyrir lágmarksiðgjald. Í níu lífeyrissjóðum á almenna markaðnum, sem falla undir kjarasvið SA og ASÍ, geta sjóðfélagar valið um að afla sér lágmarkstryggingaverndar eingöngu í sameign eða með blöndu sameignar og tilgreindrar séreignar. Sama útfærsla öflunar lífeyrisréttinda á við um fjóra lífeyrissjóði opinberra starfsmanna. Í sex lífeyrissjóðum á almenna markaðnum geta sjóðfélagar aflað sér lágmarkstryggingaverndar fyrir hluta lágmarksiðgjalds í sameign auk viðbótartryggingaverndar í séreign fyrir eftirstöðvar lágmarksiðgjalds. Tveir þeirra sjóða bjóða einnig lágmarkstryggingavernd með blöndu lífeyrisréttinda í sameign og séreign (svokölluð bundin séreign) auk viðbótartryggingaverndar í séreign.

Seðlabankinn telur tilefni til þess að endurskoða skilyrði og útfærslu öflunar tryggingaverndar svo að sjóðfélögum og fjölskyldum þeirra sé örugglega tryggð áskilin lágmarkstryggingavernd í samræmi við 1. mgr. 4. gr. laga um lífeyrissjóði.

Breytingar á lífeyrisréttindum

Samkvæmt 1. mgr. 27. gr. laga um lífeyrissjóði skulu samþykktir miða við að sjóðurinn geti staðið við skuldbindingar sínar og skv. 8. tölul. 2. mgr. 27. gr. laganna skulu samþykktir kveða á um hvernig réttindi sjóðfélaga eða aðstandenda eru reiknuð út. Þá kemur fram í síðari málsl. 1. mgr. 13. gr. laganna að í samþykktum lífeyrissjóðs skuli kveðið nánar á um ávinnslu réttinda og að hún geti verið mismunandi eftir því hvort iðgjald er til lágmarks- eða viðbótartryggingaverndar og eftir atvikum háð eða óháð aldri.

Sjóðfélagar eiga að geta gert ráð fyrir að lífeyrissjóðir standi við þær skuldbindingar sem þeir hafa undirgengist, samkvæmt ákvæðum samþykktu þeirra nema fjárhagsstaða þeirra kalli á að grípa þurfi

til breytinga á áunnum lífeyrisréttindum og ávinnslu lífeyrisréttinda til framtíðar samkvæmt niðurstöðu tryggingafræðilegrar athugunar. Þetta á við þegar lífeyrissjóðum er skylt að grípa til ráðstafana vegna mismunar á eignum og skuldbindingum umfram leyfileg mörk.

Í skýringum með frumvarpi því sem varð að lögum um lífeyrissjóði segir að ráðstafanir við þær aðstæður geti annað hvort leitt til skerðingar á lífeyrisréttindum og hækkunar iðgjalds eða aukningar á lífeyrisréttindum og lækkunar iðgjalds, allt eftir því hvað segir í samþykktum og hvernig sjóðurinn stendur. Lög um lífeyrissjóði setja ekki fram önnur skilyrði eða viðmið sem lífeyrissjóður skal hafa til hliðsjónar þegar kemur að breytingum á áunnum lífeyrisréttindum sjóðfélaga, umfram meginreglu 1. mgr. 39. gr. laganna, um að eignir og skuldbindingar skuli standast á, og 1. mgr. 27. gr. laganna um að samþykktir lífeyrissjóðs skuli miðaðar við að hann geti staðið við skuldbindingar sínar.

Við framkvæmd tryggingafræðilegrar athugunar hjá lífeyrissjóðum í lok árs 2021 lágu fyrir nýjar staðalforsendur um dánar- og lífslíkur, sem fólu í sér spá um áframhaldandi lækkun dánartíðni og aukið langlífi. Það leiddi til þess að tryggingafræðilegt virði lífeyrisskuldbindinga hækkaði. Það á bæði við um áunnin réttindi vegna þegar greiddra iðgjalda og ávinnslu lífeyrisréttinda til framtíðar vegna framtíðariðgjalda. Vegna góðrar ávöxtunar á árinu 2021 var áfallin staða lífeyrissjóðanna í flestum tilfellum jákvæð við upptöku nýs reiknigrunnis og ekki þörf á að grípa til ráðstafana vegna áunninna réttinda á grundvelli fjárhagsstöðu lífeyrissjóðanna. Þrátt fyrir það samþykktu ársfundir sumra lífeyrissjóða að lækka áunnin lífeyrisréttindi á meðan aðrir lífeyrissjóðir héldu áunnum lífeyrisréttindum óbreyttum. Framtíðarstaða lífeyrissjóða var hins vegar í öllum tilfellum neikvæð, sem sjóðirnir brugðust við með því að lækka réttindaávinnslu til framtíðar vegna framtíðariðgjalda. Lægri réttindaávinnsla til framtíðar tryggði jöfnuð í framtíðarstöðu sjóðanna og þar með að heildarstaða þeirra væri nær jafnvægi.

Seðlabankinn telur að í lögum beri að kveða nánar á um skilyrði sem lífeyrissjóðir þurfa að hafa til hliðsjónar við mat á því hvenær lífeyrissjóður telst standa við skuldbindingar sínar, s.s. miðað við áfallnar skuldbindingar annars vegar og framtíðarskuldbindingar hins vegar. Þá skuli kveða nánar á um skilyrði fyrir breytingum á áunnum lífeyrisréttindum sjóðfélaga í lögum eða samþykktum hvers sjóðs.

Upplýsingagjöf til sjóðfélaga

Stærstur hluti lífeyrissparnaðar landsmanna nýtur ekki bakábyrgðar af neinu tagi og áhættan er því alfarið sjóðfélagans um afkomu eftir að lífeyristaka hefst. Því verður að telja mikilvægt að bæði virkir og verðandi sjóðfélagar fái greinargóðar upplýsingar um væntan lífeyri. Stærstur hluti lífeyristekna kemur nú þegar frá lífeyrissparnaði samtryggingar og séreignar og mun hann fara vaxandi á næstu árum.

Með breytingarlögum nr. 12/2023 var ákvæði er snýr að upplýsingagjöf til sjóðfélaga innleitt í 2. mgr. 18. gr. laga um lífeyrissjóði. Þá var ákvæði um skyldu aðila sem bjóða upp á viðbótartryggingavernd og séreign til að útbúa lykilupplýsingaskjal innleitt í 3. mgr. 9. gr. laganna, með lögum nr. 55/2021, um lykilupplýsingaskjöl, vegna tiltekinna fjárfestingarafurða fyrir almenna fjárfesta.

Samsvarandi ákvæði og að ofan greinir eru ekki til verðandi upplýsingagjöf um skyldusparnað í samtryggingu þrátt fyrir hið mikilvæga hlutverk sem hún gegnir við öflun ævilangs lífeyris allra landsmanna. Slík upplýsingagjöf þarf að vera skýr og ná jafnt til væntanlegra sjóðfélaga, greiðandi sjóðfélaga og lífeyrisþega svo þeir geti gert sér grein fyrir því hvaða áhrif breyttar forsendur (sviðsmyndir) geti haft á lífeyrisréttindi þegar kemur að starfslokum.

Seðlabankinn telur mikilvægt að auka upplýsingagjöf til sjóðfélaga samtryggingardeilda enda verður að telja að verulega halli á upplýsingaskyldu um lágmarkstryggingavernd þrátt fyrir að sá hluti lífeyrissparnaðar sé veigamestur í öflun lífeyristekna flestra sjóðfélaga. Að mati Seðlabankans mætti horfa til ákvæða um upplýsingagjöf í IORP II-tilskipuninni um starfstengda lífeyrissjóði hvað þetta varðar.

Mat á fjárhag lífeyrissjóða

VI

Mat á fjárhag lífeyrissjóðs og getu hans til greiðslu lífeyris í tryggingafræðilegri athugun er framkvæmt árlega af tryggingastærðfræðingi í samræmi við 24. gr. laga um lífeyrissjóði. Í tryggingafræðilegri athugun er lagt mat á virði eignaliða og skuldbindinga í samræmi við 39. gr. laga um lífeyrissjóði og reglugerð nr. 391/1998.

Viðmið núvirðingar iðgjalda og lífeyris

Í tryggingafræðilegri athugun samanstanda eignaliðir af hreinni eign til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda. Lífeyrisskuldbindingar samanstanda af áföllnum skuldbindingum miðað við áunnin réttindi og framtíðarskuldbindingum miðað við áframhaldandi iðgjaldagreiðslur sjóðfélaga. Tryggingafræðileg athugun byggir á forsendum um dánar- og lífslíkur, líkur á að sjóðfélagi tapi starfsgetu, sé í sambúð og hafi börn á framfæri eða eignist börn síðar á ævinni. Skuldbindingar eru núvirtar miðað við 3,5% vexti umfram verðbólgu. Jafnframt eru verðbréf með fastar tekjur núvirt miðað við fast vaxtaviðmið. Framangreindar forsendur eru ákvarðaðar skv. reglugerð nr. 391/1998 og vaxtaviðmiðið hefur verið óbreytt 3,5% umfram verðbólgu frá gildistöku reglugerðarinnar.

Til þess að mæta réttindum, sem eru ákvörðuð á grundvelli vaxtaviðmiðsins, þarf raunávöxtun í skilningi matsreglna tryggingafræðilegrar athugunar að ná 3,5% að jafnaði til langs tíma. Þegar vextir verðbréfa sem veita fastar tekjur lækka niður fyrir vaxtaviðmiðið þurfa lífeyrissjóðir að auka fjárfestingar í verðbréfum með breytilegar tekjur til þess að ná viðmiðinu og geta

staðið við skuldbindingar. Vaxtaviðmið endurspeglar markmið lífeyrissjóðs umávöxtun eignasafns verðbréfa með breytilegum og föstum tekjum.

Fast vaxtaviðmið tekur ekki tillit til áhættu í starfsemi lífeyrissjóðsins, s.s. samsetningar sjóðfélaga og eðlis skuldbindinga, samspils inngreiddra iðgjalda og útgreidds lífeyris og samvals fjárfestingareigna. Til að mynda er ekki gerður greinarmunur á því hvort um sé að ræða lífeyrisdeild sem er lokuð nýjum sjóðfélögum eða vinnur að uppgjöri eldri skuldbindinga eða hugað að lánshæfi útgefenda skuldabréfa, sem fjárfest er í. Deildir sem eru lokaðar nýjum sjóðfélögum og með stuttan líftíma skuldbindinga hafa takmarkað svigrúm til þess að auka fjárfestingar í áhættusamari eignaflokkum nema auka áhættu samtímis, sem leiðir til meiri sveiflna í afkomu og á réttindum sjóðfélaga.

Til samanburðar felur mat á skuldbindingum starfstengdra eftirlaunasjóða skv. 13. gr. IORP II-tilskipunarinnar í sér að áætlaðar lífeyris- og iðgjaldagreiðslur séu núvirtar með varfærnislega ákvörðuðum vöxtum sem eru ekki hærri en: i)ávöxtunarkrafa eigna og markmið um langtímaávöxtun, ii)ávöxtunarkrafa öruggra ríkisskuldabréfa, eða iii)blanda i) og ii). Misjafnt er hvort starfstengdir eftirlaunasjóðir í aðildarríkjum EES-svæðisins velji að skuldbindingar séu núvirtar miðað viðávöxtunarkröfu eigna lífeyrissjóðsins og markmiðs umávöxtun eða miðað viðáhættulausa vexti, eða blöndu þeirra. Í lífeyriskerfum, sem falla undir gildissvið Solvency II-tilskipunarinnar, eru skuldbindingar núvirtar miðað viðáhættulausa vexti. Meðáhættulausum vöxtum, sbr. 77. gr. laga um váttryggingastarfsemi, er átt við vexti sem taka á tilteknum tíma mið af upplýsingum um viðeigandi fjármálagerninga með gjalddaga á þeim tíma

á djúpum, virkum og gagnsæjum markaði. Þegar slíkar upplýsingar eru ekki fyrir hendi skal ákvarða áhættulausan vaxtaferil með brúun eða framreikningi.

Seðlabankinn telur að endurskoða þurfi 3,5% raunvaxtaviðmið við núvirðingu lífeyrisskuldbindinga og að mótuð verði umgjörð um endurskoðun vaxtaferils eða vaxtaviðsmiðs sem notað er við núvirðingu lífeyrisskuldbindinga. Eðlilegt er að tekið sé mið af vaxtaþróun yfir tíma í takt við ábendingar í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og slíkar breytingar séu gerðar yfir tíma til að jafna áhrif á lífeyrisskuldbindingar og tryggingafræðilega stöðu. Við slíka endurskoðun er eðlilegt að horft sé til alþjóðlegra fyrirmýnda, t.d. IORP II-tilskipunarinnar.

Stýring áhættu, eigna og skuldbindinga

Matsreglur eigna í tryggingafræðilegri athugun og ársreikningi eru ekki eins. Af því leiðir að mismunur er á virði eigna samkvæmt ársreikningi og í tryggingafræðilegri athugun og mælingu á árangri. Það kann að leiða af sér bjögun í mati, vöktun og stýringu á áhættu í starfsemi lífeyrissjóðsins og í ákvörðunum um fjárfestingarkosti þegar tilteknir fjármálagerningar eru misálitlegir út frá niðurstöðum ársreiknings annars vegar og tryggingafræðilegrar athugunar hins vegar.

Samkvæmt reglum um ársreikninga lífeyrissjóða er meginregla að miða almennt mat fjárfestingareigna við gangvirði þó utan útlána til sjóðfélaga sem eru bókfærð miðað við afskrifað kostnaðarverð. Þá er lífeyrissjóðum heimilt að bókfæra önnur skuldabréf með aðferð afskrifaðs kostnaðarverðs ef ásetningur er að halda þeim til gjalddaga. Samkvæmt reglunum er ekki lagt mat á skuldbindingar lífeyrissjóða og breytingar á þeim í sjálfum ársreikningnum en niðurstaða tryggingafræðilegrar athugunar er tilgreind í skýringu.

Auk þess endurspeglar mæld raunávöxtun fjárfestinga samkvæmt matsaðferðum ársreiknings ekki heildarárangur lífeyrissjóðsins við stýringu eigna og skuldbindinga. Mat á árangri við stýringu fjárfestinga skv. ársreikningareglum miðar við aðrar forsendur og matsaðferðir en gilda í tryggingafræðilegri athugun. Í breytilegu vaxtaumhverfi hafa gangvirðisbreytingar skuldabréfa áhrif á mælda raunávöxtun skv. ársreikningi.

Seðlabankinn telur að áfallnar skuldbindingar lífeyrissjóðs ættu koma fram á skuldahlíð efnahagsreiknings

og að ársreikningur feli í sér mat á heildarárangri lífeyrissjóðs, þ.m.t. matsbreytingu lífeyrisskuldbindinga. Seðlabankinn telur að ólíkar matsreglur eigna og skuldbindinga geti haft í för með sér að eigna- og skuldbindingastýring verði ómarkviss þegar grundvöllur uppgjörsaðferða, sem ávöxtun fjárfestinga er mæld út frá og uppgjör skuldbindinga, er ólíkt. Seðlabankinn telur mikilvægt að uppfæra matsreglur eigna og skuldbindinga m.t.t. þessa.

Gjaldþol lífeyrissjóða

Gjaldþol lífeyrissjóða og vátryggingafélaga er mismunur eigna og skuldbindinga auk annarra liða. Tilgangur þess er að mæta áfalli vegna tapsatburðar. Samkvæmt 39. gr. laga um lífeyrissjóði skulu eignaliðir vera jafnháir skuldbindingum í tryggingafræðilegri athugun. Lífeyrissjóði er skylt að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum ef tryggingafræðileg athugun leiðir í ljós meiri en 10% mun á milli eignaliða og skuldbindinga eða meiri en 5% fimm ár í röð. Ólíkt kröfum til vátryggingafélaga leyfa löggin að gjaldþol lífeyrissjóðs geti verið neikvætt án þess að grípa þurfi til ráðstafana, s.s. að skerða þurfi skuldbindingar.

Framangreind ákvæði veita lífeyrissjóðum ákveðið svigrúm til að gera ekki tafarlausar breytingar á lífeyrisréttindum ef ávöxtun, tíðni andláta eða missir starfsgetu eru ekki í samræmi við forsendur tryggingafræðilegrar athugunar og heildarstaðan vikur frá fullum jöfnuði. Föst mörk á leyfilegum frávikum frá fullum jöfnuði taka ekki tillit til áhættu í umhverfi hvers lífeyrissjóðs og möguleika hans til að rétta stöðuna af ef frávik verða. Til að mynda setja löggin sömu skorður á sjóði sem eru opnir nýjum sjóðfélögum og lokaða lífeyrissjóði sem hafa styttri meðallíftíma skuldbindinga. Í ljósi þess að réttindaávinnsla flestra lífeyrissjóða byggist á aldurstengdri réttindaávinnslu væri nær að horfa til fráviks á bæði áfallinni stöðu og framtíðarstöðu til að tryggja jafnræði í öflun lífeyrisréttinda á milli kynslóða.

Innan EES-svæðisins hafa gjaldþolsreglur vátryggingafélaga, þ.m.t. líftryggingafélaga sem bjóða lífeyrisafurðir, verið samræmdar en öðru máli gegnir um lífeyrissjóði þar sem ólíkar kröfur eru gerðar. Árið 2019 voru í Noregi innleiddar gjaldþolskröfur IORP II-tilskipunarinnar fyrir starfstengda lífeyrissjóði að fyrirmynd Solvency II-tilskipunarinnar (n. forenklet versjon av Solvens II) sem taldar voru gefa réttari mynd af fjárhagsstöðu heldur en eldri gjaldþolskröfur (n. solvensmarginkrævet). Áður hafði fjármálaeftirlitið í Noregi

byggt reglulegt álagspróf lífeyrissjóða á samskonar forsendum allt frá 2012. Í umræðuskjali með lögnum kemur fram að nýjar kröfur séu til þess fallnar að gefa réttari mynd af fjárhagsstöðu, tryggja áhættunæmni í gjaldþolskröfu og veita meira öryggi fyrir því að lífeyrissjóður geti staðið við skuldbindingar sínar.¹

Í Solvency II-tilskipuninni eru eignir og skuldbindingar váttryggingafélaga metnar á gangvirði, þ.e. virði sem aðilar sem eru upplýstir og fúsir til viðskipta myndu komast að samkomulagi um í viðskiptum ótengdra aðila. Gjaldþol váttryggingafélaga samanstendur af mismun eigna og skuldbindinga auk annarra liða sem eru tiltækir til að mæta gjaldþolskröfu (og lágmarksfjármagni). Það er miðað við að váttryggingafélag hafi næga fjármuni til að mæta tapsatburði með endurkomutíma á 200 árum að jafnaði, sem miðast við 99,5% áhættuvirði (e. value at risk) til eins árs. Gjaldþolskröfur váttryggingafélaga eru áhættumiðaðar og taka mið af áhættusniði hvers og eins váttryggingafélags, ólíkt matsaðferðum tryggingafræðilegrar athugunar.

Rétt er að benda á að við hönnun gjaldþolsreglna þarf að taka tillit til eðlis lífeyriskerfa. Ólíkt starfstengdum lífeyrissjóðum í Noregi eru íslenskir lífeyrissjóðir án ábyrgðar launagreiðanda og lífeyriskuldbindingarnar háðar því að lífeyrissjóðir hafi nægar eignir til þess að geta staðið við skuldbindingarnar, þ.e. ef undanskildar eru lokaðar samtryggingardeildir sem njóta bakábyrgðar ríkis eða sveitarfélaga.

Seðlabankinn telur að rétt sé að endurskoða gjaldþolsreglur lífeyrissjóða með það að markmiði að gera reglurnar áhættunæmari en þær eru í dag og tryggi að sjóður hafi nægt gjaldþol til þess að mæta sveiflum í afkomu með áhættumiðaðri nálgun.

Endurmat fjárfestingareigna

Til viðbótar við framangreint er rétt að nefna að í löggjöf um lífeyrissjóði skortir fyllri umgjörð um hvernig skuli staðið að vöktun og endurmati á virði eigna og veðandlaga. Á undanförunum árum hafa sérhæfðar fjárfestingar fengið aukið vægi í eignasöfnum lífeyrissjóða og voru þær um 14% af eignasafni sjóðanna í árslok 2023.² Almennt séð er aukið flækjustig fólgið í verðmati sérhæfðra fjárfestinga þar sem viðskipti með þær geta verið strjál og þar af leiðandi meiri óvissa um virði

þeirra. Slíkar fjárfestingar gera jafnframt ríkari kröfur til þess að lífeyrissjóðir hafi yfir að ráða þekkingu og hæfni á viðurkenndum verðmatsaðferðum, auk ferla og kerfa sem tryggja að verðmat endurspegli á hverjum tíma það sem fengist í viðskiptum á milli ótengdra aðila.

Seðlabankinn telur mikilvægt að sett verði fyllri ákvæði í lög um lífeyrissjóði sem tilgreini hvernig staðið skuli að reglulegu endurmati eigna sem tryggir óhlutdrægni og áreiðanleika verðmata líkt og tíðkast í löggjöf á öðrum mörkuðum.³

1. Høringsnotat om nytt kapitalkrav for pensjonskasser.
2. Til sérhæfðra fjárfestinga teljast óskráðar eignir, skuldabréf og hlutabréf, sem falla undir eignaflokka í 4. – 6. tölu. 2. mgr. 36. gr. a. laga nr. 129/1997.

3. Í þessu tilliti má t.a.m. líta til 74. gr. laga nr. 100/2016, um váttrygginga-starfsemi, sbr. og reglugerð (ESB) 2015/35 sem innleidd var með reglugerð nr. 55/2022, sem og til 21. gr. laga nr. 116/2021, um verðbréfasjóði, sbr. reglugerð (ESB) nr. 231/2013 sem innleidd var með reglugerð nr. 555/2020.

Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða



Fjárfestingum lífeyrissjóða eru settar skorður með magnbundnum takmörkunum og skynsemissreglu (e. prudent person principle) í VII. kafla laga um lífeyrissjóði. Þessar takmarkanir hafa verið við lýði frá gildistöku laga um lífeyrissjóði árið 1997 en tilgangur þeirra er að stuðla að því að áhættu sé dreift með eðlilegum hætti. Frá þeim tíma hafa fjárfestingarheimildir verið rýmkaðar. Veigamikil breyting var gerð á lögunum árið 2016 þegar fjárfestingarheimildir voru rýmkaðar og skynsemissreglan lögfest. Hún felur í sér að ákvarðanir um fjárfestingar séu teknar með aðgát, á grundvelli sérfræðikunnáttu, af skynsemi og að fenginni áreiðanleikakönnun.

Magnbundnar takmarkanir og skynsemissreglan

Magnbundnar takmarkanir setja skorður á vægi eignaflokka, samþjöppun, gjaldmiðlaáhættu og mótaðilaáhættu og fela í sér lágmarkskröfur en skynsemissreglan gildir þegar þeim sleppir. Þær ná bæði til lágmarks-tryggingaverndar og viðbótartryggingaverndar sem um gilda rýmri heimildir. Þá er ekki er litið til þess hvaða eignir standa að baki sjóðum með tilliti til takmarkana og eru hlutir og hlutdeildarskírteini til dæmis meðhöndluð sem aðskildir eignaflokkar. Fari lífeyrissjóður fram úr leyfilegum hámarkum ber honum að tilkynna um slíkt til fjármálaeftirlitsins og gera viðeigandi ráðstafanir til úrbóta innan þriggja mánaða.

Skynsemissreglan í 36. gr. laganna er sett fram sem eftirfarandi fjórar meginreglur:

- Lífeyrissjóður skal hafa hagsmunir sjóðfélaga að leiðarljósi
- Lífeyrissjóður skal horfa til aldursamsetningar sjóð-

félaga 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, m.a. með því að gæta að fylgni áhættu einstakaigna og eignaflokka

Takmarkanir á vægi eignaflokka

Eignir lífeyrissjóða eru í 36. gr. a. laga um lífeyrissjóði flokkaðar í eignaflokka A-F eftir áhættu og takmörk sett á hámarks vægi þeirra sem hlutfall af heildareign í 36. gr. b. laganna. Þessi takmörkun varðar vægi eigna í flokki C-F, D-F og F af heildareign en samanlagt vægi þessara

Mynd VII-1
Tegundaflokkun eigna og hámarks vægi

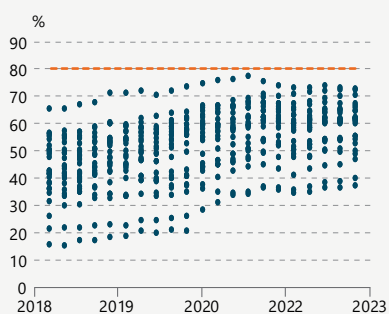
Yfir-flokkur	Eignaflokkur skv. 36. gr. a.	Hámarks vægi skv. 36. gr. b.
A	A.a - Ríkisvixlar og skuldabréf	
A	A.b - Fasteignaveðtryggð skuldabréf	
B	B.a - Skuldabréf sveitarfélaga	
B	B.b - Innlán	
B	B.c - Sértryggð skuldabréf	
C	C.a - Skuldabréf og vixlar lánastofnana og vátryggingafélaga	
C	C.b - Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS	
D	D.a - Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga	
D	D.b - Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	
E	E.a - Hlutabréf félaga	
E	E.b - Hlutabréf, félagadeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	
E	E.c - Fasteignir	
F	F.a - Afleiður	
F	F.b - Aðrir fjármálagemningar	

Heimild: Seðlabanki Íslands.

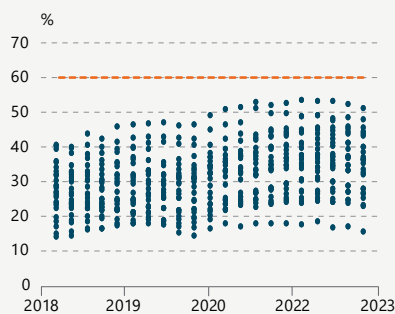
Mynd VII-2

Takmörkun á vægi eignaflokka

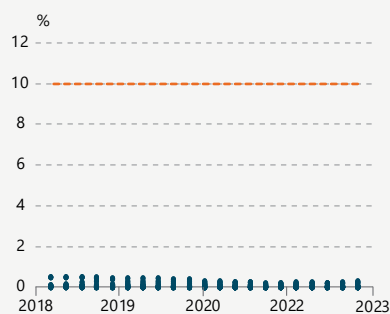
Hlutfall eigna í tegundaflokki C til F < 80%



Hlutfall eigna í tegundaflokki D til F < 60%



Hlutfall eigna í tegundaflokki F < 10%



Heimild: Seðlabanki Íslands.

eignaflokka má að hámarki vera 80%, 60% og 10% hjá samtryggingardeildum eins og kemur fram í mynd VII-1. Í þessu felst jafnframt að vægi eigna í eignaflokkum A-B getur að lágmarki verið 20% af heildareign.

Á mynd VII-2 gefur að líta stöðu samtryggingardeilda lífeyrissjóða á hverjum ársfjórðungi frá árinu 2018 til 2023 með hliðsjón af hámarksvægi eignaflokka. Staða einstaka samtryggingardeilda er sýnd með bláum punkti og hámarksheimild með rauðri punktalínu. Eins og sjá má er staða einstaka samtryggingardeilda ólík og á breiðu bili en til þessa hefur ekki reynt á takmörkun á vægi eignaflokkanna.

Framangreind skipting er einnig grundvöllur fyrir því hvernig fjárfestingarstefnur lífeyrissjóða eru settar fram. Í mörgum tilvikum byggja lífeyrissjóðir sjálfir þó á annarri skiptingu við ákvörðun um eignasamsetningu sem talin er endurspeglar betur eðli og áhættu fjármálagerninga. Til að mynda er algengt að í fjárfestingarstefnum sjóðanna sé gerður greinarmunur á innlendum og erlendum hlutabréfum ásamt því að undirliggjandi eignum sjóða er skipt á viðeigandi eignaflokka. Takmörkun á grunni eignaflokkunar hefur þann ókost að hún nær illa til samsettra fjármálagerninga sem getur skapað óvissu varðandi flokkun þeirra. Þá leiðir það til þess að horft sé til forms fram yfir mat á undirliggjandi áhættu.

Seðlabankinn telur að endurskoða ætti takmarkanir á vægi eignaflokka þannig að skynsemisreglan verði ráðandi í því hvernig eignasamsetningu er háttað. Með þessu yrði stjórnnum lífeyrissjóða falið að ákveða eignasamsetningu með hliðsjón af hagsmunum sjóðfélaga, aldursamsetningu þeirra og öðrum tryggingafræðilegum þáttum sem áhrif hafa á skuldbindingar.

Gjaldmiðlaáhætta og hámarksvægi óskráðra eigna

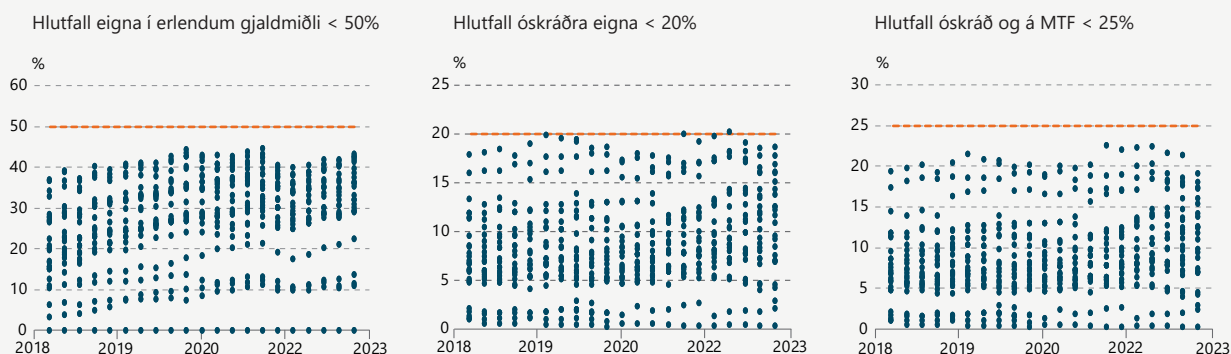
Til viðbótar við takmörkun á vægi eignaflokka takmarka fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða gjaldmiðlaáhættu, vægi óskráðra eigna og eigna sem skráðar eru á markaðstorg fjármálagerninga (MTF). Eins og sjá má á mynd VII-3 hafa samtryggingardeildir farið yfir hámark í óskráðum eignum og þurft að gera viðeigandi ráðstafanir til að koma hlutfallinu í rétt horf.

Leyfileg mörk gjaldmiðlaáhættu hafa frá árinu 2001 takmarkast við að a.m.k 50% af heildareignum sé í sama gjaldmiðli og skuldbindingar. Alþingi samþykkti breytingar á ákvæði um gjaldmiðlaáhættu með lögum nr. 12/2023, sem fólu í sér lækkun á hlutfallinu í skrefum. Jafnframt var lífeyrissjóðum gert skylt að eiga eignir í sama gjaldmiðli og skuldbindingar sem jafngilda væntum lífeyrisgreiðslum sameignarhluta hans til næstu þriggja ára. Fyrsta lækkun á hlutfallinu kom til framkvæmda í janúar 2024 og nemur það nú 48,5%. Lækkar hlutfallið um 1,5 prósentur 1. janúar ár hvert fyrstu þrjú árin en um 1 prósentu þar til það nær 35% 1. janúar 2036. Þá var lífeyrissjóðum gert kleift að fara yfir leyfileg mörk sökum verð- og gengisbreytinga en óheimilt að auka við gjaldmiðlaáhættu sína með kaupum á eignum í erlendum gjaldmiðlum á meðan svo varir. Í frumvarpi með breytingarlögunum kom fram að tímabært þótti að rýmka heimildir til erlendra fjárfestinga, meðal annars til að draga úr ruðningsáhrifum vegna vaxandi umsvifa lífeyrissjóða á innlendum fjármálamarkaði. Ljóst er að framangreindar breytingar á lögnum auka svigrúm lífeyrissjóða til erlendra fjárfestinga.

Bent hefur verið á að takmörkun á möguleikum lífeyrissjóða til kaupa á óskráðum eignum kunni að leiða til þess að verðbréf verði skráð í kauphöll ein-

Mynd VII-3

Takmörkun á gjaldmiðlaáhættu og vægi óskráðra eigna



Heimild: Seðlabanki Íslands.

göngu til þess að uppfylla formskilyrði með tilheyrandi kostnaði fyrir samfélagið. Almennt séð er skráning verðbréfa til þess fallin að stuðla að gagnsærri verðmyndun og auka seljanleika. Það er þó ekki algilt að svo sé, enda velta með ýmsa flokka skráðra skuldabréfa í lágmarki og þannig óvíst með skilvirka verðmyndun þeirra eða aukinn seljanleika. Skráning fjármálagerninga á skipulegan markað hlífir lífeyrissjóði ekki við því að fylgja skynsemisreglunni við fjárfestingaákvörðanir.

Seðlabankinn telur að afnema ætti takmörkun á vægi óskráðra eigna þar sem skynsemisreglan felur í sér að gætt sé að heildaráhættu í eignasafni meðal annars að teknu tilliti til seljanleikaáhættu. Með sömu rökum telur Seðlabankinn rétt að skoða hvort rýmka eigi heimildir til fjárfestingar í erlendum gjaldmiðlum umfram það sem þegar hefur verið heimilað með lögum líkt og nánar er fjallað um í kafla III um lífeyrissjóði og fjármálastöðugleika.

Mótaðilaáhætta og hámarks eignarhlutur

Í 36. gr. c. laga um lífeyrissjóði er fjallað um mótaðilaáhættu og skilgreindar takmarkanir á hversu stóran hluta eigna heimilt er að binda í sama útgefanda í eignaflokki B-F og F, ásamt því að sett er takmörkun á vægi heildareigna í sértrygðum skuldabréfum (B.C) sama útgefanda og heildareign lífeyrissjóðs í fjármálagerningum og innlánnum í sama viðskiptabanka. Staða samtryggingardeilda gagnvart þessum takmörkunum er sýnd á mynd VII-4.

Í tengslum við eftirlit með fjárfestingarheimildum hefur komið fram gagnrýni af hálfu lífeyrissjóða á að

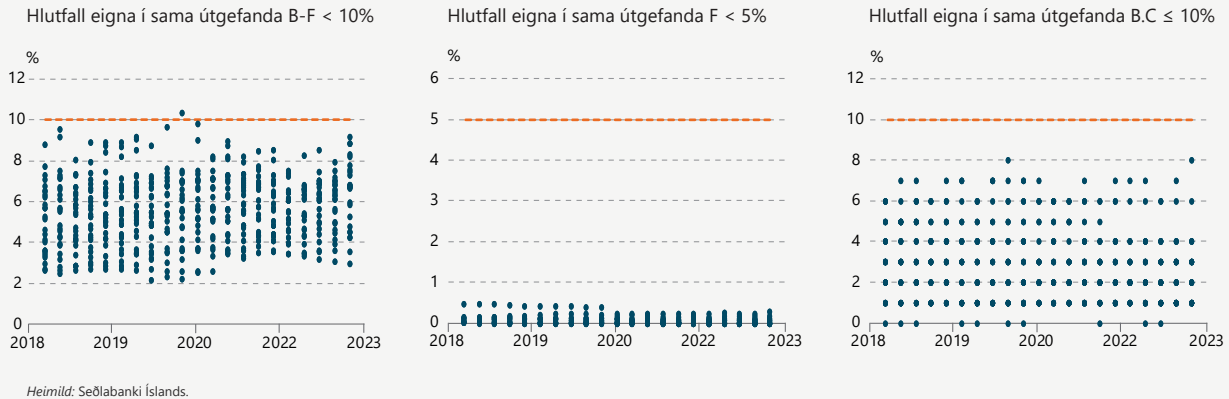
við takmörkun á mótaðilaáhættu sé litið á eignir í verðbréfasjóðum og sértrygðum skuldabréfum sem áhættu gagnvart einstaka útgefanda. Bent er á að strangar kröfur séu gerðar til beggja fjárfestingakosta sem gerir það að verkum að áhætta gagnvart útgefanda er óveruleg. Samspil lífeyrissjóðanna og bankakerfisins gerir það að verkum að sérstaklega mikilvægt er að allar takmarkanir séu vel ígrundaðar. Þær þurfa að vera réttmætar með tilliti til þeirra áhættu sem þeim er ætlað að takmarka. Þá þarf einnig að hafa í huga að lífeyrissjóðir gegna veigamiklu hlutverki þegar kemur að fjármögnun bankakerfisins og eru þeir sem langtímafjárfestar til þess fallnir að stuðla að fjármála-stöðugleika.

Jafnframt er kveðið á um takmörkun á hámarks eignarhlut í hlutafé einstaka félaga sem má að hámarki vera 20%, að undanskildum félögum sem sinna þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóði. Sambærilegar skorður eru settar á hámarks eignarhlut í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða og annarra sjóða sem að hámarki má vera annars vegar 25% og hins vegar 20%. Við útreikning á hlutfallinu er horft á samanlagðar eignir lífeyrissjóðs þvert á deildir.

Við eftirlit með fjárfestingarheimildum hafa lífeyrissjóðir bent á að takmörkun á eignarhlut hamli möguleika lífeyrissjóða á að koma að fjármögnun smærri og meðalstórra fyrirtækja. Takmörkun á eignarhlut gerir það að verkum að fleiri fjárfestar þurfa að koma að fjármögnun en ella. Stærð sjóðanna miðað við innlendan hlutabréfamarkað geri það einnig að verkum að lífeyrissjóðir eiga oftast en ekki í fleiri en einu atvinnufyrirtæki á sama markaði. Eiga sumir lífeyrissjóðir til að mynda eignarhlut í fleiri en einu fyrirtæki á fjármála-markaði sem eru í samkeppni. Í þessu samhengi getur takmörkun á eignarhlut gert þeim erfiðara um vik að

Mynd VII-4

Takmörkun á mótaðilaáhættu



fjárfesta í einu tilteknu félagi á samkeppnismarkaði. Jafnframt kann rýmkun á hámarks eignarhlut að vera til þess fallin að greiða fyrir möguleikum lífeyrissjóða til að koma í auknum mæli að framboðshlið fasteigna-markaðarins.

Takmörkun á eignarhlut er einnig þeim annmörkum háð að ekki er tekið tillit til heildaráhættu fjárfestingar með tilliti til heildareigna lífeyrissjóðs. Á Mynd VII-5 sýna stöplarnir þróun í fjölda tilvika þar sem lífeyrissjóður er eigandi 17% eða stærri hlutar, sundurliðað á hlutabréf (E.A), hlutdeildarskríteini verðbréfasjóða (C.B) og annarra sjóða (E.B). Notað er 17% viðmið þar sem varúðarsjónarmið kunna að valda því að lífeyrissjóðir vilji halda sig undir lögbundnu hámarki. Sem dæmi geta innlausnir annarra fjárfesta í sjóðum eða endurkaup orðið þess valdandi að eignarhlutur fari yfir hámark. Þá sýnir línan samanlagt vægi tiltekinna eigna í hlutfalli við heildareign lífeyrissjóða. Í árslok 2023 nam heildarvirði eigna þar sem lífeyrissjóðir fóru með 17% eða stærri hlut 2,9% af heildareign samtryggingardeilda. Því er ljóst að heildaráhætta vegna slíkra fjárfestinga í hlutfalli við heildareign er takmörkuð.

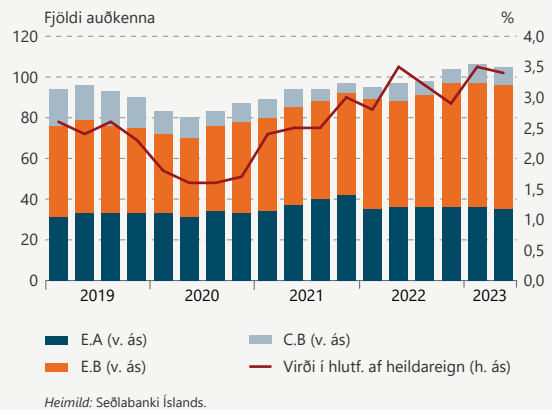
Seðlabankinn leggur til að takmörkun á mótaðilaáhættu verði áhættumiðaðri þannig að ekki sé litið á eignir í verðbréfasjóðum og sértryggðum skuldaþréfum sem áhættu gagnvart einstaka útgefanda og fremur litið til undirliggjandi eigna.

Jafnframt telur Seðlabankinn að endurskoða eigi takmörkun á hámarkseignarhlut lífeyrissjóða. Í þessu sambandi má líta til 2. mgr. 20. gr. laganna, en ákvæðið felur í sér að lífeyrissjóður getur ekki farið með ráðandi eignarhlut. Framangreint yrði jafnframt í samræmi við löggjöf á váttryggingamarkaði og til þess fallið að gera lífeyrissjóðum kleift að koma að

fjármögnun lítilla og meðalstórra fyrirtækja í meira mæli.

Mynd VII-5

Fjöldi auðkenna þar sem lífeyrissjóðir eiga verulegan eignarhlut (17% eða stærri hlut)



Framkvæmd skynsemissreglunnar

Fjármálaeftirlit Seðlabankans hefur eftirlit með fjárfestingum lífeyrissjóða bæði á grundvelli magnbundinna takmarkana en einnig með tilliti til skynsemissreglunnar. Í öðrum OECD-ríkjum hefur regluverk þróast með þeim hætti að dregið hefur verið úr takmörkunum á fjárfestingarheimildum og þess í stað byggt á skynsemissreglu.¹ Talið er að takmarkanir á fjárfestingarheimildum megi réttlæta í nýstofnuðum lífeyriskerfum fremur en þeim sem eru fullþróuð:

1. Fram koma áhugaverðar upplýsingar um mismunandi fyrirkomulag aðildarríkja OECD varðandi fjárfestingaheimildir lífeyrissjóða í Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers.

„While the OECD generally recommends caution in implementing some quantitative investment limits, they can be justified in the early years of a system to protect members.”²

Til að mynda voru nánast allar magnbundnar takmarkanir á fjárfestingar váttryggingafélaga afnumdar með innleiðingu Solvency II-tilskipunarinnar og afleiddra gerða, sem margir starfstengdir lífeyrissjóðir með bakábyrgð á EES-svæðinu falla undir. Váttryggingafélög eru þó einnig undir gjaldpólsreglum sem setja óbeinar skorður á fjárfestingu í formi áhættumiðaðrar gjaldpólskröfu ásamt því að kröfur til stjórnkerfis þeirra hafa verið hertar til muna.

Eins og umfjöllun hér að framan gefur til kynna er fjárfestingum lífeyrissjóða settar víðtækar skorður. Magnbundnar takmarkanir laganna skilgreina leyfilega hámarksáhættu og er lífeyrissjóðum falið að útfæra markmið og vikmörk í fjárfestingarstefnu sinni innan þeirra marka. Algengt er að vikmörk í fjárfestingarstefnum séu færð að jöfnu við magnbundnar takmarkanir, þrátt fyrir að svigrúm lífeyrissjóða til áhættutöku sé ólíkt. Því er vandséð að skynsemissreglan setji í raun frekari skorður umfram það sem magnbundnar takmarkanir laganna kveða á um. Þá bendir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn á það í fyrrnefndri skýrslu nr. 23/282 að óvenjulegt sé að settar séu jafn víðtækar takmarkanir á fjárfestingar samhliða því að áskilið sé að fjárfest sé í samræmi við skynsemissreglu.

Magnbundnar takmarkanir laganna eru þeim annmörkum háðar að lagt er meira upp úr formi fjármála-gerninga en efnis og eðlis þeirra. Í þessu sambandi er lífeyrissjóðum óheimilt að fjárfesta beint í einkahlutafélögum. Öðru máli gegnir ef slíkar fjárfestingar eru framkvæmdar í gegnum sjóði, s.s. samlagshlutfélög. Slíkt fyrirkomulag er ekki eingöngu ógagnsætt heldur felur það í sér viðbótarkostnað formsins vegna, samanborið við beina fjárfestingu og kemur það niður á ávöxtun sjóðfélaga. Þá taka þær ekki tillit til þess að svigrúm lífeyrissjóða til áhættutöku getur verið ólíkt, s.s. með hliðsjón af eðli skuldbindinga. Einnig geta magnbundnar takmarkanir virkað hamlandi á beina aðkomu lífeyrissjóða að fjármögnun lítilla og meðalstórra fyrirtækja.

Lífeyrissjóðir gegna mikilvægu hlutverki í fjármögnun íslensks atvinnulífs. Skorður á fjárfestingarheimildum geta takmarkað aðgengi fyrirtækja að fjármögnun. Stærð lífeyrissjóðakerfisins gerir það að verkum að tilefni getur verið til að takmarka fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða s.s. með hliðsjón af fjár-

málastöðugleikasjónarmiðum. Á hinn bóginn er það umdeilanlegt hvort ástæða sé til að setja jafn víðtækar skorður á samsetningu eigna með magnbundnum takmörkunum þar sem skynsemissregla 1. mgr. 36. gr. laga um lífeyrissjóði felur það í sér að gætt sé að áhættudreifingu í eignasamsetningu.

Seðlabankinn telur þörf á að endurskoða fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða með það að markmiði að skynsemissreglan verði ráðandi í fjárfestingum þeirra. Æskilegt er að dregið verði úr magnbundnum takmörkunum eins og unnt er til að stuðla að skilvirkri eignastýringu. Forsenda þess er þó að kröfur til eftirlitskerfis lífeyrissjóða verði hertar líkt og vikið er að í þessu riti og í fyrrgreindri skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nr. 23/282.

Umhverfismál og sjálfbærni

Á vettvangi Evrópusambandsins (ESB) hefur verið lögð aukin áhersla á umhverfis- og félagslega þætti og stjórnarhætti, svokallaða UFS-þætti (e. environmental, social and governance (ESG)) sem endurspeglast meðal annars í reglugerð (ESB) 2019/2088 um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu (SFDR-reglugerðin) og reglugerð (ESB) 2020/852 um að koma á ramma til að greiða fyrir sjálfbærri fjárfestingu og um breytingu á reglugerð (ESB) 2019/2088 (Taxonomy-reglugerðin). Þessar reglugerðir voru innleiddar í íslenskan rétt með lögum nr. 25/2023, um upplýsingagjöf um sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu og flokkunarkerfi fyrir sjálfbærar fjárfestingar. Einnig er vert að nefna að IORP II-tilskipunin leggur ríka áherslu á að litið sé til UFS-þátta við fjárfestingarákvarðanir sjóðanna og er þar stuðst við tilmæli og skilgreiningar Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar.

Með lögum nr. 113/2016, um breytingu á lögum um lífeyrissjóði, voru gerðar umtalsverðar breytingar á ákvæðum um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða og eftirlitskerfi með áhættuþáttum. Meðal annars var sett inn ákvæði um að lífeyrissjóðir setji sér siðferðileg viðmið í fjárfestingum, sbr. 5. tölul. 1. mgr. 36. gr. laga um lífeyrissjóði. Almennt er talið að þetta ákvæði sé takmarkandi og nái ekki til þeirra þátta sem endurspeglar vaxandi áhuga á samþættingu fleiri sjónarmiða við fjárfestingarákvarðanir lífeyrissjóða eins og umhverfis og samfélagslega þætti ásamt góðum stjórnarháttum.

Seðlabankinn telur tímabært að setja ákvæði í lög um lífeyrissjóði sem gera kröfur til sjóðanna um að

2. OECD Pensions Outlook 2022, Policy guidance on developing asset-backed pension arrangements. <https://www.oecd.org/pensions/oecd-pensions-outlook-23137649.htm>.

þeir taki tillit til UFS-þátta og áhættu sem tengist þeim við töku fjárfestingarákvarðana. Í því sambandi er hægt að horfa til IORP II-tilskipunarinnar.

