



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

20
1999-2019

FJÁRMÁL

RIT FJÁRMÁLAEFTIRLITSINS

Hugleiðingar um kostnað og kröfur til lífeyrissjóða

Björn Z. Ásgrímsson, sérfræðingur í áhættugreiningu og María Finnsdóttir, sérfræðingur í fjárhagslegu eftirliti

Af eignum (og skuldum) lífeyrissjóða

Jón Ævar Pálmason, sérfræðingur í áhættugreiningu

Athugun á fjárfestingarkostum fyrir almenna fjárfesta á Íslandi

Alma Jónsdóttir, lögfræðingur á sviði markaða og viðskiptahátta og Harald Björnsson, sérfræðingur á sviði markaða og viðskiptahátta

Heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka máli með sátt

Sigurður Guðmundsson, lögfræðingur á sviði yfirlögfræðings

Nýr kapituli: MREL og breytingar á fjármagnskröfum íslenskra banka 2020-2024

Elvar Guðmundsson, sérfræðingur í áhættugreiningu og Hjálmar Stefán Brynjólfsson, lögfræðingur á sviði yfirlögfræðings

Verðbréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki

Bryndís Ásbjarnardóttir, forstöðumaður þjóðhagsvarúðar

Tengsl afleiðumarkaðar og sjóðamarkaðar við fjármálastöðugleika

Sigurður Freyr Jónatansson, sérfræðingur í þjóðhagsvarúð

Hugleiðingar um kostnað og kröfur til lífeyrissjóða



Björn Z. Ásgrímsson,
sérfræðingur í
áhættugreiningu



María Finnsdóttir,
sérfræðingur í
fjárhagslegu eftirliti

Inngangur

Á landinu eru starfandi 21 lífeyrissjóður og fimm aðrir vörsluaðilar séreignarsparnaðar. Á þriðja ársfjórðungi 2019 fór lífeyrissparnaður landsmanna í fyrsta skipti yfir 5.000 milljarða króna. Í árslok 2018 var íslenska lífeyrissjóðakerfið það þriðja stærsta í heiminum miðað við verga landsframleiðslu eða 161%. Þau lönd sem höfðu hærra hlutfall voru Danmörk (198,6%) og Holland (173,3%)¹.

Með lögum er lífeyrissjóðum settar skorður í fjárfestingum, þ.e. magntakmarkanir af ýmsu tagi, en á sama tíma eiga þeir að byggja á reglu sem gjarnan er nefnd skynsemisregla (e. prudent person principle). Þá hvílir lagaleg skylda á lífeyrissjóðum að setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum². Þau viðmið eru innbyggð í fjárfestingarstefnu og eiga að vera hluti af ferli við fjárfestingarákvarðanir. Á undanförunum árum hafa kröfur til lífeyrissjóða aukist, bæði af hálfu eftirlitsaðila og samfélagsins er snúa meðal annars að bættum stjórnarháttum, áhættustýringu og aukinni upplýsingagjöf. Breytt umhverfi kallar á aukið eftirlit, bæði innan sjóðanna sjálfra og af hálfu Fjármálaeftirlitsins í samræmi við sett lög. Auknar kröfur hafa í för með sér meiri kostnað, en um leið mögulegan ábata sem leiðir til lágmarkunar á hugsanlegu tapi. Kostnaður við rekstur lífeyrissjóða hefur fram að þessu ekki verið mikið í umræðunni meðal sérfræðinga og almennra sjóðfélaga.

Með nýjum reglum um ársreikninga lífeyrissjóða nr. 335/2015 með síðari breytingum voru auknar kröfur gerðar um gagnsæi í starfsemi lífeyrissjóða. Reglunum er einnig ætlað að ná fram samræmdum aðferðum á milli sjóða við framsetningu og útreikning á kostnaðarliðum, beinum og óbeinum. Sjóðfélögum á að vera gert auðveldara að meta kostnað sem fellur til vegna starfseminnar,

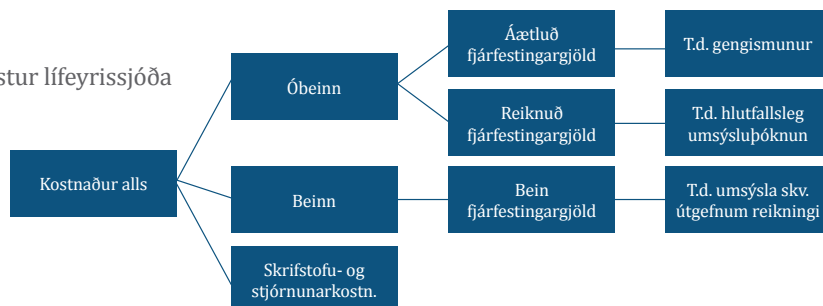
ekki einungis rekstrarkostnað heldur ekki síst fjárfestingarkostnað. Umræður hafa skapast um að unnt væri að ná fram stærðarhagkvæmni með færri og stærri lífeyrissjóðum og lækkun kostnaðar við rekstur kerfisins. Stærri sjóðir, til dæmis að teknu tilliti til virkra sjóðfélaga og hreinnar eignar til greiðslu lífeyris, væru betur í stakk búnir til að mæta auknum kröfum og kostnaði. Þessari grein er ætlað að koma fram með nokkrar hugleiðingar varðandi kröfur til lífeyrissjóða og kostnað sem þeim fylgir.

Kostnaður

Íslenska lífeyriskerfið er að mestu fullu fjármagnað með fyrirfram skilgreindum iðgjöldum (e. defined contributions) að undanskildum nokkrum sjóðum með bakábyrgð ríkis og sveitarfélaga. Það sem fjármagnar starfsemi lífeyrissjóða eru iðgjöld sem greidd eru til kerfisins ásamt fjárfestingartekjum. Það þýðir að rekstrarkostnaður og fjárfestingargjöld hafa bein áhrif á hreina eign til greiðslu lífeyris. Þeir lífeyrissjóðir sem njóta bakábyrgðar eða því sem samsvarar fyrirfram skilgreindum réttindum (e. defined benefit) þurfa síður að velta fyrir sér kostnaði eða tapi af fjárfestingum því bakábyrgðaraðilinn ber fulla ábyrgð á sjóðnum og lífeyrisgreiðslum.

Samhliða vaxandi mikilvægi lífeyrissjóða án ábyrgðar launagreiðanda hafa eftirlits- og hagsmunaaðilar beint sjónum sínum að kostnaði við starfsemi sjóðanna. Allur kostnaður, beinn eða óbeinn, dregst frá sjóðsöfnun iðgjalda og ávöxtun þeirra til lengri tíma. Auðvitað verður ekki hjá kostnaði komist við fjölbætta starfsemi lífeyrissjóða og eru ýmsir kostnaðarliðir fastir, en hár kostnaður getur dregið verulega úr lífeyristekjum sjóðfélaga þegar að lífeyristöku kemur. Erfitt getur reynst að átta sig á heildarkostnaði lífeyrissjóða þar sem hann er bæði beinn og óbeinn, sjá Mynd 1.

Mynd 1 Kostnaður við rekstur lífeyrissjóða



¹ Pension Markets in Focus 2019, OECD sjá hér:

² Sbr. 5. t. l. mgr. 36. gr. l. nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.

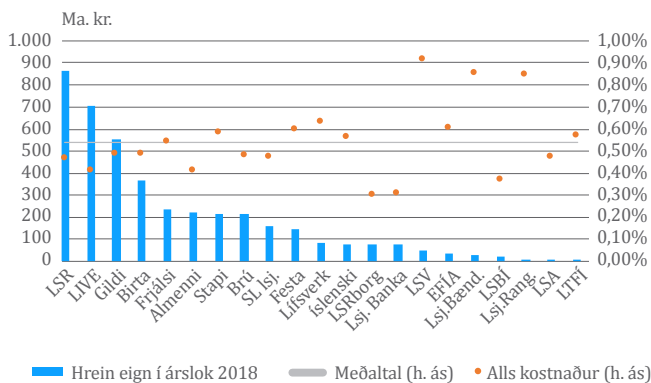
Bæði innan OECD landa og ESB ríkja hafa eftirlitsstofnanir lagt aukna áherslu á aukið gagnsæi við birtingu kostnaðar við lífeyrissparnað. Markmiðið er tvíþætt, annarsvegar til að auðvelda samanburð á milli sjóða og hinsvegar að liðka fyrir samkeppni milli lífeyrissjóða þar sem frelsi um val á sjóðum er í boði.

Þrátt fyrir kröfur um aukið gagnsæi varðandi kostnað hefur ekki tekist fullkomlega að örva samkeppni á lífeyrismarkaði. Helstu ástæður eru taldar vera eftirfarandi:³

1) Áhugaleysi sjóðfélaga, 2) flókin og ógagnsæ uppbygging kostnaðar, 3) veikir stjórnarhættir, 4) hindranir við flutning réttinda milli sjóða, 5) lengri tíma hefur tekið að ná fram stærðarhagkvæmni. Það sem vekur athygli í framangreindri upptalningu og meðfylgjandi skýringum í greinargerð OECD er umfjöllun um veika stjórnarhætti. Í því samhengi er m.a. talað um mögulega hagsmunaárekstra við samruna sjóða, en líklegt er að sjóðir leggi síður til samruna þegar slíkt er talið hafa áhrif á stöðugildi og starfsöryggi.

Neðangreind mynd sýnir hreina eign íslensku lífeyrissjóðanna, samtryggingu og séreign, og hlutfall kostnaðar af hreinni eign eins og hann birtist í ársreikningi þeirra í árslok 2018. Rekstrarkostnaður nær til skrifstofu og stjórnunarkostnaðar, þ.m.t. laun og launatengd gjöld og eftirlitsgjald til Fjármálaeftirlitsins svo fátt eitt sé nefnt. Annar kostnaður eru bein og óbein fjárfestingargjöld sem nánar eru útlustuð í Töflu 1.

Mynd 2 Kostnaður lífeyrissjóða sem hlutfall af hreinni eign í árslok 2018



Heimild: Samantekt úr ársreikningum lífeyrissjóða 2018, Fjármálaeftirlitið.

Eins og sjá má á mynd 2 er ekki augljós fylgni á milli stærðar sjóða og kostnaðar, þó hún mælist neikvæð, þ.e. því stærri sem sjóðurinn er því minni er kostnaðurinn. Átta stærstu sjóðirnir (>200 ma. kr.) eru allir með kostnaðarhlutfall við meðaltalið 0,55% og undir. Meðaltal kostnaðar átta stærstu sjóðanna reiknast 0,49% af heildareignum þeirra. Af minni sjóðum (<200 ma. kr.) eru átta þeirra við og ofan við meðaltalið og fimm þeirra eru fyrir neðan meðaltal. Meðaltal kostnaðar 13 minnstu sjóðanna er 0,58% af heildareignum þeirra. Af þessum fimm minni sjóðum sem eru undir meðaltali kostnaðar eru þrír þeirra lokaðir nýjum sjóðsfélögum, tveir með ábyrgð launagreiðenda og í rekstri annars lífeyrissjóðs. Ljóst er að kostnaður er mjög breytilegur á milli sjóða sem gefur tilefni til að kanna nánar gagnagæði og þær aðferðir sem sjóðirnir beita við framsetningu og útreikning kostnaðar.

Rekstrarkostnaður virðist nokkuð breytilegur á milli sjóða en meiri sveiflur eru á áætluðum og reiknuðum fjárfestingargjöldum, sjá Töflu 1⁴ hér að neðan. Framsetning á kostnaði á að ná til bæði beins kostnaðar (bein fjárfestingargjöld) og óbeins kostnaðar (áætluð og reiknuð fjárfestingargjöld). Síðarnefndi kostnaðarliðurinn er nokkuð erfiðari viðfangs en hann nær til sundurgreinanlegra kostnaðarupplýsinga sem liggja ekki beint fyrir t.d. vegna þess að þóknarir fást ekki gefnar upp eða kostnaður er innifalinn í gengismuni eða vaxtatekjum viðkomandi sjóða sem fjárfest er⁵. Lífeyrissjóðum ber að reikna þennan kostnað út, t.d. út frá samningum þeirra við viðkomandi sjóð eða áætla hann. Að því sögðu má ætla að kostnaðurinn sé ekki að öllu leyti samanburðarhæfur á milli sjóða.

³ OECD Pension Outlook 2018, kafli 3.

⁴ Fjármálaeftirlitið gaf út leiðbeiningar varðandi birtingu upplýsinga um fjárfestingargjöld lífeyrissjóða. Þrátt fyrir þær leiðbeiningar má leiða líkur að því að aðferðir sjóðanna við að meta áætluð og reiknuð fjárfestingargjöld séu ekki að öllu leyti samanburðarhæfar. Unnið er að uppfærslu reglnanna hjá Fjármálaeftirlitinu.

⁵ Sjá leiðbeiningar Fjármálaeftirlitsins varðandi birtingu upplýsinga um fjárfestingargjöld lífeyrissjóða, hér.

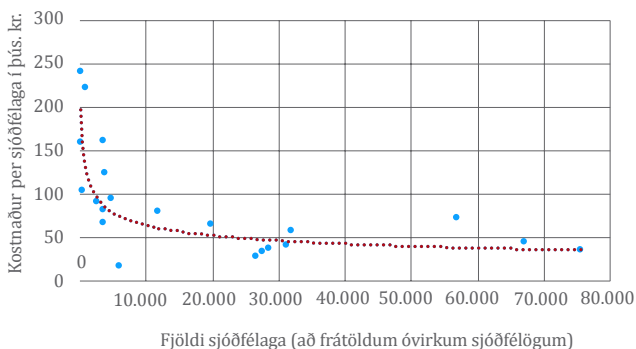
Tafla 1 Kostnaður lífeyrissjóða árið 2018

Lífeyrissjóður	Rekstrar-kostnaður	Bein fjárfest-ingargjöld	Áætluð og reiknuð fjárf.	Alls kostnaður	Heildar-kostnaður þús. kr.
LSR	0,22%	0,07%	0,17%	0,47%	4.106.130
LIVE	0,14%	0,04%	0,24%	0,41%	2.952.754
Gildi	0,16%	0,01%	0,33%	0,49%	2.754.615
Birta	0,19%	0,07%	0,23%	0,49%	1.843.011
Frjálsi	0,18%	0,13%	0,23%	0,55%	1.297.138
Almenn	0,28%	0,00%	0,13%	0,42%	960.397
Stapi	0,21%	0,04%	0,34%	0,59%	1.305.241
Brú	0,24%	0,03%	0,22%	0,49%	1.054.101
SL Isj.	0,24%	0,03%	0,21%	0,48%	773.371
Festa	0,20%	0,01%	0,40%	0,61%	905.274
Lífsværk	0,27%	0,11%	0,27%	0,64%	571.974
Íslenski	0,22%	0,08%	0,27%	0,57%	459.480
LSRborg	0,25%	0,01%	0,04%	0,31%	241.253
Lsj. Banka	0,15%	0,03%	0,13%	0,31%	241.981
LSV	0,19%	-0,04%	0,77%	0,93%	494.666
EÞÍA	0,14%	0,14%	0,34%	0,62%	229.897
Lsj. Bænd.	0,37%	0,17%	0,32%	0,86%	293.253
LSBÍ	0,08%	0,04%	0,25%	0,37%	88.953
Lsj. Rang.	0,30%	0,33%	0,23%	0,86%	106.250
LSA	0,30%	0,01%	0,16%	0,48%	57.417
LTFÍ	0,25%	0,02%	0,31%	0,57%	34.311
Samtals					20.771.468

Heimild: Samantekt úr ársreikningum lífeyrissjóða 2018, Fjármálaeftirlitið. Heildarkostnaður er áætlaður út frá upplýsingum úr ársreikningum og miðast við hreina eign lífeyrissjóðanna.

Tafla 1 sýnir að um er að ræða heildarkostnað um 0,49% af heildareignum lífeyrissjóða. Rekstrarkostnaður íslenskra lífeyrissjóða hefur ekki talist hár í alþjóðlegum samanburði⁶ en reglur eru að vísu mismunandi milli landa og því erfitt að fá einhlítan samanburð. Betra væri að bera kostnað saman með tilliti til virkra sjóðfélaga og lífeyrisþega. Á mynd 3 hér að neðan má sjá vaxandi kostnað með færri sjóðfélögum, en aðeins er

Mynd 3 Kostnaður lífeyrissjóða á hvern sjóðfélaga (virkir+lífeyrisþegar)



Heimild: Samantekt úr ársreikningum lífeyrissjóða 2018, Fjármálaeftirlitið.

Tafla 2 Áhrif kostnaðar á sjóðsöfnun sjóðfélaga

Uppsöfnuð réttindi á mánuði	Kostnaður	Lækkun uppsafnaðra réttinda
1.053.781	0,00%	0,00%
1.043.700	0,05%	-0,96%
1.023.918	0,15%	-2,83%
1.004.631	0,25%	-4,66%
956.047	0,50%	-9,27%
923.716	0,70%	-12,34%
874.570	1,00%	-17,01%

Uppsöfnuð réttindi miðast við ávinnslu út frá tiltekinni réttindatöflu, 15,5% iðgjald til samtryggingar, 40 ára greiðslutímabil. Miðað er við miðgildi heildarlauna 2018, framleiðnivóxt 1,5%, verðbólgu 2,5%.

litið til virkra sjóðfélaga og lífeyrisþega.

Til að sjá hvaða áhrif hærri kostnaður hefur á sjóðsöfnun sjóðfélaga er hægt að setja upp einfalt reiknilíkan sem sýnir glöggst hversu mikil áhrif kostnaður hefur á langtímasparnað og þar með ávinnslu réttinda. Sem dæmi, hækkun kostnaðar úr 0,25% í 1% lækkar réttindi á mánuði um ríflega 12,35% miðað við 40 ára sparnað. Sjá töflu 2.

Í hinum fullkomna heimi hagfræðinnar, ætti samkeppni lífeyrissjóða um sjóðfélaga að leiða til þess að kostnaður yrði lágmarkaður og réttindaávinnsla hámarkuð. Til að slíkt næði fram að ganga þyrfti val á lífeyrissjóðum að vera frjálsara. Ef svo væri færðu lífeyrissjóðir mögulega í aukna samkeppni um sjóðfélaga og kostnaður við markaðstengt efni og annað gæti aukist um leið. Rétt er að taka fram að í sumum tilfellum getur hærri kostnaður leitt til betri ávöxtunar. Aukinn kostnaður getur einfaldlega gefið til kynna meiri þjónustu og fagmennsku og leitt til betri árangurs í ávöxtun til lengri tíma litið.

Dæmi eru um að sjóðir upplýsi um lágan kostnað með því að birta kostnaðartölur miðað við fjölda allra sjóðfélaga að meðtöldum óvirkum. Slíkur samanburður er villandi þar sem einstaka sjóðir hafa mikinn fjölda óvirkra sjóðfélaga. Sjóðfélagar þurfa því að vera gagnrýnir þegar þeir skoða tölur og bera saman kostnað.

Áhættueftirlit

Kostnaður við rekstur lífeyrissjóða hefur hækkað undanfarin ár. Stöðugildum hefur fjölgað hjá stærstu sjóðunum samhliða flóknara umhverfi og auknum kröfum samfélagsins og eftirlitsaðila. Lífeyrissjóðir þurfa að búa yfir tryggu eftirlitskerfi, hafa virka áhættustýringu og

⁶ OECD, Penison at a Glance 2017, kafli 8.

vel mótaða áhættustefnu. Áhættueftirlit skal leggja mat á meiriháttar eða óvenjuleg viðskipti og því er ljóst að ábyrgðarmaður áhættustýringar lífeyrissjóðs þarf að hafa mikla þekkingu á öllum hliðum í starfsemi sjóðsins. Rekstur lífeyrissjóða er flókinn enda talsvert um áhættuþætti sem geta raungerst og haft áhrif á starfsemi þeirra eins og listað er upp í reglugerð um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða⁷. Áhættueftirlit á að vera meðvitað um áhættur sem kunna að raungerast og í stakk búið til að grípa tafarlaust til aðgerða sem milda áhrif og afleiðingar.

Hjá lífeyrissjóðum eru að jafnaði að störfum 1-2 sérfræðingar sem sinna áhættueftirliti. Minnstu sjóðirnir hafa í fæstum tilfellum áhættusérfræðing í fullu starfi, þeir ýmist útvista mælingum eða framkvæmdastjóri sinnir því hlutverki samhliða öðrum störfum. Heimildarákvæði vegna undanþágu frá því að starfrækja sjálfstæða og óháða einingu áhættueftirlits má finna í lögum og reglugerð⁸. Þar er verið að taka tillit til þess að litlum sjóðum sé jafnvel síður kleift að ráða sérfræðing í áhættustýringu og tryggja þannig aðskilnað starfa þar sem að kostnaður við slíka ráðningu gæti verið þyngjandi byrði fyrir lítinn sjóð.

Fyrirnefnt ákvæði um áhættueftirlit, sem nær einna helst til minni lífeyrissjóða, er í samræmi við meðalhófsreglu stjórnisýsluréttarins og beitingu svokallaðrar hlutfallsreglu (e. proportionality) í eftirliti m.t.t. stærðar lífeyrissjóða og flækjustigs. Oft er það þó svo að minnstu sjóðirnir hafa takmarkaðan mannafla og eiga erfiðara með að uppfylla allar þær kröfur sem lagðar eru á þá án þess að rekstrarkostnaður aukist. Þó rétt geti talist að gerðar séu vægari kröfur til lítilla sjóða þá eru þeir í mörgum tilfellum ekki með áhættuminni eða einfaldari eignasöfn en stærri sjóðir. Því er ekki endilega hægt að horfa aðeins á stærð sjóða við eftirlit. Fjármálaeftirlitið þarf að taka tillit til stærðar sjóða og kostnaðar, en á sama tíma má ekki gefa afslátt af áhættueftirliti því áhættan er jú sjóðfélagans. Með auknu samstarfi á milli lífeyrissjóða til að mynda um áhættueftirlit mætti jafnvel hagræða í rekstri og ná betri árangri í áhættueftirliti sjóða.

Hvað hefur verið gert erlendis?

Lífeyrissjóðum á Íslandi hefur fækkað ört á síðustu áratugum. Við aldamótin síðustu voru sjóðirnir 55 talsins en í ár eru eins og fram hefur komið 21 starfandi sjóður. Holland og Danmörk búa yfir lífeyriskerfum sem við berum

okkur gjarnan saman við. Þar hefur markvisst verið unnið að samrunum sjóða og hafa ýmsar leiðir verið farnar í þeim efnum.

Í Hollandi hefur verið unnið að fækkun lífeyrissjóða með auknum eftirlitskröfum og kostnaðaraðhaldi. Með samrunum hefur þeim fækkað úr 800 árið 2005 í um 350 á liðnu ári. Á dönskum lífeyrismarkaði hefur þróun verið í þá átt að leita að stærðarhagkvæmni með samrunum og ekki síst með árangursríku samstarfi á milli sjóða. Í Danmörku er stofnun PKA⁹ gott dæmi um árangursríkt samstarf sjóða en þar undir eru 4 sjóðir starfsmanna í heilsugeiranum með 320.000 sjóðfélaga. Nýlega sameinuðust lífeyrissjóðir hagfræðinga, lögfræðinga og verkfræðinga í einn lífeyrissjóð, Pplus¹⁰, eftir áralangt samstarf um rekstur og fjárfestingar. Fjöldi sjóðfélaga er nú um 100.000. Fleiri dæmi má nefna um árangursríkt samstarf sjóða í Danmörku þar sem reynt er að svara ákalli um hagkvæmari rekstur og aukna fagmennsku við eigna- og áhættustýringu. Sem dæmi um samþjöppun á dönskum lífeyrismarkaði má nefna að nálægt 95% af markaðnum er í höndum 15 lífeyrissjóða sem í flestum tilfellum eru reknir sem gagnkvæm tryggingafélög.

Niðurlag

Þrátt fyrir að lífeyrissjóðir hafi náð árangri í sinni starfsemi á undanförunum árum samhliða auknum kröfum um eftirlit og kostnaðaraðhald má enn gera ráð fyrir tækifærum til sóknar í þeim málum til hagsbóta fyrir sjóðfélaga. Íslenskir lífeyrissjóðir eru smáir miðað við helstu samanburðarlönd. Rétt eins og í þeim löndum þurfum við sífellt að leita að stærðahagkvæmni með samrunum eða samstarfi á ýmsum sviðum starfseminnar. Frumkvæði að slíku þarf að koma frá hagsmunaaðilum sjóðanna og ekki síst beint frá sjóðfélögunum sjálfum. Sjóðfélagar geta haft meiri áhrif en verið hefur með því að mæta á ársfundi og hafa bein áhrif þegar kjósa á um þau málefni sem borin eru undir atkvæðagreiðslu, þ.e. þegar fyrirkomulag samkvæmt samþykktum býður upp á slíkt.

Með aukinni stærðarhagkvæmni næst meiri áhersla á eigna- og áhættustýringu samhliða tækifærum til aukinnar þekkingar og sérhæfingar á því sviði. Árangur lífeyrissjóðanna er langhlaup til áratuga en því miður er umræðan oftast nær um skammtímaárangur.

⁷ Sjá 6. gr. reglugerðar nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða.

⁸ Sbr. 3. mgr. 35. gr. a. l. nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða og 3. msl. 3. gr. í reglugerð nr. 590/2017 um eftirlitskerfi með áhættu lífeyrissjóða.

⁹ www.pka.dk

¹⁰ www.pplus.dk

Af eignum (og skuldum) lífeyrissjóða



Jón Ævar Pálmason,
sérfræðingur í
áhættugreiningu

Heildareignir í vörslu lífeyrissjóða og annarra vörsluaðila séreignarsparnaðar hafa vaxið hratt undanfarin misseri og það verður ætíð fréttæfni þegar fjárhæðin nær nýju hámarki eða meti – ef svo má segja. Ávöxtun lífeyrissjóða hefur verið sveiflukennnd en almennt góð undanfarin áratug og iðgjöld til þeirra hafa hækkað.

Þorri launagreiðenda ráðstafar nú 15,5% af launum í lífeyrissparnað á grundvelli kjarasamningsbundins iðgjalds og liðlega helmingur starfandi fólks á vinnumarkaði leggur fyrir allt að 6% af launum til viðbótar með sparnaði í séreign. Vöxtur lífeyrissparnaðar undanfarin ár er vel umfram vöxt lífeyrisgreiðslna, sem fyrir séð er að muni aukast mikið á næsta áratug. Stórir árgangar Íslendinga, sem fæddust á mesta frjósemisheiði síðustu aldar, munu hefja töku ellilífeyris á næsta áratug.

Í krónum talið hafa eignir lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignasparnaðar vaxið úr fjórum billjónum króna - fjögur þúsund milljörðum - í árslok 2017 í fimm billjónir króna - fimm þúsund milljarða - á þriðja ársfjórðungi þessa árs. Kerfið hefur tvöfaldast af stærð á síðustu sjö árum, eins og það gerði sjö árin þar á undan.

Á móti eignum lífeyrissjóða standa skuldbindingar – loforð um elli-, örorku-, maka- og barnalífeyri til landsmanna – réttindi sem eiga að sjá fólki farborða þegar ævistarfi lýkur eða við áföll sem leiða til óvinnufærni.

Ög ef eignir lífeyrissjóða eru spennandi frásagnarefni þá eru skuldbindingarnar það ekki síður.

Form tryggingaverndar

Samkvæmt lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða má skipta iðgjaldi til öflunar lágmarkstryggingaverndar og eftir atvikum viðbótartryggingarverndar. Skilgreining á lágmarkstryggingavernd felur í sér (að lágmarki) ævilangar greiðslur ellilífeyris og rétt til örorkulífeyris, sem nemur 56% launum, auk maka- og barnalífeyris. Hluta lágmarkstryggingaverndar má afla með framlagi í séreign en hjá flestum lífeyrissjóðum er henni að fullu mætt úr samtryggingardeildum.

Viðbótartryggingavernd má afla í séreign hjá lífeyrissjóði og vörsluaðilum eða með kaupum á lífeyristryggingu hjá líftryggingafélagi. Formi samninga um séreign hjá lífeyrissjóði eða öðrum vörsluaðilum

séreignarsparnaðar má til einföldunar jafna við innlagnir á innlánsreikninga eða fjárfestingar í einingategndum sjóðum.

Lífeyrissjóðir tákna ávinnslu lífeyrisréttinda sem tiltekna krónutölu réttinda, sem þeir lofa sjóðfélögum í ævilangan ellilífeyri frá skilgreindum ellilífeyrisaldri. Sömu réttindi sjóðfélaga eru stofn útreiknings við ákvörðun örorku- eða makalífeyris ef til þess kemur. Barnalífeyrir fylgir fastri krónutölu.

Flokkun lífeyriskerfa

Lífeyriskerfi eru breytileg frá einu ríki til annars og vægi lífeyris frá almannatryggingum er ólíkt eftir því hvar borið er niður. Þegar einkenni lífeyriskerfa eru greind og kerfunum skipt í flokka er klassískt að greina þau að eftir því hvort kerfin miði að skilgreindum réttindum (e. defined benefit, DB) eða skilgreindum iðgjöldum (e. defined contribution, DC). Elstu fyrirmyndir lífeyriskerfa veittu lífeyrisþegum ákveðin ellilífeyrisréttindi sem tiltekið hlutfall launa fyrir hvert ár í þjónustu vinnuveitanda, sem bar jafnframt ábyrgð á greiðslum eins lengi og lífeyrisþegar lifðu. Opinber lífeyriskerfi sem veita réttindi í hlutfalli við meðallaun eða lokalaun á starfsævinni eru dæmi um kerfi með skilgreind réttindi. Samfara lækkingu dánartíðni og auknu langlífi hafa kerfi með skilgreind réttindi reynst dýrari en í upphafi var áætlað.

Kerfi með markmið um skilgreind iðgjöld nefnast svo af því að iðgjaldið er föst fjárhæð eða fast hlutfall af launum. Kerfum með skilgreind iðgjöld óx ásmegin víða á Vesturlöndum á áttunda og níunda áratug síðustu aldar og æ fleiri vinnuveitendur lögðu eldri lífeyriskerfi niður.

Þrátt fyrir að veita jöfn eða aldursháð réttindi eru almennir lífeyrissjóðir á Íslandi og opnar deildir lífeyrissjóða opinberra starfsmanna talin til kerfa með skilgreindum iðgjöldum í alþjóðlegri flokkun. Launagreiðendur bera enda ekki ábyrgð á lífeyrisréttindum umfram skil á iðgjöldum og lífeyrissjóðurinn getur breytt þeim síðar, t.d. skert ef ávöxtun er lakari en forsendur réttindaávinnslu gera ráð fyrir. Almenn íslensk lífeyriskerfi í samtryggingu geta talist hafa skilgreint markmið (e. defined ambition), sem millistig í klassísku skilgreiningunni. Matsaðferðir skuldbindinga hér á landi eiga meira skylt við kerfi með skilgreind réttindi.

Tafla 1 Tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða 31. desember 2018, fjárhæðir í mö. kr.

		Áfallin staða	Framtíðarstaða	Heildarstaða
Lífeyrissjóðir með ábyrgð	Eignir	493	147	640
	Skuldbindingar	1.180	210	1.390
	Nettó	-687	-63	-750
	% af skuldbindingum	-58,2%	-30,0%	-53,9%
Lífeyrissjóðir án ábyrgðar	Eignir	3.245	2.405	5.650
	Skuldbindingar	3.195	2.541	5.735
	Nettó	50	-136	-86
	% af skuldbindingum	1,6%	-5,3%	-1,5%
Allir lífeyrissjóðir	Eignir	3.738	2.552	6.290
	Skuldbindingar	4.375	2.750	7.125
	Nettó	-637	-198	-835
	% af skuldbindingum	-14,6%	-7,2%	-11,7%

Skuldbindingar og matsaðferðir þeirra

Virði lífeyrisréttinda í séreign ræðst eingöngu af gangvirði eigna, sem sjóðfélagi hefur aflað með uppsöfnuðum sparnaði. Lífeyrisréttindi í séreign eru ekki háð forsendum um lífslíkur eða ávöxtun í framtíðinni.

Virði lífeyrisréttinda frá samtryggingadeildum er ákvarðað í tryggingafræðilegri athugun, sem skylt er að láta fara fram einu sinni á ári. Það á við hvort sem um er að ræða lokaðar lífeyrisdeildir með ábyrgð launagreiðanda eða lífeyrisdeildir án ábyrgðar. Tryggingafræðileg athugun byggir á forsendum um lífslíkur sjóðfélaga og maka og væntar lífeyrisgreiðslur og framtíðariðgjöld eru núvirtar með föstum vöxtum.

Við síðustu áramót var tryggingafræðilegt mat á áföllnum skuldbindingum lífeyrissjóða um 4.375 ma. kr. og með framtíðarskuldbindingum eru heildarskuldbindingar lífeyrissjóða metnar 7.125 ma. kr. Til frádráttar kemur virði framtíðariðgjalda, sem metið er 2.552 ma. kr. Tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða án ábyrgðar launagreiðenda var -1,5% um síðustu áramót miðað við gildandi forsendur og sjóða með ábyrgð launagreiðenda var -53,9%.

Úreltar forsendur?

Forsendur tryggingafræðilegra athugana eru ákvarðaðar og útgefnar af fjármálaráðherra að fengum tillögum Félags íslenskra tryggingastærðfræðinga (FÍT) skv. reglugerð nr. 391/1998. Núgildandi staðalforsendur um dánar- og lífslíkur miða við dánartíðni Íslendinga á árunum 2010-2014 og örorkutíðni miðar við reynslu árunum 1998-2002. FÍT hefur lagt til við ráðherra að gefa út nýjar forsendur um dánar- og örorkulíkur skv. reynslu 2010-2016 en töflurnar hafa ekki tekið gildi. Núvirðing skuldbindingar samtryggingadeilda lífeyrissjóða og framtíðariðgjalda eru

metnar miðað við 3,5% vexti umfram verðbólgu.

Fyrri áföll á fjármálamörkuðum hafa stuðlað að breytingum í þá átt að að innleiða áhættuvitund í reikningsskil og meta skuldbindingar í samræmi við aðstæður hverju sinni. Löggjöf um váttryggingastarfsemi á Evrópska efnahagssvæðinu hefur verið samræmd frá árinu 2016 með innleiðingu sk. Solvency II-tilskipunar Evrópusambandsins. Gjaldþolskröfur miða að því að meta skuldbindingar út frá varfærum forsendum og greiðslur eru núvirtar í samræmi við vaxtastig á hverjum tíma.

Í þessu tilliti hefur löggjöf um lífeyrissparnað á Íslandi ekki fylgt þróun, sem orðið hefur á öðrum mörkuðum. Í flestum nágrannaríkjum okkar eru lífeyrisskuldbindingar metnar út frá þeirri forsendu að næsta kynslóð lifi lengur en sú fyrri.

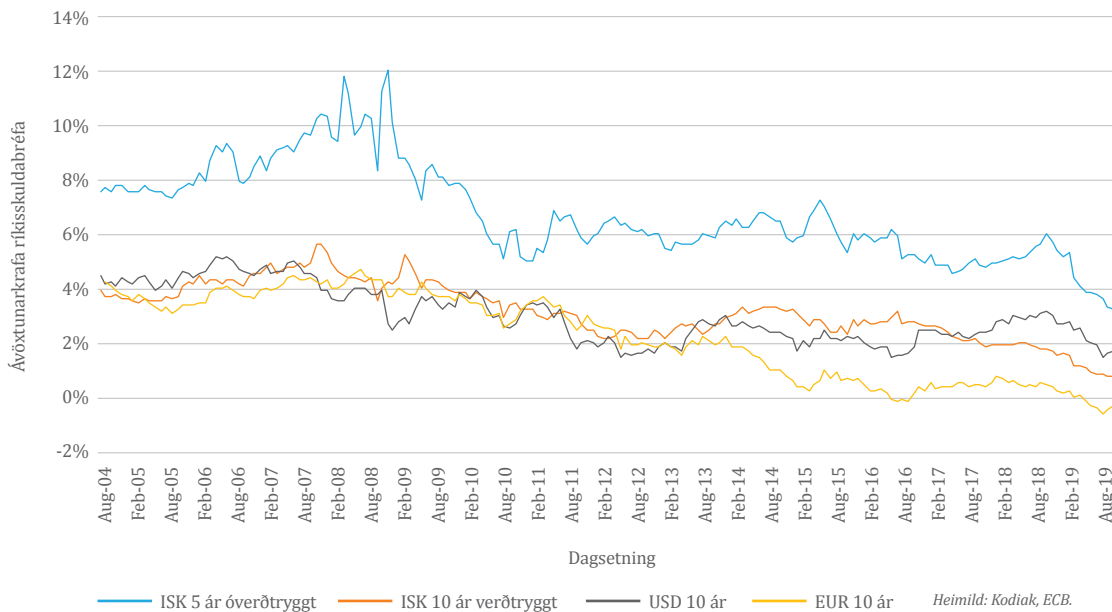
Núvirðing miðað við 3,5% verðtryggða vexti tók mið af útlánavöxtum Íbúðalánasjóðs á tíunda áratug síðustu aldar og þótti viðmiðið varfærið þegar það var ákvarðað. Í dag getur viðmiðið talist harla hátt í samanburði við kjör á fasteignaveðtryggðum útlánum og ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa. Vextir hafa farið lakkandi hér á landi undanfarna áratugi, líkt og í nágrannalöndunum. Til þess að eygja möguleika á að ná viðmiðinu þarf eignasafnið stærri hluta af áhættusamari eignum en áður.

Það þarf ekki að vera ókostur að lífeyrissparnaður sé að meira marki háður óvissu ef hægt væri að milda áhættu sjóðfélaga eftir því sem þeir nálgast eftirlaunaaldur. Verra væri ef matsforsendur sjóða vikju svo verulega frá raunverulegum aðstæðum að það leiddi til þess á endanum að ekki væri hægt að efna skuldbindingarnar.

Vanmat skuldbindinga?

Síðustu tvo áratugi hafa forsendur um dánartíðni verið endurskoðaðar á þriggja til fimm ára fresti. Að jafnaði má

Mynd 1 Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa í krónum, evrum og Bandaríkjadöllum



áætla að lækkun dánartíðni hafi aukið skuldbindingar lífeyrissjóða um 1,5 til 2% á þriggja ára fresti, þ.e. um 0,5% til 0,7% á ári að jafnaði sem rekja má til aukins langlífis.

Í nóvemberhefti Fjármála árið 2015 var greint frá niðurstöðum athugunar á tryggingafræðilegri stöðu miðað við spá um áframhaldandi lækkun dánartíðni frá þeim tíma. Þar kom fram að áfallnar skuldbindingar lífeyrissjóða án ábyrgðar launagreiðenda hefðu verið 9,8% hærrí ef miðað væri við spá um áframhaldandi lækkun dánartíðni. Áfallnar skuldbindingar lífeyrissjóða með ábyrgð hefðu aukist um 7,8% miðað við sömu forsendur. Þótt nýjustu tölur Hagstofu Íslands geti gefið vísbendingar um að dánartíðni hafi lækkað hægar allra síðustu árin en áratuginna þar á undan þá er ástæða til að hafa áhyggjur af að lengri lífaldur leiði til að skuldbindingar sjóðanna séu vanmetnar.

Auk forsendna um lífslíkur skipta vextir ekki síður máli við mat á skuldbindingum. Skuldbindingar sem lífeyrissjóðir lofa ungum sjóðfélögum hafa meðallíftíma (e. duration) nærri hálfri öld en þegar líður að 67 ára aldri má áætla að meðallíftími sé um 9 ár. Eignir lífeyrissjóða hafa ekki jafn langan líftíma og skuldbindingarnar, sem getur skekkt stöðuna. Takmarkað framboð er af löngum verðtryggðum skuldabréfum og sjóðirnir eiga nú þegar bróðurpart lengstu flokka íbúðarbréfa og ríkisskuldabréfa. Sókn sjóðfélaga í lán á breytilegum vöxtum og þak á

uppgreiðslukostnað neytendalána takmarkar einnig möguleika lífeyrissjóða á að verja sig fyrir vaxtabreytingum, sem eykur vaxtaáhættu.

Meðallíftími skuldbindinga lífeyrissjóða er breytilegur og ræðst af því hvernig hópur sjóðfélaga er samsettur. Lífeyrissjóðir sem hafa verið lokaðir nýjum sjóðfélögum hafa að jafnaði eldri sjóðfélaga og styttri meðallíftíma skuldbindinga. Skuldbindingar vegna loforða til yngri sjóðfélaga leiða til lengri meðallíftíma skuldbindinga. Í dæmigerðum opnum lífeyrissjóðum þar sem dreifing sjóðfélaga er í takt við aldursdreifingu þjóðarinnar má ætla að meðallíftími skuldbindinga liggja á bilinu 20 til 25 ár.

Ef lækkun langtíma vaxta gæti talist vera varanleg myndi það leiða til þess að um enn meira vanmat sé að ræða. Ef hæfilegt þætti að núvirða með 3% verðtryggðum vöxtum má áætla að skuldbindingar dæmigerðra lífeyrissjóða ykjast um 10-13% en eignirnar e.t.v. um 2-4%. Ef 2% raunvextir eða lægri teldust hæfilegt viðmið gæti hækkun skuldbindinga numið tugum prósentu.

Framsýnar og raunsæjar forsendur

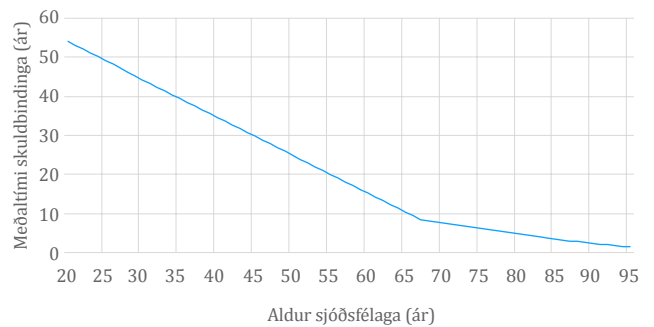
Lífeyriskerfi sem byggja á sjóðsöfnun eru almennt betur í stakk búin til þess að takast á við breytingar á lýðfræðilegri samsetningu þjóða en lífeyriskerfi, sem fjármögnuð eru með skatttekjum. Ófjármagnaðar skuldbindingar

opinberra kerfa þarf á endanum að greiða fyrir með sköttum, sem lagðir verða á næstu kynslóðir. Stærstur hluti sparnaðar einstaklinga hér á landi er fölginn í iðgjöldum til öflunar lífeyrisréttinda og lítið fer fyrir öðrum frjálsum sparnaði. Næstu kynslóðir eftirlaunaþega eiga mikið undir lífeyriskerfinu.

Tryggingakerfi eru í eðli sínu endurúthlutun á fjármunum frá þeim sem kaupa sér tryggingu til þeirra sem verða fyrir eða lenda í skilgreindum (tjóns)atburði. Lífeyriskerfi sem byggja á samtryggingu eru færsla á fé frá iðgjaldagreiðendum sem lifa skemur til þeirra sem lifa lengur. Aðferðum í tryggingastærðfræði er beitt til þess að tryggja að úthlutunin sé *sanngjörn* í einhverjum skilningi og til þess að ganga úr skugga um að hún *gangi upp*.

Mikilvægt er að gefa gaum lífeyriskuldbindingum, sem eru til langs tíma og háðar verulegri óvissu. Til þess að þannig kerfi standist tímans tönn er nauðsynlegt að forsendur þeirra séu ákvarðaðar af framsýni og raunsæi.

Mynd 2 Meðaltími skuldbindingar sjóðfélaga miðað við að taka ellilífeyris hefjist við 67 ára aldur.



Athugun á fjárfestingarkostum fyrir almenna fjárfesta á Íslandi



Alma Jónsdóttir,
lögfræðingur á sviði markaða og viðskiptahátta



Harald Björnsson,
sérfræðingur á sviði markaða og viðskiptahátta

Hjá Fjármálaeftirlitinu starfar hópur sem er meðal annars ætlað að skoða og greina atriði tengd fjárfestavernd á Íslandi með það að leiðarljósi að koma auga á hugsanlegar hættur fyrir fjárfesta og neytendur almennt, bera kennsl á fjárfestingarafurðir og markaði eða markaðsaðila sem greina þarf betur eða krefjast frekari athygli Fjármálaeftirlitsins. Á árinu 2018 var kallað eftir upplýsingum frá fjármálafrýrtækjum á íslenskum fjármálamarkaði um fjárfestingarkosti almennra fjárfesta. Markmiðið var að fá heildarmynd af verðbréfamarkaðnum sem getur gagnast þegar Fjármálaeftirlitið ákveður hvað eigi að leggja áherslu á við eftirlit á þessu sviði.

Óskað var eftir upplýsingum, miðað við árslok 2017, um fjárfestingarkosti sem eru í boði fyrir einstaklinga sem flokkaðir eru sem almennir fjárfestar sem og upplýsingum um heildareignir þeirra í hverjum fjárfestingarkosti fyrir sig. Þá var einnig óskað eftir upplýsingum um hvernig heildareign skiptist milli tiltekinnna aldurshópa og einnig skiptingu eignarhalds í hverjum fjárfestingarkosti fyrir sig eftir aldurshópum.

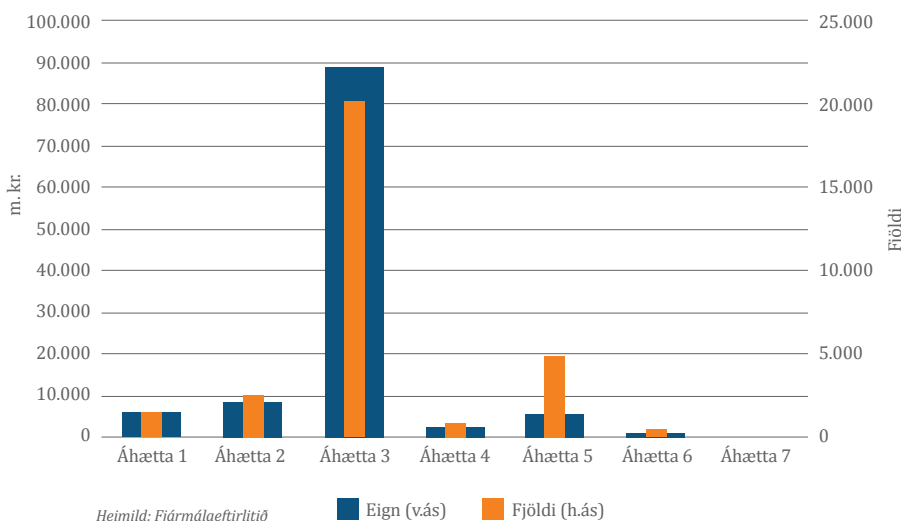
Myndir 1 og 2 sýna skiptingu verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða eftir áhættuflokkun. Áhættuflokkun verðbréfa- og fjárfestingarsjóða fer eftir svokölluðum

áhættumælikvarða sem mælir áhættu vegna verðsveiflna. Mælingar byggja á sögulegum gögnum um verðsveiflur og fylgni undirliggjandi eigna í hverjum sjóði við þær. Áhættuflokkur 1 fylgir minnst áhætta en rétt er að taka fram að lægsti áhættuflokkurinn þýðir þó ekki að fjárfesting sé áhættulaus. Þá getur áhættumælikvarði breyst á milli tímabila í samræmi við breytingar á eignasafni viðkomandi sjóðs eða verðsveiflna undirliggjandi eigna sjóðsins. Ennfremur eru ekki allir áhættuþættir teknir inn í áhættumælikvarðann s.s. lausafjárahætta, mótaðilaáhætta, vaxtaáhætta og rekstaráhætta.

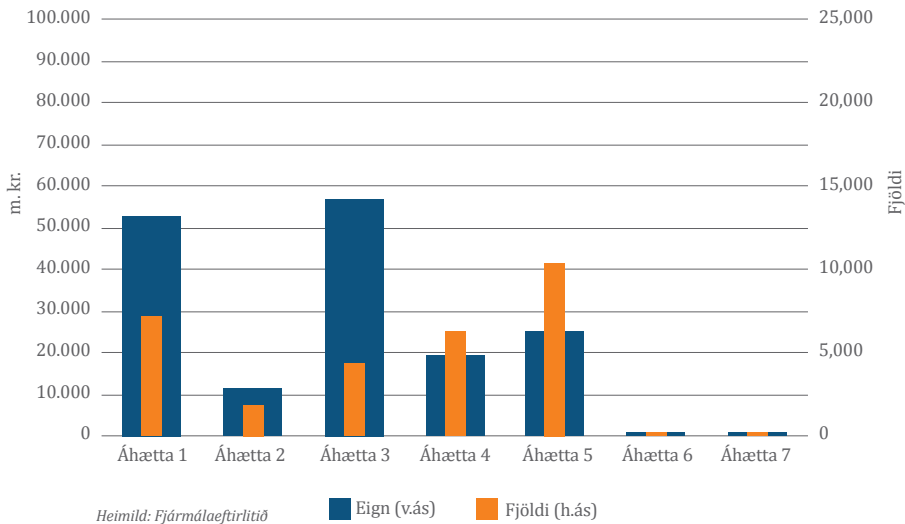
Aldurshópar í athugininni eru fjórir, 18 ára og yngri, 19 til 35 ára, 36 til 60 ára og 60 ára og eldri. Alls skipta 89 þúsund fjárfestar með sér hlutdeild í þeim 430 milljörðum sem liggja í fjárfestingarkostum almennra fjárfesta á íslenska markaðnum, en skiptingu þeirra niður í aldurshópa má sjá á mynd 4. Þar má sjá að fólk á aldrinum 36 ára og eldra á um 97% heildareignarinnar. Í þeim hópum eru einnig flestir fjárfestar eða um 75 þúsund einstaklingar.

Á mynd 3 má greinilega sjá að ásókn almennra fjárfesta er mest í verðbréfa- og fjárfestingarsjóði. Um 69% af fjárfestingum þeirra liggur í framangreindum

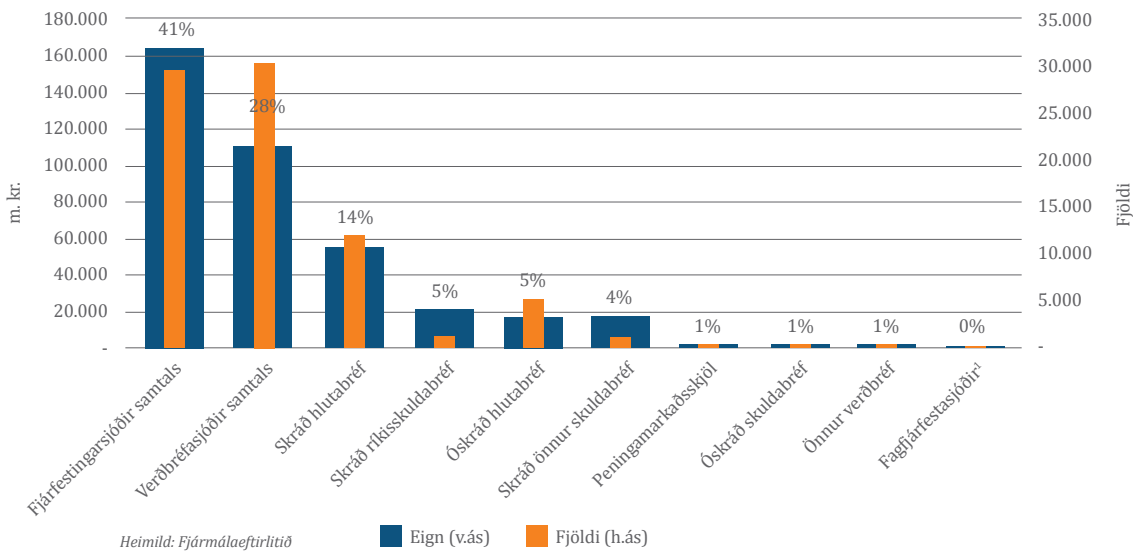
Mynd 1 Heildareign almennra fjárfesta í verðbréfasjóðum í lok árs 2017



Mynd 2 Heildareign almennra fjárfesta í fjárfestingarsjóðum í lok árs 2017



Mynd 3 Heildareign almennra fjárfesta í fjármálagerningum í lok árs 2017



sjóðum, eða um 41% í fjárfestingarsjóðum og 28% í verðbréfasjóðum. Þar á eftir koma skráð hlutabréf (14%), skráð ríkisskuldabréf (5,5%) og óskráð hlutabréf (4,5%).²

Eign almennra fjárfesta í sjóðum er hvað mest í áhættuflokkum eitt og þrjú sem sýnir að áhættusækni þeirra telst ekki mikil. Skiptingin er með þeim hætti að 32,2% almennra fjárfesta á í verðbréfasjóðum í áhættuflokki þrjú, 19,2% í fjárfestingarsjóðum í

áhættuflokki eitt og 20,4% í fjárfestingarsjóðum í áhættuflokki þrjú. Þar á eftir koma fjárfestingarsjóðir í áhættuflokki fjögur og fimm en samanlagt er 16% eigna almennra fjárfesta þar.

Í aldurshópnum 18 ára og yngri eru 3.774 fjárfestar sem skiptast niður á alla fjárfestingarkosti eins og mynd 5 sýnir. Ef skoðaður er fjöldi fjárfesta í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum miðað við eign í hverjum áhættuflokki

¹ Óheimilt er að markaðssetja eða koma fagfjárfestingarsjóði á framfæri við almenning og skal fagfjárfestingarsjóður tryggja að viðskiptavinir uppfylli skilyrði fyrir því að farið sé með þá sem fagfjárfesta. Ýmsar skýringar geta þó verið fyrir því að samkvæmt svörum markaðsaðila eiga almennir fjárfestar um 710 milljónir króna í fagfjárfestingarsjóðum.

² Erfitt er að meta nákvæmlega virði óskráðra fjármálagerna þar sem þeir eru eðli málsins samkvæmt ekki skráðir á markaðsverði.

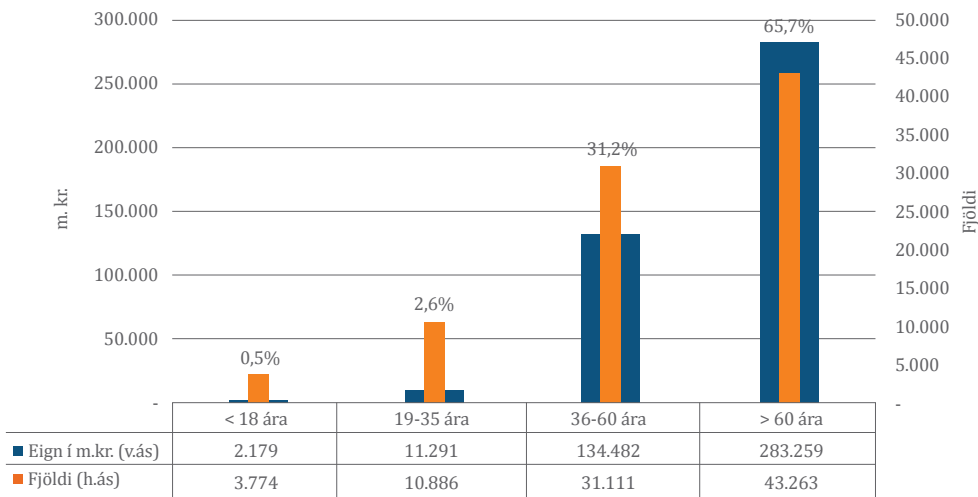
fyrir sig má sjá að í verðbréfasjóðum í áhættuflokki þrjú eru fjöldinn mestur, eða 1.378 fjárfestar, en heildareign þeirra er um 483 milljónir króna. Í fjárfestingarsjóðum er heildareignin um 400 milljónir króna en fjöldi fjárfesta einungis 214. Heildareign þessa aldurshóps í sjóðum í áhættuflokki fimm er einnig athyglisverð en þar er heildareignin 177 milljónir króna en fjöldi fjárfesta 1.041 og má því gera ráð fyrir að heildareign hvers fjárfestis sé lítil í þessum áhættuflokki.

Heildarfjöldi almennra fjárfesta í aldurshópnum 19 til

35 ára í lok árs 2017 var 10.886. Mynd 6 sýnir að dreifing eigna í sjóðum hjá þessum aldurshópi er mjög sambærileg og hjá aldurshópnum 18 ára og yngri. Það sem sker sig einna helst úr er heildareign í sjóðum í áhættuflokki eitt en heildareignin þar er svipuð og í sjóðum í áhættuflokki þrjú eða um 2,5 milljarðar króna í hvorum áhættuflokki fyrir sig. Fjöldi fjárfesta er þó töluvert minni í áhættuflokki eitt, eða 1.281 fjárfestir, heldur en í áhættuflokki þrjú þar sem 3.187 almennir fjárfestar skipta með sér þessum eignum.

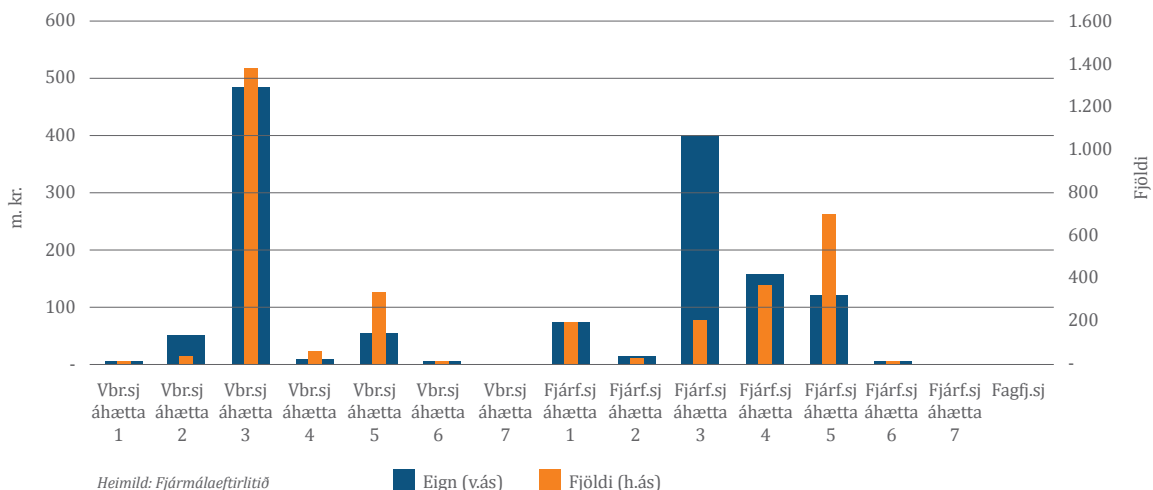
Heildareign aldurshópsins 36 til 60 ára í sjóðum var

Mynd 4 Heildareign almennra fjárfesta í lok árs 2017 eftir aldri og fjölda fjárfesta



Heimild: Fjármálaeftirlitið

Mynd 5 Eign og fjöldi almennra fjárfesta í sjóðum í aldursflokknum 18 ára og yngri í lok árs 2017



Heimild: Fjármálaeftirlitið

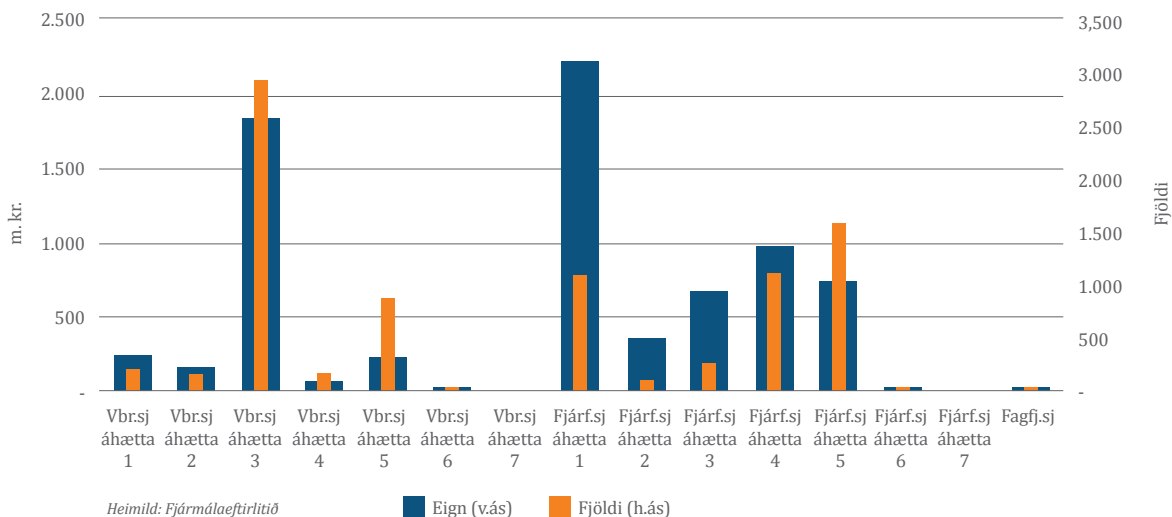
■ Eign (v.ás) ■ Fjöldi (h.ás)

um 77 milljarðar króna í lok árs 2017 og skiptist aðallega í sjóði í áhættuflokkum eitt og þrjú, eða um 26,3 milljarðar króna í áhættuflokki eitt og 28,5 milljarðar í áhættuflokki þrjú, eins og sjá má á mynd 7. Í þessum aldurshópi, líkt og í aldurshópnum 19 til 35 ára, eru þó töluvert færri fjárfestar sem skipta með sér eignum í áhættuflokki eitt, eða 3.400 fjárfestar, heldur en í áhættuflokki þrjú þar sem 6.568 fjárfestar skipta með sér hlutdeild í sjóðunum. Áhugavert er að sjá að dreifing eigna í aldursflokknum 36-60 ára (mynd 7) og eldri en 60 ára (mynd 8) er mjög svipuð. Fyrirfram hefði mátt búast við að eldri hópurinn fjárfesti

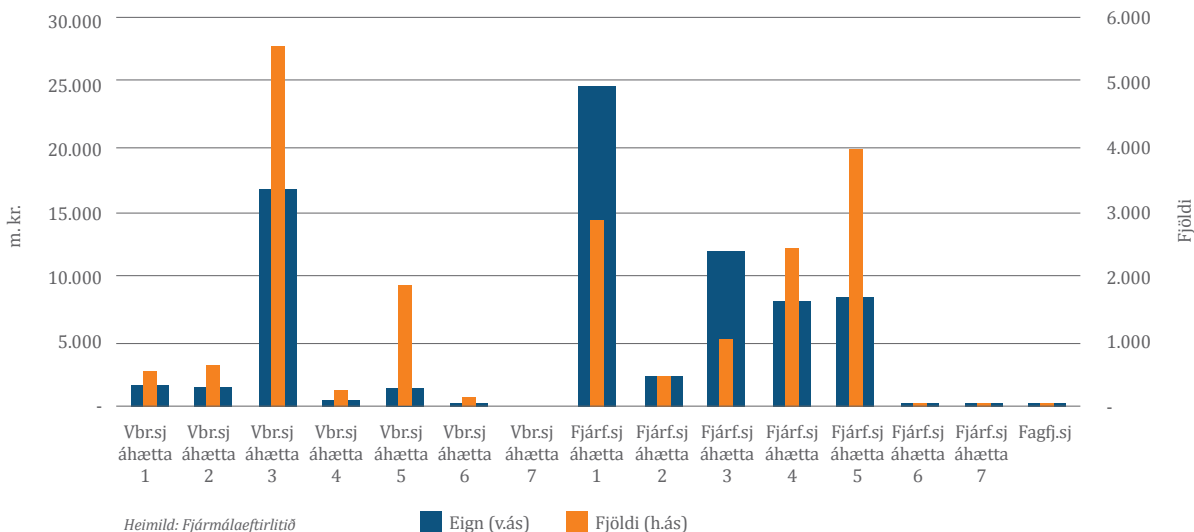
í áhættuminni eignum, þar sem sá hópur er að fjárfesta til skemmri tíma.

Stærsti hópur almennra fjárfesta í sjóðum er aldurshópurinn 60 ára og eldri en heildareign þeirra í sjóðum í lok árs 2017 var um 190 milljarðar króna. Líkt og í öðrum aldurshópum var mest ásókn í sjóði í áhættuflokki þrjú og var heildareignin þar um 113 milljarðar króna sem skiptist milli 13.129 fjárfesta. Heildareign þessa aldurshóps í fagfjárfestasjóðum var um 710 milljónir króna í lok árs 2017 sem er um 88% heildareignar allra almennra fjárfesta í slíkum sjóðum.

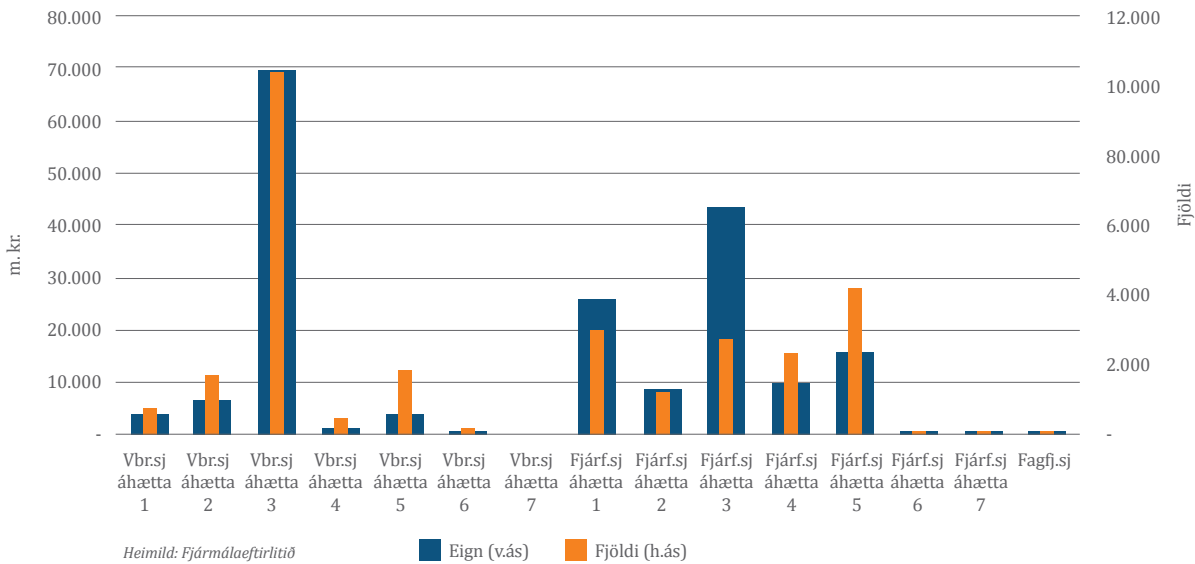
Mynd 6 Eign og fjöldi almennra fjárfesta í sjóðum í aldursflokknum 19 til 35 ára í lok árs 2017



Mynd 7 Eign og fjöldi almennra fjárfesta í sjóðum í aldursflokknum 36 til 60 ára í lok árs 2017



Mynd 8 Eign og fjöldi almennra fjárfesta í sjóðum í aldurshópnum 60 ára og eldri í lok árs 2017



Niðurstöður athugunarinnar voru m.a. þær að almennir fjárfestar á Íslandi eru ekki áhættusæknir og sækjast flestir eftir því að fjárfesta í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Þar sem Fjármálaeftirlitið hefur ekki áður kallað eftir þessum upplýsingum og gert sambærilega samantekt hefur eftirlitið ekki yfirsýn yfir þróun á stöðu almennra fjárfesta á markaðnum að þessu leyti. Stefnt er að því að óska eftir sambærilegum upplýsingum á tveggja ára fresti. Með þeim hætti verður síðar meir hægt að gera samanburð yfir lengra tímabil sem getur varpað ljósi á einkenni íslenska markaðarins á þessu sviði.

Heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka máli með sátt



Sigurður
Guðmundsson,
lögfræðingur á sviði
yfirlögfræðings

1. Inngangur

Á árinu 2007 voru gerðar töluverðar breytingar á löggjöf á fjármálamarkaði. Meðal þeirra breytinga var að kveðið var skýrar á um refsíabyrgð vegna brota á lögum á þessu sviði og heimildir Fjármálaeftirlitsins til að leggja á stjórnvaldssektir vegna brota voru rýmkaðar, en auk þess voru mörk fjárhæða stjórnvaldssekta hækkuð. Þá var fest í lög sérstök heimild fyrir Fjármálaeftirlitið til að ljúka málum með sátt við málsaðila. Með þeim hætti gat Fjármálaeftirlitið lokið máli um brot á lögum eða ákvörðunum stofnunarinnar með sátt sem hefði annars mögulega lokið með formlegri stjórnvaldsákvörðun stofnunarinnar.

Á þeim rúmu tólf árum sem liðin eru frá því sáttahæimild Fjármálaeftirlitsins var fest í lög hefur fjöldamörgum málum verið lokið með sátt milli stofnunarinnar og málsaðila og því nokkur reynsla komin á að ljúka málum með þessum hætti.

Í þessari stuttu grein er ætlunin að varpa ljósi á heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka málum, sem stofnunin hefur til meðferðar, með sátt við málsaðila. Einnig er í greininni vikið að ýmsum hagnýtum atriðum sem varða slíkar sáttir. Þá verða í greininni birtar tölur yfir fjölda sátt- og sektamála á þeim tíma sem liðinn er frá því stofnunin fékk beina lagaheimild til að ljúka málum með þessum hætti.

2. Lagaheimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka málum með sátt

Með gildistöku laga nr. 55/2007, um breytingar á lagaákvæðum um viðurlög við brotum á fjármálamarkaði, voru gerðar umfangsmiklar breytingar á löggjöf sem gildi um starfsemi á fjármálamarkaði. Þar var ákvæðum sérlaga Fjármálaeftirlitsins breytt á þann veg að kveðið var skýrt á um hvaða brot á lögnum gætu varðað refsingum og hvaða brot stjórnvaldssektum. Þá voru sett ákvæði um fjárhæðarmörk stjórnvaldssektarheimilda og tilgreind þau sjónarmið sem stofnunin ætti að taka tillit til við ákvörðun sektarfjárhæðar. Auk þessa voru sett lagaákvæði sem kváðu á um verkaskiptingu milli Fjármálaeftirlitsins og ákærvalds þegar um var að ræða mál vegna brota á lögum sem geta varðað refsingu eða stjórnvaldssekt.

Með gildistöku laganna var enn fremur lögfest bein heimild fyrir Fjármálaeftirlitið til að ljúka málum, sem stofnunin hafði til meðferðar, með sátt við málsaðila. Frekar en að lögfesta eina almenna heimild fyrir Fjármálaeftirlitið til að ljúka málum með sátt við málsaðila, s.s. í lög nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, var farin sú leið í frumvarpinu að lögfesta heimild til Fjármálaeftirlitsins til að ljúka málum með sátt í hverjum og einum lagabálki á málaefnasviði stofnunarinnar. Til að mynda var með 2. gr. laganna bætt nýrri grein, 75. gr., við þágildandi lög nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti, svohljóðandi:

Hafi aðili gerst brotlegur við ákvæði laga þessara eða ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins á grundvelli þeirra er Fjármálaeftirlitinu heimilt að ljúka málinu með sátt með samþykki málsaðila, enda sé ekki um að ræða meiri háttar brot sem refsivíðurlög liggja við. Sátt er bindandi fyrir málsaðila þegar hann hefur samþykkt og staðfest efni hennar með undirskrift sinni. Fjármálaeftirlitið setur nánari reglur um framkvæmd ákvæðisins.

Í almennum athugasemdum með frumvarpi, sem varð að lögum nr. 55/2007, er vikið að þeim sjónarmiðum sem liggja að baki framangreindri tillögu að sáttahæimild Fjármálaeftirlitsins, en þar segir m.a.:

Mikill tími og fjármagn fer í að uppfylla kröfur stjórnslurættarins um undirbúning og birtingu stjórnvaldsákvæðana. Á það jafnt við þó að ekki sé efnislegur ágreiningur milli Fjármálaeftirlitsins og málsaðila. Í frumvarpinu er því lagt til að lögfest verði heimild til að ljúka málum með sátt.¹

Umrætt lagafrumvarp var samið með hliðsjón af niðurstöðum nefndar forsætisráðherra um viðurlög við efnahagsbrotum, eins og tiltekið er í almennum athugasemdum við lagafrumvarpið.² Markmið nefndarinnar var að móta ný viðmið um beitingu viðurlaga við efnahagsbrotum, þ.e. hvenær rétt væri að beita stjórnvaldssektum annars vegar og hins vegar öðrum viðurlögum vegna efnahagsbrota. Þá miðaði um fjöllum nefndarinnar einnig að því að leggja fram tillögum um

¹ Alþingistíðindi (A-deild), 133. löggjafarþing (2006-2007), bls. 4034.

² Sama heimild, bls. 4026. Sjá hér skýrslu nefndar um viðurlög við efnahagsbrotum, gefin út í Reykjavík 12. október 2006. Rétt er að geta þess að auk frumvarps til laga nr. 55/2007 var samið frumvarp til laga um breytingu á samkeppnislögum nr. 44/2005 með hliðsjón af tillögum sem fram komu í framangreindri skýrslu. Það frumvarp var samþykkt sem lög nr. 52/2007 sem tóku gildi 27. mars 2007.

hlutverk og verkaskiptingu eftirlitsaðila, sérstaklega hvað varðar skil á milli annars vegar þeirra sem geta beitt stjórnvaldssektum, og þá einkum Fjármálaeftirlitsins og Samkeppniseftirlitsins, og hins vegar lögreglu og ákærvalds.³

Í skýrslu nefndarinnar voru gerðar ýmsar tillögur varðandi löggjöf á fjármálamarkaði, þ. á m. að Fjármálaeftirlitið fengi beina lagaheimild til að ljúka málum með sátt. Í umfjöllun í skýrslunni um þessa tillögu komu fram svipuð sjónarmið og lýst var í frumvarpi sem varð að lögum nr. 55/2007, sbr. tilvitnun að framan, en í skýrslunni segir m.a.:

Við meðferð máls fer mikill tími og fjármagn í að uppfylla kröfur stjórnvaldsráðgjafarinnar um undirbúning og birtingu stjórnvaldsákvarðanna. Þannig þurfa stjórnvöld að gæta þess að rannsóknarreglunni sé fylgt í hvívetna og að aðilum sé veittur andmælaréttur. Einnig þurfa aðilar að eyða tíma og fjármagn í að koma sjónarmiðum sínum á framfæri. Í framkvæmd geta þessar kröfur leitt til þess að bæði eftirlitsstjórnvald og aðilar hafa lagt umtalsverða vinnu í ákvörðun áður en hin endanlega niðurstaða lítur dagsins ljós, jafnvel þótt komast mætti að sameiginlegri niðurstöðu fyrr í ferlinu. Samkvæmt núgildandi rétti er eftirlitsstjórnvöldum heimilt að ljúka málum með sátt og er það gert með stjórnvaldsákvörðun. Nefndin telur að lögfesting frekari heimildar til að ljúka máli á fyrri stigum, að uppfylltum nánari skilyrðum, myndi stuðla að sparnaði. Einnig myndi hún stuðla að gagnsæi, þar sem ljóst væri í hvaða tilfellum ljúka mætti málum með sátt. Loks myndi tillagan stuðla að því að málum yrði lokið á skemmri tíma en nú er og þar með að auknum varnaðaráhrifum.⁴

Á grundvelli þessa gerði nefndin að tillögu sinni að fest yrði í lög heimild til handa Fjármálaeftirlitinu að ljúka máli með sátt við aðila, en tillaga nefndarinnar að slíkri heimild var samhljóða ákvæðinu sem samþykkt var með lögum nr. 55/2007 og kemur fram hér að ofan.

Lög nr. 55/2007 tóku gildi 27. mars 2007 og var þá fest í flesta lagabálka, þar sem Fjármálaeftirlitinu var falið eftirlit með framkvæmd laganna, heimild til að ljúka málum með sátt. Þess má geta að þeim lögum, þar sem

Fjármálaeftirlitinu er falið eftirlit með framkvæmd laganna, hefur fjölgað talsvert á síðustu árum, en greinarhöfundur veit ekki betur en að sáttahæðir sé að finna í langflestum þeirra laga.⁵

3. Reglur Fjármálaeftirlitsins um heimild til að ljúka máli með sátt

Eins og kemur fram að ofan eru fyrirmæli í sáttahæðir Fjármálaeftirlitsins um að stofnunin skuli setja sér reglur um framkvæmd ákvæðisins. Fjármálaeftirlitið setti fyrir skemmstu nýjar reglur um heimild stofnunarinnar til að ljúka málum með sátt milli aðila, nr. 326/2019, en áður höfðu gilt eldri reglur um þetta sama efni.⁶ Verður reglunum lýst stuttlega og enn fremur vikið að nokkrum hagnýtum atriðum, eftir því sem tilefni er til.

Samkvæmt 1. mgr. 4. gr. reglnanna skal Fjármálaeftirlitið vekja athygli málsaðila á að heimilt sé að ljúka máli með sátt, enda telji stofnunin að málsatvik séu með þeim hætti að sátt komi til álita. Hér gætu t.d. ítrekuð brot málsaðila gegn sama lagaákvæði komið í veg fyrir að máli verði lokið með sátt, enda þá ljóst að tilskilin varnaðaráhrif nást ekki með gerð sáttar, eins og kemur fram í viðurlagastefnu Fjármálaeftirlitsins.⁷ Almenn á þetta sér stað með þeim hætti að þegar Fjármálaeftirlitið telur að gögn málsins bendi til að brot geti hafa átt sér stað er aðila kynnt með bréfi möguleg afstaða stofnunarinnar til athugunar í málinu og aðila gefinn kostur á að koma á framfæri andmælum sínum við stofnunina vegna þessa. Í því sama bréfi vekur stofnunin athygli á því að hægt sé að gera sátt um lok málsins. Vitanlega er ekkert sem kemur í veg fyrir að aðili óski sjálfur eftir að máli ljúki með sátt, s.s. þegar athugun Fjármálaeftirlitsins hefst. Í þessu sambandi má nefna að dæmi eru um að málsaðili hafi að eigin frumkvæði vakið athygli Fjármálaeftirlitsins á lögbroti og óskað eftir að ljúka máli vegna þess með sátt.

Í þeim lagaákvæðum, þar sem Fjármálaeftirlitinu er veitt heimild til að ljúka máli um brot með sátt, er ekki kveðið á um hvort og þá hver „eftirgjöf“ af mögulegri sektarfjárhæð skuli vera þegar máli er lokið með sátt í stað stjórnvaldsákvörðunar. Það er aftur á móti gert í 1. mgr. 3. gr. reglnanna, þar sem segir að sé máli lokið með sátt sé miðað við að sektarfjárhæð sé hlutfallslega lægri en

³ Skýrsla nefndar um viðurlög við efnahagsbrotum, sjá hér bls. 1, sbr. einnig bls. 16–17.

⁴ Sama heimild, bls. 74–75.

⁵ Helsta undantekningin er lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, en viðurlagaheimildir Fjármálaeftirlitsins samkvæmt þeim lögum eru heldur takmarkaðar, en t.a.m. koma engar beinar heimildir stofnunarinnar til að beita stjórnvaldssektum fram í þeim lögum. Til fróðleiks má finna upptalningu þeirra ákvæða, þar sem þessi heimild Fjármálaeftirlitsins kemur fram nú, í 7. gr. reglna nr. 326/2019 um heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka málum með sátt.

⁶ Sjá hér reglur nr. 1245/2007 og nr. 728/2014 um heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka máli með sátt. Þegar vísað er til „reglnanna“ í meginmáli greinarinnar er átt við gildandi reglur, nr. 326/2019.

⁷ Stefna Fjármálaeftirlitsins um beitingu þvingunarúrræða og viðurlaga, dags. 1. okt. 2015. Stefnuna er að finna hér: <https://www.fme.is/media/um-fme/Stefna-Fjarmalaeftirlitsins-um-beitingu-thvingunarurraeda-og-vidurlaga.pdf>

sem ætla mætti að fjárhæð stjórnvaldssektar gæti numið. Þar er jafnframt tilgreint að við mat á sektarfjárhæð skuli litið til þess á hvaða stigi meðferð máls er þegar aðili fellst á að ljúka máli með sátt. Hæst getur „eftirgjöf“ af mögulegri sektarfjárhæð verið 50%, þ.e. ef máli er lokið við upphaf athugunar, en sé máli lokið á síðari stigum getur „eftirgjöfin“ numið 30% af sektarfjárhæð, eins og leiða má af 2. mgr. 3. gr. reglnanna. Í framkvæmd stofnunarinnar hingað til hafa málsaðilar almennt fengið helmings „eftirgjöf“ af mögulegri sektarfjárhæð með því að gera sátt og hefur þá engu breytt á hvaða stigi málsaðilar fallast á að gera sátt. Fjármálaeftirlitið hefur því ekki fram til þessa nýtt heimild til að gera sátt þar sem „eftirgjöf“ af mögulegri sektarfjárhæð nemur lægra hlutfalli en það, þó heimildin til slíks sé vissulega til staðar.

Í framhaldi af ofangreindri umfjöllun er þess getið að við ákvörðun um fjárhæð stjórnvaldssektar í máli, sem lokið er með sátt, koma öll sömu sjónarmið til skoðunar og í máli sem lokið er með stjórnvaldsákvörðun um að leggja stjórnvaldssekt á aðila. Um það vísast m.a. til þeirra sjónarmiða sem tilgreind eru t.d. í 4. mgr. 141. gr. laga nr. 108/2007, t.a.m. alvarleika brots, samstarfsvilja hins brotlega og hvort um ítrekuð brot aðila sé að ræða.⁸ Að fenginni þeirri fjárhæð er hún lækkuð m.t.t. þeirrar „eftirgjafar“ sem veita á í máli, sbr. umfjöllun að framan.

Í 5. mgr. 4. gr. reglnanna koma fram fyrirmæli um hvað skuli fjallað um í sátt. Þar segir að í sátt skuli m.a. koma fram dagsetning, nafn málsaðila, kennitala, heimilisfang, númer máls hjá FME, lýsing á broti, tilvísun til laga og reglna, sektarfjárhæð og viðurlög við broti á sátt. Þá er berum orðum tekið fram í sátt að málsaðili viðurkenni að hafa brotið gegn tilgreindu lagaákvæði eða ákvörðunum Fjármálaeftirlitsins með ákveðinni athöfn (eða athafnaleysi, ef því er að skipta), sbr. hér 1. mgr. 2. gr. reglnanna.

Þá segir í 6. gr. reglnanna að birting sáttar fari eftir gagnsæisstefnu Fjármálaeftirlitsins, sbr. 9. gr. a laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, og að miðað sé við að birting fari fram þegar sektarfjárhæð hefur verið innt af hendi. Um þetta er vísað til gagnsæisstefnu Fjármálaeftirlitsins, sem birt er á heimasíðu stofnunarinnar, en framkvæmd síðustu ára hefur verið með þeim hætti að efni sáttar er birt nánast í heild sinni á heimasíðu stofnunarinnar.⁹

4. Fjöldi og eðli mála sem Fjármálaeftirlitið hefur lokið með sátt

Frá því Fjármálaeftirlitið fékk beina lagaheimild til að ljúka málum um brot með sátt við gildistöku laga nr. 55/2007 hefur stofnunin lokið fjölda mála með þeim hætti. Á sama tíma hefur stofnunin einnig lokið mörgum málum með álagningu stjórnvaldssekta. Í töflu hér að aftan má sjá yfirlit yfir fjölda mála sem hefur verið lokið með sátt á árunum 2007–2019, en til hliðsjónar er einnig birt tafla sem sýnir yfirlit yfir fjölda mála sem lokið hefur með stjórnvaldssekt á sama tímabili.

Hafa ber í huga að töflurnar taka einungis til mála sem var lokið með stjórnvaldssekt eða sátt við aðila. Töflurnar sýna því ekki mál þar sem Fjármálaeftirlitið taldi brot á lögum vera „meiri háttar“ og kærði mál til lögreglu, svo sem skylt er samkvæmt t.d. 2. mgr. 148. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti. Að sama skapi koma ekki fram í töflunum ákvarðanir stofnunarinnar um að ljúka máli með niðurstöðu um brot málsaðila en án þess að beita viðurlögum.¹⁰

Þá verður að hafa í huga í sambandi við fjárhæðir stjórnvaldssekta, bæði stjórnvaldssekta sem eru lagðar á með stjórnvaldsákvörðun og enn fremur þeim sem

Sáttir - fjöldi og samtala fjárhæða eftir árum:		
Ár	Fjöldi sátta	Samtala fjárhæða sátta
2007	0	0
2008	1	200.000
2009	44	30.000.000
2010	13	9.400.000
2011	5	3.400.000
2012	2	900.000
2013	11	8.862.500
2014	7	13.125.000
2015	4	16.075.000
2016	9	16.450.000
2017	8	93.050.000
2018	5	27.550.000
2019	4	54.800.000
Alls	113	276.812.500

⁸ Sömu sjónarmið eru tilgreind í öðrum lögum þar sem kveðið er á um að Fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með framkvæmd laganna, sjá hér t.a.m. 3. mgr. 110. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálfyrirtæki og 5. mgr. 65. gr. laga nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestastjóði

⁹ Gagnsæisstefna Fjármálaeftirlitsins, dags. 16. apríl 2014. Stefuna er hægt að finna hér: <https://www.fme.is/media/um-fme/Gagnsæisstefna-FME-16.4.2014.pdf>.

¹⁰ Þá hafa málsaðilar í einstaka tilvikum borið gildi stjórnvaldsákvörðunar um fjársektir undir dómstóla, sem hafa, eftir atvikum, fallist á röksemdir málsaðila og fellt sektarákvörðun Fjármálaeftirlitsins úr gildi. Ekki er gerð sérstök grein fyrir slíkum málum í töflu um stjórnvaldssektir. Ekki hefur komið til þess að málsaðili hafi borið ágreining um gildi eða efni sáttar undir dómstóla.

Stjórnvaldssektir – fjöldi og samtala fjárhæða eftir árum		
Ár	Fjöldi sekta	Samtala fjárhæða sekta
2007	10	20.900.000
2008	18	47.200.000
2009	5	22.500.000
2010	9	44.600.000
2011	3	25.000.000
2012	0	0
2013	7	14.000.000
2014	1	10.000.000
2015	2	32.500.000
2016	3	22.500.000
2017	3	124.500.000
2018	1	5.700.000
2019	0	0
Alls	62	369.400.000

ákveðnar eru með sátt milli aðila, að með lögum nr. 58/2015 voru gerðar viðamiklar breytingar á ýmsum lagabálkum, þar sem kveðið er á um að Fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með framkvæmd laganna, s.s. lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti og lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki, sem miðuðu m.a. að því hækka sektarfjárhæðir vegna brota og veita Fjármálaeftirlitinu heimild til að veltutengja stjórnvaldssektir sem lagðar eru á lögáðila. Því er samantöldur á fjárhæðum í málum, sem lokið var á grundvelli eldri heimilda og hinna nýju heimilda í lögum nr. 58/2015, ekki marktækur.¹¹

Þess má geta að á ofangreindu tímabili hefur Fjármálaeftirlitið tvívegis gert sátt þar sem málsaðili er einstaklingur, en í öðrum tilvikum er um lögáðila að ræða, þ.e. fyrirtæki, sveitarfélög, opinberar stofnanir og

lífeyrissjóði. Til fróðleiks er lögsta fjárhæð sem málsaðila hefur verið gert að greiða samkvæmt sátt 200.000 kr., en hæsta fjárhæð 37.500.000 kr. Þá er lögsta stjórnvaldssekt sem Fjármálaeftirlitið hefur lagt á málsaðila síðan sátttaheimildin var fest í lög 50.000 kr., en sú hæsta 72.000.000 kr.¹²

Í tenglum við framangreint má geta þess að allar sáttir sem Fjármálaeftirlitið hefur gert hingað til hafa falið það í sér að málsaðili greiði tiltekna fjársekt til stofnunarinnar. Með öðrum orðum hefur Fjármálaeftirlitið ekki gert sátt sem kveður á um að málsaðili inni af hendi tiltekna athafnaskyldu eða láti af tilgreindri háttsemi. Sá möguleiki er samt sem áður fyrir hendi, enda ekki tekið fyrir slíkt í lagaheimildum stofnunarinnar til að ljúka máli með sátt og raunar er tekið fram í almennum athugasemdum með frumvarpi, sem varð að lögum nr. 55/2007, að ekki sé aðeins gert ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu verði heimilt að bjóða málsaðilum að ljúka málum með sátt um hæfilega sektargreiðslu, heldur sé ætlunin að Fjármálaeftirlitið geti beitt öllum þeim úrræðum sem það hefur lögum samkvæmt þegar málum er lokið með sátt.¹³

Sem dæmi um mál sem Fjármálaeftirlitið hefur lokið með sátt má nefna eftirfarandi:

- Brot gegn skyldu um birtingu innherjaupplýsinga skv. 122. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti.
- Greiðsla óheimilla kaupauka til starfsmanna fjármálafyrirtækja skv. 57. gr. a laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.
- Brot gegn lagaákvæðum sem setja takmörk á fjárfestingar sjóða, t.a.m. 43. og 59. gr. laga nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði.
- Þá hefur fjölmörgum málum verið lokið með sátt þar sem um var að ræða vanhöld á tilkynningarskyldu aðila, t.d. samkvæmt lögum nr. 108/2007 eða

¹¹ Sjá hér t.d. að í tilvikum laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti var fyrir gildistöku laga nr. 58/2015 heimilt að sekta einstaklinga fyrir brot á lögum um 10.000 kr. til 20.000.000 kr., en lögáðila um 50.000 kr. til 50.000.000 kr., sbr. 3. mgr. 141. gr. laganna. Eftir gildistöku laga nr. 58/2015 gátu sektir sem lagðar voru á einstaklinga numið 100.000 kr. til 65.000.000 kr., en í tilvikum lögáðila 500.000 kr. til 800.000.000 kr. eða allt af 10% af heildarveltu sam kvæmt síðasta sam þykktu ársreikningi lögáðilans, sbr. 3. mgr. 141. gr. laganna. Nánari umfjöllun um umrædda lagabreytingu má finna hér: Hildur Jana Júlíusdóttir: Nýlegar breytingar á stjórnvalds-sektarheimild um Fjármála eftirlitsins. Fjármál, nóvember 2015, bls. 8–10.

¹² Rétt er að geta þess að málsaðili í síðargreinda málinu stefndi Fjármálaeftirlitinu og íslenska ríkinu og gerði m.a. þá kröfu að ákvörðun stofnunarinnar um álagningu sektarinnar yrði ógilt. Sjá hér dóm héraðsdóms Reykjavíkur í máli nr. E-4049/2017 frá 3. júlí 2019, þar sem fallist var að hluta til á kröfu málsaðila og sektarfjárhæðin lækkuð í 24.000.000 kr. Dóminum hefur verið áfrýjað til Landsréttar.

¹³ Alþingistíðindi (A-deild), 133. löggjafarþing (2006–2007), bls. 4034. Umfjöllunin verður að skoða með hliðsjón af skilyrðum fyrir því að sátt verði gerð og koma t.a.m. fram í 1. mgr. 1. gr. reglna nr. 326/2019 um heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka málum með sátt, sbr. einnig 1. mgr. 1. gr. reglna nr. 728/2014 um sama efni, þ.e. að málsaðili hafi látið af brotlegrri háttsemi eða gert viðeigandi úrbætur. Vegna þessara skilyrða má leiða líkum að því að í eldri sáttamálum hafi ekki gerst þörf á að tiltaka ákveðnar skyldur á hendur aðila í sátt, aðra en greiðslu fjársektar, fyrst sátt var á annað borð gerð í málinu og öðru eða báðum framangreindra skilyrða reglnanna því fullnægt.

lögum nr. 161/2002. Sem dæmi um slík mál má nefna brot gegn flöggunarreglum 78., 86. og 87. gr. laga nr. 108/2007, brot gegn rannsóknar- eða tilkynningarskyldu fruminnherja, sbr. 125. og 126. gr. laganna, skyldu útgefanda til að birta upplýsingar um viðskipti stjórnenda, sbr. 127. gr. laganna, og skyldu útgefanda til að skila Fjármálaeftirlitinu innherjaskrá skv. 128. gr. laganna. Sem dæmi um slík mál vegna laga nr. 161/2002 má nefna brot gegn skyldu skv. 40. gr. laganna um að aðili skuli tilkynna Fjármálaeftirlitinu fyrirfram um að hann hyggist eignast virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki.

5. Lokaorð

Heimild Fjármálaeftirlitsins til að ljúka máli með sátt var lögfest til að spara tíma og fjármagn sem annars færi í að uppfylla kröfur stjórnsluréttarins um undirbúning og birtingu stjórnvaldsákvarðana, eins og vikið er að í athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 55/2007.

Eins og sést á yfirliti, sem birt er í þessari grein, hefur fjöldamörgum málum verið lokið með sátt milli Fjármálaeftirlitsins og málsaðila frá því að stofnunin fékk beina lagaheimild til að ljúka málum með þessum hætti með gildistöku laga nr. 55/2007. Óhætt er því að fullyrða að málsaðilar sjái sér hag í því að ljúka málum, sem eru til meðferðar hjá Fjármálaeftirlitinu, með þessum hætti, en með því móti geta þeir sparað sér tíma og fyrirhöfn, en ekki síður fjármuni sem þeir hefðu annars mögulega þurft að greiða í fjársekt til ríkissjóðs.

Nýr kapítuli: MREL og breytingar á fjármagnskröfum íslenskra banka 2020-2024



Elvar Guðmundsson,
sérfræðingur í
áhættugreiningu



**Hjálmar Stefán
Brynjólfsson,**
lögfræðingur á sviði
yfirlögfræðings

Þann 9. nóvember sl. var frumvarp til laga um skilameðferð lánastofnana og verðbréfafyrirtækja lagt fram á Alþingi¹. Þegar lögin hafa verið samþykkt og tekið gildi, munu sérlög gilda um skilameðferð banka hér á landi, líkt og verið hefur í EES-ríkjum um nokkra hríð. Sérögunum verður ætlað að varðveita fjármálastöðugleika og lágmarka neikvæðar afleiðingar af fjármálaáföllum með því að vernda tryggðar innstæður og fjárfesta, eignir viðskiptavina og nauðsynlega starfsemi banka. Öðlast á slíka vernd án þess að veita þurfi fjárframlög úr ríkissjóði (e. bail-out), eða að hættan á því lágmarkuð eins og kostur er.

Frumvarpið felur í sér innleiðingu á svonefndri BRRD tilskipun² en með henni verður til umgjörð um viðbrögð við rekstrarerfiðleikum eða yfirvofandi falli banka. Viðbrögð geta falist í úrræðum eftirlitsstofnana til að vinna að endurbótum vegna slíkra erfiðleika eða ákveða að hefja skilameðferð banka sem er kominn að falli. BRRD tilskipunin var samin í kjölfar alþjóðlegra fjármálakreppunnar 2007-2009, m.a. til að sporna við þeim freistnivanda sem felst í að bankar verði of stórir til að falla³. Með tilskipuninni eru settar fram leikreglur í kringum það að sérstök stjórnvöld, svonefnd skilavöld, muni geta sett mikilvægar lánastofnanir í skilameðferð. Á því stigi máls, þ.e. þegar ákvarðað hefur verið að lánastofnanir séu að falli komnar (e. failing or likely to fail), geta skilavöld gripið til nokkurra úrræða sem ætlað er að lágmarka áhrifin af fallinu. Þau hafa heimildir til að i) yfirfæra eignir, réttindi eða skuldbindingar til annarra aðila sem ekki eru brúarfyrirtæki, þ.e. ný lánastofnun, ii) stofna brúarfyrirtæki, þ.e. nýja lánastofnun, sem tekur við eignum og/eða skuldbindingum fallins banka og iii) flytja eignir og/eða skuldbindingar fallins banka til svokallaðs eignaumsýslufélags, eins eða fleiri, sem er ætlað að vinna að því að hámarka virði þeirra. Öll þessi úrræði eru

kunnugleg og ekki ný af nálinni út frá íslenskum aðstæðum, að öðru leyti en því að BRRD gerir ráð fyrir að opinberum stofnunum verði falið að vinna að verkefnum sem voru unnin af skilaneftendum á árunum eftir hrún.

Skilavöld munu hins vegar einnig hafa fleiri úrræði en þau þrjú sem nefnd hafa verið, og þau úrræði eru nýmæli í íslenskum rétti. Á meðal þeirra nýjunga sem frumvarpið færir fram er svonefnt eftirgjafarúrræði (e. bail-in tool) sem felur í sér valdheimildir skilavalds til að endurfjármagna lánastofnun sem er að falli komin eða niðurfæra skuldir og skuldbindingar lánastofnana og/eða umbreyta þeim í eigið fé fyrir brúarfyrirtæki sem ákveðið er að stofna⁴. Til að tryggja að hægt sé að beita þessu eftirgjafarúrræði og þeim valdheimildum sem í því felst er skilavaldinu jafnframt falið vald til að krefjast þess að lánastofnanir hafi á hverjum tíma nægt fjármagn. Skilavaldinu er með öðrum orðum fengið vald til að geta krafist þess að fjármagn, þ.e. eigið fé og skuldir/skuldbindingar, lánastofnana sé af tilteknu magni og uppfylli ákveðin skilyrði svo tryggt sé að hægt verði að endurfjármagna lánastofnunina, eða niðurfæra skuldir eða skuldbindingar eða umbreyta þeim í eigið fé, ef til falls kemur.

Þessi valdheimild eða krafa skilavalds mun í íslenskum lögum verða nefnd lágmarkskrafa um eiginfjárgrunn og hæfar skuldbindingar og þekkist alþjóðlega og innan EES undir skammstöfuninni MREL⁵. Um hana er fjallað í IV. kafla BRRD frumvarpsins. Tilgangi og markmiði MREL kröfunnar hefur þegar verið lýst: Henni er ætlað að tryggja að hægt sé að beita svonefndu eftirgjafarúrræði, þannig að í stað þess að fallnar lánastofnanir verði endurfjármagnaðar með ríkisaðstoð (e. bail-out) verði fjármagni lánardrottna bankanna varið til þess (e. bail-in). Krafan hefur einnig annað markmið, sem er að sjá til þess að tapþol (e. loss absorbency) lánastofnana sé fullnægjandi. Krafan gegnir

¹ Frumvarpið er aðgengilegt hér: <https://www.althingi.is/altext/150/s/0426.html>.

² Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2014/59/ESB frá 15. maí 2014 sem kemur á ramma um endurreisn og skilameðferð lánastofnana og verðbréfafyrirtækja, almennt nefnd Bank Recovery and Resolution Directive, skammstafað BRRD. Tilskipunin er aðgengileg hér: <https://www.efta.int/sites/default/files/documents/legal-texts/eea/other-legal-documents/solr/translated-legal-acts/icelandic/i32014L0059.pdf>.

³ Margt hefur verið ritað erlendis um það þegar bankar verða of stórir til að falla (e. too-big-to-fail), sem hefur verið skammstafað TBTF eða OFSTAFKA upp á okkar ástkæra, ylhýra.

⁴ Rétt er að geta þess að valdheimildin til að beita eftirgjöf byggir m.a. á tillögum og leiðbeiningum frá alþjóðlega fjármálastöðugleikaráðinu, Financial Stability Board. Heimildum skilavalds til að niðurfæra fjármagnsgæringu eða umbreyta þeim er einnig, og undir ákveðnum kringumstæðum, hægt að beita sjálfstætt, án þess að ákveðið hafi verið að lánastofnun fari í skilameðferð.

⁵ MREL er ensk skammstöfun sem stendur fyrir Minimum requirements for Own funds and Eligible liabilities. MREL er skylt tillögum Alþjóðlegra fjármálastöðugleikaráðsins (FSB) um að allir alþjóðlegir bankar (G-SIB) búi yfir ákveðnu lágmarks tapþoli til að geta mætt erfiðleikum í rekstri, svonefndu TLAC, þ.e. Total Loss-Absorbing Capacity.

þannig tvíþættu hlutverki: Annars vegar að sjá til þess að tapþol lánastofnana sé burðugt og hins vegar að hægt sé að endurfjármagna þær ef til falls kemur.

Hið tvíþætta hlutverk MREL kröfunnar vísar til tveggja stöða sem skipta máli við útreikning á kröfunni. Ákveðinni fjárhæð er ætlað að efla tapþol lánastofnana og ákveðinni fjárhæð er ætlað að tryggja að hægt sé að endurfjármagna þær. Hér á landi verður, eftir samþykkt frumvarpsins, endanleg ákvörðun um þá fjárhæð sem felst í MREL kröfunni í höndum einingar sem staðsett verður innan Seðlabanka Íslands. Vísað er til þessarar einingar sem Skilavalds í frumvarpinu sem fjallað var um að framan. Ekkert einhlítt svar er við því hvað samanlögð fjárhæð, sem af MREL kröfunni leiðir, verður há. Skilavaldið mun hafa svigrúm til að meta það og ákveða, með hliðsjón af skilaáætlunum fyrir einstakar lánastofnanir, sem byggjast munu á ítarlegri greiningu á starfsemi þeirra. Hafi slit lánastofnunar ekki í för með sér verulega neikvæð áhrif á hagkerfið, fjármálakerfið, önnur fjármálafyrirtæki eða miðlun fjármagns í fjármálakerfinu, má ætla að MREL kröfu slíks fyrirtækis verði stillt í hóf.

Forskriftir að þeim reiknireglum (e. calibration) sem gilda munu um MREL kröfuna eru nokkrar⁶. Útfærslur aðildarríkja innan EES á því hver MREL krafan er í hverju ríki fyrir sig eru jafnframt ólíkar⁷. Ástæðan er sú að ákveðið svigrúm er byggt inn í löggjöfina, sem helgast af því að krafan verður að taka mið af starfsemi hverrar lánastofnunar sem í hlut á og þeim úrræðum sem hægt verður að grípa til samkvæmt skilaáætlunum. Í grunninn er MREL krafan þó reiknuð sem samtala eiginfjárgrunns og hæfra skuldbindinga í hlutfalli af samtölu eiginfjárgrunns og heildarskuldbindinga⁸. Umræddar hæfar skuldbindingar eru einungis hluti af heildarskuldbindingum lánastofnunar, þ.e. þær skuldbindingar sem uppfylla ákveðin skilyrði sem nánar er fjallað um í ofangreindu frumvarpi. Tvö af megin skilyrðum vegna hæfra skuldbindinga eru i) að til þeirra teljist fjármagnsgerningar sem ekki falla undir eiginfjárliði eiginfjárgrunns samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki og ii) að þær séu ekki undanþegar eftirgjöf eða að Skilavaldið hafi ekki sérstaklega

undanþegið þær frá eftirgjöf í samræmi við ákvæði þar að lútandi í frumvarpinu. Til viðbótar þeim skilyrðum þurfa hæfar skuldbindingar að vera innborgaðar og þær mega ekki vera skuldbindingar gagnvart fyrirtækinu sjálfu eða tryggðar af eða á ábyrgð fyrirtækisins. Þær mega ekki heldur vera fjármagnaðar af fyrirtækinu beint eða óbeint. Eftirstöðvatími hæfrar skuldbindingar skal að lágmarki vera eitt ár. Þá mega skuldbindingar ekki koma til vegna afleiðna, tryggðra innstæðna eða tryggingarhæfra innstæðna örfélaga, lítilla eða meðalstórra félaga. Í stuttu máli sagt: Eftirgefanlegar skuldbindingar og hæfar skuldbindingar er ekki það sama.

Hvernig verður MREL innleitt hér á landi?

Eftir samþykkt BRRD frumvarpsins sem fjallað hefur verið um, verður skýrt að Seðlabanka Íslands, þ.e. einingunni sem telst vera Skilavald, verður falið að taka ákvörðun um það hverjar MREL kröfur til lánastofnana verða. Við þá ákvörðun verður væntanlega stuðst við þær meginreglur sem fjallað hefur verið um, þ.e. hlutfallið, skilgreiningar á hæfum skuldbindingum og reiknireglurnar (e. calibration). Hins vegar þarf einnig að hafa hugfast að Skilavaldið verður að taka til skoðunar hvort gera eigi vissan hluta af MREL kröfunni undirskipaðan öðrum kröfum lánardrottna (e. subordinated), þ.e. víkjandi í kröfuröð kæmi til falls banka. Líkt og með annað sem snýr að MREL er það hlutfall ekki fasti, heldur þarf að meta það m.a. með hliðsjón af starfsemi og skilaáætlunum vegna viðkomandi lánastofnana. Að sama skapi verður Skilavaldið að taka með í reikninginn meginregluna um að enginn hluthafi eða lánardrottinn ætti að fara verr út úr aðgerðum Skilavalds heldur en ef viðkomandi lánastofnun hefði farið í gegnum slitameðferð (e. no creditor worse off, NCWO). Sú regla getur haft áhrif á það hvaða fjármagnsgerningar geta uppfyllt MREL kröfur Skilavaldsins, en áhrif hennar fara þó dvínandi eftir því sem skýrara verður hver nákvæmlega kröfuröð (e. credit hierarchy) verður við fall lánastofnana hér á landi og hvar í þeirri röð ýmsar tegundir skulda munu verða, þar með talin SNP-skuldabréf.⁹

Það er að nokkru leyti til marks um stöðu mála að

⁶ Nefna má í því samhengi bæði þær leiðbeiningar og aðferðafræði sem Skilavald Evrópusambandsins (e. Single Resolution Board) hefur mótað, en einnig tæknilega staðla Evrópska bankaeftirlitsins sem gefnir hafa verið út sem reglugerð (ESB) 2016/1450.

⁷ Í þessu sambandi má meðal annars benda á að Danmörk, Noregur og Svíþjóð hafa hvert fyrir sig sína útfærslu á reiknireglum til að skilgreina MREL. Útgangspunktur ríkjanna er þó í öllum tilfellum einhvers konar útfærsla á grunnreglu um að MREL krafa sé hér um bil tvöföldun á heildarkröfu um eiginfjárgrunn (þ.e. 2xPillar I krafa, 2xPillar II krafa og 2xeiginfjárlaukar). Rétt er að ítreka það sem fram kemur í greininni að innbyggt er í regluverkið svigrúm til að hafa áhrif á þessa grunnreglu.

⁸ Samtala eiginfjárgrunns og heildarskuldbindinga er þýðing á Total Liabilities and Own funds, oft skammstafað TLOF. MREL – krafan er þó einnig gjarnan umreiknuð yfir í kröfu í hlutfalli af áhættugrunni (e. Total Risk Exposure Amount – TREA).

⁹ Með SNP-skuldabréfum er átt við sk. „Senior Non-Preferred“-skuldabréf.

nú þegar mál eru að skýrast varðandi MREL kröfur íslenskra banka, þar sem ljóst verður við samþykkt BRRD frumvarpsins hvaða stofnun tekur ákvörðun um þær, eru breytingar á þessum sömu kröfum við sjóndeildarhring. Í júní sl. samþykktu Evrópuþingið og ráðið breytingatilskipun vegna BRRD, svokölluð BRRD II tilskipun¹⁰, þar sem ný aðferðafræði vegna MREL hefur verið mótuð. Þá aðferðafræði þarf að lögfesta hér á landi, líkt og í öðrum ríkjum innan EES, en ávinningurinn af henni er m.a. að samspiði milli MREL og eiginfjárauka verður skýrara og Skilavaldi verður fengið það vald að takmarka útgreiðslur ef lánastofnanir geta ekki uppfyllt MREL kröfur (sk. M-MDA takmarkanir). BRRD II tilskipunin mun í fyllingu tímans sníða Skilavaldinu ögn þrengri en skýrari stakk með tilliti til þess hverjar MREL kröfur vegna íslenskra lánastofnana eiga að verða. Þeim ramma þarf hins vegar að koma á innan EES fyrir 1. janúar 2024. Með öðrum orðum er tímafrestur til að verða við MREL kröfum samkvæmt BRRD II innbyggður í tilskipunina, þó vissulega geti komið til einhverra tilslakana á þeim tímafresti. Rétt er þó að geta þess að umrædd tilskipun er ekki eina breytingatilskipunin á BRRD sem nú er komin í biðstöðu, því einnig þarf að innleiða tilskipun (ESB) 2017/2399 hér á landi að því er varðar forgangsröð krafna vegna lánastofnana í skilameðferð og skilgreiningu á SNP-skuldabréfum.

Almennt er hægt að fullyrða að lánastofnanir hér

á landi standa frammi fyrir því eftir gildistöku BRRD frumvarpsins að þurfa að breyta fjármögnun sinni og fjármagnsskipan til að mæta kröfum Skilavaldsins. Líkt og fram kemur í almennum athugasemdum við BRRD frumvarpið sem fjallað hefur verið um í þessari grein gæti breytt fjármagnsskipan íslenskra banka og vaxtaálag þeirra skuldbindinga, sem Skilavaldið mun gera kröfu um, aukið vaxtakostnað banka, þar með talið vegna vaxtaálags skuldabréfa sem gefa þarf út til að uppfylla MREL kröfur. Þetta gæti leitt „til hærri útlánsvaxta og þóknana en ella, lakari afkomu bankanna eða sambands af þessu tvennu“.¹¹ Því er mikilvægt að hið væntanlega Skilavald nýti það svigrúm sem er innbyggt í Evrópuréttinn að því er varðar MREL kröfur og geti heimfært það á starfsemi þeirra lánastofnana sem í hlut eiga hér á landi. Samhliða þessu verða kröfurnar að taka mið af þeim breytingum sem hafa átt sér stað með uppfærðu regluverki samkvæmt BRRD II. Í því samhengi þarf sérstaklega að hafa hugfast að koma nýju MREL kröfunum í framkvæmd í þrepaskiptum áföngum allt til ársins 2024.

¹⁰ Tilskipunin er aðgengileg á ensku hér: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L0879&from=EN>.

¹¹ Sjá Staða íslensku viðskiptabankanna og helstu áskoranir framundan í Fjármálum, vefriti Fjármálaeftirlitsins, bls. 10, í 2. tölubl. 2019: <https://www.fme.is/media/utgefing/efni/Stada-islensku-vidskiptabankanna-og-helstu-askoranir-framundan.pdf>

Verðbréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki



Bryndís Ásbjarnardóttir,
Forstöðumaður
Þjóðhagsvarúðar

Verðbréfamarkaðir gegna mikilvægu hlutverki í að fjármagna atvinnustarfsemi í hagkerfinu, dreifa áhættu og styðja við hagvöxt og fjármálastöðugleika.¹ Við mat á fjármálastöðugleika þarf því að greina umfang verðbréfamarkaðarins og virkni hans.

Eftir fjármálakrísuna hefur íslenskur verðbréfamarkaður verið í enduruppbyggingu. Skráðum félögum á hlutabréfamarkaði hefur fjölgað og viðskipti hafa aukist. Skuldabréfamarkaðurinn hefur farið stækkandi og samsetning hans eftir tegund skuldabréfa hefur verið að breytast. Eignir sjóða hafa staðið í stað en verðbréfasjóðir hafa dregist saman á sama tíma og fjárfestinga- og fagfjárfestingasjóðir hafa verið að stækka.

Þróun og uppbygging hlutabréfamarkaðar

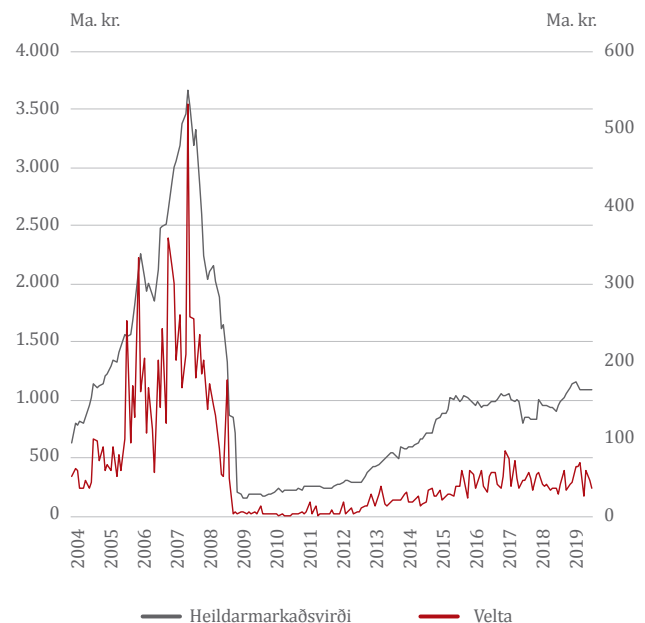
Virkur hlutabréfamarkaður tengir saman hagsmuni almennings, atvinnulífsins og fjárfesta. Með því að auka sýnileika fyrirtækja og skapa með því tækifæri til fjárfestingar verða til ný störf og fjölbreyttari fjárfestingaleiðir fyrir almenning og fjárfesta.

Eins og kunnugt er þá hrundi íslenski hlutabréfamarkaðurinn í kjölfar fjármálaáfallsins í október 2008. Stór hluti af markaðsvirði og veltu hafði verið borin uppi af bönkunum og aðilum tengdum þeim. Sem dæmi má nefna að í desember 2007 voru stóru bankarnir þrír 53% af heildarmarkaðsvirði og 72% af veltu skráðra félaga. Exista, FL Group og Bakkavör Group voru 19% af markaðsvirðinu og 18% af veltunni. Eftir fjármálaáfallið fækkaði skráðum hlutafélögum í Kauphöllinni verulega og fór fjöldinn lægst niður í átta á árunum 2010-2011.

Segja má að enduruppbygging markaðarins hafi hafist á árunum 2011-2013 með vel heppnuðu hlutabréfaútbóði Haga og fleiri félög fylgdu í kjölfarið. Frá árinu 2015 hefur fjöldi skráðra félaga í Kauphöllinni verið hærri en hann var í árslok 2008. Þrátt fyrir það er markaðsvirði skráðra hlutabréfa minna en helmingur af virði þeirra árið 2008 eða um 1.000 ma.kr. Hefur þar mikið að segja hversu stórir bankarnir þrír voru fyrir fjármálaáfallið.

Segja má að meiri fjölbreytni sé nú í starfsemi skráðra félaga en var fyrir fjármálaáfallið. Stærsti flokkurinn er iðnaður (42%) sem er nær eingöngu Marel. Síðan kemur fjármálastarfsemi (32%) sem skiptist í tvo banka (15%), þrjú váttryggingafélög (6%) og fjögur fasteignafélög

Mynd 1 Velta og markaðsvirði skráðra hlutabréfa í Kauphöllinni



Heimild: Nasdaq

(11%). Þjónustufyrirtæki (16%) eru þriðji stærsti flokkurinn og aðrir minni flokkar (25%) eru vörur, tækni og fjarskipti. Marel er nú langstærsta fyrirtækið sem er skráð í Kauphöllina og eru hlutabréf þess nú um 40% af markaðsvirði skráðra hlutabréfa. Næst á eftir kemur Arion banki en hlutabréf hans eru um 13% af heildarvirði skráðra hlutabréfa. Hlutabréf annarra fyrirtækja eru um eða undir 5% af heildarvirði fyrir utan BRIM sem er 6% af heildarvirði skráðra hlutabréfa.

Veltuhraði er góður mælikvarði á virkni markaðarins en hann segir til um veltu miðað við stærð fyrirtækja. Veltuhraði á hlutabréfamarkaði hefur almennt farið vaxandi undanfarin misseri og má teljast viðunandi miðað við stærð markaðarins. Velta stórra fyrirtækja hér á landi er svipuð og á öðrum aðalmörkuðum Nasdaq á Norðurlöndum en þegar litið er til lítilla og meðalstórra fyrirtækja er hún mest hér á landi.² Þó eru tilkynnt viðskipti hér á landi sem samið er um utan tilboðabókar yfir 60% af öllum viðskiptum sem þýðir að tilboðabækur eru mjög grunnar.

¹ BIS (2019).

² Thorlacius (2019).

Hlutabréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki

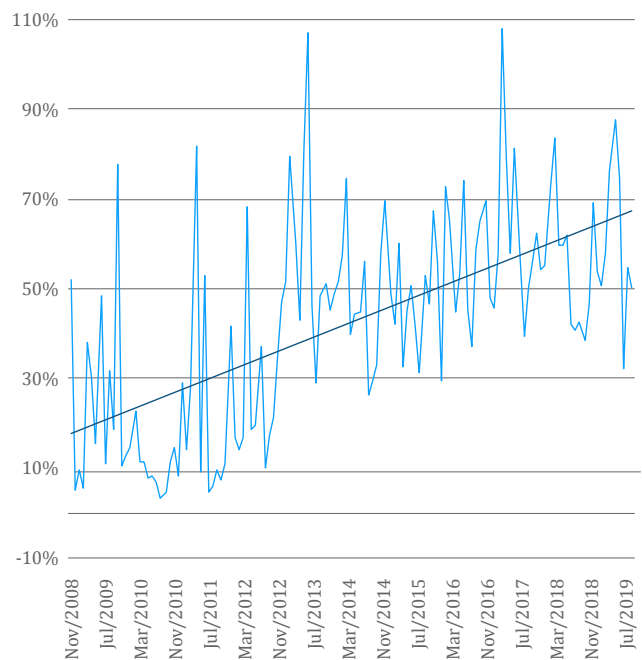
Staðan á hlutabréfamarkaði getur í sumum tilvikum sagt margt um stöðu fjármálasveiflunnar og líkur á fjármálaáfalli. Ekki hafa hins vegar allar hlutabréfabólur leitt til fjármálaáfalls, eins og samdrátturinn um síðustu aldamót er dæmi um. Líkur á fjármálaáfalli aukast þegar hröð hækkun hlutabréfaverðs er skuldadrifin, þá sérstaklega þegar óhóflega bjartsýnar væntingar og áhættutaka leiða til eignabólu.³ Veðsetning á hlutabréfamarkaði segir því mikið til um hvort líkur séu á að þróun á hlutabréfamarkaði kunni að ógna fjármálastöðugleika. Veðsetning hlutabréfa hefur ekki náð þeim hæðum sem hún gerði fyrir fjármálaáfallið. Hún hefur verið að aukast að jafnaði frá árinu 2014 en það skýrist meðal annars af stórum skuldsettum hlutabréfakaupum. Meira en helmingur skráðra félaga eru með veðsetningu undir 10%.

Eins og kunnugt er hefur aukið frelsi í fjármagnsflutningum leitt til þess að fjármálasveiflan hefur ekki verið bundin við landamæri. Því hafa fylgt ýmsir kostir eins og aukin skilvirkni á markaði þegar kemur að nýtingu fjármagns og betri áhættudreifingar en jafnframt hefur þetta einnig leitt til aukinnar kerfisáhættu í fjármálakerfum landa. Fjármagnsflutningar hafa oft leitt til of mikillar lántöku erlendis og skulda- og eignabólu sem springa gjarnan með kostnaðarsömum afleiðingum. Þetta hefur orðið til þess að lönd eru viðkvæmari fyrir ytri áföllum en áður.⁴

Flökt í ávöxtun eigna og fylgni þeirra á milli hefur gefið merki um þróun áhættu í fjármálakerfinu og hugsanlega smitáhættu á milli markaða og landa. Langvarandi tímabil lítills flökts getur valdið of mikilli bjartsýni og aukinni áhættusækni, sem leiðir til hækkunar á eignaverði og óhóflegra lánveitinga á sama tíma og gæði lána minnka. Mikið flökt endurspeglar vaxandi óvissu og óstöðugleika á fjármálamörkuðum sem getur dregið úr fjárfestingu og framleiðslu og leitt til aukins atvinnuleysis.⁵ Þróunin hér á landi fyrir fjármálaáfallið 2008 er gott dæmi um framangreint. Hlutabréfamarkaðurinn var tengdur við erlenda fjármálamarkaði bæði vegna erlendra fjárfesta og einnig vegna þess að innlendir fjárfestar fjármögnuðu hlutabréfakaup með erlendum lánnum. Það hafði því mikil áhrif á þróun hlutabréfaverðs fyrir fjármálaáfallið þegar erlendir fjárfestar flúðu land á sama tíma og aðgengi innlendra aðila að erlendu fjármagni þornaði upp og þeir

neyddust til að greiða niður þann hluta erlendra skulda sinna sem þeir höfðu veðsett á hlutabréfamarkaði.⁶

Mynd 2 Veltuhraði skráðra hlutabréfa



Heimild: Nasdaq

Mynd 3 Veðsetning hlutabréfa í Kauphöllinni í hlutfalli af heildarmarkaðsvirði



Heimild: Rannsóknarskýrsla Alþingi um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og Nasdaq

³ Jordá, o.fl. (2015) og Roy og Kemme, D. M. (2012).

⁴ Sjá til dæmis Habib og Venditti (2018).

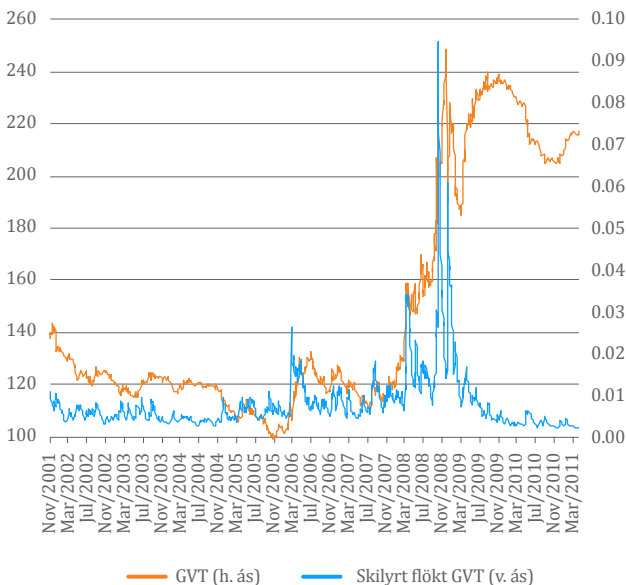
⁵ Arbatli, og Johansen (2017) og Danielsson o.fl. (2018).

⁶ Rannsóknarnefnd Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 (2010).

Árin fyrir fjármálaáfallið gaf flökt á hlutabréfa- og gjaldeyrismarkaði merki um óstöðugleika á fjármálamarkaði. Eftir að erlendir greiningaraðilar og fjölmiðlar hófu umræðu um þá óvissu sem ríkti um framtíð íslenska fjármálakerfisins í febrúar 2006 jókst flökt í ávöxtun gengis- og úrvalsvísitölnnar mjög mikið. Á sama tíma jókst fylgni hlutabréfaverðs á Íslandi, bæði við gengi krónunnar og erlendar hlutabréfavísitölur. Eftir að fjármagnshöft voru sett á og aðkoma erlendra fjárfesta varð mjög takmörkuð dróst flökt á innlendum gengis- og hlutabréfamarkaði talsvert saman og hefur flökt á innlendum hlutabréfamarkaði verið mun minna en á erlendum hlutabréfamörkuðum síðan. Það vekur athygli að flökt á hlutabréfamarkaði hefur ekki aukist eftir að fjármagnshöftum var aflétt og fylgni við erlenda markaði hefur ekki aukist. Þessi litla fylgni ætti, út frá sjónarmiði áhættudreifingar, að gera fjárfestingu á innlendum hlutabréfamarkaði að álitlegum kosti fyrir alþjóðlega fjárfesta.

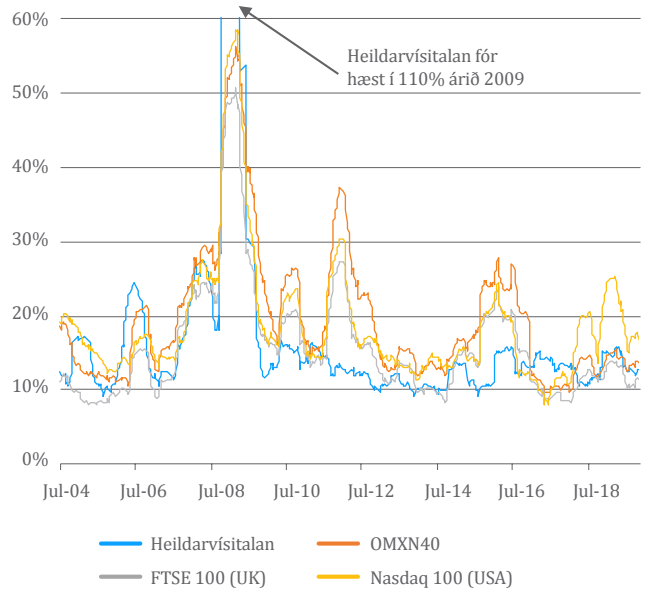
Ef erlendir fjárfestar sækja meira á íslenskan hlutabréfamarkað kunna aðstæður á erlendum mörkuðum að hafa aukin áhrif á þann innlenda á ný. Tenging innlenda hlutabréfamarkaðarins verður þá enn meiri ef innlendir aðilar fjármagni hlutabréfakaup sín á ný með erlendum skuldum.

Mynd 4 Gengisvísitala íslensku krónunnar og skilyrt flökt ávöxtunar GVT



Heimild: Seðlabanki Íslands og útreikningar Fjármálaeftirlitsins

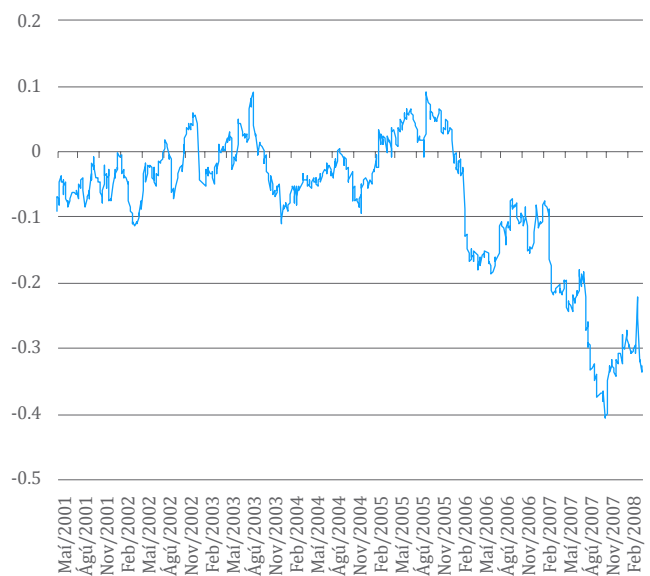
Mynd 5 Flökt nokkurra hlutabréfavísitalna



120 daga flökt

Heimild: Investing.com og útreikningar Fjármálaeftirlitsins.

Mynd 6 Skilyrt fylgni á milli ávöxtunar gengis krónunnar og hlutabréfaverðs



Skilyrt fylgni var reiknuð með DCC garch líkani

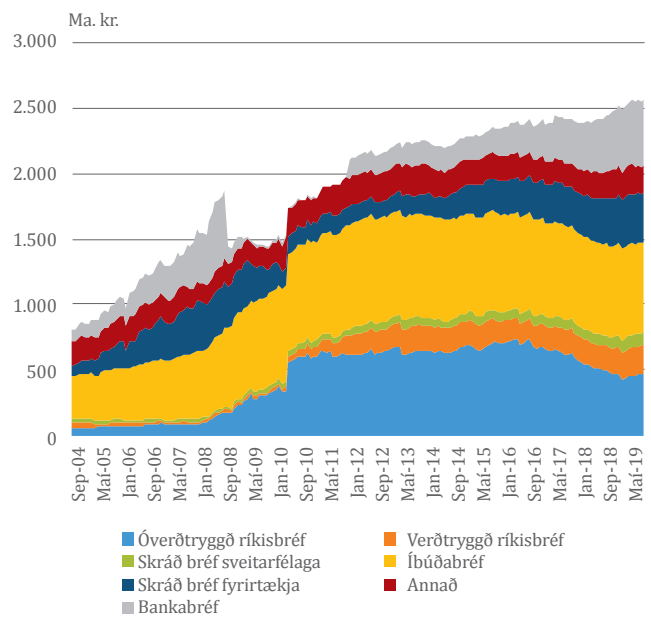
Heimild: Ásbjarnardóttir (2007).

Þróun og uppbygging skuldabréfamarkaðar

Skuldabréfamarkaðurinn hér á landi er að mörgu leyti ólíkur erlendum skuldabréfamörkuðum. Vegna smæðar Íslands er hann grunnur miðað við það sem gerist annars staðar og hlutur hans í fjármögnun fyrirtækja er mun minni hér á landi. Það er aftur á móti mun meira gagnsæi hér en gengur og gerist erlendis. Þau vandamál sem steðja fyrst og fremst að skuldabréfamörkuðum í Evrópu eru lágir eða neikvæðir vextir undanfarin ár. Á sama tíma og lágir vextir hafa stutt við hagvöxt á heimsvísu hafa þeir einnig hvatt til aukinnar áhættutöku á fjármálamarkaði og aukið veikleika í fjármálakerfinu og með því sett hagvöxt til meðallangs tíma í hættu. Með hliðsjón af þessu hafa alþjóðlegar eftirlitsstofnanir lagt áherslu á að lönd mæti þessari auknu áhættu með þjóðhagsvarúðartækjum og með því að viðhalda varfærnu regluverki á fjármálamarkaði.⁷

Umfang íslenska skuldabréfamarkaðarins hefur þó að jafnaði farið vaxandi. Í október 2008 var heildarmarkaðsvirði skuldabréfa 1.437 ma.kr. en 2.561 ma.kr. í september 2019. Samsetning á útgefendum skuldabréfa hefur einnig breyst á undanförunum misserum. Óverðtryggð skuldabréf ríkisins hafa dregist saman á sama tíma og bankabréf eru að ná svipaðri stærð og fyrir fjármálaáfallið. Sömu sögu má segja um skuldabréf fyrirtækja. Útgáfa fyrirtækjaskuldabréfa hefur farið vaxandi jafnt og þétt frá árinu 2013 og teikn eru um að sú þróun haldi áfram á næstu misserum. Fyrirhuguð innleiðing svokallaðrar ESB-vaxtarlýsingar (e. EU growth prospectus) með innleiðingu lýsingarreglugerðar ESB mun auðvelda innkomu smærri fyrirtækja með því að einfalda útgáfufélagið og minnka kostnaðinn við útgáfuna. Annað sem kann að hafa áhrif á umfang skuldabréfamarkaðar fyrirtækja á komandi misserum eru breytingar á starfsemi kerfislega mikilvægu bankanna hér á landi. Þeir sjá enn að miklu leyti um lánveitingar til fyrirtækja en dregið hefur úr hreinum nýjum útlánum banka til fyrirtækja og mun sú þróun að öllum líkindum halda áfram. Arion banki hefur nýverið sett sér þá stefnu að gegna í auknum mæli hlutverki milliliðar um markaðsfjármögnun frekar en að vera beinn lánveitandi. Slök arðsemi bankanna hefur einnig haft þau áhrif að þeir hafa hækkað vexti á fyrirtækjalánum og dæmi eru um að fyrirtæki geti fjármagnað sig á mun hagstæðari kjörum á skuldabréfamarkaði.

Mynd 7 Tegund skráðra skuldabréfa



Heimild: Seðlabanki Íslands

Skuldabréfamarkaður og fjármálastöðugleiki

Innlendur skuldabréfamarkaður getur stutt við fjármálastöðugleika á marga vegu. Ef aðgengi að langtímafjármögnun í innlendum gjaldmiðli er takmarkað kann það að auka líkur á að fjárfestar leiti á erlenda markaði eftir fjármögnun. Með því eykst gjaldmiðlamisvægi eigna og skulda með tilheyrandi aukinni áhættu og lífum á gjaldþroti. Takmarkað aðgengi að langtímafjármögnun gæti einnig leitt til aukinnar vaxtaáhættu ef fjárfestar sækja að miklu leyti í skammtímalán á innlendum fjármálamarkaði. Þetta getur jafnframt leitt til þess að bankar sjái um stærsta hlutann af langtímafjármögnun í hagkerfinu sem dregur úr áhættudreifingu.⁸

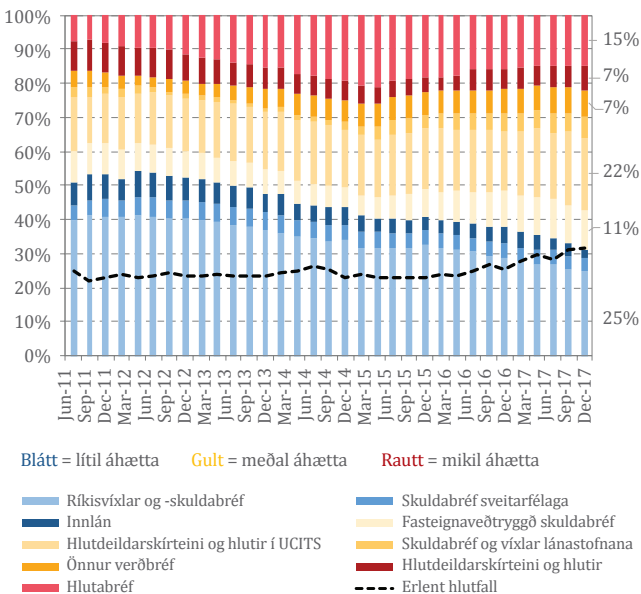
Skuldabréfamarkaðir stuðla einnig að skilvirkni í hagkerfinu þar sem þar fer fram verðmyndun vaxta á markaði fyrir mismunandi gjalddaga. Þegar innlendur skuldabréfamarkaður er grunnur getur skortur á samkeppni dregið úr lífum á að vextir endurspegli raunverulegan fjármögnunarkostnað. Við þær aðstæður reynist verðlagning banka á langtímalánum erfiðari og getur leitt til þess að áhætta sé ekki rétt verðlögð. Auk þess skortir merki frá fjármálamarkaði um þróun áhættu bæði þegar hún safnast upp og þegar hún raungerist.⁹

⁷ ESRB (2019) og AGS (2019).

⁸ BIS (2007) og Donghyun o.fl. (2018).

⁹ BIS (2007).

Mynd 8 Eignasamsetning lífeyrissjóðanna



Eignasamsetning er veginn m.v. stærð lífeyrissjóða.

Heimild: Fjármálaeftirlitið

Skortur á langtímaskuldabréfum á markaði getur einnig haft áhrif á áhættu í fjárfestingum innlendra fjárfesta eins og lífeyrissjóða og aðila á váttryggingamarkaði. Ef framboð á langtímaskuldabréfum er lítið þurfa þessir aðilar að sækja í fjárfestingar sem eru áhættusamari fyrir þeirra tegund af starfsemi. Áhætta í eignasafni lífeyrissjóða hefur aukist undanfarin misseri eftir að aðgengi þeirra að langtíma skuldabréfum dróst saman í kjölfar þess að Íbúðalánasjóður hætti skuldabréfaútgáfum og ríkið dró úr útgáfum ríkisskuldabréfa. Í framhaldi af því hafa lífeyrissjóðirnir leitað í sértryggð skuldabréf viðskiptabankanna og lánað meira beint til sjóðfélaga. Áhætta í eignum lífeyrissjóðanna hefur jafnframt breyst með aukinni hlutfeldi erlendra fjárfestinga í eignasafni þeirra, en sjóðirnir hafa beint meira fjármagni í erlendar fjárfestingar til að auka áhættudreifingu í eignasafninu.

Eignarhald á verðbréfamarkaði

Umfang lífeyrissjóðakerfisins hér á landi er með því mesta í alþjóðlegum samanburði. Þar sem stórum hluta lífeyrissparnaðarins er varið í innlendar fjárfestingar eru umsvif þeirra á innlendum verðbréfamarkaði og um leið í íslensku efnahagslífi umtalsverð. Jafnframt er ljóst að innlendum fjármálamarkaður ber ekki fjárfestingarþörf

lífeyrissjóðanna miðað við óbreytta stærð þar sem áætlað fjármagn sem þeir þurfa að fjárfesta innanlands er talsvert meira en áætlað framboð á innlendum fjármálamarkaði.¹⁰

Vegna þess hversu fyrirferðarmiklir lífeyrissjóðirnir eru í íslensku efnahagslífi er mikilvægt að leggja mat á fjárfestingar þeirra á fjármálamarkaði eftir tegund og umfangi viðskipta við mat á fjármálastöðugleika. Lífeyrissjóðir geta bæði haft jákvæð og neikvæð áhrif á fjármálastöðugleika. Þar sem lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar, og fjárfestingar þeirra byggja á sjóðsöfnun, geta þeir staðist áföll á fjármálamarkaði ólíkt öðrum fjárfestum. Hins vegar getur víðtækt umfang þeirra á íslenskum fjármálamarkaði haft áhrif á veltu á markaði og skilvirkni hans og þar með fjármálastöðugleika.

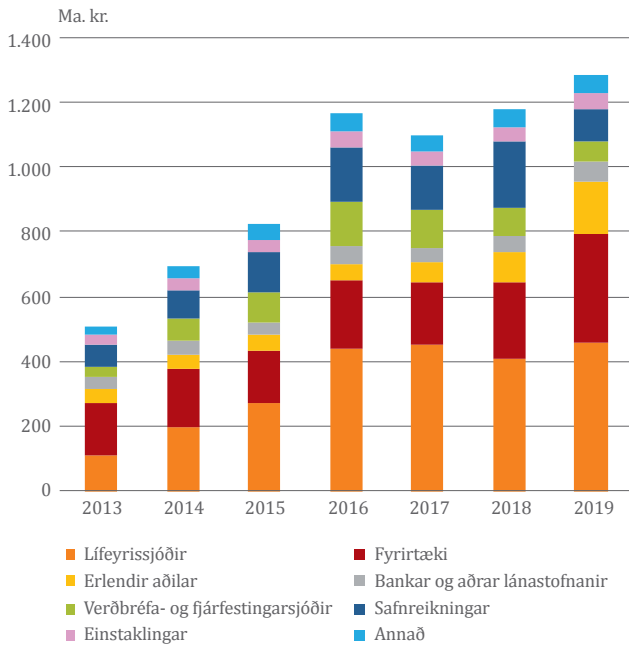
Eins og búast má við eru lífeyrissjóðir stærstir á hlutabréfamarkaði. Hlutur erlendra aðila (13%) hefur farið vaxandi eftir afnám fjármagnshafta en er lágt í alþjóðlegum samanburði. Sem dæmi má nefnda að á hinum Norðurlöndunum er hlutfallið um 40%.

Lífeyrissjóðir eru stærstu eigendur ríkisbréfa með um 39% hlutfeldi í lok september sl. Bankar og sparissjóðir hafa minnkað hlut sinn verulega í þessum eignaflokki. Eign erlendra aðila náði hámarki í júní 2016 en hefur heldur dregist saman síðan. Aukning útgáfu fyrirtækjaskuldabréfa hefur helst verið drifin áfram af aukinni fjárfestingu lífeyrissjóða og erlendra aðila á meðan bankar og sparissjóðir hafa heldur dregið úr fjárfestingu sinni í þessum eignaflokki. Lífeyrissjóðir hafa að undanfögnu í auknum mæli fjárfest í sértryggðum skuldabréfum útgefnum af bönkunum og eiga þeir nú um 56% af skuldabréfum útgefnum af bönkum og fjármálastofnunum.

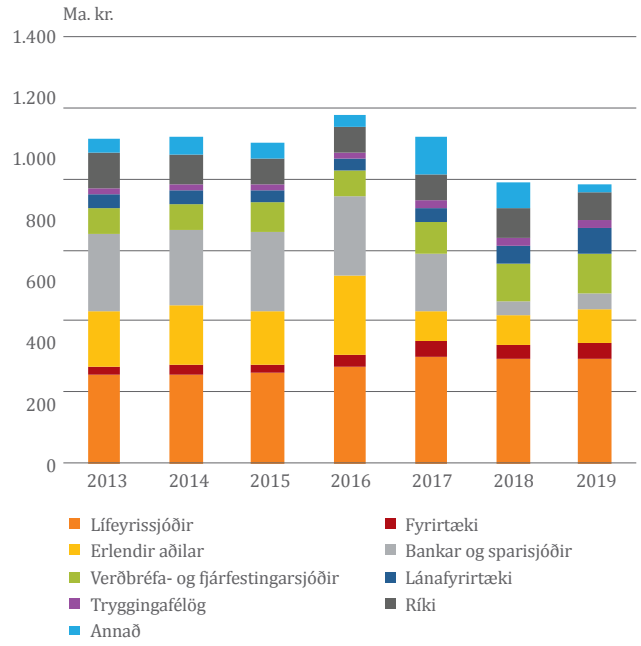
Lífeyrissjóðirnir eru hins vegar ekki virkir í viðskiptum á verðbréfamarkaði miðað við eignarhlut þeirra. Á sama tíma og þeir eiga stóran hluta af þeim félögum sem mest viðskipti eru með á hlutabréfamarkaði eiga þeir einungis um 8-15% af veltunni. Velta þeirra á skuldabréfamarkaði er þó meiri en ekki er að sjá samband á milli þess hve mikið þeir eiga í hverju skuldabréfi og hver mikil viðskipti þeirra eru. Framangreint skýrist að miklu leyti af eðli viðskipta lífeyrissjóða á markaði en þeir eru að fjárfesta á verðbréfamarkaði til lengri tíma. Auk þess geta lífeyrissjóðir átt erfitt með að eiga viðskipti í ákveðnum eignaflokkum án þess að hafa áhrif á verðþróun sökum þess hve stóran hluta þeir eiga af eignaflokkunum. Allar líkur eru á að stórar stöður sjóðanna á verðbréfamarkaði dragi úr skilvirkni hans með því að grynna viðskiptin.

¹⁰ Hagfræðistofnun Háskóla Íslands (2017).

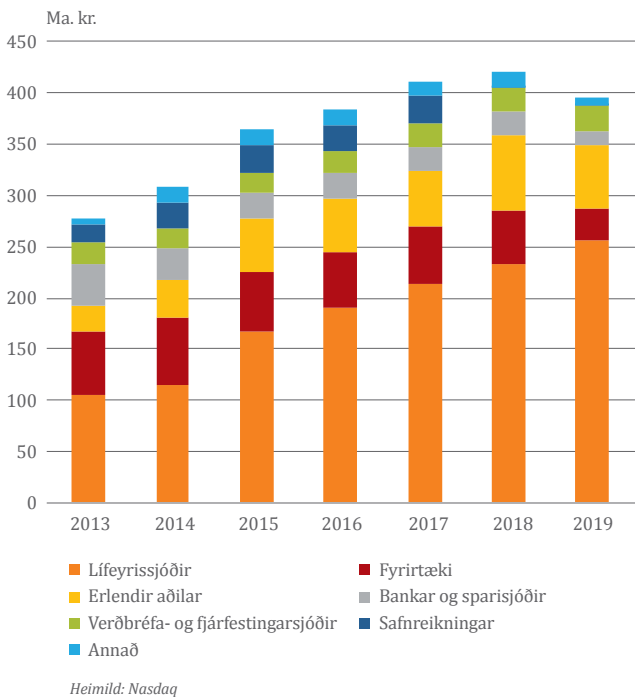
Mynd 9 Eigendur skráðra og óskráðra hlutabréfa



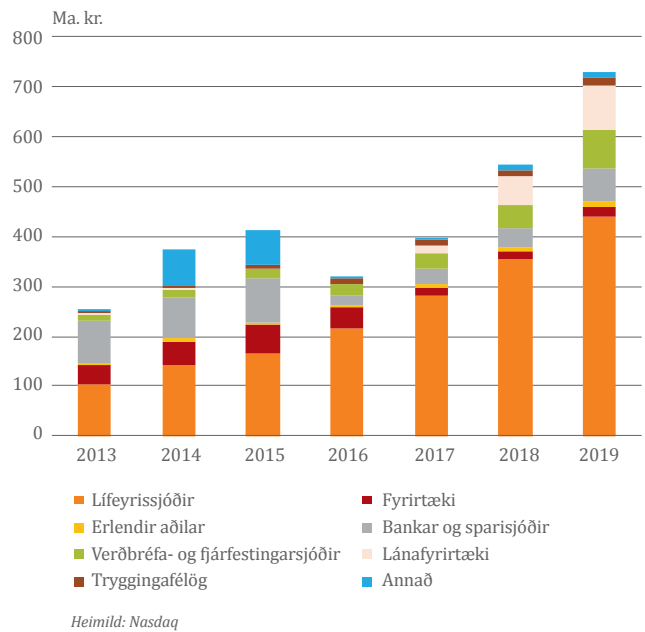
Mynd 10 Eigendur ríkisskuldabréfa



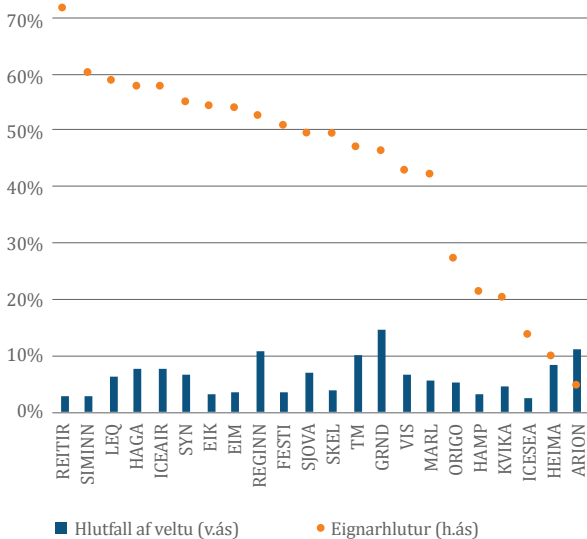
Mynd 11 Eigendur fyrirtækjaskuldabréfa



Mynd 12 Eigendur skuldabréfa banka og annarra fjármálafyrirtækja



Mynd 13 Hlutdeild lífeyrissjóða í hlutfélögum og veltu á markaði

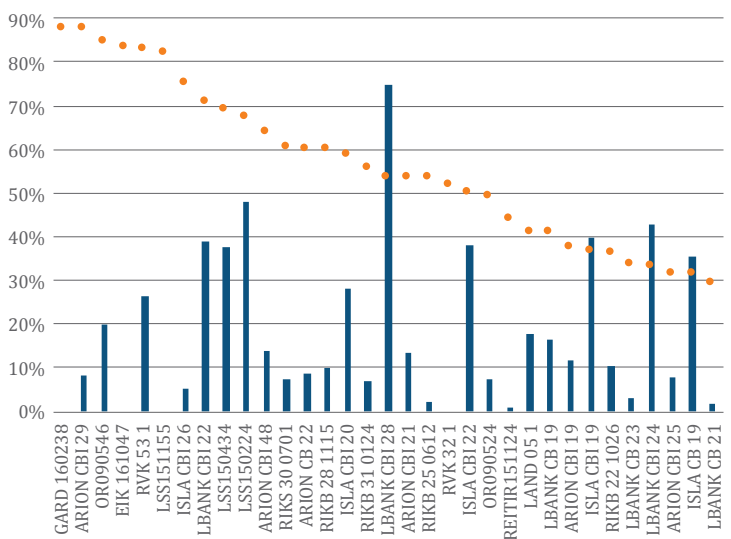


Heimild: Fjármálaeftirlitið og Kodiak.

Aðkoma erlendra aðila að innlenda verðbréfa-markaðnum hefur aukist að undanförunu en er þó enn lítil. Ætla má að sterk staða þjóðarbúsins ætti að gera Ísland álitlegan fjárfestingarkost á komandi misserum. Vextir hér á landi eru háir í alþjóðlegum samanburði á sama tíma og geta þjóðarbúsins til að takast á við áföll er góð. Ytri staða þjóðarbúsins er jákvæð og skuldir hins opinbera og einkageirans litlar í sögulegu samhengi. Verðbólga hefur verið stöðug og lág og stór gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur stuðlað að stöðugu gengi jafnvel þegar áföll hafa dunið yfir útflutningsgreinar þjóðarinnar.

Innflæði vegna nýfjárfestingar að undanskilinni endurfjárfestingu hefur að mestu leyti verið vegna hlutabréfakaupa undanfarið en talsvert hefur þó einnig verið um útfæði erlends fjármagns frá Íslandi vegna sölu á skráðum hlutabréfum.¹¹ Miklar vonir voru því bundnar við að íslenski hlutabréfamarkaðurinn kæmist í vísitölumengi MSCI með tilheyrandi jákvæðum áhrifum á virkni hans. Margir sjóðir hafa fjárfestingarheimildir sem kveða á um að þeir megi einungis fjárfesta í fjármálagerningum sem eru hluti af alþjóðlegri vísitölu og ætti því innkoma íslenska markaðarins í alþjóðlegar vísitölur að opna dyr fyrir slíka sjóði. Tilkynt hefur verið að íslenski markaðurinn hafi ekki komist inn á listann en sé enn á athugunarlista. Íslenski hlutabréfamarkaðurinn stendur að mörgu leyti traustum fótum í dag en það er margt sem þarf að bæta.

Mynd 13 Hlutdeild lífeyrissjóða í skuldabréfum og veltu á markaði



Heimild: Fjármálaeftirlitið og Kodiak.

Ástæðan fyrir að íslenski markaðurinn komst ekki á listann í þessari umferð var sögð vera áhyggjur sem alþjóðlegir stofnanafjárfestar lýstu yfir vegna tilkynningarferlis vegna erlendra gjaldmiðla, aðgengi að verðbréfamíðlurum, og að fjármagnshöft hefðu aðeins nýlega verið afnumin. Niðurstaðan verður endurskoðuð að hálfu ári liðnu.¹² Fyrir þann tíma mun Nasdaq taka upp nýtt uppgjörskerfi sem mun auðvelda aðgengi erlendra aðila að innlendum markaði umtalsvert.

Bein aðkoma einstaklinga að verðbréfaútskiptum hefur verið lítil á undanförunum árum, en hún er nú 4% á hlutabréfamarkaði. Sú hlutdeild kann að aukast ef tillögur í hvítbók ríkisstjórnarinnar¹³ um að gefa skattalega hvata til almennings til að kaupa hlutabréf verða að veruleika. Tillögurnar eru til umræðu á Alþingi.

Heimildaskrá

AGS (2019) Global financial stability report, október.

Arbatli, E. C. og Johansen, R. M. (2017). A heatmap for monitoring systemic risk in Norway. Norges bank staff memo nr. 10.

BIS (2007) Financial stability and local currency bond markets. CGFS paper nr. 28.

BIS (2019). Establishing viable capital markets, CGFS Papers nr. 62.

Danielsson, J., M. Valenzuela og I. Zer (2018). Learning

¹¹ Peningamál Seðlabanka Íslands 2019/4

¹² Tilkynning MSCI global standard indexes frá 29. Nóvember.

¹³ Velferðarráðuneytið (2018).

from history: Volatility and financial crises. *The Review of Financial Studies*, hefti 31, nr. 7.

Donghyun, P., Shin, K. og Tian, S. (2018) Do local currency bond markets enhance financial stability? ADB Economic working paper series nr. 563.

ESRB (2019). EU Non-bank financial intermediation risk monitor 2019. NBFIM monitor nr. 4.

Habib, M., og Venditti, F. (2018). The global financial cycle: implications for the global economy and the euro area. *ECB Economic Bulletin*, júní.

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands (2017). Umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi, skýrsla númer C17:07, október.

Jordá, O., Schularick, M. og Taylor, A. (2015). Leveraged bubbles. *Journal of monetary economics*. Hefti 76, útgáfa S1-S20.

Rannsóknarnefnd Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 (2010).

Roy, S. og Kemme, D. M. (2012). Causes of banking crises: deregulation, credit booms and asset bubbles, then and now. *International review of economics and finance*. Hefti 24, bls. 270-294.

Thorlacius (2019). Vangaveltur um veltu. *Kjarninn* 22. október 2019.

Velferðarráðuneytið (2018). Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið.

Tengsl afleiðumarkaðar og sjóðamarkaðar við fjármálastöðugleika



Sigurður Freyr Jónatansson,
sérfræðingur í
þjóðhagsvarúð

Inngangur

Eftir fjármálahváruna á árunum 2007-2009 hefur farið fram endurskipulagning á öllu regluverki á fjármálamarkaði og stendur hún enn yfir á vettvangi Evrópusambandsins (ESB) og í annarri alþjóðasamvinnu. Meðal þeirra breytinga sem lagðar voru til var að efla þjóðhagsvarúðareftirlit (e. macro prudential supervision). Styrking eftirlitsins náði fyrst til kerfislega mikilvægra banka en fljótlega var lögð áhersla á að láta þjóðhagsvarúðareftirlit einnig ná til annarra aðila. Annars vegar var það gert til að koma í veg fyrir smitáhrif frá bankamarkaði og eftirlitshögnun¹ og hins vegar vegna þess að aðilar eins og lífeyrissjóðir, váttryggingafélög og verðbréfa-/fjárfestingarsjóðir geta í einstökum tilvikum talist kerfislega mikilvægir.

Flestar tilskipanir og reglugerðir ESB taka bæði til hefðbundins eindarvarúðareftirlits (e. micro prudential supervision) og þjóðhagsvarúðareftirlits en hvatinn að reglusetningunni getur oft verið kerfislegir þættir sem hafa komið upp. Dæmi um slíkt er EMIR (European Markets Infrastructure Regulation) sem felur í sér nýjar kröfur vegna viðskipta með afleiður, bæði OTC afleiður (afleiður þar sem viðskipti fara fram utan markaða) og skráðar afleiður. Markmið reglugerðarinnar er að auka gagnsæi og draga úr áhættu á mörkuðum með afleiður. Viðskipti með OTC afleiður skorti gagnsæi þar sem upplýsingar um viðskiptin voru einungis aðgengilegar aðilum viðskiptanna. Myndast gat flókinn vefur tengsla sem eftirlitsaðila skorti yfirsýn yfir. Reynslan af fjármálahvárunni sýndi að birtingarmynd þessa verður skýrari undir álagi og hafa þar með neikvæð áhrif á fjármálastöðugleika.

Breytt regluverk á fjármálamarkaði felur oftast en ekki í sér að fjármálaeftirlit safna nýjum tegundum gagna og því fylgja ýmsar áskoranir. Áskorun er fyrir markaðsaðila að halda utan um þessi nýju gögn og skila þeim með réttum hætti. Þá er áskorun fyrir fjármálaeftirlit að vinna úr gögnunum og greina á hvaða sviðum gæði gagnanna eru takmörkuð. Þegar þetta er leyst er möguleiki að gera nýjar greiningar. Evrópska verðbréfa- og markaðseftirlitsstofnunin (ESMA) er byrjuð á slíkum greiningum með þeim fyrirvörum að enn séu takmarkanir á gæðum gagna.

Í þessari grein verður fjallað um breytingar á regluverki og nýjar greiningar á tveimur sviðum á verðbréfamarkaði. Annars vegar í tengslum við áðurnefnda EMIR reglugerð um afleiður og hins vegar í tengslum við tilskipun um rekstraraðila sérhæfðra sjóða (AIFMD). Fjallað verður um tengsl breytinganna við kerfisáhættu og fjármálastöðugleika, þær greiningar sem ESMA hefur framkvæmt og möguleika á að framkvæma slíkar greiningar hér á landi. Innleiðing á þessum tveimur gerðum er liður í því að efla regluverk á verðbréfamarkaði og gera hann samkeppnishæfari í alþjóðlegum samanburði.

Búast má við að verðbréfamarkaður á Íslandi verði öflugari og fjölbreyttari á næstu árum af nokkrum ástæðum.

- Auðveldara verður fyrir erlenda fjárfesta að koma inn á íslenska markaðinn vegna aðildar Verðbréfamíðstöðvar Nasdaq á Íslandi að nýju alþjóðlegu verðbréfauppgjörskerfi sem er fyrirhuguð í maí 2020.
- Íslensk hlutabréf eru á leið inn í erlendar hlutabréfavísitölur. Marel var valið inn í VINX Benchmark vísitöluna og íslenski markaðurinn er kominn á athugunarlista MSCI hlutabréfavísitölnnar. Þrátt fyrir að MSCI hafi nýlega ákveðið að hafa íslenska markaðinn á athugunarlista enn um sinn, má telja líklegt að með bættu verðbréfauppgjörskerfi verði markaðurinn meira aðlaðandi fyrir erlenda fjárfesta. Innkoma íslenska markaðarins í erlendar hlutabréfavísitölur hefði jákvæð áhrif á virkni verðbréfamarkaðarins hér á landi þar sem meðal annars ýmsir vísitölusjóðir myndu þurfa að fjárfesta í íslenskum hlutabréfum. Margir sjóðir hafa fjárfestingarheimildir sem kveða á um að þeir megi einungis fjárfesta í fjármálagerningum sem eru hluti af alþjóðlegri vísitölu og ætti því innkoma íslenska markaðarins í alþjóðlegar vísitölur að opna dyr fyrir slíka sjóði.
- Líklegt er að samdráttur verði á bankamarkaði og fjármögnun færast frekar í farveg útgáfu verðbréfa, eins og nú þegar má sjá merki um í stefnu bankanna.

¹ Eftirlitshögnun (e. regulatory arbitrage) er það fyrirbæri þegar regluverk er mismunandi á milli lögsagna eða einstakra geira fjármálamarkaðar og aðilar geta hagnast á því að færa sig á þann stað þar sem regluverk er slakast. Í þessu samhengi er átt við að tiltekna starfsemi, t.d. útlánafjármögnun, geti færst á milli einstakra geira fjármálamarkaðar og aðilar geti hagnast á því ef regluverk og eftirlit er ekki með sambærilegum hætti innan þessara geira.

Afleiðumarkaður

Lög nr. 15/2018 um afleiðuviðskipti, miðlæga mótaðila og afleiðuviðskiptaskrár tóku gildi 1. október 2018. Aðilar sem gera afleiðusamninga skulu:

- tilkynna þá til afleiðuviðskiptaskrár
- uppfylla nýjar kröfur um áhættustýringu fyrir alla tvíhliða OTC afleiðusamninga, þ.e. samninga sem eru ekki stöðustofnaðir (e. cleared) hjá miðlægum mótaðila, og
- stöðustofna (e. clear) alla OTC afleiðusamninga sem falla undir stöðustofnunarskylduna hjá miðlægum mótaðilum

Afleiðuviðskiptaskrá (e. trade repository) er lögaðili sem safnar miðlægt saman og viðheldur gögnum um afleiður. Nú eru skráðar 9 afleiðuviðskiptaskrár hjá ESMA.² ESMA safnar gögnum frá þeim í gagnagrunn (TRACE) og geta eftirlitsstjórnvöld nálgast upplýsingar um afleiðuviðskipti á þeim mörkuðum sem þau hafa eftirlit með.

ESMA gaf út sína fyrstu tölfræðiskýrslu um afleiðumarkaði³ í ESB í október 2018, með það að markmiði að slík skýrsla verði gefin út árlega. Skýrslan fyrir árið 2019 var gefin út í desember. Byggt er á gögnum sem safnað er á grundvelli EMIR.

Einn af þeim mælikvörðum sem notaðir eru til að meta kerfisáhættu er samþjöppun í grundvallarfjárhæð (e. notional value) afleiðna. ESMA notar tvo mælikvarða til að greina slíka samþjöppun. Annars vegar með því að skoða markaðshlutdeild fimm stærstu aðilanna, að undanskildum miðlægum mótaðilum og hins vegar með því að nota HHI stuðulinn.⁴

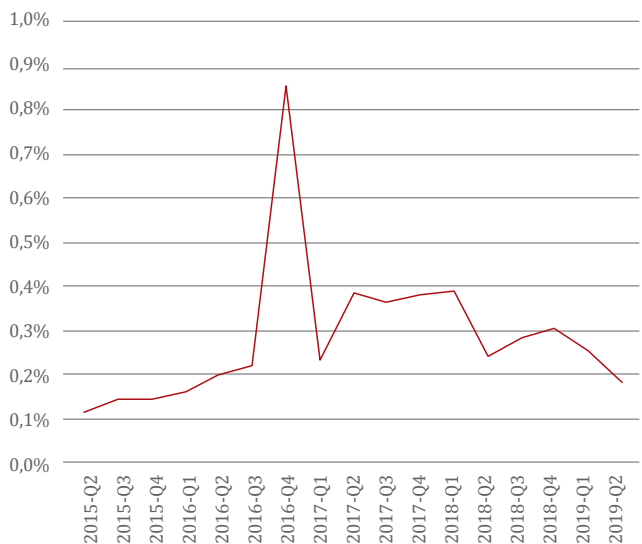
Í ESB, þ.e. þeim gögnum sem greind eru af ESMA voru 90% OTC samningar en 10% viðskipta með afleiður er á skráðum markaði. Af grundvallarfjárhæðinni eru 85% í eigu fjárfestingarfyrirtækja, innlánsstofnana og miðlægra mótaðila. 76% af grundvallarfjárhæðinni eru í vaxtaafleiðum (e. interest rate derivatives), 15% fjárhæðarinnar eru í gjaldeyrisafleiðum en afgangurinn er í hlutabréfa-, skulda- og hrávörufleiðum. Ef horft er á hvaða aðilar eru virkastir eiga bankar 55% af öllum afleiðueignum en þar á eftir koma miðlægir mótaðilar með 32%.⁵

Til að hægt sé að nota þau gögn sem skilað er í tengslum við EMIR hafa ESMA og eftirlitsstjórnvöld, í þeim

ríkjum þar sem afleiðuviðskipti eru mest, þurft að gera töluverðar greiningar til að hreinsa gögnin. Breytingar á gagnaskilataeknistaðlinum sem gerðar voru 2017 hafa jafnframt haft jákvæð áhrif. Dæmi um villur eru oftaldar færslur, annað hvort færslur sem koma fyrir of oft eða að slegin er inn of há upphæð í skýrslurnar. Slíkar villur geta skekkt allar greiningar á gögnum og er því mikilvægt að finna þær og hreinsa úr gögnunum. Sú vinna er enn skammt komin hér á landi.

Lítið hefur verið um afleiðuviðskipti eftir fjármálakrísuna og eru eftirlitsskyldir aðilar takmarkað í afleiðuviðskiptum eins og sést t.d. af lítilli þátttöku kerfislega mikilvægu bankanna í afleiðumarkaði. Með því að byggja upp kerfislegar greiningar á þeim gögnum sem fylgja innleiðingu EMIR, er því fyrst og fremst verið að horfa til þess að viðskipti geta farið vaxandi með fjölbreyttari verðbréfamarkaði.

Mynd 1 Afleiður í efnahagsreikningi viðskiptabanka sem hlutfall af heildareignum



Heimild: Fjármálaeftirlitið

Sjóðamarkaður

Tilgangur AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) er að koma á samræmdu regluverki fyrir starfsemi rekstraraðila sérhæfðra sjóða á innri markaði EES og tekur hún því bæði til evrópskra rekstraraðila

² <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories/list-registered-trade-repositories>

³ ESMA Annual Statistical Report – EU Derivatives Markets 2018

⁴ HHI stuðullinn (Herfindal-Hirschman Index) er algengur mælikvarði á samþjöppun. Stærð hvers aðila er sett í 2. veldi og því lægri sem stuðullinn mælist því minni er samþjöppunin.

⁵ ESMA Annual Statistical Report – EU Derivatives Markets 2019

og rekstraraðila utan EES sem markaðssetja sjóði innan svæðisins. Undir hugtakið sérhæfðir sjóðir falla allir aðrir sjóðir en verðbréfasjóðir (UCITS). Lög sem innleiða AIFMD tilskipunina eru í undirbúningi og var frumvarpi dreift á Alþingi 5. nóvember sl. Gert er ráð fyrir að fyrstu gagnaskil sérhæfðra sjóða til fjármálaeftirlits Seðlabankans verði á öðrum ársfjórðungi 2020.

Meðal atriða sem tekið er á í tilskipuninni er vogun (e. leverage) sjóða sem getur valdið kerfisáhættu við tiltekna aðstæður. Slíkar aðstæður geta meðal annars skapast ef skuldsetningin byggir á tengslum við aðra aðila á fjármálamarkaði. ESMA hefur í sínum greiningum lagt áherslu á að greina vogunina.⁶ Vogun þekkist nær eingöngu hjá vogunarsjóðum (e. hedge funds). Í lok árs 2017 voru eignir vogunarsjóða 5% af heildareignum sérhæfðra sjóða í ESB.

Í september 2019 gaf ESMA út skýrslu um álagspróf á sjóði⁷. Fjallað var bæði um álagspróf á verðbréfasjóði og sérhæfða sjóði. Þetta álagspróf hafði tvenns konar markmið.

- a) leggja mat á viðnámsþrótt sjóða gagnvart umfangsmiklum en líklegum áföllum
- b) meta viðbrögð sjóða við fjármálastöðugleikaáföllum

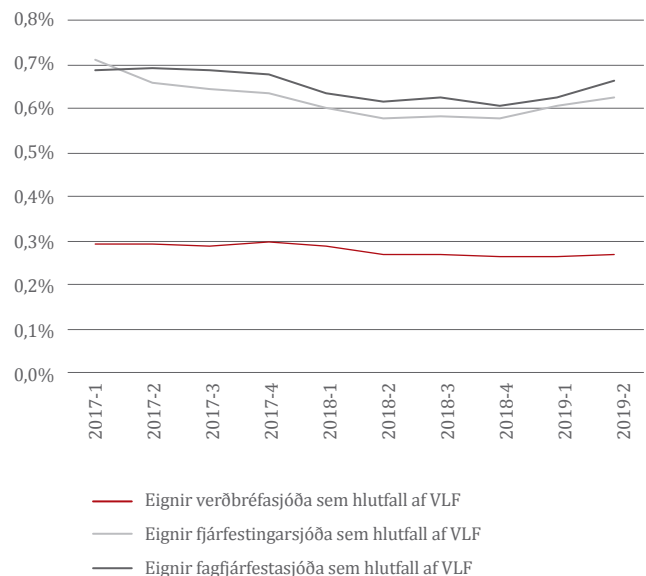
Horft var sérstaklega á lausafjárstöðu sjóðanna og hvernig þeir gætu brugðist við áföllum, t.d. ef miklar innlausnir yrðu í sjóðunum. Við gerð slíkra sviðsmynda skiptir máli hvernig gert er ráð fyrir að sjóðirnir bregðist við innlausnum með sölu eigna. Munu þeir selja eignir í réttu hlutfalli við seljanleika eigna í sjóðnum (e. slicing approach) eða selja þær eignir sem eru seljanlegastar fyrst (e. waterfall approach)? Fyrirnefnda leiðin er dýrari fyrir sjóðina og gæti haft í för með sér að illseljanlegar eignir yrðu seldar með miklu tapi. Síðarnefnda leiðin er aftur á móti óhagstæð fyrir þá sem munu eiga í sjóðunum áfram þar sem þær eignir sem eftir eru verða illseljanlegri.

Peningamarkaðssjóðir veita skammtímafjármögnun til fjármálafyrirtækja, fyrirtækja og ríkisstjórna og eru þannig mikilvæg uppspretta fjármagns. Markmið reglugerðar 2017/1131 um peningamarkaðssjóði, sem hefur ekki verið tekin upp í EES-samninginn, er að setja reglur um starfsemi

peningamarkaðssjóða, sér í lagi hvað varðar samsetningu eigna sjóðanna. Með því er ætlunin að auka viðnámsþrótt sjóðanna og takmarka smitáhrif.

Gerð er krafa um að hver peningamarkaðssjóður geri álagspróf, þar sem sviðsmyndirnar eiga meðal annars að taka tillit til kerfisáfalls sem hefur áhrif á hagkerfið í heild. Þann 19. júlí sl. gaf ESMA út viðmiðunarreglur um framkvæmd álagsprófanna.

Mynd 2 Hlutfall sjóða í hlutfalli af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands

þar sem AIFMD hefur ekki verið innleidd hér á landi er ekki komin reynsla á nýtingu nýrra gagna hér á landi. Verðbréfasjóðir og sérhæfðir sjóðir eru um 30% af vergri landsframleiðslu (VLF)⁸ og eru að minnsta kosti ekki enn kerfislega mikilvægir í sjálfu sér, en hafa þarf í huga hvort áföll í starfsemi sjóða gætu haft áhrif á fjármálamarkaðinn og raunhagkerfið. Það væri því áhugavert að framkvæma álagspróf á AIFMD gögnin þegar fjármálaeftirlitið byrjar að safna þeim. Gera má þó ráð fyrir að skoða þurfi gæði gagna áður en byrjað verður að vinna með þau, líkt og þau ríki sem hafa innleitt AIFMD hafa þurft að gera.

⁶ ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2019

⁷ Stress simulation for investment funds 2019 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2458_stresi_report.pdf

⁸ Sambærileg hlutföll fyrir lífeyrissjóði eru 165% og fyrir bankakerfið 136%



FJÁRMÁLAEFTIRLITID
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Ritstjórn: Jón Þór Sturluson, Jónas Þór Brynjarsson, Kristján Ólafur Jóhannesson,
Ragnheiður Morgan Sigurðardóttir og Sigurður G. Valgeirsson

Skoðanir sem koma fram í greinum í þessu riti eru skoðanir höfunda(r) og þurfa ekki að endurspeglar skoðun Fjármálaeftirlitsins.