

Valfrjáls lífeyrissparnaður

Tryggvi Þór Herbertsson*
Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

Ágrip: Að undanfögnu hafa margar þjóðir skipulagt lífeyrissjóðakerfi sín að nýju í því augnamiði að styrkja fjárhagslegan grundvöll þeirra. Á þetta rætur að rekja til þeirra breytinga sem orðið hafa, og munu verða, á lýðfræði þjóðanna, breytinga eins og minni fæðingartíðni, hærri lífaldur og breyttar örorkulíkur. Með þessu móti hafa margar þjóðir þokast nær fyrirkomulagi sem byggist á sjóðsöfnun – hvort heldur sem byggt er á skyldubundnum eða valfrjálsum lífeyri. Í þessari grein er fjallað um mismunandi birtingarform og einkenni séreignalífeyrissparnaðar, sérstaklega þeim sem tryggingafélög bjóða. Þá er tekið á markaðssetningu lífeyrissparnaðar og fjallað um regluverk markaðarins.

Lykilorð: Lífeyrissparnaður, markaðssetning, reglun.

JEL: H55, J14, J21, J26.

1. Inngangur

Að undanfögnu hafa margar þjóðir skipulagt lífeyrissjóðakerfi sín að nýju í því augnamiði að styrkja fjárhagslegan grundvöll þeirra. Á þetta rætur að rekja til þeirra breytinga sem orðið hafa og verða munu á lýðfræði þjóðanna, svo sem lægri fæðingartíðni, hærri lífaldur og breyttar örorkulíkur. Með þessu móti hafa margar þjóðir þokast nær fyrirkomulagi sem byggist á sjóðsöfnun – hvort heldur sem byggt er á skyldubundnum eða valfrjálsum lífeyri.

Annað vandamál sem sjóðsöfnun er ætlað að leysa er að menn kjósa í æ ríkari mæli að setjast fyrir en áður í helgan stein, jafnvel áður en þeir hafa öðlast ellilífeyrisréttindi í almannatryggingakerfi landa sinna. Aukið brottfall manna á besta aldri af vinnumarkaði má annaðhvort túlka

sem vísbendingu um að ellilífeyrir fari vaxandi eða að launamönnum sé þröngvað fyrir út af vinnumarkaði en áður – á sama tíma og ævilíkur einstaklinga fara vaxandi. Sé lítið til ofangreindra þátta er fullljóst að einstaklingar þurfa að fjármagna lengra neyslutímabil með ellilífeyri en áður, en það hefur aftur verkað sem hvati að auknum séreignalífeyrissparnaði hjá öllum þorra manna.

Þá hefur vanmáttur almenna lífeyrissjóðakerfisins til að tryggja lífsviðurværi eftirlaunaþega, sér í lagi hátekjufólks, stuðlað að auknum framlögum einstaklinga í séreignalífeyrissparnað. Munnell (1982) bendir á að velta megi fyrir sér réttmæti útgjaldaaukningar til lífeyrissjóðakerfisins og rétti ríkisvaldsins til afskipta af einstaklingum umfram það að tryggja þeim lágmarksframfærslu eftir að þeir komast á ellilífeyrisaldur. Flókin markmið lífeyrissjóða urðu til þess að Alþjóðabankinn (1994) lagði fram hugmyndir að þriggja þrepa lífeyriskerfi þar sem fyrsta þrepið miðaði að því að draga úr fátækt. Annað þrepið snerist um fjármögnun skyldulífeyriskerfis og það þriðja miðaði að upptöku á séreignalífeyrissparnaði. Hér verður þriðja þrepinu – séreigna-

*. Höfundur vill þakka Carolinu Fugazza, Gylfa Zoega, Jónasi Haralz, Sveini Agnarssyni og ritrýni fyrir gagnlegar athugasemdir. Halldór Benjamín Þorbergsson þýddi úr ensku. Hægt er að hafa samband við höfund á Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, Aragötu 14, 101 Reykjavík, Íslandi, í síma +354 525 4545 eða með tölvu-pósti á netfangið tth@hi.is.

lífeyrissparnaði – mestur gaumur gefinn en engu að síður verður vikið að öðru þrepinu í þeim tilvikum þar sem yfirumsjón skyldulífeyriskerfa er á höndum tryggingafélaga eða annarra fjármálastofnana. Aðaláhersla verður hins vegar lögð á vandamál við markaðssetningu á séreignalífeyrissparnaði, sem er kostnaðarsöm auk þess sem eftirlit með henni er á tíðum örðugt.

Margbreytileiki lífeyrissjóða og háur kostnaður einstaklinga við upplýsingaöflun geta leitt til umtalsverðs velferðartaps. Þannig er meðalkostnaður lífeyrissþega í Bretlandi (að meðtöldum jafngreiðslukostnaði (e. *annuitisation-cost*)) metinn um 40 af hundruði eins og Murthi o.fl. (1999) benda á. Að mati James og Vittas (1999) er stærðarhagkvæmni að sama skapi mikilvæg innan geirans. Mitchell (1999) kemst að þeirri niðurstöðu að kostnaður sé lítill í Mexíkó sem nýtur umtalsverðrar stærðarhagkvæmni vegna fólksfjölda. Hins vegar er smæð íslenska markaðarins, sem nær til innan við 300 þúsund einstaklinga, óhagkvæm en Haukur Benediktsson o.fl. (1999) ályktuðu að kostnaður hér á landi væri talsvert lægri en í Bretlandi, eða á milli 2,5 og 12 af hundruði eftir þjónustuaðila. Íslenska kerfið er einfalt, því er ekki miðstýrt og söluferlið lýtur ekki ströngum reglum. Að sama skapi hefur uppboðskerfi í Bólívíu leitt til lægstu gjaldheimtu í Rómönsku-Ameríku.

Framvinda greinarinnar er á eftirfarandi veg: Í öðrum hluta er fjallað um mismunandi birtingarform og einkenni séreignalífeyrissparnaðar, sérstaklega þeim sem tryggingafélög bjóða. Í þeim þriðja er tekið á markaðssetningu lífeyrissparnaðar en í þeim fjórða er fjallað um regluverk markaðarins. Að lokum eru niðurstöður dregnar saman í síðasta kaflanum.

2. Séreignalífeyrissjóðir

Meginmarkmið séreignalífeyrissjóða er að gera einstaklingum kleift að dreifa neyslu yfir æviskeið sitt. Samkvæmt núgildandi reglum geta séreignalífeyrissjóðir verið byggðir upp með mismunandi hætti. Þannig geta tryggingafélög boðið séreignasparnað sem greiðir lífeyrissþega jafngreiðslur þegar eftirlaunaaldri er náð eða eingreiðslu á heildarfjárhæð uppsafnaðs sparnaðar

sem lífeyrissþegi getur nýtt til fjárfestingar í skuldabréfaflokkum með mánaðarlegri útgreiðslu. Slík tækifæri bjóðast m.a. í gegnum verðbréfasjóði eða í gegnum önnur form hópfjárfestingar, s.s. fjárfestingarsjóði eða aðrar viðlíka stofnanir eins og lýst er í Dayken (2002). Hlutverk ríkisvaldsins snýst um að skapa hvata til lífeyrissparnaðar, oft og tíðum með reglum um skatta. Í þessu samhengi er litið sérstaklega til tryggingafélaga og annarra fjármálastofnana, en líftryggingar eru einn elsti birtingarmáti samtryggingar. Grunngerð líftrygginga er byggð á samningi milli tryggingafyrirtækis og einstaklings þess efnis að dánarbúi þess tryggða er greidd út fjárhæð ef hann deyr. Út frá umfjöllun um lífeyrir eru athyglisverðustu afbrigði líftrygginga þau sem eiga rætur að rekja til söfnunarlíftrygginga en þær veita tryggingakaupanda hagnaðarhlut í sjóðnum sem iðgjöld hans renna í eða jafnvel trygginga sem eru tengdar einingasjóðum. Þá er útgreidd tryggingarfjárhæð afleidd stærð sem byggð er á afkomu fjárfestingarsjóðs í umsjón tryggingafélags.

Líta má á lífeyrir sem sérstaka tegund sparnaðar. Ef litið er fram hjá skattalegum ívilnunum og því hve óaðgengilegur lífeyrissparnaður er, verður slíkur sparnaðarmáti lítt fýsilegur í samanburði við aðra fjárfestingarmöguleika. Að þessum löstum gefnum skjóta skattaívilnanir styrkari stöðum undir lífeyriskerfi og eru í raun réttir nauðsynleg forsenda fyrir vexti og viðgangi þeirra; sér í lagi ef um er að ræða lífeyrissjóði sem líkja eftir eiginleikum annarra sparnaðarvalkosta – þar sem arðgjöf markast að megingrunni, eða jafnvel einvörðungu, af framlagi og ávöxtun. Séreignalífeyrissjóðir eru vanalega til staðar hjá þjóðum sem hafa kosið slíka umgjörð, eins og lýst er í grein Tryggva Þórs Herbertssonar og félaga (2002).

Mikilvægi séreignasjóða í einkasparnaði hefur farið vaxandi undanfarinn aldarfjórðung. Slíkum sjóðum var víða komið á við umbætur á lífeyrissjóðakerfinu í Rómönsku-Ameríku á níunda áratugnum, á tíunda áratugnum í Norður-Evrópu en undir lok þess áratugar austar í álfunni. Viðlíka lífeyriskerfum var komið á í Bandaríkjunum og eru jafnan kölluð IRA-kerfi eða 401k-kerfi, þau eru kölluð APF-kerfi í Chile og jafnan nefnd RSA-kerfi í Eyjaálfu.

Fyrsta heildstæða lífeyriskerfinu – *Administradores de Fondos de Pensiones* – var komið á laggirnar í Chile árið 1981 til að halda utan um og tryggja umsýslu eftirlauna auk líf- og örorkubóta. Áður en þetta kerfi kom til sögunnar bjuggu launþegar í Chile við elsta almannatryggingakerfi í Rómönsku-Ameríku en viðvarandi rekstrarhalli þess jafngilti um fjórðungi af vergri landsframleiðslu landsins – þrátt fyrir að 93% lífeyrisþega fengju einungis lágmarksbætur. Sökum þessa var brýn þörf á endurskipulagningu og uppstokkun kerfisins.

Yfirumsjón sjóðanna er í höndum trygginga-félaga og á síðasta áratug var umsýslukostnaður og kostnaður við upplýsingaöflun farinn að draga mjög úr arðsemi þeirra. Gill o.fl. (2004) benda á að umsýslugjöld sjóða í Rómönsku-Ameríku séu enn gríðarhá og hafi lítið lækkað þrátt fyrir að verulega hafi dregið úr kostnaði við stjórnun þeirra. Sökum þessa vakna spurningar um dug stjórnvalda og úrræði þeirra til að framfylgja reglum um lífeyrissjóði með virku eftirliti, en nánar er fjallað um eftirlit í kafla 4. Að sama skapi er mikilvægt í allri umræðu um kostnað við fjárfestingu í séreignalífeyrissjóði að hugleiða sanngírmissjónarmið varðandi dreifingu byrða milli kynslóða. Teikn eru á lofti um að hár kostnaður á síðastliðnum áratug endurspeglar einfaldlega eðlilegan kostnað við uppbyggingu nýrrar starfsgreinar. Þannig má færa rök fyrir því að stofnfélagar sjóðanna hafi greitt hærri kostnað en núverandi meðlimir sem skýtur stóðum undir þá röksemd að stofnfélagar hafi greitt niður stofnkostnað sjóðsins sem nú nýtist nýjum félagsmönnum hans.

Ýmis áhætta fylgir lífeyrissjóðum og ber þar hæst þá áhættu er tengist óvissu verðmati eigna. Sem dæmi má nefna að einstaklingur sem settist í helgan stein árið 2000 þiggur ekki sömu fjárhæð í mánaðarlegan lífeyri og ef hann hefði farið á eftirlaun ári seinna – eftir hrun verðbréfamarkaða.

Að sama skapi markast rekstrarumhverfi lífeyrissjóða af stjórnmalalegri áhættu, enda alltaf líkur á því að harðstjórn eða ríkisstjórn sem stendur frammi fyrir alvarlegum fjárhagslegum vanda freistist til að misnota lífeyriskerfi til tekjuöflunar. Þannig þjóðnýtti ríkisstjórn Tansaníu fjár-

magn úr lífeyrissjóðum landsins til byggingar hallar fyrir forseta landsins og árið 2001 voru lífeyrissjóðir í Bólivíu skyldaðir til að skipta á verðbréfum í erlendum gjaldeyri og áhættusömum innlendum skuldabréfum til að bægra frá gjaldeyriskreppu eins og Gill o.fl. (2004) fjalla um. Sökum þessa ríður mikið á að sjóðsstjórum sé veitt leyfi til fjárfestingar á erlendri grund, en nánar er fjallað um regluverk fjárfestingar í kafla 4.3 að neðan.

3. Kostnaður við markaðssetningu og dreifingu

Vegna ósamhverfra upplýsinga hallar á kaupendur fjárfestingar. Afurðir lífeyrissjóða eru jafnan flóknar og allur þorri manna býr yfir takmarkaðri menntun og þekkingu á fjármálum. Þetta hefur m.a. leitt til þess að ráðrúm skapast fyrir harðsvíraða sölumenn, sem krefjast fyrirframgreiddra sölulauna, veita lélega ráðgjöf og sannfæra einstaklinga oft og tíðum um að fjárfesta í lífeyrissjóðum sem henta þeim alls ekki. Sökum þessara markaðsbresta hefur eftirlit með lífeyrissjóðum aukist stórum í því augnamiði að bæta neytendavernd. Þessi þróun hefur aftur orðið til þess að flækja kerfið umtalsvert og aukið kostnað vegna lífeyrissjóða.

3.1 Viðskiptakostnaður

Eðli málsins samkvæmt dregur kostnaður við rekstur lífeyrissjóða úr arðgjöf þeirra en það takmarkar aftur framtíðartekjur lífeyrisþega.¹ Sem dæmi má nefna að kostnaður sem nemur einu prósentustigi á ári getur dregið úr lífeyri einstaklings, sem greiðir reglulega í sjóð í 40 ár, um 21%.² Af þessum sökum ríður mikið á að halda kostnaði við rekstur sjóðanna í lágmarki.

Umtalsverður fjöldi rannsókna hefur verið gerður í því skyni að henda reiður á hver umsýslukostnaður lífeyrissjóða í ýmsum löndum er. Jafnan er tekið tillit til viðskiptakostnaðar, en

1. Þessi kafla og sá næsti eru byggðir á Tryggvi Þór Herbertsson og J. Michael Orszag (2001).

2. Aðrar forsendur við útreikninga eru 2% árleg kauphækkun og 5% ávöxtunarkrafa.

undir hann fellur kostnaður vegna upplýsingaöflunar og samningsgerðar, sem getur vegið þungt á kaupendum fjármálaþjónustu. Niðurstöður rannsóknna hníga að því að mismunur á reglum og markaðsuppbyggingu skipti mestu máli um þróun kostnaðar. Þannig gefa rannsóknir á séreignalífeyrissjóðum, sem gerðar voru í Bólivíu, Svíþjóð og á Íslandi, til kynna að mun minni kostnaður sé lagður á sjóðfélaga en á meðal landa sem hafa farið aðrar leiðir í lífeyrismálum, s.s. Bretland, Argentína og Chile, eins og fjallað er um í James, Smalhout og Vittas (1999). Að sama skapi virðist umsýslukostnaður vera lægri í sjóðum sem skipulagðir eru af vinnuveitendum.

3.1.1 Stjórnunarkostnaður

Til að henda reiður á viðbótarkostnaði við rekstur lífeyrissjóða, draga Murthi o.fl. (1999) fram þrjár mismunandi uppsprettur kostnaðar sem falla á einstaklinga:

Uppsöfnunarkostnað (e. *accumulation cost*), sem tekur til kostnaðar við stjórnun sjóða.

Skiptikostnað (e. *alteration cost*) en það er sá kostnaður sem fylgir því að hætta að borga í tiltekinn sjóð.

Kostnað við jafngreiðslu (e. *annuitisation cost*) en það er sá kostnaður sem fylgir því að skipta sjóði í jafngreiðslu ef þess er krafist.

Murthi o.fl. (1999) skipta heildarkostnaði yfir æviskeið einstaklinga í þrjár mismunandi grunngerðir samkvæmt ofansögðu. Skiptikostnaðurinn er sérstaklega mikilvægur ef um er að ræða fyrirfram greiddan kostnað sem sá sem sér um þjónustuna nær til baka að hluta til eða að öllu leyti með fyrirfram greiddum gjöldum. Slíkur fyrirfram greiddur kostnaður er algengur ef flókinnar ráðgjafar er krafist eða þar sem sölumenn eru óskilvirkir og dýrir í rekstri.

Neytendur geta orðið fyrir umtalsverðu velferðartapi ef þeir þurfa að greiða kostnað fyrirfram og hætta síðan af einhverjum ástæðum að greiða í samræmi við gerðan samning. Þetta á einkum við um lágtekjumenn, en þeir hætta greiðslum að jafnaði oftar en þeir sem efnadri eru. Í mörgum löndum er kostnaður lítill því að ekki er byggt á fyrirframgreiddum sölukostnaði eða lífeyrissparnaðurinn er seldur milliliðalaust eða á

einfaldan hátt. Einnig þekkest að sjóðfélagar verði fyrir miklum fjárhagslegum skaða ef þeir skipta ört um sjóði og sölukostnaður er greiddur fyrirfram.

3.1.2 Kostnaður við öflun viðskiptavina

Murthi o.fl. (1999) greina kostnað við að afla viðskiptavina í þrennt:

Stofnkostnað, en til hans má telja kostnað við stofnsetningu fyrirtækja, m.a. gjöld vegna ráðgjafar, umbunar til sölumanna og auglýsingakostnað;

Umsýslukostnað, sem tekur til kostnaðar sem fellur til vegna stjórnunar fyrirtækis, tölvuvinnslu auk kostnaðar við rekstur útibúa og bakvinnslu;

Eignastýringarkostnað, sem fellur til vegna umsýslu á eignum fyrirtækis.

Af ofangreindum kostnaðarliðum er eignastýringarkostnaður langminnsti þátturinn. Í nýlegri rannsókn komust Fletcher og Orszag (2002) að þeirri niðurstöðu að stofnkostnaður væri um helmingur heildarkostnaðar hjá breskum tryggingafyrirtækjum, umsýslukostnaður væri ríflega þriðjungur, en kostnaður vegna eignastýringar væri að jafnaði um 15% af heildarkostnaði fyrirtækja.

3.2 Gagnsæi og upplýsingagjöf

Ósamhverfar upplýsingar á lífeyris- og tryggingamarkaði hækka kostnað og verða þess valdandi að vandræði skapast við að leiða saman kaupendur og seljendur. Ein leið til lausnar þessum vanda er að auka eftirlit á markaði en einnig má auka þekkingu kaupenda með auknu gagnsæi og bættri ráðgjöf.

Þannig getur ráðgjöf gegn þóknun komið í veg fyrir að vandræði skapist vegna ósamhverfra upplýsinga, en einstaklingar í Evrópu hafa reynt tregir í taumi til að greiða fyrir slíka ráðgjöf. Hins vegar er ráðgjöf gegn þóknun algeng í Bandaríkjunum, svo að ætla má að skattalöggjöfin hafi áhrif enda eru þóknunartekjur undanþegnar virðisaukaskatti í Bandaríkjunum. Að sama skapi er erfitt að ákvarða markaðsverð ýmissa upplýsinga, s.s. þeirra sem viðkoma fjármálaráðgjöf, því að ef kaupendur þjónustunnar hefðu þekkingu til að reikna út virði þjónustunnar myndu þeir tæpast þarfnast hennar.

Margar þjóðir gera ríka kröfu um að neytendur fái allar videigandi upplýsingar í hendur frá framleiðendum til að tryggja forsendur þess að þeir geti tekið upplýsta ákvörðun við kaup á einstökum vörum og þjónustu. Þannig er það neytendum í hag að þeir sem bjóði fjármálaþjónustu gefi ítarlegar, nákvæmar og sanngjarnar upplýsingar sem eru ekki villandi fyrir neytendur. Að sama skapi er mikilvægt að gefa neytendum ráðrúm til að taka upplýsta ákvörðun um kaup á vöru og þjónustu og gera þeim auðvelt fyrir að skilja til fulls afleiðingar kaupanna.

Að því gefnu að einstaklingar kunni ekki að meta virði fjármálaráðgjafar á ófullkomnum markaði er erfitt að fá svar við þeirri spurningu hvort aukið gagnsæi og upplýsingaskylda varðandi gjaldheimtu væru til þess fallin að auka velferð neytenda. Annars vegar eru líkur á að einstaklingar vilji ekki greiða háa þóknun til ráðgjafa þrátt fyrir að ráðgjöfin gagnist þeim. Hins vegar stuðlar aukin upplýsingagjöf að því að einstaklingar geti borið saman ráðgjafarkostnað og ákvarðað við hvern þeir kjósa að stunda viðskipti. Þannig giltu t.d. engar reglur um samskipti símasölumanna við neytendur í Bretlandi en árið 1995 voru reglur um lágmarksupplýsingagjöf innleiddar. Almenn séð hefur upplýsingagjöf orðið til þess að minnka kostnað milli fyrirtækja en það hefur hins vegar ekki dregið úr heildarkostnaði.

Skilyrði um takmarkaða upplýsingagjöf bjóða heim hættunni á því að fyrirtæki bjóði lakari vörur en ella og takmarkaðri upplýsingar um þær. Þannig er einnig mikilvægt að hafa í huga að sumir af kostum gagnsæis í viðskiptum eru ekki einvörðungu háðir því hvernig neytendur nýta sér upplýsingar. Rannsókn sem gerð var af Fjármálaeftirlitinu (2003) í Bretlandi sýndi fram á að í raun réttari eru prentaðar upplýsingar sjaldan þáttur í ákvörðunarferli einstaklinga þegar þeir kynna sér gildi mismunandi fjárfestingarkosta. Mikilvægast er að áréttu að athygli neytenda ætti að draga úr kostnaði og áhættu sem fylgja mismunandi fjárfestingarkostum, auk þess sem þeim er gert kleift að afla sér upplýsinga um hugsanlega galla vörunnar. Hins vegar virðist sem neytendur séu ekki tilbúnir til að lesa upplýsingar um fjárfestingarvörur (sér í lagi kjósa þeir frekar að taka

mark á ráðum sem þeir heyra hjá ráðgjöfum), eða að þeir skilji ekki upplýsingarnar og eigi þess vegna erfitt með að hagnýta þær.

Oft getur hugkvæmni í upphafi við hönnun lífeyriskerfa leitt til þess að hægt sé að tryggja sjóðfélaga. Þannig kom lífeyrissjóðastofnunin PPM í Svíþjóð á fót greiðslumiðlunarstöð sem fjármögnuð var að hluta til af nýja almenna lífeyriskerfinu í landinu í því augnamiði að draga úr kostnaði við umsýslu fjármálaþyrirtækja á reikningum einstakra viðskiptavina. Hugmyndin að baki greiðslumiðlunarstöðinni er reist að fyrirmynd tryggingafyrirtækis með einingasjóð. Greiðslumiðlunarstöðin veitir öllum fjármála-stofnunum innan kerfisins þjónustu, en einstakir sjóðfélagar geta valið milli fjárfestingar í allt að fimm mismunandi sjóðum. Hlutverk stöðvarinnar er að safna saman fjármagni frá aðilum að kerfinu og dreifa þeim til valinna sjóðsstjóra. Lykilhugtak í skipulagi greiðslumiðlunarstöðvarinnar er að sjóðsstjórar hafa ekki beinan aðgang að sjóðfélögum.

Með þessu fyrirkomulagi dregur verulega úr kostnaði sem oftast er tengdur séreignalífeyrissjóðum og rekja má til markaðssetningar. Að sama skapi lækkar fyrirkomulagið stofnkostnað nýrra fyrirtækja á markaði þar sem hugsanlegir bjóðendur þjónustunnar þurfa einvörðungu að veita viðskiptavinum sínum ráðgjöf en geta látið það liggja á milli hluta að koma sér upp öflugu dreifikerfi til að nálgast kaupendur. Á vormánuðum ársins 2000 gat greiðslumiðlunarstöðin boðið viðskiptavinum sínum að velja milli 453 mismunandi sjóða sem voru í umsjá 67 sjóðsstjóra. Auk þess geta þeir sem kjósa að fjárfesta ekki í ofangreindum sjóðum valið að veita fjármagni í sérstakan, áhættulítinn sjóð sem rekinn er af ríkinu, Premiesparfonden. PPM-lífeyrissjóðastofnunin krefur einstaklinga um 30 vaxtapunkta fyrir þjónustu sína.

4. Regluverk

Mikilvægt er að marka skýrar reglur um söluferlið. Hingað til hefur umræðan hverfst um upplýsingagjöf til neytenda, en aðrar leiðir eru færar í því augnamiði að auka neytendavernd. Þannig er reglulvirki mikilvæg forsenda þess að skapa traust

um lífeyrissjóði hvers konar og lækka áhættustig við fjárfestingarákvarðanir lífeyrissjóða og tryggingafyrirtækja.

4.1 Neytendavernd

Á samkeppnismarkaði við fullkomnar upplýsingar gefa hagfræðikenningar til kynna að ekki sé nauðsynlegt að setja reglur um söluferlið. Hins vegar er mikilvægt að benda á, eins og gert var að framan, að ef upplýsingar eru ófullkomnar eða ef það reynist kostnaðarsamt fyrir einstaklinga að afla þeirra, getur myndast velferðarábati við setningu reglna um upplýsingar til neytenda eða með beinni íhlutun um sölu.

Í samhengi við nauðsyn þess að taka upp reglur um sölu er gjarnan vísað til reynslunnar í Bretlandi um sölumisbresti (e. *mis-selling*) á sér-eignalífeyrissparnaði. Sér-eignalífeyrissparnaður var tekinn upp í Bretlandi árið 1988 og harðsvírðum söluaðferðum var beitt til að sannfæra félagsmenn í traustum lífeyrissjóðum (aðallega eldra fólki sem hafði lengi verið félagar í sama sjóði) til að skipta yfir í aðra og óhentugri sjóði. Sá siður sölumanna að verða sér úti um takmarkaðar upplýsingar varðandi viðskiptavinum sína sem ráðgjöf þeirra byggðist á varð regla en ekki undantekning og leiddi til þess að tryggingafyrirtækin bresku voru dæmd til sektar fyrir misbresti í sölu. Þannig voru neytendum greiddar heildarbætur að fjárhæð 15 milljarðar sterlingspunda. Eins og sakir standa er engin reglugerð um sölualeyfi á lífeyrissparnaði í Evrópu, en hins vegar hafa líftryggingafélög með starfsleyfi í einu aðildarlandi rétt til að bjóða tryggingar sínar í öðrum löndum og þar eru sömu kröfur gerðar um gjaldhæfi þeirra og í upprunalandinu.

Söluferlið í Bretlandi hefur frá öndverðu lotið ströngum reglum í samanburði við það sem viðgengst í öðrum Evrópulöndum. Í löggjöf um fjármálaþjónustu frá árinu 1996 voru kynntar strangar reglur um söluferli, sem innihélt grunnreglu um andstæður (e. *polarisation*) þess efnis að sjálfstæðir ráðgjafar og sölumenn yrðu annaðhvort að selja vörur eins fjármálafyrirtækis eða selja vörur þeirra allra. Að grunni til kveða reglur um lífeyrissjóði í flestum Evrópulöndum á um mismunandi aðgang að markaði í gegnum einingar sem

eru ólíkar að gerð: í gegnum sjálfstæða ráðgjafa, söluráðgjafa, bankastarfsmenn, kynningarfulltrúa og í vaxandi mæli í gegnum símsölu og sölu í gegnum netið.

Í svo flóknu umhverfi geta margvísleg tengsl milli sölumanna, ráðgjafa og fyrirtækja aukið kostnað neytenda við að afla upplýsinga um hvort ráðgjafar eru sjálfstæðir eða öðrum háðir. Sökum þessa geta skýrar reglur um söluferlið aukið velferð neytenda. Hins vegar geta slíkar reglur hamlað að gegn samkeppni og þar með aukið kostnað fyrir nýja aðila á markaði þar sem þeir þurfa að greiða sjálfstæðum ráðgjöfum hærri þóknun eða koma upp sjálfstæðu söluneti.

Í Bretlandi hafa reglur um að sölumenn verði að bjóða margar vörur samtímis ekki orðið til þess að draga úr kostnaði neytenda – og rök hniga að því að söluvegið meðaltal þóknana sé hærra en venjulegt meðaltal þóknana, en það gefur til kynna að sjálfstæðir ráðgjafar ráðleggi viðskiptavinum sínum að fjárfesta í tryggingum með háa söluþóknun. Við bætist kostnaður vegna regluverks sem hækkar kostnað innan geirans. Annað vandamál er að fyrirframgreidd umboðslaun draga úr hvata sölumanna að tryggja að kaupendur sýni tryggð við tryggingafyrirtæki. Sökum þessa er að verða æ algengara að greiðslum umboðslauna sé dreift yfir lengra tímabil og launategdar þóknar hafa vaxið að vinsældum en það mun enn draga úr vandanum. Þessi tilhögun er óhagstæð sölumönnum og ráðgjöfum (a.m.k. til skamms tíma) og erfitt að koma henni á laggirnar nema með auknum þrýstingi frá eftirlitsaðilum.

Önnur greið leið til að draga úr kostnaði við upplýsingaöflun í söluferlinu er að setja reglur um þær fjárfestingarleiðir sem fjármálafyrirtæki geta boðið til sölu. Fyrirkomulagið á Stakeholder-lífeyrissjóðnum í Bretlandi er þess efnis að ekki er hægt að krefja félagsmenn um hærra en 1% skylduiðgjald og sjóðnum er ókleift að heimta önnur gjöld af félagsmönnum. Með því að einfalda vöruframboð er tryggt að fjármálafyrirtæki keppa um hylli viðskiptavina sinna á grundvelli verðs í stað mismunandi eiginleika þess sem þau bjóða. Hagfræðilegt álitæfni um svo einsleitar vörur er að þótt álagning lækki eru neytendur verr staddir en upphaflega ef þeir geta hagnast á marg-

breytilegu í stað einsleits vöruúrvals (t.a.m. geta áhættufælnir einstaklingar kosið annan fjárfestingarkost en áhættusæknir fjárfestar).

Fyrirtæki eru útsmegin í markaðsaðgerðum sínum og leggja sig í líma við að markaðssetja vörur sínar fyrir þann markhóp sem þau eru líkleg til að hagnast mest á en reglur um kostnað eða vöruval skaða oftast þann hóp viðskiptavina sem fyrirtækin hagnast minnst á – eða þeim sem síst skyldi eins og Marsh (1998) bendir á. Að lokum er mikilvægt að gæta meðalhófs við neytendavernd til að hækka ekki kostnað um of.

4.2 Reglur um gjaldhæfi

Mikilvægt er að ákvæði séu um verndun á uppsöfnuðum framlögum sem lífeyrissjóðir og tryggingafélög halda utan um. Þannig eru Maxwell-hneisan í Bretlandi árið 1990, hneykslið í Bandaríkjunum í kringum Studebaker-fyrirtækið árið 1964 og nýafstaðið misferli hjá Enron í Bandaríkjunum nokkur af mýmörgum dæmum um skerðingu lífeyrisréttinda launamanna vegna misbrests í rekstri fyrirtækja og notkunar þeirra á fjárstreymi frá lífeyrissjóðum starfsmanna til þess að fjármagna rekstur sinn.

Notast er við mismunandi nálgun til að tryggja að sjóðir geti staðið við skuldbindingar sínar. Þannig ná gjaldhæfisreglur Evrópusambandsins utan um rekstur sjóða í vörslu líftryggingafélaga í Evrópu. Þessar reglur marka grundvöll um öryggi fjármagns í eigu smárra fjárfesta og lífeyrissjóða fyrirtækja. Að sama skapi eru gjaldhæfisreglurnar sérstaklega mikilvægar fyrir lífeyrissparnað sem er í vörslu fyrirtækja.

Reglur um gjaldhæfi lífeyrissjóða geta tekið allt annað form en reglur um gjaldhæfi líftryggingafélaga og eru mismunandi eftir þjóðlöndum. Með tilkomu reglunnar um lágmarksfjármögnun (MFR) í Bretlandi árið 1997 var þess krafist að lífeyrissjóðir ættu að minnsta kosti eignir jafnar skuldbindingum sínum. Samkvæmt reglunni er þess krafist að fari fjármögnun sjóðanna niður fyrir 90% af skuldbindingum þeirra þurfi aukin framlög sjóðfélaga að koma til. Útreikningar þar að lútandi eru byggðir á ákveðnu reiknilíkani. Til að mæta hugsanlegum gjaldhæfisvandráðum var komið á fót lífeyrisbótasjóði sem er ætlað að

hlaupa undir bagga með sjóðum í greiðsluþurrð auk þess sem ákvæði í hegningarlögum kveður svo á að sjóðfélögum beri að leggja framlög sín í sjóðina innan ákveðinna tímamarka.

Á meðal margra þjóða njóta lífeyrissjóðir miðlægrar ábyrgðar. Smalhout (1996) kannar hagfræði ábyrgða vegna lífeyrissjóða og safnar saman dæmum um slíkar ábyrgðir víðs vegar að úr veröldinni. Þannig tryggir þýska tryggingafyrirtækið PSVaG fyrirtækjalífeyrissjóði út frá þeirri forsendu að þeir greiði iðgjöld í takt við afkomu sjóðanna. Önnur þjóðlönd sem hafa tryggingakerfi gegn gjaldhæfi lífeyrissjóða eru m.a. Finnland, Holland, Svíþjóð og Sviss. Almennt má draga eftirfarandi lærdóm af ábyrgðakerfi þjóðanna:

Það reynir á þanþol kerfanna þegar stórir skellir skekja þjóðarþúið með þeim afleiðingum að margir vinnuveitendur fara í þrot. Þannig uxu kröfur gegn tryggingasjóði fertugfalt á milli árið 1988 og 1992 í Finnlandi, eins og lýst er í Smalhout (1996). Ef ábyrgðakerfið er einkavætt er mikilvægt að einhvers konar miðlægrri ríkisábyrgð eða ytra ábyrgðarkerfi sé komið á til að sporna við uppsafnaðri áhættu.

Mikilvægt er að tryggingaiðgjöld séu metin á áhættugrunni til að draga úr freistni atvinnurekenda að leggja fram lægri fjárhæð en ella inn í sjóðina. Ef iðgjöldin eru ekki metin á áhættugrunni verka þau sem styrkur til vanfjármagnaðra sjóða sem geta magnað upp vandamál og dregið úr fjölda gjaldhæfra sjóða.

Mikilvægt er að hafa eftirlit með gjaldhæfi sjóðanna auk þess sem inngríp geta skipt sköpum.

Opinber upplýsingagjöf um fjármögnun sjóðanna getur verið gagnleg en hollenska kerfið er gott dæmi um hana.

Út frá hagfræðilegum sjónarhóli er flókið útfærsluatriði að veita ábyrgðir fyrir lífeyri, ekki aðeins vegna þess að sérhvert form trygginga skapar vandamál vegna hvata, heldur einnig vegna þess að áhættan er ekki aðeins uppsöfnuð heldur dreifist eðli hennar yfir langt tímabil. Ábyrgðir einkaaðila hafa verið reyndar í mörgum þjóðlöndum en þær eru árangursríkastar ef þeim er veittur stuðningur með styrku reglulvirki og ríkisábyrgðum.

4.3 Reglur um fjárfestingu

Ýmsar takmarkanir eru lagðar á verðbréfasöfn lífeyrissjóða. Við fyrstu sýn virðast þær hefta fjárfestingu lífeyrissjóða og vera til þess eins fallnar að draga úr velferð neytenda. Þannig má gera því skóna að ef skuldbindingar lífeyrissjóðs eru í erlendum gjaldeyri sé hægt að réttlæta kvaðir þess efnis að téðar skuldbindingar séu jafnaðar með álíka áhættusamri eign í sama gjaldeyri. Slíkar kvaðir eru sérstaklega réttmætar ef bein eða óbein ríkisábyrgð er veitt á skuldbindingar lífeyrissjóðs.

Að sama skapi eru kostir alþjóðlegrar fjárfestingar lífeyrissjóða margir:

Hugsanleg hærri ávöxtun. Betur dreift eignasafn eykur möguleikana á hærri arðgjöf en ella.

Meiri áhættudreifing. Með fjárfestingu á erlendra grund geta lífeyrissjóðir tryggt sig gegn áhættu sem hlotist getur af innlendum áföllum.

Annað dæmi af sama meidi um hvernig regluvirki um fjárfestingarstefnu eru samofin gjaldhæfisreglum er að komið er í veg fyrir að lífeyrissjóðir starfsmanna geti offjárfest í því fyrirtæki sem félagsmenn starfa hjá í því augnamiði að skjóta styrkari stöðum undir rekstrargrundvöll þess. Ef lítið er til Maxwell-hneisunnar sést hve mikilvægt er að til staðar sé nákvæmt regluvirki um yfirráð (e. *custody*) yfir eignum lífeyrissjóða. Þýðingarmikill angi þess er að aðeins megi binda lágt hlutfall heildareigna sjóða hjá atvinnurekanda sjóðfélaga.

Viðlíka takmörkun á eignarhaldi er heppileg út frá sjónarmiði um gjaldhæfi en getur skapað vandamál hjá litlum og meðalstórum fyrirtækjum, sem renna jafnan hýrum augum til lífeyrissjóða sem uppsprettu fjármagns við stækkun eða útrás (e. *expansion*). Regluvirki Breta er lausara í reipinum að því er áhrærir reglur um takmarkað eignarhald mjög smárra lífeyrissjóða á fyrirtækjum, en slíkir sjóðir eru kallaðir SSAS, lúta eigin stjórn (e. *self-administered*) og hafa 12 eða færri félagsmenn. Valkvöðina milli kostnaðar og öryggis fjármagns er sökum þessa mikilvægt að gaumgæfa við útfærslu á viðbótarlífeyrissparnaði. Fjármagnsþörf lítilla fyrirtækja, sér í lagi á vanþróðum fjármagnsmörkuðum, er mikilvægt að hafa í

huga þegar útfærslan er gaumgæfð. Þannig þarf að ákvarða hvort hægt er að nota lífeyrissjóði starfsmanna til að bæta fyrir markaðsbresti eða hvort beinir eða óbeinir styrkir til þeirra henti jafnvel betur til þess. Greiður aðgangur að fjármagni getur dregið úr samkeppnishæfni fyrirtækja og hægt á þróun fjármagnsmarkaða. Þannig hefur því verið haldið fram að vanþróun þýska verðbréfamarkaðarins megi að hluta rekja til þarrendra fyrirtækjasjóða, eins og lesa má um í Taverne (1995).

5. Niðurstöður

Af því sem hér hefur verið ritað má draga þá meginályktun að mikilvægt er að skilja til hlítar kostnað við lífeyrissparnað einstaklinga til að tryggja ellilífeyri til framtíðar. Þóknun sem nemur hlutfallslega litlum hluta af heildarávöxtun hefur mikil áhrif á uppsafnaða ávöxtun til langs tíma lítið. Sökum þessa ríður mikið á að halda kostnaði við rekstur sjóðanna í lágmarki auk þess sem beita þarf öllum úrræðum til að koma í veg fyrir sölubresti. Með því að auka skilning neytenda á gangverki sjóðanna er hægt að sneiða hjá þessum vandamálum en margt bendir þó til að skilvirkara sé að móta reglur um söluaðferðir og gera ríkari kröfu um neytendavernd. Hins vegar verður að huga að því að gæta meðalhófs, en aukin reglubyrði getur leitt til þess að kostnaður vaxi. Einnig eru skilvirk fjárfestingarstefna og aukið eftirlit með gjaldhæfi stofnana mikilvægar forsendur fyrir því að lágmarka þá áhættu sem er innbyggð í sveiflukennt eignasafn lífeyrissjóða.

Æskilegt væri að framtíðarrannsóknir á sviði lífeyrissjóða snerust um ofangreind atriði. Sambandið á milli regluvirkis og kostnaðar við fjárfestingarvörur er enn óljóst og þannig hefur t.a.m. ekki tekist að varpa ljósi á hvers vegna kostnaður við lífeyrissjóði í Bretlandi, Chile og Balkanlöndunum er svo miklum mun hærri en sams konar kostnaður í Bólvíu, á Íslandi og í Svíþjóð. Að sama skapi er full þörf á frekari rannsóknum á hegðun neytenda á fjármálamarkaði og áhættunni sem fylgir sjóðssöfnun.

Heimildaskrá

- Abrams, Charles, Michael Ashe og Barry Rider (1989). *Guide to Financial Services Regulation*. Bicester: CCH.
- Daykin, Chris (2002). Trends and Challenges in Pension Provision and Regulation, í *Regulating Private Pensions Schemes: Trends and Challenges*, OECD Private Pensions Series 4.
- Fletcher, Frank og J. Michael Orszag (2002). Distribution and Private Pensions: Lesson from the United Kingdom Experience, í *Regulating Private Pensions Schemes: Trends and Challenges*, OECD Private Pensions Series 4.
- FSA (2001). *A Description and Classification of With-Profits Policies*. FSA.
- FSA (2003). Informing Consumers: Product Disclosure at the Point of Sale, *FSA Consultation Paper 170*.
- Gill, Indermit S., Truman G. Packard og Juan Yermo (2004). *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*. Washington DC: World Bank.
- Haukur C. Benediktsson, Tryggvi Þór Herbertsson og J. Michael Orszag (2001). Cost on Individual Retirement Accounts and Savings Plans in Iceland, *Journal of Applied Economics* 33(8), 979-987.
- James, Estelle, James Smalhout og Dmitri Vittas (2001). Administrative Costs and the Organization of Individual Account Systems: A Comparative Perspective, í Holzmann, Robert og Stiglitz, Joseph (ritstj.), *New Ideas about Old Age Security*. Washington DC: World Bank.
- Marsh, John (1988). *Managing Financial Services Marketing*. London: Pitman.
- Mitchell, Olivia (1999). *Evaluating Administrative Costs in Mexico's AFORES System*. Pensions Research Council.
- Mitchell, Olivia og Annika Sunden (1994). *An Examination of Social Security Administrative Costs in the United States*. Pensions Research Council, Wharton School.
- Mitchell, Olivia, Annika Sunden og Ping-Lung Hsin (1994). An International Comparison of Social Security Administrative Costs, *International Compensation and Benefits*.
- Munnell, Alicia H. (1982). *The Economics of Private Pensions*. Washington DC: Brooking Studies in Social Economics, Brookings Institution.
- Murthi, Mamta, J. Michael Orszag og Peter Orszag (2001). Administrative Costs Under a Decentralized Approach to Individual Accounts: Lessons from the United Kingdom, í Holzmann, Robert og Stiglitz, Joseph (ritstj.), *New Ideas about Old Age Security*. Washington DC: World Bank.
- Securities and Investments Board (1986). *Life Assurance Companies' Disclosure of Expenses and Charges*.
- Smalhout, James (1996). *The Uncertain Retirement*. Chicago: Irwin.
- Taverne, Dick (1995). *The Pension Time Bomb in Europe*. Federal Trust Report. London: Federal Trust.
- Tryggvi Þór Herbertsson og J. Michael Orszag (2001). Policy Options and Issues in Reforming European Supplementary Pension Systems, *Journal of Pensions Management* 7(2).
- Tryggvi Þór Herbertsson, J. Michael Orszag og Peter Orszag (2000). *Retirement in the Nordic Countries: Prospects and Proposals for Reform*, Report to the Nordic Council of Ministers (ECOFIN), TemaNord nr. 2000:548. Copenhagen: Nordic Council of Ministers.
- Valdes, Salvador (1994). *Administrative Charges in Pensions in Chile, Malaysia, Zambia, and the United States*, *World Bank Policy Research Working Paper 1372*.
- World Bank (1994). *Adverting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, World Bank Policy Research Report. Oxford: Oxford University Press.