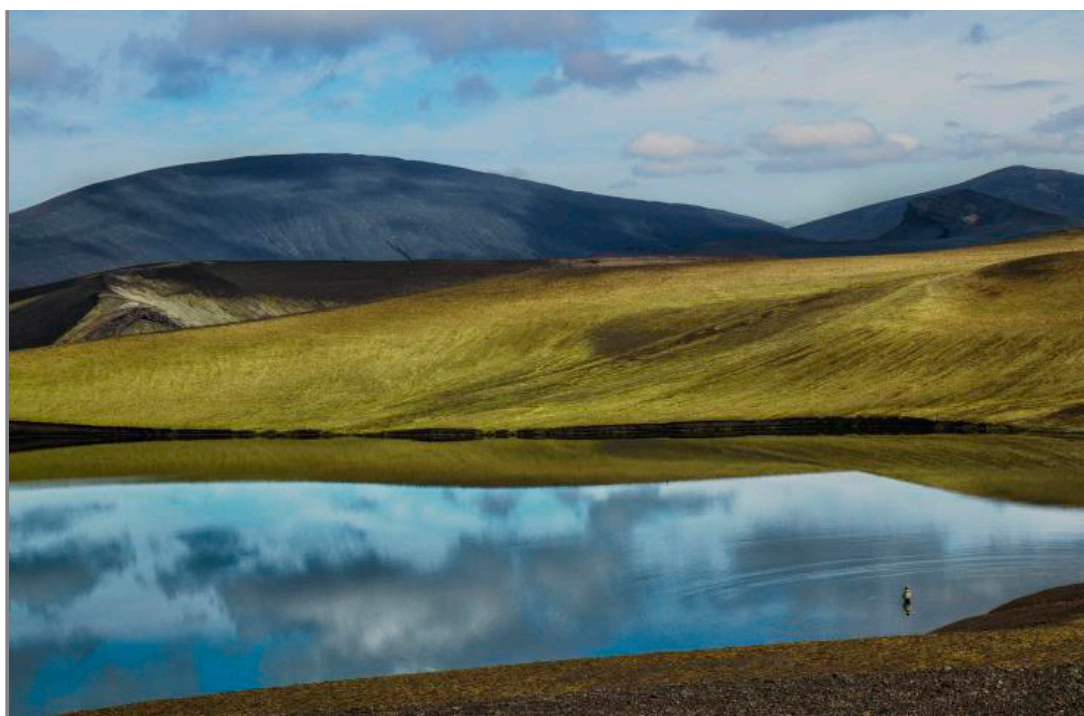


Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008

1



Gert af nefnd sem ríkissáttasemjari skipaði
að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða

Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008

1

Gert af nefnd sem ríkissáttasemjari skipaði
að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða

Útgefandi:

© Úttektarnefnd Landssamtaka lífeyrissjóða

Ritstjórn:

Hrafn Bragason

Héðinn Eyjólfsson

Guðmundur Heiðar Frímansson

Útgáfustjóri:

Kristján Geir Pétursson

Umbrot og prentun:

Svansprent ehf.

Reykjavík 2012

ISBN: 978-9979-72-100-0

Bindi 1

1. kafli

1.1 Verkefni og skipan úttektarnefndar	11
1.2 Afmörkun á efni rannsóknarinnar	14
1.3 Rannsóknarheimildir úttektarnefndar lífeyrissjóðanna	14
1.4 Um þagnarskyldu og birtingu trúnaðarupplýsinga	15
1.5 Uppbygging skýrslunnar	16
1.6 Að vera vitur eftir á	16

2. kafli

2.1 Ágrip af meginniðurstöðum úttektarinnar	19
2.1 Summary of the Principal Conclusions of the Review	29

3. kafli

3.1 Saga lífeyrissjóðanna og viðskiptaumhverfi	43
3.1.1 Sagan í hnotskurn	43
3.1.2 Ólík lífeyriskerfi	43
3.1.3 Eignasafn lífeyrissjóðanna	45
3.1.4 Nánar um eignasafn lífeyrissjóðanna	45
3.1.5 Samþjöppun eignarhalds og vöxtur bankanna	47

4. kafli

4.1 Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðanna og eftirlit með framkvæmd hennar samkvæmt lögum	51
4.1.1 Skylduaðild, sjóðsmyndun og tilgangur lífeyriskerfisins	51
4.1.2 Mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna	52
4.2 Nánar um fjárfestingarheimildirnar	53
4.2.1 Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna í dag og fyrir bankahrun	53
4.2.2 Fjárfestingar í fjármálagerningum ríkisins	56
4.2.3 Fjárfestingar í fjármálagerningum sveitarfélaga	56
4.2.4 Fjárfestingar í veðskuldabréfum í fasteign	56
4.2.5 Fjárfestingar í innlánnum banka og sparissjóða	56
4.2.6 Fjárfestingar í skuldabréfum og víxlum banka, sparissjóða o.fl.	57
4.2.7 Fjárfestingar í hlutabréfum	57
4.2.8 Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða	58
4.2.9 Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða en skv. 7. tl.	58
4.2.10 Fjárfestingar í öðrum verðbréfum en skv. fyrri tölulíðum	58
4.2.11 Fjárfestingar í afleiðum	59
4.2.12 Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði	59
4.2.13 Skortsala	59

4.2.14 Bann við fjárfestingum í fasteignum og töku lána til fjárfestinga	59
4.3 Nánar um mótun og eftirlit með fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða	61
4.3.1 Skyldur stjórnar	61
4.3.2 Eignastýring og innra eftirlit	61
4.3.3 Tryggingafræðileg athugun	61
4.3.4 Ársreikningar og endurskoðun	62
4.3.5 Eftirlit Fjármálaeftirlitsins	63

5. kafli

5.1 Almenn um fjárfestingar lífeyrissjóðanna 2006-2009	67
5.1.1 Inngangur	67
5.1.2 Breytingar á löggjöf um fjárfestingar lífeyrissjóðanna	67
5.1.3 Athugasemdir um eftirlit með fjárfestingum lífeyrissjóðanna	70
5.1.4 Gjaldmiðlavarnir	73
5.1.5 Skilmálar skuldabréfa	76
5.1.6 Þóknatekjur fjármálafyrirtækja	77
5.1.7 Tengdir aðilar	78
5.1.8 Eigið fé og mat lífeyrissjóðanna á fjárfestingarkostum	80
5.1.9 Fjárfestingar lífeyrissjóðanna á sérstökum tegundum skuldabréfa og í eignarhaldsfyrirtækjum	82
5.1.10 Niðurlag	91
5.2 Stjórn og starfshættir	91
5.2.1 Inngangur	91
5.2.2 Vandí lífeyrissjóða	92
5.2.3 Ábyrgð stjórnar og samband hennar við framkvæmdastjóra, starfsmenn og sjóðfélaga	95
5.2.4 Stjórn og verðbréfaeign	97
5.2.5 Staða lífeyrissjóða í rekstri fjármálafyrirtækja	97
5.2.6 Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða	99
5.2.7 Samskipta- og siðareglur	101
5.3. Yfirlit yfir heildartap lífeyrissjóðanna	103

Ítarefni

Heimildaskrá	111
Helstu gögn frá lífeyrissjóðunum (frá 2006-2009) sem stuðst var við	112
Listi yfir þá sem komu fyrir úttektarnefnd LL	113

Viðauki I

Ársreikningar lífeyrissjóða	115
1. Inngangur	117
2. Ákvæði laga	119

3. Reglur Fjármálaeftirlitsins	123	1. Lífeyrissjóðir	133
Viðauki II		2. Íslenskir lífeyrissjóðir	137
Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjófðarbúskapur	133	3. Íslenska lífeyriskerfið í alþjóðlegum samanburði	145
Inngangur	133	4. Lokaorð	159

Bindi 2

6. kafli

6.1. Almenni lífeyrissjóðurinn	9
6.1.1 Starfsemi Almenna lífeyrissjóðsins	9
6.1.2 Tap Almenna lífeyrissjóðsins 2008 til 2010	17
6.2. Stjórn og starfshættir	26
6.2.1 Verklagsreglur og siðareglur	26
6.2.2 Siðareglur	27
6.2.3 Stjórn, starfsmenn og sjóðfélagar	28
6.2.4 Samband við Íslandsbanka og Glitni	29
6.3 Fjárfestingar Almenna lífeyrissjóðsins 2006 - 2009. Athugasemdir úttektarnefndar	31
6.3.1 Inngangur	31
6.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	31
6.3.3 Fjárfestingarstefna Almenna lífeyrissjóðsins og áhættustýring	33
6.3.4 Tap Almenna lífeyrissjóðsins	35

7. kafli

7.1. Eftirlaunasjóður Félags íslenskra atvinnuflugmanna (EFÍA)	43
7.1.1 Starfsemi Eftirlaunasjóðs félags íslenskra atvinnuflugmanna (EFÍA)	43
7.1.2 Tap Eftirlaunasjóðs Félags íslenskra atvinnuflugmanna 2008 til 2010	48
7.2 Stjórn og starfshættir	51
7.2.1 Stjórn og starfsmenn	51
7.2.2 Samskipta- og siðareglur	53
7.3 Fjárfestingar Eftirlaunasjóðs Félags íslenskra atvinnuflugmanna 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	53
7.3.1 Inngangur	53
7.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	54
7.3.3 Fjárfestingarstefna Eftirlaunasjóðs Félags íslenskra atvinnuflugmanna og tap	55

8. kafli

8.1 Eftirlaunasjóður starfsmanna Hafnarfjarðarkaupstaðar	59
8.1.1 Starfsemi Eftirlaunasjóðs starfsmanna Hafnarfjarðarkaupstaðar (ESH)	59

1. Lífeyrissjóðir	133
2. Íslenskir lífeyrissjóðir	137
3. Íslenska lífeyriskerfið í alþjóðlegum samanburði	145
4. Lokaorð	159

8.1.2 Tap Eftirlaunasjóðs starfsmanna Hafnarfjarðarkaupstaðar 2008 til 2010	62
8.2 Fjárfestingar Eftirlaunasj. stm. Hafnarfjarðarkaupst. 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	66
8.2.1 Inngangur	66
8.2.2 Almennt um fjárfestingarstefnu og stjórnun sjóðsins	66

9. kafli

9.1 Eftirlaunasjóður Reykjanesbæjar	71
9.1.1 Starfsemi Eftirlaunasjóðs Reykjanesbæjar	71
9.1.2 Tap Eftirlaunasjóðs Reykjanesbæjar 2008 til 2010	74
9.2 Fjárfestingar Eftirlaunasjóðs Reykjanesbæjar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	77

10. kafli

10.1 Festa lífeyrissjóður	81
10.1.1 Starfsemi Festu lífeyrissjóðs	81
10.1.2 Tap Festu lífeyrissjóðs 2008 til 2010	86
10.2 Stjórn og starfshættir	94
10.2.1 Samþykktir fyrir Festu lífeyrissjóð	95
10.2.2 Samskipta-, starfs- og siðareglur	95
10.3 Fjárfestingar Festu lífeyrissjóðs 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	97
10.3.1 Inngangur	97
10.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	97
10.3.3 Fjárfestingarstefna Festu lífeyrissjóðs	98
10.3.4 Tap Festu lífeyrissjóðs	99

11. kafli

11.1 Frjálsi lífeyrissjóðurinn	105
11.1.1 Starfsemi Frjálsa lífeyrissjóðsins	105
11.1.2 Tap Frjálsa lífeyrissjóðsins 2008 til 2010	111
11.2 Stjórn og starfshættir	120
11.3 Fjárfestingar Frjálsa lífeyrissjóðsins 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	122
11.3.1 Inngangur	122
11.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	123

11.3.3 Fjárfestingarstefna Frjálsa lífeyrissjóðsins og áhættustýring.	123
11.3.4 Tap Frjálsa lífeyrissjóðsins	125

12. kafli

12.1 Gildi lífeyrissjóður	129
12.1.1 Starfsemi Gildis - lífeyrissjóðs	129
12.1.2 Tap Gildis lífeyrissjóðs 2008 til 2010.	134
12.2 Stjórn og starfshættir	142
12.2.1 Verklagsreglur, starfsreglur og siðareglur.	142
12.2.2 Stjórn og starfsmenn	144
12.2.3 Sjóðurinn og sjóðfélagar.	145
12.3 Fjárfestingar Gildis lífeyrissjóðs 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar.	145
12.3.1 Inngangur	145
12.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	146
12.3.3 Fjárfestingarstefna Gildis lífeyrissjóðs og áhættustýring	146
12.3.4 Tap Gildis lífeyrissjóðs	148

13. kafli

13.1 Íslenski lífeyrissjóðurinn	153
13.1.1 Starfsemi Íslenska lífeyrissjóðsins	153
13.1.2 Tap Íslenska lífeyrissjóðsins 2008 til 2010	160
13.2 Stjórn og starfshættir	164
13.2.1 Stjórn og starfsmenn	164
13.2.2 Samskipta- og siðareglur	166

Bindi 3

16. kafli

16.1 Lífeyrissjóður bankamanna	9
16.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs bankamanna	9
16.1.2 Tap Lífeyrissjóðs bankamanna 2008 til 2010	16
16.2 Stjórn og starfshættir	20
16.2.1 Stjórn.	20
16.2.2 Samskipta- og siðareglur fyrir stjórn og starfsmenn Lífeyrissjóðs bankamanna	20
16.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs bankamanna 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	21
16.3.1 Inngangur	21
16.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	22
16.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs bankamanna	22
16.3.4 Tap Lífeyrissjóðs bankamanna.	22

13.3 Fjárfestingar Íslenska lífeyrissjóðsins 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	167
13.3.1 Inngangur	167
13.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	167
13.3.3 Fjárfestingarstefna Íslenska lífeyrissjóðsins og tap	168

14. kafli

14.1 Kjölur lífeyrissjóður	173
14.1.1 Starfsemi Kjalar lífeyrissjóðs	173
14.1.2 Tap Kjalar lífeyrissjóðs árin 2008 til 2010	177
14.2 Stjórn og starfshættir	180
14.2.1 Stjórn og starfsmenn	180
14.2.2 Samskipta- og siðareglur.	182
14.3 Fjárfestingar Kjalar lífeyrissjóðs 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar.	183
14.3.1 Inngangur	183
14.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	183
14.3.3 Fjárfestingarstefna Kjalar lífeyrissjóðs og tap.	183

15. kafli

15.1 Lífeyrissjóður Akraneskaupstaðar	187
15.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Akraneskaupstaðar.	187
15.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Akraneskaupstaðar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	192
15.2.1 Inngangur	192
15.2.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	192
15.2.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs Akraness og tap.	192

17. kafli

17.1 Lífeyrissjóður bænda	25
17.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs bænda (LSB).	25
17.1.2 Tap Lífeyrissjóðs bænda 2008 - 2010	30
17.2 Stjórn og starfshættir	35
17.2.1 Stjórn og framkvæmdastjóri	35
17.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs bænda 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar.	36
17.3.1 Inngangur	36
17.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	37
17.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs bænda	37
17.3.4 Tap Lífeyrissjóðs bænda	38

18. kafli

18.1 Lífeyrissjóður Neskaupstaðar.	43
--------------------------------------------	----

18.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Neskaupstaðar	43	23.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Kópavogsbæjar	89
18.1.2 Tap Lífeyrissjóðs Neskaupstaðar 2008 til 2010	46	23.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Kópavogsbæjar 2008 til 2010	92
18.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Neskaupstaðar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	47		
19. kafli		24. kafli	
19.1 Lífeyrissjóður Rangæinga	51	24.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Reykjavíkurborgar	97
19.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Rangæinga	51	24.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Reykjavíkurborgar (LsRb)	97
19.1.2 Tap Lífeyrissjóðs Rangæinga 2008 og 2009	55	24.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Reykjavíkurborgar 2008 til 2010	101
19.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Rangæinga 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	57	24.2 Stjórn og starfshættir	104
19.2.1 Inngangur	57	24.2.1 Stjórn og starfsmenn	104
19.2.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	57	24.2.2 Aðrir lífeyrissjóðir sveitarfélaganna	105
19.2.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs Rangæinga, fjárstýring og tap	58	24.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna Reykjavíkurborgar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	106
		24.3.1 Inngangur	106
20. kafli		24.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	106
20.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Akureyrarbæjar	61	24.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs starfsmanna Reykjavíkurborgar og tap	107
20.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Akureyrarbæjar (LSA)	61		
20.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Akureyrar 2008 til 2010.	64	25. kafli	
20.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna Akureyrarbæjar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	67	25.1 Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins (LSR) og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga (LH).	111
20.2.1 Inngangur	67	25.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins (LSR) og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga (LH).	111
20.2.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	67	25.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga	119
20.2.3 Fjárfestingarstefna LSA og tap	67	25.2 Stjórn og starfshættir	129
		25.2.1 Stjórn.	129
21. kafli		25.2.2 Stjórn og starfsmenn	130
21.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Búnaðarbanka Íslands	71	25.2.3 Samskipta og siðareglur.	132
21.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Búnaðarbanka Íslands (LSBÍ).	71	25.3 Fjárfestingar LSR og LH 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar.	133
21.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Búnaðarbanka Íslands 2008 - 2010	75	25.3.1 Inngangur	133
21.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna Búnaðarbanka Íslands 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	77	25.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins.	134
		25.3.3 Fjárfestingarstefna LSR og LH	135
22. kafli		25.3.4 Tap LSR og LH	137
22.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Húsavíkurkaupstaðar	81	25.3.3 Fjárfestingarstefna LSR og LH	135
22.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Húsavíkurkaupstaðar (LSH).	81	25.3.4 Tap LSR og LH	137
22.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Húsavíkurkaupstaðar	84		
22.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna Húsavíkurkaupstaðar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	85	26. kafli	
		26.1 Lífeyrissjóður starfsmanna sveitarfélaga (LSS).	141
23. kafli		26.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna sveitarfélaga (LSS)	141
23.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Kópavogsbæjar	89	26.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna sveitarfélaga 2008 til 2010.	147
		26.2 Stjórn og starfshættir	153

26.2.1 Stjórn og starfsmenn	153
26.2.2 Samskipta- og síðareglur	154
26.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna sveitarfélaga (LSS)	
2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	155
26.3.1 Inngangur	155
26.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	155
26.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs starfsmanna sveitarfélaga	156
26.3.4 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna sveitarfélaga	157

27. kafli

27.1 Lífeyrissjóður starfsmanna Vestmannaeyjabæjar	161
27.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs starfsmanna Vestmannaeyjabæjar	161
27.1.2 Tap Lífeyrissjóðs starfsmanna Vestmannaeyjabæjar 2008 til 2010	163

27.2 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs starfsmanna Vestmannaeyjabæjar 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	163
---------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----

28. kafli

28.1 Lífeyrissjóður Tannlæknafélags Íslands	167
28.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Tannlæknafélags Íslands	167
28.1.2 Tap Lífeyrissjóðs Tannlæknafélags Íslands 2008 - 2009	171
Tannlæknar tafla 11	172
28.2 Stjórn og starfshættir	173
28.2.1 Stjórn og starfsmenn	173
28.2.2 Samskipta- og síðareglur	174
28.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Tannlæknafélags Íslands 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	175
28.3.1 Inngangur	175
28.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	175
28.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs Tannlæknafélags Íslands	176

Bindi 4

29. kafli

29.1 Lífeyrissjóður verkfræðinga	9
29.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs verkfræðinga	9
29.1.2 Tap Lífeyrissjóðs verkfræðinga 2008 til 2010	14
29.2 Stjórn og starfshættir	23
29.2.1 Stjórn og starfsmenn	23
29.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs verkfræðinga 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	25
29.3.1 Inngangur	25
29.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	26
29.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs verkfræðinga	27
29.3.4 Tap Lífeyrissjóðs verkfræðinga	28

30. kafli

30.1 Lífeyrissjóður verzlunarmanna	33
30.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs verzlunarmanna (LV)	33
30.1.2 Tap Lífeyrissjóðs verzlunarmanna 2008 til 2010	39
30.2 Stjórn og starfshættir	45
30.2.1 Starfsreglur og fjárfestingarstefna	45
30.2.2 Síðareglur	46
30.2.3 Tengsl við fyrirtæki sem fjárfest er í	47
30.2.4 Umræður og ályktanir	48
30.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs verzlunarmanna 2006-2009. Athugasemdir úttektarnefndar	51
30.3.1 Inngangur	51

30.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórn sjóðsins	51
30.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs verzlunarmanna	53
30.3.4 Tap Lífeyrissjóðs verzlunarmanna	53

31. kafli

31.1 Lífeyrissjóður Vestfirðinga	59
31.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Vestfirðinga	59
31.1.2 Tap Lífeyrissjóðs Vestfirðinga 2008 til 2010	64
31.2 Stjórn og starfshættir	70
31.2.1 Stjórn og starfsmenn	70
31.2.2 Samskipta- og síðareglur	71
31.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Vestfirðinga 2006 - 2009. Athugasemdir úttektarnefndar	72
31.3.1 Inngangur	72
31.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs Vestfirðinga	73
31.3.4 Tap Lífeyrissjóðs Vestfirðinga	73

32. kafli

32.1 Lífeyrissjóður Vestmannaeyja	77
32.1.1 Starfsemi Lífeyrissjóðs Vestmannaeyja	77
32.1.2 Tap Lífeyrissjóðs Vestmannaeyja 2008 til 2010	82
32.2 Stjórn og starfshættir	87
32.2.1 Stjórn og starfsmenn	87
32.2.2 Samskipta- og siðareglur	87
32.3 Fjárfestingar Lífeyrissjóðs Vestmannaeyja 2006-2009	
Athugasemdir úttektarnefndar	88
32.3.1 Inngangur	88
32.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	88
32.3.3 Fjárfestingarstefna Lífeyrissjóðs Vestmannaeyja og tap	89

33. kafli

33.1 Sameinaði lífeyrissjóðurinn	93
33.1.1 Starfsemi Sameinaða lífeyrissjóðsins	93
33.1.2 Tap Sameinaða lífeyrissjóðsins 2008 til 2010	100
33.2 Stjórn og starfshættir	106
33.2.1 Stjórn	106
33.2.2 Samskipta- og siðareglur og Reglur Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar	107
33.3 Fjárfestingar Sameinaða lífeyrissjóðsins 2006-2009.	
Athugasemdir úttektarnefndar	109
33.3.1 Inngangur	109
33.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	109
33.3.3 Fjárfestingarstefna Sameinaða lífeyrissjóðsins	109
33.3.4 Tap Sameinaða lífeyrissjóðsins	111

34. kafli

34.1. Stafir lífeyrissjóður	115
34.1.1 Starfsemi Stafa lífeyrissjóðs	115
34.1.2 Tap Stafa lífeyrissjóðs 2008 til 2010	121
34.2 Stjórn og starfshættir	130
34.2.1 Stjórn	130
34.2.2 Stjórn og starfsmenn	130
34.2.3 Samskipta- og siðareglur	132
34.3 Fjárfestingar Stafa lífeyrissjóðs 2006-2009. Athugasemdir	
úttektarnefndar	133
34.3.1 Inngangur	133
34.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	133
34.3.3 Fjárfestingarstefna Stafa lífeyrissjóðs	134
34.3.4 Tap Stafa lífeyrissjóðs	136

35. kafli

35.1 Stapi lífeyrissjóður	141
35.1.1 Starfsemi Stapa lífeyrissjóðs	141

35.2 Stjórn og starfshættir	153
35.2.1 Stjórn	153
35.2.2 Stjórn og starfsmenn	154
35.2.3 Siðareglur	156
35.3 Fjárfestingar Stapa lífeyrissjóðs 2006-2009. Athugasemdir	
úttektarnefndar	157
35.3.1 Inngangur	157
35.3.2 Við hverja var rætt og almennt um stjórnun sjóðsins	157
35.3.3 Fjárfestingarstefna Stapa lífeyrissjóðs	158
35.3.4 Tap Stapa lífeyrissjóðs	159

36. kafli

36.1 Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	165
36.1.1 Starfsemi Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda	165
36.1.2 Tap Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda 2008 til 2010	169
36.2 Stjórn og starfshættir	174
36.2.1 Uppruni	174
36.2.2 Stjórn	175
36.2.3 Samskipta- og siðareglur	176
36.3 Fjárfestingar Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda 2006-2009.	
Athugasemdir úttektarnefndar	177
36.3.1 Inngangur	177
36.3.2 Almennt um stjórnun sjóðsins	177
36.3.3 Fjárfestingarstefna Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda og áhættustýring	177
36.3.4 Tap Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda	178

1. Kafli

1.1 Verkefni og skipan úttektarnefndar	11
1.2 Afmörkun á efni rannsóknarinnar	14
1.3 Rannsóknarheimildir úttektarnefndar lífeyrissjóðanna	14
1.4 Um þagnarskyldu og birtingu trúnaðarupplýsinga	15
1.5 Uppbygging skýrslunnar	16
1.6 Að vera vitur eftir á	16

1.1 Verkefni og skipan úttekta nefndar

Hinn 24. júní 2010 samþykkti fundur stjórnar og varastjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða að skipa þriggja manna nefnd til að gera úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi líf-

eyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins á Íslandi í október 2008. Samþykktin og greinargerð með henni fylgja hér á eftir:

Fundur stjórnar og varastjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða 24. júní 2010.

Stjórn og varastjórn Landssamtaka lífeyrissjóða, LL, samþykkir að skipa þriggja manna nefnd óháðra, óvilhallra og hæfra einstaklinga sem fái það hlutverk að gera úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins á Íslandi í október 2008.

Nefndin skal einkum fjalla um hvernig staðið var að stefnumótun, ákvarðanatöku og áhættumati við fjárfestingar í aðdraganda bankahrunsins. Í þessu sambandi verði skoðað hvernig gildandi fjárfestingastefnu sjóðanna var fylgt eftir síðustu tvö árin fyrir hrun bankanna.

Nefndin skal einnig taka til umfjöllunar þau atriði sem beinast sérstaklega að lífeyrissjóðum í skýrslu Rannsóknaneftdar Alþingis og sérstaks vinnuhóps um starfshætti og siðferði um aðdraganda og orsakir falls bankanna.

Nefndin taki sjálf ákvörðun hvernig hún hagi störfum sínum þar á meðal um nánari afmörkun verkefnisins. Nefndin hefur heimild að leita aðstoðar erlendra sérfræðinga varðandi afmarkaða ráðgjöf á grundvelli þeirra fjárheimilda sem henni er markaðir.

Fundur stjórnar og varastjórnar LL samþykkir að fela ríkissáttasemjara að tilnefna þá þrjá einstaklinga sem skipaðir verða í nefndina. Nefndin skipti sjálf með sér verkum.

Sérstaklega skal samið um þóknun fyrir störf nefndarinnar og greiðist allur kostnaður af störfum hennar og verkefnisins af Landssamtökum lífeyrissjóða. Í ljósi umfangs þess og að fengnu samþykki nefndarinnar verði ráðinn starfsmaður til að vinna að verkefninu og skal hann uppfylla sömu kröfur og gerðar eru til fulltrúa í starfshópnum um óhæði og sérfræðipækkingu sem nýtist við starfið. LL mun útvega nefndinni og starfsmanni hennar fullnægjandi starfsaðstöðu.

Nefndin skili skýrslu til stjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða fyrir árslok 2010. Í beinu framhaldi verði skýrslan kynnt aðilum vinnumarkaðarins, stjórnnum og starfsfólki lífeyrissjóðanna og sjóðfélögum.

Reykjavík 24. júní 2010

Rannsóknarnefndin
Stjórn Landssamtaka lífeyrissjóða

Gunnar Skarphéðinnsson

Þórunn Árnadóttir

Þórunn Árnadóttir

Þórunn Árnadóttir

Þórunn Árnadóttir

Frjálsframtíðin
Þórunn Árnadóttir
Þórunn Árnadóttir

Greinargerð.

Þrátt fyrir að fjármálakreppan sé alþjóðleg er ljóst að áhrifin og afleiðingar hennar urðu mun meiri hér landi en í okkar helstu viðskipta- og samkeppnislöndum. Lífeyrissjóðirnir hafa ekki farið varhluta af bankahruninu og afleiðingum þess, enda hafa áhrifin verið gríðarleg og náð til nær allra þátta í þjóðfélaginu. Lífeyrissjóðirnir hafa brugðist við með margvíslegum hætti til að verja hagsmuni sína og lágmarka þá eignarýrnnun sem þeir urðu fyrir.

Í kjölfar fjölmenns fundar LL og skýrslu svokallaðrar lærdómsnefndar lífeyrissjóðanna 8. apríl s.l. var myndaður sérstakur eignastýringarhópur Landssamtaka lífeyrissjóða. Meðal verkefna hópsins er að semja leiðarvísi að góðum venjum um eigna- og áhættustýringu fyrir lífeyrissjóði og yfirfara lög og reglur um eignastýringu lífeyrissjóða og starfsumhverfi þeirra. Þá er eignastýringahópnum ætlað að hafa frumkvæði að breytingum á lögum og reglum um fjárfestingaumhverfi lífeyrissjóða. Sérfræðingur hefur verið ráðinn til að starfa með hópnum og er þess að vænta að skýrsla ásamt tillögum eignastýringahópsins verði lögð fram fyrir lok september 2010.

Þá var einnig á sama tíma komið á fót sérstakri áhættunefnd lífeyrissjóðanna, en meðal verkefna hennar er að fara yfir áhættur í ytra umhverfi lífeyrissjóðanna og semja leiðbeinandi verklagsreglur um áhættustýringu lífeyrissjóða.

Þess er vænst að skýrslur og tillögur eignastýringuhóps og áhættunefndar LL geti orðið gott innlegg þegar þriggja manna sérfræðinganefndin um starfshætti og fjárfestingastefnu lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins skilar skýrslu og lýkur störfum fyrir árslok 2010.

Samhliða samþykkt ofangreindar tillögu leggja Landssamtök lífeyrissjóða mikla áherslu á að vandað verði til allra verka eins og mögulegt er og að vinnubrögð og niðurstöður væntanlegrar skýrslu sérfræðingahópsins verði hafin yfir allan vafa.

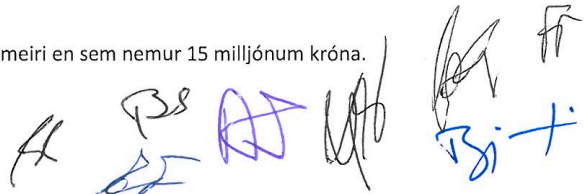
Eins og kunnug er eru lífeyrissjóðirnir nánast einu fjármálastofnanirnar sem eftir standa hér á landi eftir bankahrunið og afleiðingar þess. Engu að síður að sjóðirnir orðið fyrir mikilli eignarýrnnun sem áætla má að meðaltali um 20%. Margir lífeyrissjóðir hafa því orðið að grípa til skerðingar á lífeyrisréttindum og lífeyrisgreiðslum til sjóðfélaga til þess að draga úr áhrifum bankahrunsins.

Lífeyrissjóðirnir þekkja ekki annað en að starfa undir miklu og víðtæku eftirliti opinberra aðila og endurskoðenda. Í ræðu formanns og skýrslu stjórnar á aðalfundi LL 18. maí sl. var boðað að fram fari sú úttekt á starfsháttum og fjárfestingastefnu lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins með þeim hætti sem meðfylgjandi ályktun gerir ráð fyrir. Stjórn LL hefur þrívægis fjallað efnisþætti ofangreindrar tillögu um á fundum sínum í maí og júní 2010 þar á meðal með forystumönnum heildarsamtaka á vinnumarkaði.

Það skiptir miklu fyrir starfsemi lífeyrissjóðanna að þeir njóti víðtæks trausts í samfélaginu á hverjum tíma. Það á ekki síst við við á þeim miklu umbrotatímum sem gengið hafa yfir íslensk þjóðfélag samhliða gengisfellingu krónunnar, margföldun atvinnuleysis og miklum þrengingum og gildir það jafnt um fjárhagsstöðu fólks og fyrirtækja og ríkis- og sveitarfélaga.

Ekki síst þess vegna er lagt til að skipuð verði nefnd óháðra, óvilhallra og hæfra einstaklinga til að gera þá úttekt sem ályktunin gerir ráð fyrir.

Stefnt er að því kostnaður við úttektina verði ekki meiri en sem nemur 15 milljónum króna.



Samkvæmt samþykktinni var þess farið á leit við Magnús Pétursson ríkissáttasemjara að skipa nefndina. Hann leitaði til Hrafn Bragasonar, fyrrverandi hæstaréttardómara, um að leiða nefndina og skipaði síðan með honum Guðmund Heiðar Frímansson prófessor og Héðin Eyjólfsson M.Sc. í viðskiptafræði. Með nefndinni hafa starfað Kristján Geir Pétursson lögfræðingur og fyrrum blaðamaður og Þórunn Annes viðskiptafræðingur. Nefndin hefur hugað að hæfi sínu til að takast á við þetta verkefni og ekki fundið að því ætti að vera ábótavant. Í ljós kom þó að Hrafn Bragason er að öðrum og þriðja við framkvæmdastjóra Stapa lífeyrissjóðs og Lífeyrissjóðs starfsmanna Akureyrarbæjar þar sem móðir hans og Hrafn eru bræðrabörn. Þetta leiddi til þess að Hrafn tók ekki þátt í úttekt á starfsemi þessara tveggja sjóða. Þá mun fyrrum varaformaður og fyrrum stjórnarmaður í VR, Bjarki Steingrímsson, hafa fundið að skipan Hrafn og störfum Kristjáns Geirs að þessu verkefni vegna ætlaðra starfstengsla við lífeyrissjóðina. Þau áttu að vera, að Kristján Geir skrifaði lokaritgerð sína í lögfræði um starfsemi lífeyrissjóða. Hafði Lagadeild Háskóla Íslands fengið Hrafn til að hafa umsjón með verkefninu en auk starfa sinna fyrir dómstólana hafði hann á árum áður kennt við deildina, þ. á m. í félagarétti. Hvorki lokaritgerðin né umsjón með verkefninu tengjast lífeyrissjóðunum öðruvísi en þannig, að Kristján Geir sótti eðlilega ýmsar heimildir til þeirra. Ritgerð Kristjáns Geirs hefur svo nýst nefndinni í störfum sínum.

Eftir að nefndin hafði verið skipuð skilaði þingnefnd, sem falið var það verkefni að fara yfir skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengda atburði, álitinu sínu. Komst hún m.a. að þeirri niðurstöðu að Alþingi skyldi setja á fót rannsóknarnefnd um starfsemi lífeyrissjóðanna í aðdraganda hrunsins. Að gefnu þessu tilefni hafði stjórn Landssamtaka lífeyrissjóða samband við Alþingi og skýrði frá skipan úttektarnefndarinnar. Varð það að ráði að úttektarnefndin ynni sitt verkefni því ekki væri ljóst hvenær Alþingi skipaði slíka rannsóknarnefnd og talið, að úttektarnefndin hefði þá lokið störfum. Störf úttektarnefndar hafa að vísu tekið mun lengri tíma en að var stefnt í samþykkt Landssamtaka lífeyrissjóða. Bæði var, að ekki tókst að koma verkefninu vel af stað fyrr en um og eftir

áramótin 2010/2011, m.a. vegna þess, að manna-breytingar urðu á nefndinni. Þá eru lífeyrissjóðirnir sem skoðaðir eru samtals 32 að tölu. Nefndin taldi sig verða að fá umfangsmikil gögn frá sjóðunum og ræða við fjölda manna, bæði þá, sem eru í fyrirsvari fyrir sjóðina, og þá, sem hafa þekkingu á því umhverfi sem fjárstýring þeirra bjó við. Að unnu verki úttektarnefndarinnar getur Alþingi kynnt sér það og tekið ákvörðun um hvort einhver þörf sé á frekari úttekt á lífeyrissjóðunum í aðdraganda falls bankanna.

Úttektarnefndin hefur haft skrifstofu- og fundaðstöðu á sömu hæð og Nýsköpunarsjóður atvinnulífsins og Frumtak í Húsi verslunarinnar. Landsamtök lífeyrissjóða hafa greitt laun nefndarinnar og allan beinan kostnað af störfum hennar. Lífeyrissjóðirnir hafa auk þess allir haft kostnað og fyrirhöfn af störfum hennar. Þá hefur nefndin notið aðstoðar Katrínar Ólafsdóttur hagfræðings og háskólakennara og Bjarna Frímans Karlssonar viðskiptafræðings og háskólakennara sem að beiðni nefndarinnar skrifuðu álitserðir sem fylgja skýrslu nefndarinnar. Álitserð Katrínar ber heitið Íslenska lífeyrskerfið og íslenskur þjóðarbúskapur en álitserð Bjarna Ársreikningar lífeyrissjóða – nokkrar athugasemdir um gerð þeirra, innihald og endurskoðun. Að frumkvæði nefndarinnar tóku starfsmenn Seðlabanka Íslands ennfremur saman yfirlit yfir þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010. Yfirlitið er að finna á vef Seðlabankans: www.sedlabanki.is. Þá tók Bjarni Guðmundsson tryggingastærðfræðingur nefndarmenn í sérstaka kennslustund. Ýmsir fleiri komu að störfum nefndarinnar og fylgir m.a. með skýrslu hennar nafnalisti yfir alla þá sem ræddu við nefndina. Landssamtökunum munu jafnframt verða afhentir útdrættir af viðtölum nefndarinnar við allt þetta fólk ásamt upptökum. Nefndarmenn kunna því öllu bestu þakkir fyrir aðstoðina því án velvilja þess og áhuga á að úttektin yrði sem best úr garði gerð hefði verið til lítils barist. Allt það sem að má finna í úttektinni er hins vegar á ábyrgð nefndarinnar. Um prófarkalestur sá Sveinn Sigurðsson. Keneva Kunz þýddi samantektarkafila skýrslunar yfir á ensku. Um umbrot og prentun sá Svansprent. Þess má geta að skýrslan verður aðgengileg á vef Landssamtaka lífeyrissjóða, www.ll.is.

1.2 Afmörkun á efni rannsóknarinnar

Í samræmi við framanritaða fundarsamþykkt stjórnar og varastjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða (LL) hefur úttektarnefndin einkum fjallað um stefnumótun, ákvarðanatöku og áhættumat lífeyrissjóðanna við fjárfestingar í aðdraganda bankahrunsins. Skoðað var hvernig fjárfestingarstefnu sjóðanna var fylgt en þar sem í samþykktinni er miðað við tvö síðustu árin fyrir hrun bankanna þótti nefndinni ekki hjá því komist samhengisins vegna að skoða a.m.k. árin 2006, 2007, 2008 og 2009. M.ö.o. að skoða þyrfti þannig nokkuð sögu sjóðanna og hvernig þeim reiddi af eftir hrunið. Þá leit nefndin einnig að ósk Landssamtaka lífeyrissjóða til þeirra atriða sem sérstaklega var fjallað um í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis. Líta verður þó til þess að Rannsóknarnefndin var ekki aðallega að kanna lífeyrissjóðina,

heldur hina föllnu banka. Úttektarnefndin hafði þó mikið gagn af þeirri skýrslu um starfsemi bankanna í aðdraganda hrunsins, gífurlegum lántökum þeirra árin 2004, 2005 og 2006. Síðan um erfiðleika þeirra þegar kom að skuldadögum og lánalínur stöðvuðust, eignasöfn reyndust rýr, eigið fé á fallanda fæti og gengi krónunnar í óraunhæfum hæðum. Lífeyrissjóðirnir sem fjárfestu m.a. í bönkum og eignarhaldsfyrirtækjum á innlendum markaði hlutu að verða fyrir skakkaföllum. Fyrri hluta tímabilsins sem tekið var til athugunar höfðu margir sjóðanna velt miklum fjármunum og haft af því verulega ávöxtun samkvæmt ársreikningum sínum. Árin 2008 og 2009 töpuðu sjóðirnir verulegum fjármunum og mestum margir þeirra, sem áður höfðu skráð hjá sér mesta ávöxtun á eignum.

1.3 Rannsóknarheimildir úttektarnefndar lífeyrissjóðanna

Að framan er því lýst að samþykkt stjórnar og varastjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða frá 24. júní 2010 og greinargerð með henni setji úttektinni ramma. Nefndin sækir því heimildir sínar til þessarar samþykktar. Störf nefndarinnar voru þannig háð því að einstakir sjóðir, stjórnir þeirra og starfsmenn ynnu með nefndinni á þann hátt að þeir afhentu henni gögn og gæfu henni skýringar. Jafnframt aflaði nefndin sér gagna og upplýsinga frá opinberum stofnunum, fjármálafyrirtækjum og einkafyrirtækjum.

Á hinn bóginn gat nefndin ekki gert kröfu til gagna, upplýsinga og skýringa, sem ekki voru látin fúslega af hendi. Raunveruleg eða ætluð þagnarskylda gat þar af leiðandi takmarkað starfsemi nefndarinnar. Af því tilefni verður að taka fram vegna skírskotunar í samþykkt stjórnar Landssamtakanna til rannsóknarnefndar Alþingis með bankahruninu, að úttektarnefndin hafði ekki viðlíka rannsóknarheimildir og sú nefnd hafði samkvæmt III. kafla laga nr. 142/2008 um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna og á tengdum atburðum. Eftirlitsstofnanir með lífeyrissjóðunum á borð við Fjármálaeftirlitið gátu því borið fyrir sig þagnarskyldu í ríkum mæli gagnvart nefndinni um annað en það sem opinbert

er í störfum eftirlitsins (þess skal þó getið að nefndin hafði í raun nokkurt samstarf við Fjármálaeftirlitið). Af þessum sökum fékk nefndin athugasemdir slíkra eftirlitsaðila frá sjóðunum sjálfum. Í því skyni kallaði nefndin starfsfólk lífeyrissjóðanna til fundar við sig og gerði endurrit af skýrslum þeirra, en hún gat á hinn bóginn ekki kvatt það til skýrslutöku að viðlagðri ábyrgð vildi það ekki gefa skýrslu, en það gat rannsóknarnefnd Alþingis aftur á móti gert, sbr. 6. gr. laga nr. 142/2008. Nefndin gat heldur engar rannsóknir gert á starfsstað.

Aftur á móti voru fyrirvarsmenn lífeyrissjóðanna samstarfsfúsir sem þakka má samþykkt Landssamtaka lífeyrissjóða og létu þeir umbeðin gögn og skýrslur góðfúslega í té.

1.4 Um þagnarskyldu og birtingu trúnaðarupplýsinga

Í 32. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða segir: „Stjórnarmenn, framkvæmdastjóri og aðrir starfsmenn, svo og endurskoðendur lífeyrissjóðs, eru bundnir þagnarskyldu um allt sem þeir fá vitneskju um í starfi og leynt á að fara samkvæmt lögum eða eðli máls. Þagnarskylda helst þótt látið sé af starfi.“

Við upphaf úttektar á lífeyrissjóðunum vaknaði sú spurning hvort úttektarnefndin, nefndarmenn og starfsmenn, væru bundnir trúnaði samkvæmt fyrrgreindu ákvæði um það sem þeir kæmust að í störfum sínum. Ákvæðið sem um er að ræða er mjög almennt og gildir eingöngu um það sem leynt á að fara samkvæmt lögum eða eðli máls. Hæpið er að telja að trúnaðarskylda samkvæmt ákvæðinu sé sérstaklega rík. Almennt er ætlast til að starfsfólk sé ekki að tjá sig um málefni lífeyrissjóðs, sem það vinnur hjá, hvorki í fjölmiðlum né á öðrum vettvangi, enda sé slík upplýsingaskylda ekki á starfssviði viðkomandi. Hins vegar má ætla að ákvæðið miði í sumum tilvikum aðallega að verndun persónuupplýsinga og viðskiptahagsmuna. Sé leynd ekki fyrirskipuð um atriði í öðrum lögum eða hún boðuð sérstaklega í fundarsamþykkt eða öðrum fyrir mælum er ákvæðið opið fyrir túlkun. Ætla má að trúnaðarskyldan fylgi upplýsingunum.

Nefndarmenn voru tilnefndir af ríkissáttasemjara en launaðir af Landssamtökum lífeyrissjóða. Túlka verður það svo að nefndarmenn hafi verið starfsmenn samtakanna í skilningi þagnarskylduákvæðisins og sama á við um starfsmenn nefndarinnar. Líklegast nær fyrrnefnd 32. gr. lífeyrissjóðalaganna til starfsmanna Landssamtaka lífeyrissjóða í víðasta skilningi ákvæðisins þar sem þeir starfa í þágu lífeyrissjóðanna og trúnaður fylgir sjálfsagt þeim upplýsingum sem leynt eiga að fara. Þannig skilið átti ákvæðið einnig við nefndarmenn án þess að þeir hefðu skrifað undir sérstaka yfirlýsingu þess vegna. Nefndin setti sér að vísu reglur um meðferð og vinnslu upplýsinga og gagna frá lífeyrissjóðunum og ritaði undir yfirlýsingu sama efnis, dags. 22.10.10. Samkvæmt yfirlýsingunni skuldbatt nefndin sig m.a. til að vitna ekki í afhent gögn í öðrum tilgangi en til að undirbyggja og rökstyðja skýrslu úttektarnefndarinnar. Í þessu sam-

bandi skyldi nefndin gæta að hagsmunum þriðja aðila sem og viðskiptalegum hagsmunum viðkomandi lífeyrissjóða.

Segja má að yfirlýsingin hafi miklu frekar verið gerð til þess að kynna mönnum alvarleika þagnarskyldunnar. Þagnarskyldan þannig skilin skapaði engin vandkvæði fyrir nefndarmenn og starfsmenn þeirra í störfum fyrir lífeyrissjóðina enda hafa þeir annaðhvort verið eða eru opinberir starfsmenn þar sem brot á þagnarskyldu getur haft alvarlegri áhrif. Vísast í þessu sambandi til 18. gr. laga nr. 70/1996, sbr. 136. gr. almennra hegningarlaga nr. 19/1940.

Vandamál sem þessi úttekt rataði hins vegar fljótlega í var, að henni var þörf á heimild til að afhenda upplýsingar og gögn til sérfræðilegra ráðgjafa í einhverjum mæli. Var 32. gr. lífeyrissjóðalaganna skýrð þannig að hún næði einnig til þeirra og að trúnaður fylgdi veittum upplýsingum, hafi trúnaður fylgt þeim á annað borð frá lífeyrissjóði. Sést þessa stað í fyrrnefndum reglum og yfirlýsingu úttektarnefndar, dags. 22.10.10.

Samkvæmt framansögðu taldi úttektarnefndin nauðsynlegt að nefndin gæti í skýrslu sinni birt upplýsingar sem annars væru háðar þagnarskyldu ef nefndin teldi slíkt nauðsynlegt til að rökstyðja niðurstöður sínar. Nefndin myndi þó ekki birta upplýsingar um persónuleg málefni einstaklinga, þ.m.t. fjármál þeirra, nema verulegir almannahagsmunir af því að birta upplýsingarnar myndu veita þyngra en hagsmunir þess sem í hlut ætti.

1.5 Uppbygging skýrslunnar

Skýrsla þessi er reist á lögum og reglum um íslenska lífeyrissjóði. Skoðaðar voru sögulegar forsendur sjóðanna og tilurð löggjafar um þá. Úttekt var gerð á starfsemi allra aðildarsjóða Landssamtaka lífeyrissjóða árin 2006-2009. Var hún aðallega byggð á ársreikningum og ársskýrslum lífeyrissjóðanna, stjórnarfundargerðum, skýrslum innri og ytri endurskoðenda, gögnum til FME svo og öðrum gögnum sem lífeyrissjóðirnir hafa látið í té. Rætt var við framkvæmdastjóra, sjóðstjóra og stjórnarmenn flestra lífeyrissjóðanna. Þá var jafnframt rætt við marga bæði innri og ytri endurskoðendur þeirra, svo og nokkra tryggingastærðfræðinga. Loks var rætt við starfsmenn Fjármálaeftirlitsins og Kauphallar Íslands hf. Allt þetta fólk lagði verulegt efni til skýrslunnar. Auk þeirra var aflað með viðtölum og á annan hátt verulegra upplýsinga frá fleiri aðilum svo sem bankamönnum, fjárfestum og fyrrum embættismönnum sem komu að miklum notum. Í 5. kafla skýrslunnar koma fram ýmis almenn athugunarefni og ályktanir

úttektarnefndarinnar og hverjum kafla um hvern einstakan af lífeyrissjóðunum fylgja athuganir og ályktanir nefndarinnar um skipulag þeirra, stjórnun og fjárfestingarstarfsemi. Skýrslunni fylgja álitserðir sem unnar voru fyrir nefndina af háskólakennunum Katrínu Ólafsdóttur hagfræðingi og Bjarna Frímanni Karlssyni viðskiptafræðingi.

Í skýrslunni er víða leitað fanga svo sem sést í tilvitnunum, sem henni fylgja. Mikið gagn mátti hafa af viðamikilli skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis. Þótt skýrslan sé ekki æðsti dómur um allt sem aflaga fór í aðdraganda falls bankanna og geti ef til vill verið misvísandi um sumt, eins og gangrýnendur hennar vilja vera láta, styrkja niðurstöður úttektarnefndarinnar ýmislegt sem þar er sagt. Þessi skýrsla er hins vegar unnin út frá athugun á lífeyrissjóðunum. Hún er gerð fyrir sjóðfélaga þeirra, sem eðlilega er nokkuð annað sjónarhorn en Rannsóknarnefnd Alþingis vann út frá.

1.6 Að vera vitur eftir á

Ýmsir þeir sem úttektarnefndin hefur rætt við hafa haft á orði að það sé auðvelt að vera vitur eftir á. Þeir hefðu gert hlutina öðruvísi við aðrar aðstæður. Þá hafi skort betri upplýsingar til að taka aðrar og réttari ákvarðanir. Allt má þetta vera rétt. Aðstaðan er vissulega önnur þegar horft er til baka og tóm hefur gefist til að draga saman, vega og meta gögn og upplýsingar í ljósi þess er síðar gerðist, svo sem segir í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, 1. hefti, bls. 30. Það er hins vegar verkefni úttektarnefndarinnar að reyna að draga það fram sem betur hefði mátt fara. Gera sér grein fyrir í hvaða umhverfi ákvarðanir voru teknar og hvaða upplýsingar lágu fyrir. Hvað orsakaði tap sjóðanna svo að sumir þeirra þurftu að skerða lífeyrisréttindi sjóðfélaga sinna. Þetta er gert til þess að draga lærdóm af falli bankanna í október 2008, svo nota megi til að bæta lífeyrissjóðakerfið sjálft og að ákvarðanir innan þess verði teknar á skipulagðari og traustari máta. Það getur verið þénugt í því sambandi að reyna að gera sér grein fyrir hvort og hve-

nær sjá mátti í hvert óefni stefndi. Hins vegar er það ekki tilgangur þessarar úttektar að hengja bjölluna á köttinn í þeirri merkingu að kenna einhverjum einstaklingum um að hafa ekki verið betur á verði og því hafi fjármunir tapast eða tapið orðið meira en þurfti við fall bankanna.

2. Kafli

2.1 Ágrip af meginniðurstöðum úttektarinnar	19
2.1 Summary of the Principal Conclusions of the Review	29

2.1 Ágrip af meginniðurstöðum úttektarinnar

Málaflokkurinn:

1. Lífeyrissjóðir eru af ólíkum toga. Opinberir lífeyrissjóðir og lífeyrissjóðir á forræði sveitarfélaganna eiga það sammerkt að vera með bakábyrgð launagreiðanda auk þess að byggja á sjóðsmyndun en þeir eru ýmist opnir nýjum sjóðfélögum, eins og A-deild LSR og LSS, eða lokaðir eins og B-deild LSR. Vinnumarkaðssjóðir á borð við Gildi og Lífeyrissjóð verzlunarmanna og frjálsir sjóðir á borð við Frjálsa lífeyrissjóðinn, Íslenska lífeyrissjóðinn og Almenna lífeyrissjóðinn byggja hins vegar eingöngu á sjóðsöfnun. Sá munur er á frjálsum sjóðum og vinnumarkaðssjóðum að þeir sem greiða til frjálsra sjóða hafa val um til hvaða lífeyrissjóða þeir greiða en hinir hafa það ekki. Aldurssamsetning sjóðfélaga, örorkubyrði o.fl. eru einnig ólík milli sjóða sem að einhverju leyti endurspeglar áhættudreifingu í fjárfestingum. Ungur sjóðfélagi ætti yfirleitt að vera reiðubúinn að taka meiri áhættu í fjárfestingum en sá sem nálgast eftirlaunaaldur.

- Úttektarnefndin telur mikilvægt í allri umræðu um lífeyrissjóðina að haft sé hugfast að þeir eru ólíkir að gerð sem aftur endurspeglar mismunandi fjárfestingarstefnur lífeyrissjóðanna.

2. Engin efnisleg rök virðast standa til þess að heildarefni lífeyrissjóðanna heyri undir fjármálaráðuneytið. Eru dæmi þess að breytingar sem gerðar hafa verið á lögum sem snúa að eftirlitsskyldum aðilum almennt séð hafi ekki náð til lífeyrissjóðanna, þótt þær hefðu með réttu átt að gera það (Sjá kafla 4.1.1).

- Að mati úttektarnefndar kynni að vera eðlilegra að málefni lífeyrissjóðanna heyri undir fagráðherra viðskipta- eða félagsmála. Þrengri málefni lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins geta hins vegar heyrt áfram undir fjármálaráðuneytið vegna tengsla lífeyrisréttinda ríkisstarfsmanna við kjarasamninga.

Lífeyrissjóðalögin:

3. Um lífeyrissjóði gilda lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (lífeyrissjóðalögin). Þótt skipulag lífeyrissjóða eftir lögunum sé að mörgu leyti traustvekjandi má finna á þeim hnökra. Breytingar á lögum um fjármálafyrirtæki, lögum um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði og breytingar sem orðið hafa á fjármálamörkuðum almennt kalla jafnframt á breytingar á lífeyrissjóðalögum.

4. Um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna er fjallað í 36. gr. lífeyrissjóðalaganna. Frá setningu laganna hafa verið gerðar fjölmargar breytingar og viðbætur á greininni, bæði fyrir og eftir hrun bankanna. Sammerkt flestum eða öllum breytingum er að fjárfestingarheimildir voru auknar. Flestar þessar lagabreytingar voru ekki nógu vandaðar og verður að setja spurningarmerki við hversu vel sumar þeirra voru ígrundaðar og samrýmdust illa tilgangi laganna um ábyrgar fjárfestingar. Sem dæmi má nefna, að hámarki fjárfestinga sjóðanna í hlutabréfum var breytt í áföngum úr 35% af hreinni eign til greiðslu lífeyris í 60%, síðast með lögum 28/2006. Bera breytingar á lífeyrissjóðalögum með sér að Alþingi hafi fram að falli bankanna verið að bregðast við óskum hagsmunaaðila innan og utan stjórnar lífeyrissjóða sem óskuðu eftir rýmri fjárfestingarmöguleikum. Aldrei hefði átt að koma til rýmkunar lagaheimildar til fjárfestingar í hlutabréfum á árunum 2004 og 2006 nema þá að sett væri skilyrði um að ákveðið hlutfall bréfanna væri erlent (Sjá kafla 5.1.2).

- Sérstaka áherslu þarf að leggja á ákvæði sem stuðla að ábyrgri áhættustýringu. Einboðið sýnist að takmarka heimild til innlendra hlutabréfakaupa, enda getur íslenskur hlutabréfamarkaður, vegna þess hversu takmarkaður og veikburða hann er, ekki borið uppi þær ábyrgu fjárfestingar sem lífeyrissjóðunum eru nauðsynlegar nema í takmörkuðum mæli.

5. Í 2. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna segir að verðbréf sem lífeyrissjóðunum er heimilt að fjárfesta í, þ.m.t. skuldabréf á banka, sparisjóði og aðrar lánastofnanir, skuli hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum verðbréfamarkaði. Svo virðist sem í einhverjum tilvikum hafi lífeyrissjóðir ekki farið eftir þessu og fjárfest í bréfum sem ekki höfðu skráð kaup- og sölugengi á kaupdegi. Í einhverjum tilvikum höfðu skuldabréf ekki verið skráð fyrr en á uppgjörsgangi. Hvort sem þetta skiptir máli við mat á viðkomandi fjárfestingu eða ekki er ljóst að um er að ræða þverbrot á reglum sem lífeyrissjóðunum ber að starfa eftir. Þó að bankar hafi átt að sjá um skráninguna getur skortur á skráningu slíkra bréfa bakað stjórnendum lífeyrissjóða ábyrgð.
- Úttektarnefndin tekur undir það álit starfshóps, sem Landssamtök lífeyrissjóða skipuðu í maí 2009 og skoðaði hvaða lærdóm mætti draga af fjárhagslegum áföllum í kjölfar bankahrunsins 2008, að knýja þurfi á um tafarlausa skráningu verðbréfa og eflingu upplýsingagjafar í kauphöll um útgefundur og umfang og eðli viðskipta. Þá er lagt til að ákvæði 2. mgr. 36. gr. verði breytt og að skýrt verði kveðið á um að verðbréf eigi að vera skráð á skipulegum markaði þegar það er keypt en ekki síðar.
6. Mikilvægt er að hagsmunir rétthafa verði við endurskoðun lífeyrissjóðalaganna hafðir í forgrunni.
- Í þessu sambandi telur nefndin að í lögum sjálfum þurfi á skýran hátt að draga fram hlutverk lífeyrissjóða við varðveislu fjár sjóðfélaga og langtíma-ávöxtun þess. Mikilvægi slíkra ákvæða felst í sífelldri áminningu til stjórnenda lífeyrissjóða og annarra um að sjóðirnir séu að fara með fé annarra sem treysta á að það verði þeim til reiðu í framtíðinni. Þetta fé er því ekki fallið til áhættufjárfestinga þótt á fjárfestingartímanum virðist sem ágóði rétthafanna geti orðið mikill ef vel tekst til.
7. Eins og lífeyrissjóðalögin eru upp byggð í dag eru heimildir sjóðanna til fjárfestinga og takmarkanir á þeim tíundaðar í lögum sjálfum.
- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að fjárfestingarheimildir og takmarkanir á þeim eigi áfram heima í lögum. Nánari útlistun á þessum atriðum eigi þó heima í reglugerðum og hugsanlega sérstökum ákvörðunum og skýringum Fjármálaeftirlitsins sem beint væri til allra lífeyrissjóða samkvæmt sérstakri heimild í lögum. Í þessu sambandi er nefndin þeirrar skoðunar að yfirfara þurfi allar heimildir og takmarkanaákvæði 36. gr. laganna. Hver heimild verður ekki skýr og auðskiljanleg nema takmarkanir hennar séu tíundaðar sérstaklega og fylgi henni í sama tölulið. Takmarkanir sem eiga við allar greinarnar jafnt geta hins vegar staðið í sjálfstæðum málsgreinum.
8. Áberandi er hversu rúm vikmörk voru á fjárfestingarstefnu fjölmargra lífeyrissjóða á árunum fyrir bankahrun. Stjórnnum lífeyrissjóða ber lögum samkvæmt að móta og setja sjóðunum fjárfestingarstefnu þar sem tíunduð eru markmið sjóðanna í fjárfestingum í einstökum flokkum verðbréfa sem hlutfall af hreinni eign. Í mörgum tilvikum voru vikmörk stefnunnar svo veruleg að í raun voru það há mörk 36. gr. lífeyrissjóðalaganna sem réðu mörkum og dreifingu fjárfestinga (Sjá t.d. kafla 13.3.3).
- Úttektarnefndin telur að hæfileg vikmörk geti verið nauðsynleg en að ekki eigi að ákveða þau svo rúm að hætta sé á að farið verði yfir há mörk lífeyrissjóðalaga, auk þess sem vikmörkin draga bersýnilega úr gildi stefnunnar.
9. Að mati úttektarnefndar er nauðsynlegt að heildarendurskoðun fari fram á lífeyrissjóðalögum, einkum þeim köflum sem snúa að fjárfestingum og fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna.
- Fjárfestingarheimildir eftir hrun:**
10. Eftir fall bankanna og algert hrun á innlendum hlutabréfamarkaði hefur heimild lífeyrissjóðanna til að fjárfesta í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum markaði verið aukin, sbr. lög nr. 171/2008 um breytingu á lífeyrissjóðalögum.
- Mikilvægt er að þessi heimild lífeyrissjóðanna til fjárfestinga í óskráðum bréfum verði lækkuð á ný

sem hlutfall af hreinni eign eftir því sem skipulegum verðbréfamarkaði innanlands vex fiskur um hrygg. Þá hafa lífeyrissjóðirnir lagt aukna áherslu á fjárfestingar í framtakssjóðum (e. private equity), sbr. Framtakssjóð Íslands. Nauðsynlegt er að huga nánar að lagaákvæðum sem setja slíkum fjárfestingum mörk (Sjá kafla 5.2). Er þetta einkum og sér í lagi mikilvægt með tilliti til áhættudreifingar á fjárfestingum lífeyrissjóðanna og eðlis þeirra sem varfærinna fjárfesta.

11. Fleiri fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna hafa verið rýmkaðar og þeim breytt eftir bankahrun. Með lögum nr. 123/2011 um breytingu á lífeyrissjóðalögunum er lífeyrissjóðum nú heimilt að fjárfesta í íbúðarhúsnæði og reka það, m.a. til útleigu. Ennfremur var lífeyrissjóðunum heimilað en þó ekki skyldaðir til að stofna félag um slíkan rekstur eða gera samning við einkaaðila um reksturinn. Virðast lífeyrissjóðirnir eftir þessar breytingar sjálfir geta keypt og staðið fyrir rekstri íbúðarhúsnæðis. Úttektarnefndinni sýnist þessi breyting vera í andstöðu við 20. gr. lífeyrissjóðalaganna og mjög varasamt fyrir sjóðina að haga slíkum rekstri á þann veg. Telur nefndin að þessi nýju ákvæði beri þess merki að þau séu tæpast sett í samráði við lífeyrissjóðina og séu gott dæmi um nauðsyn þess að semja lagaákvæði um fjárfestingarheimildir sjóðanna upp á nýtt eftir ítarlegar umræður.

- Nefndin er þeirrar skoðunar að gera ætti að skilyrði að stofnað yrði sérstakt rekstrarfélag (um rekstur fasteigna) og lífeyrissjóðum verði í lögum heimilað að fjárfesta í því ákveðinn takmarkaðan hluta af hreinni eign sinni, hafi sjóðirnir á annað borð áhuga á að taka þátt í slíkum rekstri (Sjá nánar kafla 4.2.11 og 5.1.2).

Eftirlit endurskoðenda:

12. Endurskoðendur lífeyrissjóða virðast almennt hvorki hafa talið það í sínum verkahring að fylgjast með aðferðum við mat fjárfestinga lífeyrissjóðanna á úttektarárunum né gæðum þeirra. Benda þeir á að fram að falli bankanna 2008 hafi lítið tap orðið á eignaliðum í verð-

bréfasafni flestra lífeyrissjóða og því hafi þeir ekki talið mikið tilefni til þess.

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að endurskoðendur eigi að hafa tök á því að skoða gæði fjárfestinga og eignasamsetningar sjóðanna í úttektum sínum á lífeyrissjóðunum. Hugsa þarf að því að færa VIII. kafla lífeyrissjóðalaganna um ársreikninga og endurskoðendur til nútímahorfs. Brýnt er að fella regluverk um ársreikninga lífeyrissjóðanna að alþjóðlegum reikningsskilastöðlum (IFRS/IAS) og taka fullt tillit til þess að lífeyrissjóðir falla undir hugtakið eining tengd almannahagsmunum (e. public entity), sbr. b-lið 7. tl. 1. mgr. laga nr. 79/2008 um endurskoðendur (Sjá nánar tillögur í grein Bjarna Frímanns Karlssonar lektors sem fylgir skýrslu úttektarnefndarinnar). Til athugunar væri að fjármálaráðuneytið gæfi út sérstaka viðurkenningu til þeirra endurskoðenda sem teljast hæfir að mati Fjármálaeftirlitsins eftir viðeigandi námskeið til að endurskoða ársreikninga lífeyrissjóða og hafa með höndum innri endurskoðun þeirra.

Eftirlit Fjármálaeftirlitsins:

13. Full þörf hefði verið á því að fleiri starfsmenn hefðu sinnt eftirliti með lífeyrissjóðunum á úttektarárunum miðað við umfang á starfsemi sjóðanna. Að jafnaði sinntu 2-3 starfsmenn FME þessu eftirliti á árunum fyrir bankahrun. - Þess má geta að a.m.k. helmingi fleiri starfsmenn hjá Fjármálaeftirlitinu sinna eftirliti með sjóðunum í dag sem hefur eflst til muna.

14. Eftirlit Fjármálaeftirlitsins með lífeyrissjóðunum á úttektarárunum virðist fyrst og fremst hafa verið fólgið í því að taka á móti skýrslum frá öðrum eftirlitsaðilum og lífeyrissjóðunum sjálfum og hafi eftirlitið reitt sig á þær. Ekki virðast hafa verið gerðar athugasemdir við rúm vikmörk í fjárfestingarstefnu sumra sjóða, né hvernig þau voru nýtt. Þá er erfitt að sjá að eftirlit hafi verið með einstökum fjárfestingum á annan hátt en þann hvort fylgt var ystu mörkum fjárfestingarstefnunnar. Ennfremur virðast athugasemdir ekki hafa verið gerðar við skilmála þeirra verðbréfa sem fjárfest var í og ekki fylgst með því hver var heildarfjárfesting

í samstæðum eða tengdum aðilum. Eftirlitið gerði heldur ekki athugasemdir við hvernig farið var með kostnað við fjárfestingar (Sjá kafla 5.1.5 og 5.1.6).

- Lagt er til að Fjármálaeftirlitið lýsi í meira mæli skoðunum sínum á gæðum fjárfestingarákvarðana enda þótt ströngustu lagaákvæði heimili ef til vill fjárfestinguna (Sjá kafla 5.1.3).

Tryggingafræðileg athugun og réttindi sjóðfélaga:

15. Tryggingafræðileg athugun á stöðu lífeyrissjóða getur haft umtalsverð áhrif á störf þeirra, eins og kerfið er upp byggt í dag sem hvílir m.a. á endurskoðuðum ársreikningum sjóðanna. Í tryggingafræðilegri athugun sem sjóðirnir þurfa lögum samkvæmt að undirgangast á hverju ári er leitast við að svara því hversu háa fjárhæð þurfi að eiga til að greiða skuldbindingar m.v. tiltekið ávöxtunarviðmið (3,5%). Framkvæmdastjórar og sjóðstjórar lífeyrissjóðanna vilja að vonum koma sem best út úr athuguninni, en á henni veltur hvort auka á eða draga á úr réttindum sjóðfélaga. Spurningin er hins vegar hvort í kerfið sé byggður hvati til of mikillar áhættutöku en það hlýtur að ráðast nokkuð af grundvellingnum sem athugunin er byggð á. Sem dæmi eru hlutabréf í ársreikningum virt til markaðsverðs í lok reikningsárs en hlutabréfaverð getur tekið miklum sveiflum eins og dæmin sanna. Verðmat innlendra skuldabréfa og hlutabréfa á árunum fyrir hrun stóðst ekki. Tryggingafræðileg athugun leiddi til hækkunar réttinda á árunum fyrir hrun sem síðan var ekki unnt að standa við. Þeir sjóðir, sem hættu mestu og fjárfestu verulega í hlutabréfum og skuldabréfum eignarhaldsfyrirtækja og bankanna, töpuðu mestu og urðu að skerða réttindin mest (Sjá kafla 4.3.3 og 5.1.3).

- Úttektarnefndinni þykir einsýnt að fara eigi yfir athugunarferlið að baki tryggingafræðilegri úttekt sjóðanna og þá einkum grunn þess. Meðal annars megi huga að því að njörva betur niður í lífeyrissjóðalögum þann mun sem má vera milli eigna og lífeyrisskuldbindinga áður en tryggingafræðileg athugun leiði til breytinga á réttindum.

Rekjanleiki og gæði fjárfestinga:

16. Litlar kröfur voru gerðar innan lífeyrissjóða um skjállega framkvæmd fjárfestinga á árunum fyrir bankahrun. Lítið var um skjalfesta eftirlitsferla og mat á áhættuþáttum og eftirlit með fjárfestingum var í mörgum tilvikum ómarkvisst. Lífeyrissjóðirnir virðast oft á tíðum hafa talið það nægjanlega röksemd fyrir einstökum fjárfestingum að þær rúmuðust innan fjárfestingarstefnunnar og sama veganesti fengu fjárvörsluáðilar lífeyrissjóðanna. Sjaldan virðist hafa verið vikið að gæðum fjárfestinga eða nauðsyn þess að lagður yrði fram rökstuðningur áður en ákveðið var að ráðast í einstök kaup. Þess má geta að eftir fall bankanna var því verkefni bætt við skyldur stjórnra sjóðanna að þær skyldu móta innra eftirlit þeirra og skjalfesta eftirlitsferla, sbr. 8. tl. 3. mgr. 29. gr. laga nr. 129/1997 (lífeyrissjóðalaganna).

- Úttektarnefndin telur að lífeyrissjóðirnir eigi almennt að leggja meiri vinnu í að meta hverja fjárfestingu fyrir sig og að haldið sé utan um gögn sem henni tengjast. Í því sambandi sé m.a. horft til áhættumats og áhættugreiningar. Sjóðirnir leggi vinnu í að meta mismunandi áhættu og reglur séu settar um endurmat áhættuþátta, svo dæmi séu nefnd. Eðlileg krafa til lífeyrissjóðanna er að þeir vandi undirbúning fjárfestingarákvarðana með sama hætti og þeir vanda undirbúning ákvarðana um húsnæðislán til sjóðfélaga sinna (Sjá kafla 5.2.2). Þá eigi að liggja fyrir skýrar reglur um ákvörðunarferli fjárfestinga og hver beri ábyrgð á hverri fjárfestingu. Nefndin bendir jafnframt á að ekki sé nóg að settar séu nýjar og betri reglur, heldur sé ekki síður mikilvægt að starfsmenn lífeyrissjóðanna temji sér þær.

17. Úttektarnefndin merkti ekki tengsl af því tagi að stjórnarmenn hefðu á úttektarárunum freistast til að hafa áhrif á fjárfestingar þannig að þær beindust að fyrirtækjum sem þeir störfuðu hjá eða áttu í eða fyrirtækjum þeim tengdum. Stjórnarmenn sem áttu einhverra hagsmuna að gæta við ákvörðun viku almennt af fundi undir viðkomandi dagskrárlíð.

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að reglan ætti að vera sú að stjórnarmaður sem svona háttar til um

ætti ekki að mæta á fundi þar sem hann hefði hagsmuna að gæta og kallaði til varamann. Þannig sé tryggt að umfjöllun í stjórn sjóðsins sé hlutlæg og gagnrýnin (Sjá kafla 5.2.2).

18. Stóru viðskiptabankarnir höfðu allir á úttektarárunum og hafa enn sérstaka deild innan eignastýringar sem tók að sér að stýra fjárfestingum fyrir lífeyrissjóði og aðra fagfjárfesta. Þá tóku bankarnir einnig að sér að reka heilu lífeyrissjóðina. Í hverjum hinna stóru banka höfðu líka orðið til séreignarsjóðir sem við gildistöku lífeyrissjóðalaganna 1997 tóku einnig að bjóða skyldutryggingu samkvæmt sérstökum ákvæðum laganna. Lífeyrissjóðir þessir eru Almenni lífeyrissjóðurinn sem rekinn var af Glitni, Frjálsi lífeyrissjóðurinn rekinn af Kaupþingi banka og Íslenski lífeyrissjóðurinn rekinn af Landsbankanum. Það var flestum þeim lífeyrissjóðum sameiginlegt, sem voru í heildarstýringu hjá bönkunum, að samkvæmt rekstrarsamningum þeirra við bankana áttu þeir að fjárfesta í sjóðum rekstrarfélags viðkomandi banka. Þetta gat einnig átt við sjóði sem höfðu ákveðið safn í eignastýringu hjá banka. Þessir samningar höfðu töluverð áhrif á viðgang þessara sjóða. Eftir fall bankanna þriggja hafa þeir allir leitað sjálfstæðari tilveru, þótt á mismunandi hátt sé (Sjá umfjöllun um einstaka sjóði í köflum 6, Almenni lífeyrissjóðurinn, 11, Frjálsi lífeyrissjóðurinn, og 13, Íslenski lífeyrissjóðurinn).

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að það sé rétt stefna. Það hafi sýnt sig að eftir því sem stýringardeildirnar sýndu meira sjálfstæði í heild eða í stýringu ákveðinna tegunda fjárfestinga, þeim mun betur reiddi þeim af í hruninu. Það sýndi sig einnig að eftir því sem tækifæri til eftirlits með fjárfestingum sjóða rekstrarfélaga bankanna varð auðveldara og því betur sinnt, kom fjárfestingin betur út. Stafar þetta af því að innan a.m.k. sumra rekstrarfélaga bankanna varð það tilhneiging sjóðstjórna sjóða þeirra þegar komið var fram yfir mitt ár 2007 að fjárfesta óvarlega í eignum tengdum eigendum bankanna og helstu viðskiptavina þeirra án þess að gætt væri að hagsmunum lífeyrissjóða og annarra fagfjárfesta.

Stjórn og starfshættir:

19. Óeðlilegt virðist að eigendur lífeyrissjóðanna (sjóðfélagar) eigi almennt ekki fulltrúa í stjórnnum sjóðanna og hafi enga aðkomu að því hverjir sitji þar (Sjá kafla 5.2.2).

- Úttektarnefndin leggur til að lífeyrissjóðir á almennum markaði og opinberum móti sér þá stefnu að einn eða fleiri stjórnarmenn séu kosnir beinni kosningu á ársfundi lífeyrissjóðsins. Fimm árum héðan í frá verði reynslan af þessu fyrirkomulagi metin og athugað verði hvort lengra skuli haldið.

20. Almennur rekstur lífeyrissjóða er á verksviði framkvæmdastjóra sjóðanna þótt stjórnir sjóðanna beri hina endanlegu ábyrgð á rekstri og ákvörðunum þeirra lögum samkvæmt. Stjórninni ber samkvæmt lífeyrissjóðalögum að sinna eftirlitsskyldu sinni, móta fjárfestingarstefnu og taka ákvarðanir um það sem er óvenjulegt eða mikilsháttar. Í lögnum eru hins vegar engar vísbendingar um hvað telst vera óvenjulegt eða meiriháttar og er það lagt í hendur stjórnna sjóðanna að meta það og ákveða viðmið fjárfestinga.

- Athugun úttektarnefndar leiddi í ljós að túlkun á því hvað telst vera óvenjulegt eða meiriháttar er mjög á reiki og fáir lífeyrissjóðir hafa sett sér viðmiðanir í þá veru. Mikilvægt er að sjóðirnir setji sér skýrar reglur í þessu sambandi sem taki á umfangi og ólíkum tegundum fjárfestinga sem starfsmönnum sjóðanna, sem sjá um fjárfestingar, og stýringaraðilum er heimilt að sinna án atbeina stjórnar (Sjá kafla 5.2.3).

21. Mikilvægt er að velta sé á stjórnarmönnum lífeyrissjóða, m.a. til að draga úr hættu á því sem nefnt hefur verið umboðsvandi. Þó er ljóst að ætla verður nýjum stjórnarmönnum svigrúm til að læra á þá ábyrgð sem þeir hafa tekist á hendur með setu í stjórn lífeyrissjóðs. Sömu leiðis verður að tryggja samfellu í störfum stjórnar hvers sjóðs (Sjá kafla 5.2.3).

- Úttektarnefndin telur eðlilegt að stjórnir lífeyrissjóða mæli fyrir um það í samþykktum sjóðanna hver megi að hámarki vera sá tími sem fulltrúi má sitja í stjórn lífeyrissjóðs. Ekki er óeðlilegt að sá tími sé 8-12 ár.

22. Samkvæmt lífeyrissjóðalögum ber stjórnnum lífeyrissjóða að setja sjóðnum, stjórn hans og starfsmönnum verklagsreglur um verðbréfavíðskipti. Samkvæmt athugun úttektarnefndar hafa lífeyrissjóðirnir ekki í öllum tilvikum viðhaft nægjanlegt eftirlit með því að reglunum sé fylgt á hverjum tíma. Þá voru dæmi þess að reglurnar tækju ekki í öllum tilvikum til verðbréfaeignar stjórnarmanna (Sjá kafla 5.2.4).

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að í raun ætti hluti þess að semja slíkar reglur að felast í því að sjóðirnir tilgreini regluvörð, starfsmann sem heldur utan um upplýsingar um stjórnarsetu og verðbréfaeign og verðbréfavíðskipti stjórnarmanna og starfsmanna sjóðsins og fylgi því eftir að þessar upplýsingar séu uppfærðar á hverjum tíma. Úttektarnefndin er jafnframt þeirrar skoðunar að stjórnarmenn lífeyrissjóða eigi í öllum tilvikum að upplýsa um öll verðbréfavíðskipti sín.

23. Lífeyrissjóðirnir hafa sumir hverjir tekið upp leiðbeinandi reglur á borð við reglur Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar. Meginatriði reglna á borð við reglur SP er að fjárfestar taki tillit til fleiri þátta við mat á fjárfestingum en skammtímahagnaðar. Þeir hugi að langtímahagnaði og í því sambandi eigi stjórnarhættir fyrirtækja, umhverfisþættir og félagslegir þættir að hafa áhrif á fjárfestingar. Tvö nærtæk dæmi um atriði sem sjóðirnir gætu horft til eru kynjajafnrétti og launajöfnuður í fyrirtækjum (Sjá kafla 5.2.6).

- Að mati úttektarnefndarinnar hafa lífeyrissjóðirnir í of litlum mæli reynt að nota slíkar leiðbeinandi reglur skipulega við að setja sér reglur og móta fjárfestingarstefnu og stefnu um það hvers konar hluthafi lífeyrissjóður eigi að vera. Eðlilegt væri að sjóðirnir legðu vinnu í að móta og framfylgja stefnu sem lýtur að þessum þáttum.

24. Flestir lífeyrissjóðanna hafa sett sér siðareglur sem taka m.a. á samskiptum við aðila á fjármagnsmarkaði, þ.m.t. boðsferðum og gjöfum. Áberandi er þó að einungis fáeinir lífeyrissjóðir höfðu sett slíkar reglur fyrir bankahrúnið í

október 2008 og lagt í það töliverða vinnu (Sjá kafla 5.2.7).

- Úttektarnefndin vill benda á að setning samskipta- og siðareglna er einungis fyrsta skrefið í lengra ferli og að endurskoða þarf reglurnar með reglubundnum hætti til að halda vitund starfsmanna og stjórnar vakandi um þær kröfur sem slíkar reglur gera til þeirra. Þá er rétt að vekja athygli á að ekki er sjálfsagt að framkvæmdastjóri eða stjórn sjóðanna kveði á um mörk og inntak reglnanna, enda geta möguleg brot varðað þessa aðila. Úttektarnefndin hvetur lífeyrissjóði til að finna lausn á þessum vanda.

Gjaldmiðlavarðir:

25. Skiptar skoðanir eru á því hvort lífeyrissjóðir sem langtímafjárfestar eigi að verja erlendar eignir sínar fyrir gjaldeyrissveiflum. Sjóðirnir hafa til þess heimild samkvæmt 10. tl. 1. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna, en heimildin er bundin því skilyrði að gerð gjaldeyrissamninga sé til þess fallin að draga úr áhættu sjóðsins. Það er svo matsatriði að hve miklu leyti heppilegt er að verja erlendar eignir á þennan hátt. Þarf við það mat að taka mið af útgjöldum sjóðsins til sjóðfélaga sinna og langtímafjárfestingarstefnu sjóðsins. Varnarhlutfall á erlendar eignir lífeyrissjóðanna var mismunandi misserin fyrir bankahrún og í sumum tilfellum mjög hátt eða allt að 90%. Ljóst er að sumir lífeyrissjóðanna gerðu ráð fyrir því að gengi krónunnar mundi styrkjast þegar liði á árið 2008.

26. Einnig skorti tilfinnanlega uppgjörsákvæði í þá samninga, sem lífeyrissjóðirnir gerðu við bankana um stýringu eða kaup á gjaldmiðlavörnum. Í alþjóðlegum samningum um gjaldmiðlavarðir eru venjulega svonefndir ISDA-skilmálar, en þar er nákvæm útlitun á því hvernig fara eigi með ef forsendubrestur verður af hálfu samningsaðila.

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að nokkrir lífeyrissjóðanna hafi farið mjög óvarlega. Virðast þeir ekki hafa gert sér grein fyrir hversu tæpt bankarnir stóðu. Eftir á að hyggja er ljóst að þegar komið var fram yfir mitt ár 2007 var mjög áhættusamt að auka við gjaldmiðlavarðir og hefðu sjóðirnir átt að leita

ráðgjafar um þetta atriði. Þá hefðu bankarnir í ljósi rammSAMninga um gjaldmiðlavarinnir sem í gildi voru milli sjóðanna og þeirra, einnig átt að vara lífeyrissjóðina við (Sjá kafla 5.1.4). Þá þyrftu lífeyrissjóðirnir að sameinast um að koma inn í gjaldmiðlavarinnarsamninga, ef og þegar þeir verða teknir upp að nýju, skilmálum um uppgjör þeirra.

Skilmálar og tegundir skuldabréfa:

27. Verulegar brotalamir voru í útgáfu fyrirtækja-skuldabréfa á Íslandi fyrir fall bankanna sem bakað hefur lífeyrissjóðunum líkt og öðrum fjárfestum gríðarmikið tjón. Til að mynda voru oftast engin ákvæði í skilmálum bréfanna um að breyttust rekstrarforsendur fyrirtækja eða eiginfjárhlutfall verulega féllu bréfin í gjalddaga.

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að vegna eiginleika fjárfestinga lífeyrissjóðanna og þeirrar gætni sem fyrirsvarsmenn þeirra verða að sýna varðandi vörslu og ávöxtun á fé sjóðfélaga, hafi það verið áamælisvert af þeim sem fagfjárfestum að gæta þess ekki að sett væru í skuldabréf skilmálar um gjaldfellingu yrðu breytingar á eignarhaldi, eiginfjárhlutfalli og rekstrarforsendum. Slíka skilmála hefði átt að verðleggja inn í bréfin jafnvel þótt það hefði getað þýtt eitthvað rýrari afrakstur þeirra (Sjá kafla 5.1.5).

28. Upp úr aldamótunum síðustu fór það að tíðkast að tilhlutan fjármálafyrirtækja að útgefin skuldabréf á markaði væru í verulegum mæli eingreiðslubréf (svonefnd kúlubréf) í stað jafngreiðslubréfa áður. Bréfin, sem höfðu aðeins einn gjalddaga höfuðstóls, áttu sér erlendar fyrirmyndir. Lífeyrissjóðirnir, sem og aðrir fjárfestar, fjárfestu í þeim og mátti segja að útgefandi skuldabréfsins stæði alltaf í skilum svo lengi sem vextir væru greiddir á gjalddögum. Við fall bankanna töpuðust mörg eingreiðslubréf í heild sinni.

- Huga þarf vel að efni skilmála áður en skuldabréf eru keypt og sé um miklar fjárhæðir að ræða að hrapa ekki að ákvörðunum í trausti þess að um sé að ræða fjármálagerninga „sem allir kaupa og samþykkja“. Stjórn Landssamtaka lífeyrissjóða átti að setja á lagg-

irnar nefnd lögfræðinga til þess að semja fyrir sig nokkrar grunngerðir skilmála og gátlista um hvað standa þurfi í þeim skilmálum skuldabréfa sem lífeyrissjóðirnir hyggjast kaupa (Sjá kafla 5.1.5).

Þóknanatekjur:

29. Í ársreikningum lífeyrissjóðanna er ekki hægt að sjá þóknanatekjur til bankanna eða erlendra fyrirtækja sem sjá um fjárfestingar fyrir sjóðina erlendis. Hafa þóknanirnar aðeins komið fram í heildartölum.

- Úttektarnefndin tekur undir það sjónarmið Ríkisendurskoðunar, að sýna eigi þennan kostnað sérgreindan og telur að Fjármálaeftirlitið eigi að hlutast til um að sjóðirnir sýni undantekningarlaust allan þóknanakostnað sem sérstakan gjaldalið í stað þess að hafa stóran hluta þóknana falinn í muni á kaup og söluverði verðbréfa. Þá átti Fjármálaeftirlitið að sjá um að íslensku fjármálafyrirtækin gefi upp þennan kostnað. Hann á ekki að þurfa að vera háður trúnaði (Sjá kafla 5.1.6).

Tengdir aðilar:

30. Lífeyrissjóðunum virðist ekki hafa verið nægjanlega ljós hættan sem gat stafað af of miklum fjárfestingum í samstæðum og tengdum fyrirtækjum á árunum fyrir bankahrun. Þess skal getið að heimildir lífeyrissjóðanna til fjárfestinga í samstæðum og tengdum aðilum voru takmarkaðar enn frekar eftir hrun og er nú miðað við skilgreiningu á tengdum aðilum í lögum um fjármálafyrirtæki. Lífeyrissjóðir falla ekki undir lög um fjármálafyrirtæki. Úttektarnefndin telur á hinn bóginn að stjórnendur lífeyrissjóðanna hefðu sem fagfjárfestar átt að vera kunnugir ákvæðum sem giltu um fjármálafyrirtæki á þeim tíma og hefðu mátt taka nokkurt mið af þeim við fjárfestingar sínar og varðveislu eignasafna sjóðanna. Hins vegar virðist nú fram komið að fjármálafyrirtækin héldu stöðu sinni og tengdra fyrirtækja fyrir sig og leyndu með tilvísun til bankaleyndar raunverulegum horfum sínum og tengdra aðila og þeirri miklu fyrirgreiðslu sem eigendur bankanna höfðu fengið hjá þeim. Það er því nokkuð skiljanlegt að erfitt var fyrir lífeyris-

sjóðina að fóta sig á markaðinum í aðdraganda falls bankanna.

Eigið fé:

31. Lífeyrissjóðirnir reistu ákvarðanatöku sína um fjárfestingar í verulegum mæli á mati á eigin fé fyrirtækja. Ljóst er af því sem fram kemur í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um eigið fé íslenskra fjármálafyrirtækja að verulegur hluti þeirra fjárfestinga sem gerðar voru innanlands eftir mitt ár 2007 var reistur á gögnum sem ekki áttu að standast skoðun hefði hennar verið kostur. Vissulega var orðrómur í aðdraganda bankahrunsins um að bankarnir hefðu lánað fyrir hlutabréfum í þeim sjálfum.
32. Ekki verður þó séð að almennt hafi fjárfestar mátt gera sér grein fyrir hvernig fjármögnun fjármála- og eignarhaldsfélaga var nánar háttað á þessum tíma. Hins vegar má spyrja þeirrar spurningar hvort stjórnir og framkvæmdastjórar lífeyrissjóðanna hefðu mátt gera betur, hefðu þeir haft formlegt áhættumat og skapað sér skilvirka eftirlitsferla. Lífeyrissjóðunum má vera fullljóst að mistök voru gerð og að stundum hefði mátt gera betur (Sjá kafla 5.1.8).

Einstakar fjárfestingar:

33. Fyrir utan hefðbundnar fjárfestingar á borð við ríkistryggða pappíra, hlutabréf, hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða og fyrirtækjabréf, fjárfestu lífeyrissjóðirnir í þó nokkrum mæli í sérstökum tegundum skuldabréfa og skuldabréfastrúktúrum á árunum fyrir bankahrun. Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að þeir hafi ekki í öllum tilvikum gætt þeirrar varfærni sem þeim ber við val á slíkum fjárfestingum.
34. Meðal fjárfestinga lífeyrissjóðanna voru svonefnd láns hæfistengd skuldabréf. Um er að ræða skuldabréf þar sem greiðslur á samningstímanum eru yfirleitt á einhvern hátt tengdar skuldtryggingarálagi undirliggjandi fyrirtækis. Höfuðstólsgreiðslan er síðan yfirleitt háð ákveðnum skilyrðum. Dæmi um slíkt bréf var

skuldabréf á Union Bank of Switzerland, Jersey Branch, sem Landsbankinn hafði milligöngu um vorið 2008 en fjárhæð bréfsins nam samtals 3.100 mkr. og voru lífeyrissjóðirnir helstu kaupendurnir. Umrætt skuldabréf var tengt láns hæfi Glitnis banka og Kaupþings banka en gjaldfella átti bréfið við nánar tilgreindar aðstæður, m.a. ef bankarnir yrðu gjaldþrota. Fjárfestingin tapaðist að mestu við hrun bankanna (Sjá kafla 5.1.9).

- Úttektarnefndinni þykir mjög hæpið fyrir lífeyrissjóði að fjárfesta yfirhöfuð í fjármálagerningum sem þessum enda hafa þeir í sér fólgið veðmál um hvernig ákveðnum fyrirtækjum muni reiða af sem er utan við skuldbindinguna sjálfa. Úttektarnefndin bendir á að Rannsóknarnefnd Alþingis var þeirrar skoðunar að vorið 2008 hefði mátt vera ljóst á þessum markaði að verulegar líkur væru taldar á greiðslufalli bankanna.
35. Víkjandi langtímalán fengu aukið vægi í rekstri og reikningskilum íslensku bankanna árin fyrir hrun. Markmiðið með útgáfu slíkra bréfa mun hafa verið að bæta eiginfjárstöðu banka og sparissjóða. Þau víkja fyrir öllum skuldbindingum öðrum en hlutabréfum við gjaldþrot. Lífeyrissjóðirnir fjárfestu margir hverjir í slíkum skuldabréfum á bankana.
 - Úttektarnefndinni þykir það illa samræmast hlutverki lífeyrissjóða og lagaákvæðum um varfærna fjárfestingu að þeir taki þátt í slíkri fjármögnun. Hæpið er að sami eftirmarkaður sé fyrir víkjandi skuldabréf og hlutabréf þurfi sjóðirnir að losna við þau. Þá geta lífeyrissjóðirnir ekki keypt þessi skuldabréf sem væru þau venjuleg skuldabréf. Þau ættu líklega frekar að teljast til hlutabréfa vegna stöðu þeirra í skuldaröð.
 36. Dæmi um mjög mislukkaða fjárfestingu lífeyrissjóðanna (víkjandi lán) var skuldabréfaútboð Glitnis í mars 2008 á svonefndum „víkjandi og breytanlegum skuldabréfum“, samtals að fjárhæð 15.000 mkr. Lífeyrissjóðirnir voru helstu kaupendurnir. Útboðið var að því leytnu sérstakt að skuldabréfin voru án gjalddaga og var ekki gert ráð fyrir að Glitnir endurgreiddi skuldabréfið með peningum, heldur yrði það greitt tilbaka árið 2013 með hlutabréfum í

Glitni. Tveir af þremur stærstu lífeyrissjóðum landsins fjárfestu fyrir umtalsverðar upphæðir í útboðinu, þar af fór málið fyrir stjórn fyrirfram í öðrum sjóðanna en í hinum var fjárfestingin kynnt eftir á. Fjárfestingin tapaðist strax við fall bankans (Sjá kafla 5.1.9).

- Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að lífeyrissjóðirnir ættu ekki að fjárfesta í slíkum gerningum nema lög heimili það sérstaklega. Í öllum tilvikum ættu sérstakar fjárfestingar af þessu tagi og stærð að vera bornar undir stjórn fyrirfram.

37. Nokkrir lífeyrissjóðir fjárfestu á úttektarárunum í erlendum skuldabréfavafningum eða strúktúrum. Slíkir strúktúrar eru mismunandi að gerð og er hver útgáfa sérhönnuð eftir undirliggjandi eignum og öðrum forsendum. Í flestum tilvikum mun hafa verið um að ræða samsettar skuldabréfaútgáfur eða „Synthetic collateralised Debt Obligations“ (Synthetic CDO) (Sjá kafla 5.1.9). Þess má geta að vextir þessara bréfa voru háir og þess vegna hefur fyrirvarsmönnum lífeyrissjóðanna þótt fjárfestingarnar álitlegar.

38. Dæmi um slíkar fjárfestingar í strúktúrum voru skuldabréf keypt af franska bankanum Société Generale sem Landsbankinn hafði milligöngu um að selja á árinu 2005. Skuldabréfin voru í evrum. Um var að ræða svokallað baktryggt skuldabréf með tengingu í skuldabréfasafn 100 stærstu fyrirtækja í Evrópu á þeim tíma. Undirliggjandi baktrygging var að vísu með nöfn á borð við bandaríska fjárfestingarbankan Lehman Brothers og önnur félög sem ekki stóðust fjármálakreppuna 2008. Í viðtali nefndarinnar við einn af framkvæmdastjórum lífeyrissjóðanna kom fram að eftir á að hyggja hefðu skilmálar bréfanna verið of veikir.

- Úttektarnefndin setur spurningarmerki við hvort lagaskilyrði eru fyrir lífeyrissjóði til að kaupa í slíkum útgáfum. Þær eru flóknar að gerð og erfitt að átta sig á þeim og reynslan hefur sýnt að þeim fylgir mikil áhætta. Ætla verður, að í framtíðinni verði tekið sérstaklega fram í löggjöf ef þessar fjárfestingar eiga að vera löglegar og lífeyrissjóðirnir eigi aðeins að hætta

takmörkuðum fjármunum í þær í annars vel dreifðu eignasafni.

39. Hrein eign lífeyrissjóða til greiðslu lífeyris og núvirði skuldbindinga sjóðanna eru gerð upp á ársgrundvelli. Tap lífeyrissjóðanna í úttektinni er því miðað við ársreikninga þeirra enda er tryggingafræðileg úttekt sjóðanna aðallega reiknuð út frá niðurstöðutölum ársreikninga ásamt margs konar tryggingafræðilegum forsendum. Reikningsleg afkoma sjóðanna fer mjög eftir gengi gjaldmiðla vegna erlendra eigna þeirra og markaðsvirði innlendra hlutabréfa hafi mikið verið fjárfest í þeim. Hvort tveggja getur sveiflast verulega innan árs. Í aðdraganda falls bankanna höfðu hlutabréf í eignasöfnum lífeyrissjóðanna rýrnað verulega frá miðju ári 2007 sem kemur fram í ársreikningum þeirra fyrir árið 2007. Hlutabréfin héldu síðan áfram að lækka í verði alveg til 30. september 2008 og töpuðust síðan að mestu við fall bankanna eins og fram kemur í ársreikningum fyrir árið 2008.

- Úttektarnefndin telur sjálfsagt að benda á, að vegna færslu hlutabréfa til markaðsvirðis í ársreikningum segi reikningslegt tap ekki alla söguna því fjárfestingin geti í mörgum tilvikum hafa átt sér stað löngu fyrir 2007 og því geti raunverulegt tap verið mun lægra eins og lífeyrissjóðirnir hafa bent á. Sömuleiðis þarf að taka tillit til ávöxtunar frá fjárfestingartíma svo fjárfestingin sé metin réttilega. Um heildartap lífeyrissjóðanna í einstökum verðbréfaflokkum og einstökum útgefendum er fjallað í kafla 5.3. Um tap einstakra sjóða er fjallað í köflum um viðkomandi sjóði.

40. Þótt að framan hafi verið gerðar nokkrar at-hugasemdir við framkvæmd fjárfestinga og fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna má auðvitað einnig ýmislegt gott um hana segja. Sjóðirnir fóru heldur ekki allir eins að. Þeir sem tóku áhættu virtust hafa mestan ávinning árin 2005 og 2006 en þeir urðu einnig að afskrifa mest síðar. Aðrir sem höfðu slakari ávinning á þeim árum og fjárfestu varlegar töpuðu minna á hruninu og komu í heildina betur út. Þá

verður að gæta þess hvaða andi ríkti í íslensku fjármálalífi á þessum tíma, sem stjórnaðist af áhrifum fjárfestinga- og viðskiptabankanna, viðhorfum stjórnmalaleiðtoga, máttleysi eftirlitsstofnana og þeirri stefnu Seðlabanka Íslands að halda gengi krónunnar uppi meðan stætt var án þess að tryggð væri að aðrir kraftar efnahagslífsins væru því samstiga. Í þessu sambandi má nefna að þessi andi hneig miklu frekar að því að efla útrás íslensku bankanna en að draga úr henni. Nægir að nefna þá staðreynd að stjórnvöld skipuðu á árunum fyrir hrun nefnd undir formennsku þáverandi stjórnarformanns KB banka, sem hafði það hlutverk að kortleggja möguleika Íslands á að verða alþjóðleg fjármálamiðstöð.

2.1 Summary of the Principal Conclusions of the Review

Pension affairs

1. Pension funds are of various types. Both central government pension funds and pension funds under the administration of municipalities enjoy an employer guarantee in addition to accumulated contributions. They may be open to new members, as are the A divisions of LSR and LSS (pension funds of state and municipal employees), or closed, as is the B division of LSR. Occupational pension funds such as Gildi (of the labour union Efling) and Lífeyrissjóður verzlunarmanna (the Pension Fund of Commerce), and independent funds, such as Frjálsi lífeyrissjóðurinn, Íslenski lífeyrissjóðurinn and Almenni lífeyrissjóðurinn, on the other hand are based exclusively on contributions. The difference between the independent and occupational pension funds is that members of the former can choose to which fund their contributions are paid while members of the latter cannot. The demographics of fund membership, its disability pension obligations etc. also vary from one fund to the next, which is reflected to some extent in the risk diversification of their investments. A younger fund member should generally be prepared to accept greater risk in his/her investments than a member approaching retirement age.

- The Review Committee considers it important to bear in mind, in any discussion of pension funds, that they are of various types which, in turn, is reflected in their varying investment needs.

2. There appear to be no substantial arguments for placing all matters concerning pension funds under the jurisdiction of the Ministry of Finance. There are instances where amendments made to Acts concerning regulated entities in general have not included the pension funds, although it would have been appropriate for them to have done so (see Section 4.1.1).

- In the estimation of the Review Committee these matters would more appropriately belong under the line ministries of economic or social affairs. More

limited matters concerning Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins (LSR, the Pension Fund for State Employees) could, however, continue to be the province of the Ministry of Finance due to the links between public servants' pension rights and collective bargaining agreements.

The Pension Funds Act

3. Act No. 129/1997, on Mandatory Pension Insurance and the Activities of Pension Funds (the Pension Funds Act) governs pension funds. Although the pension fund arrangements provided for in the Act appear well-founded in many respects, they are not without their snags. Amendments to the Act on Financial Businesses and Acts on UCITS and Investment Funds, and changes which have taken place in financial markets in general call for changes to the Pension Funds Act as well.

4. Art. 36 of the Pension Funds Act discusses pension funds' investment authorisations. Since the Act was adopted a great number of amendments and additions have been made to this Article, both prior to and after the banks' collapse. Most or all of these amendments expanded the funds' investment authorisations. Most of these amendments were not made with sufficient care and it is questionable how well conceived some of them were, as they comply poorly with the Act's aim of ensuring responsible investments. It could be mentioned, as an example, that the maximum investment authorised in equities was altered in stages from 35% of net assets to 60%, most recently by Act 28/2006. The changes to the Pension Funds Act indicate that up until the banks' collapse Althingi had been responding to requests from interest groups inside and outside the pension funds' Boards for less restrictive investment possibilities. The expansion of the statutory authorisation for investment in equities in 2004 and 2006 should never have been passed without a requirement that a

certain amount of these be foreign equities (see Section 5.1.2).

- Special emphasis must be placed on provisions to encourage responsible risk management. Limiting authorisations to acquire domestic equities would appear to be self-evident, since the Icelandic equity market, because of its limited size and scope, cannot offer the responsible investments needed by pension funds except to a limited extent.

5. The second paragraph of Art. 36 of the Pension Funds Act states that the buying and selling rates of securities in which pension funds may invest, including bonds of commercial banks, savings banks and other credit institutions, must be quoted on a regulated securities market. It appears that in some instances pension funds have not complied with this and invested in securities which did not have a quoted buying and selling rate when acquired. In some instances the securities had not been listed until their date of settlement. Whether or not this is of importance in evaluating the investment in question, it is evident that this is a clear violation of the rules which pension funds are to follow. Even if the banks should have seen to the listing, the lack of listing of such bonds could result in pension fund managers being liable for damages.

- The Review Committee seconds the opinion of the working group appointed by the Icelandic Pension Funds Association (IPFA) to examine what lessons could be learned from the financial setbacks following the banking collapse in 2008, that it is necessary to press for the immediate listing of securities and improved information disclosure on the stock exchange concerning issuers and the scope and nature of transactions. It was also proposed that the provisions of the second paragraph of Art. 36 be altered to state unequivocally that securities are to be listed on a regulated market when acquired and not later.

6. It is important to give priority to rightholders' interests in reviewing the Pension Funds Act.

- In this connection the Committee is of the opinion that the Act itself must clearly outline the pension

funds' role in preserving fund members' assets and ensuring a long-term return on them. Such provisions are important in serving as a continual reminder to pension fund managers and others that the funds' assets belong to others who are depending upon them being available in the future. These funds are therefore not suitable for high-risk investments even though at the time an investment is made it would appear that the rightholders could profit highly if it is successful.

7. Under the current arrangements in the Pension Funds Act, the funds' investment authorisations are listed in the Act itself.

- The Review Committee is of the opinion that the authorisations and limits on them should continue to be part of the Act. Further specifications of these points, however, belong in Regulations and possibly in specific Decisions and explanations from the Financial Supervisory Authority, which could be directed to all pension funds in accordance with a specific statutory provision. In this connection the Committee is of the opinion that a review is necessary of all the authorisations and limits provided for in Art. 36 of the Act. Each authorisation will not be clear and easily comprehensible unless its limits are specifically set out and included under the same point. Limits which apply equally to all items, however, can be placed in separate paragraphs.

8. It is striking how broad the ranges were [for individual investments] in the investment strategies of many pension funds during the years immediately preceding the banking collapse. Pension funds' boards are obliged by law to formulate and adopt an investment strategy for their funds, specifying in detail the funds' objectives in investing in individual categories of securities as a proportion of net assets. In many instances the ranges [for individual investments] in these strategies were so broad that it was actually the maximum limits of Art. 36 of the Pension Funds Act which determined the limits and allocation of investments (see for example Section 13.3.3).

- The Review Committee is of the opinion that a reasonable range may be necessary but that this should not be so broad as to create a risk of exceeding the statutory maximum, in addition to which broad limits clearly reduce the value of the strategy.

9. In the estimation of the Review Committee, it is necessary to undertake an overall review of the Pension Funds Act, in particular of those chapters concerning pension funds' investments and investment strategies.

Investment authorisations following the collapse

10. Following the banks' failure and the complete collapse of the domestic equity market, the pension funds' authorisations to invest in securities which are not listed on a regulated market has been increased, cf. Act No. 171/2008, amending the Pension Funds Act.

- It is important that this authorisation to the pension funds to invest in unlisted securities be reduced again as a proportion of their net assets as the domestic regulated market regains its vigour once more. The pension funds have also placed increased emphasis on private equity investments, such as the Icelandic Enterprise Investment Fund. Closer examination must be made of legal provisions which place limits on such investments (see Section 5.2). This is particularly important with regard to the risk diversification of pension funds' investments and their nature as conservative investors.

11. Other investment authorisations of the pension funds have been expanded and modified following the banks' collapse. With the adoption of Act No. 123/2011, amending the Pension Funds Act, pension funds are now authorised to invest in residential property and to manage such property, e.g. through rentals. Furthermore, pension funds were authorised but not obliged to establish a company for such operations or to conclude an agreement with a private party for the operations. After these changes the pension funds appear to be able to acquire and administer residential housing. It would appear to the Review Commit-

tee that this change contradicts Art. 20 of the Pension Funds Act and that it would be very inadvisable for the funds to make this part of their operations. In the Committee's opinion these new provisions show signs of having been scarcely adopted in consultation with the pension funds and are a prime example of the necessity of redrafting the statutory provisions on investment authorisations from scratch following detailed discussions.

- The Committee is of the opinion that the establishment of a special management company (to manage real estate) should be required and pension funds be authorised by law to invest in this a specific limited proportion of their net assets, if the funds are at all interested in being involved in such operations (see further Sections 4.2.11 and 5.1.2).

Auditors' supervision

12. Pension funds' auditors appear in general not to have considered it within their mandate to examine methods for valuation of pension funds' investments in the years of their audits nor the quality of the investments. They point out that up until the banks' collapse in 2008 losses on the assets of the securities portfolios of most pension funds were very low and therefore they had not considered there to be much need for this.

- The Review Committee is of the opinion that auditors should be in a position to examine the funds' investment quality and asset composition in their assessment of the funds. Attention needs to be given to reviewing and modernising Chapter VIII of the Pension Funds Act concerning annual financial statements and auditors. It is urgent to adjust the regulatory framework for pension funds' annual financial statements to fit International Financial Reporting Standards (IFRS/IAS) and to show full consideration for the fact that pension funds are covered by the concept of a public entity, cf. subparagraph b of Point 7 of Art. 1 of Act No. 79/2008 on Auditors (for details, see proposals in the article by Assistant Professor Bjarni Frímánn Karlsson, which accompanies the Review Committee's report). The possibility could be considered of having the Ministry of Finance

grant special recognition to those auditors who are considered qualified, in the estimation of the Financial Supervisory Authority following appropriate training, to audit pension funds' annual financial statements and provide them with internal auditing.

Supervision by the Financial Supervisory Authority (FME)

13. There was every need to have more employees working on pension fund supervision during the years reviewed, given the scope of the funds' activities. On average 2-3 FME employees handled this surveillance during the years preceding the banks' collapse.

- It should be pointed out that at least twice as many FME employees handle supervision of the funds today, which is a considerable increase.

14. FME's supervision of pension funds during the years reviewed appears primarily to have involved receiving reports from other regulatory bodies and the pension funds themselves, upon which the Authority depended. No objections appear to have been raised to the broad ranges of the investment strategies of some funds, nor how these were utilised. It is difficult to see any monitoring of individual investments other than as to whether the outermost limits of the investment strategy were complied with. Furthermore, no comments appear to have been made on the terms of those securities invested in, nor was there any monitoring of total investment in groups or connected parties. Nor did FME raise comments as to how the cost of investments was treated (see Sections 5.1.5 and 5.1.6).

- It is proposed that FME express to a greater degree its views on the quality of investment decisions, even if legal provisions in the strictest sense may possibly authorise the investment (see Section 5.1.3).

Actuarial assessment and member's entitlements

15. An actuarial assessment of pension funds' situation can have a considerable effect on their work, as the system is currently structured, based in part on the funds' audited annual

financial statements. The actuarial assessment which the funds must undergo each year by law seeks to answer the question of how high an amount is needed to pay obligations based on a specific return (3.5%). Pension fund managing directors and fund managers naturally want the best outcome possible from the assessment, as it determines whether fund members' entitlements should be increased or decreased. The question, however, is whether there is an inherent incentive in this system for excessive risk-taking, which must be determined to some extent by the basis upon which the assessment is based. As an example, in annual financial statements equities are marked to market value at the time of the statements, but equities can fluctuate strongly, as examples demonstrate. The valuation of domestic bonds and equities in the years prior to the collapse did not prove reliable. Actuarial assessment resulted in an increase in entitlement during the years prior to the collapse which subsequently could not be fulfilled. Those funds which took the greatest risks and invested in sizeable equity portfolios and bonds of holding companies and banks lost the most and had to make the greatest cutbacks in entitlements (see Sections 4.3.3 and 5.1.3).

- It appears evident to the Review Committee that the examination procedure underlying the funds' actuarial examination, and especially its basis, should be reviewed. Among other things, the possibility could be considered of specifying more clearly in the Pension Act the discrepancy which may exist between assets and pension obligations before the actuarial assessment must result in changes to entitlement.

Attributability and investment quality

16. Limited demands were made by pension funds concerning documenting procedures for investments during the years prior to the banks' collapse. There were few documented monitoring procedures and assessment of risk factors and monitoring of investments was in many instances inconsistent. The pension funds often appear to have considered it suf-

ficient grounds for individual investments that they could be accommodated within the fund's investment strategy, and the same applied to the pension funds' institutional investors custodians. Reference appears seldom to have been made to the quality of investments or the necessity of providing grounds before a decision was made to undertake individual purchases. It should be pointed out that, following the collapse of the banks, the task of setting up the funds' internal checks and controls and documenting supervision procedures was added to the duties of the funds' Board of Directors, cf. Point 8 of the third paragraph of Art. 29 of Act No. 129/1997 (the Pension Funds Act).

- The Review Committee is of the opinion that pension funds in general should devote greater efforts to assessing each individual investment and need to keep track of documentation in connection with it. This would include, for instance, risk assessment and risk analysis. The funds should work on assessing different risks and rules should be set concerning reassessment of risk factors, to mention some examples. It is only natural to require pension funds to be as meticulous in their preparation of investment decisions as they are in preparations for deciding on mortgages to fund members (see Section 5.2.2). Clear rules also need to be established on the investment decision process and who is responsible for each investment. The Committee, furthermore, points out that it is not sufficient to adopt new and improved rules - it is no less important for pension fund employees to practise them.

17. The Review Committee has not noticed connections of the sort during the years under review where directors were tempted to influence investments so that they were directed towards companies for whom they worked or had holdings in or companies connected to them. Directors with interests at stake in a decision generally withdrew from meetings where such items were on the agenda.

- The Review Committee is of the opinion that it should be the rule that a director in such a situation

should not attend a meeting where he/she has interests at stake but should be replaced by an alternate. This would ensure that discussion by the fund's Board of Directors is objective and critical (see Section 5.2.2).

18. All of the large commercial banks had, during the years under review, and still have, a special department in their asset management divisions which undertook to manage investment for pension funds and other institutional investors. The banks also undertook to manage complete pension funds. In each of the large banks private pension savings funds also existed which, upon the entry into force of the Pension Funds Act in 1997, also began to offer mandatory pension schemes in accordance with specific provisions of the Act. These pension funds are Almenni lífeyrissjóðurinn, which was managed by Glitnir, Frjálsi lífeyrissjóðurinn, managed by Kaupthing Bank and Íslenski lífeyrissjóðurinn, managed by Landsbanki. Most of the pension funds which were controlled fully by the banks were, according to their management agreements with the banks, to invest in the funds of the management company of the bank in question. This could also apply to funds which had a specific portfolio with a bank's asset management. These agreements had a considerable impact on the performance of these funds. After the collapse of the three banks they have all sought to establish a more independent existence, although by varying routes (see the discussion of individual funds in Sections 6 (Almenni lífeyrissjóðurinn), 11 (Frjálsi lífeyrissjóðurinn) and 13 (Íslenski lífeyrissjóðurinn)).

- The Review Committee is of the opinion that this is the proper direction to follow. It has been demonstrated that the more independence shown by the management departments overall or in managing individual types of investment, the better they survived the collapse. It was also evident that the better the opportunities offered for supervision of investments by the funds of the banks' management companies, the better was their management outcome. This is

because within at least some of the banks' management companies there was a tendency for the fund managers of their funds, after mid-2007, to invest incautiously in assets linked to the banks' owners and their leading customers, without regard for the interests of pension funds and other investors.

Boards of Directors and working practices

19. It does not appear appropriate that the owners of pension funds (the fund members) generally do not have representatives on their Boards and have no influence on who sit on these Boards (see Section 5.2.2).

- The Review Committee proposes that private and public sector pension funds adopt a policy providing for one or more directors to be directly elected at the pension fund's AGM. In five years' time the experience of such arrangements would be assessed and a decision taken as to whether further steps should be taken.

20. The ordinary operations of pension funds are the province of the funds' managing directors, although their Boards bear the ultimate responsibility for their operations and decisions by law. According to the Pension Funds Act, the Board is to perform supervisory duties, shape the investment strategy and take decisions on major or unusual matters. The Act offers no indications, however, as to what should be considered major or unusual, placing it in the hands of the funds' Boards of Directors to assess this and decide on investment references.

- The Review Committee's examination revealed that interpretations as to what should be considered major or unusual vary greatly and few pension funds have set references in this regard. It is important that the funds adopt clear rules in this connection which deal with the scope and different types of investments which the funds' employees, who handle investments, and managers may conclude without the Board's involvement (see Section 5.2.3).

21. It is important to have some turnover in pension fund directors, in part to reduce the risk

of agency problem (Principal-Agent Theory). It is clear, however, that new directors must be allowed some latitude to get a proper grasp of the responsibility which they have undertaken as pension fund directors. Similarly, continuity must be ensured in the work of each pension fund's Board (see Section 5.2.3).

- The Review Committee considers it proper for pension funds' Boards of Directors to prescribe in the funds' Articles of Association a maximum length of time for each pension fund director's service. A period of 8-12 years would not be inappropriate.

22. According to the Pension Funds Act, the Boards of pension funds are to lay down working procedures on securities transactions for the fund, its directors and employees. According to the Review Committee's examination, pension funds have not in all cases sufficiently supervised that the rules are complied with in all instances. There were examples of rules which did not in all instances cover directors' securities assets (see Section 5.2.4).

- The Review Committee is of the opinion that in fact part of drafting such rules should be having the funds appoint a compliance officer, an employee who keeps track of information on the board membership and securities transactions of the fund's directors and employees and makes sure that this information is updated and current. Furthermore, in the opinion of the Review Committee, pension fund directors should, in all instances, disclose information on all their securities transactions.

23. Some of the pension funds have adopted guidelines such as the UN Principles for Responsible Investment. The main idea of rules such as the UN Principles is to have investors consider other factors in addition to short-term gain in assessing investments. They should consider long-term gain and, in this connection factors such as good corporate government, environmental responsibility and social aspects should influence investments. Two illustrative examples of aspects which the funds could consider

are companies' gender equality and wage equality performance (see Section 5.2.6).

- In the Review Committee's estimation, the pension funds have made too little attempt to use such guidelines systematically in laying down rules and drafting investment strategies and policies as to what sort of shareholder a pension fund should be. It would be appropriate for the funds to devote efforts towards formulating and implementing policies concerning these factors.

24. Most pension funds have adopted codes of ethics concerning, for instance, their relations with financial market actors, including regarding invitational trips and gifts. It is, however, striking that only a few pension funds had adopted such rules prior to the banking collapse in October 2008 and devoted considerable work to this end (see Section 5.2.7).

- The Review Committee would like to point out that adopting a code of ethics and relationship guidelines is only the first step in a longer process, and that the rules need to be reviewed regularly to keep the Board of Directors and employees always conscious of the demands made of them by such rules. It is also appropriate to point out that it is not a matter of course that a pension fund's managing director or Board of Directors determine the limits and substance of such rules, since possible infringements could involve these parties. The Review Committee urges pension funds to find a solution to this problem.

Currency hedges

25. Opinion is divided as to whether pension funds as long-term investors should hedge their foreign assets against exchange rate fluctuations. The funds are authorised to do so in Point 10 of the first paragraph of Art. 36 of the Pension Funds Act, but this authorisation is subject to the condition that concluding the currency contract must be conducive to reducing the fund's risk. To what extent it is advisable to hedge foreign assets in this manner is a matter for consideration. Such an assessment has to consider the fund's payments to its members and its long-term investment strategy. The

hedged proportion of pension funds' foreign assets varied during the quarters preceding the banks' collapse and was in some cases very high, up to 90%. It is evident that some pension funds assumed that the ISK exchange rate would strengthen during the latter half of 2008.

26. There was also a painful shortage of settlement provisions in the contracts concluded by the pension funds with the banks on management or purchase of currency hedges. International contracts on currency hedges usually have so-called ISDA terms and conditions, which describe in detail how they are to be dealt with in the case of flawed assumptions on the part of the contracting parties.

- The Review Committee is of the opinion that some of the pension funds proceeded very incautiously. They do not appear to have realised how close the banks were to failing. With the benefit of hindsight, it is clear that after mid-2007 it was very risky to increase currency hedges and the funds should have sought advice on this point. In addition, in view of the master agreements on currency hedging which were in effect between themselves and the funds, the banks should have warned the pension funds (see Section 5.1.4). The pension funds will also have to co-operate on inserting in currency hedging transactions, if and when they are introduced once more, terms on their settlement.

Terms and conditions and types of bonds

27. There were major flaws in corporate bond issuance in Iceland prior to the banks' collapse which have caused the pension funds, like other investors, enormous losses. For instance, most often the bonds had no covenants to the effect that, if companies' operating premises or equity ratio changed materially, the bonds would be accelerated.

- The Review Committee is of the opinion that due to the characteristics of pension funds' investments and the caution which their leaders must show with regard to the custody and investment of fund members' assets, it was reprehensible of them as institutional investors not to ensure that the bonds included

covenants on acceleration in the case of changes in ownership, equity ratios or operating premises. Such covenants could have been priced into the bonds, even if this had meant slightly lower yields (see Section 5.1.5).

28. After the beginning of this century, it began to be common, on the initiative of financial businesses, for market bonds to be issued to a considerable extent as bullet bonds, rather than the previous amortised bonds. These bonds, with only a single due date for payment of the principal, had foreign models. The pension funds, as well as other investors, invested in these bonds, whose issuer could not be said to be in default as long as interest was paid on the due dates. Upon the banks' collapse many bullet bond investments were lost completely.

- Careful attention must be given to the substance of covenants before purchasing bonds and, where large amounts are involved, quick decisions must not be taken relying on the fact that these are financial instruments "which everyone is buying and accepting". The Board of Directors of the Icelandic Pension Funds Association should establish a group of attorneys to draft several basic types of terms and conditions, and a checklist for what should be included in the covenants of bonds which pension funds intend to purchase (see Section 5.1.5).

Commissions

29. Commissions paid to banks or foreign businesses handling investments for the funds abroad cannot be determined from the pension funds' annual financial statements. These commissions have only been included in aggregate figures.

- The Review Committee agrees with views expressed by the National Audit Bureau, that this expense should be indicated specifically, and is of the opinion that FME should see to it that the funds show without exception all commissions as a special expense item, rather than hiding much of the commissions in the difference between the buying and selling rate of securities. FME should also see to it that Icelandic

financial businesses disclose this expense. It should not be subject to confidentiality.

Connected parties

30. The risk which could result from excessive investment in groups and connected companies does not appear to have been sufficiently clear to the pension funds during the years preceding the banking collapse. It should be pointed out that the pension funds' authorisations for investments in groups and connected parties were restricted still further after the collapse and are now based on the definition of connected parties in the Act on Financial Undertakings. Pension funds are not covered by the Act on Financial Undertakings. The Review Committee is of the opinion, however, that as institutional investors pension fund managers should have been cognizant of provisions applicable to financial undertakings at that time and should have taken them into some consideration in their investments and the custody of the funds' asset portfolios. On the other hand, it now appears that the financial undertakings kept their own situation and that of connected companies to themselves, concealing on grounds of bank secrecy their real prospects and those of connected parties and the extensive credit which the banks' owners had obtained from them. It is therefore somewhat understandable that it was difficult for the pension funds to tread safely on the financial market during the period leading up to the banks' collapse.

Equity

31. The pension funds based their decisions on investments to a considerable extent on assessment of companies' equity. It is clear from information in the Report of the parliamentary Special Investigation Commission on the equity of Icelandic financial undertakings that a substantial share of the domestic investments made after mid-2007 was based on data which would not have withstood closer examination, if this had been possible. There were admit-

tedly rumours during the period leading up to the banks' collapse that the banks had made loans for purchases of their own shares.

32. It could not be said, however, that in general investors should have realised the details of the funding of financial undertakings and holding companies at this time. On the other hand, questions could be asked as to whether the Boards of Directors and managing directors of the pension funds could have done a better job if they had used formal risk assessment and set up effective monitoring procedures. It should be completely clear to the pension funds that mistakes were made and that in some cases they should have done better (see Section 5.1.8).

Individual investments

33. Apart from traditional investments such as government-backed papers, equities, units in UCITS funds and corporate bonds, the pension funds invested to a significant extent in more specialised types of bonds and debt structures during the years preceding the banking collapse. In the opinion of the Review Committee, they did not in all instances show the caution they should have in choosing such investments.
34. Among the pension funds' investments were so-called credit-linked notes (CLNs). Payments on these bonds during the contract period are generally linked in some way to the CDS spreads of the underlying company. Payment of the principal is also generally subject to certain conditions. One example of such a security was a note of the Jersey Branch of the Union Bank of Switzerland (UBS), which was sold by Landsbanki as intermediary in the spring of 2008. The total amount of the notes issue was ISK 3.1 billion and the main buyers were pension funds. The said note was linked to the credit ratings of Glitnir and Kaupthing; it could be accelerated under certain specified circumstances, for instance, if the banks be-

came insolvent. This investment was lost upon the banks' collapse (see Section 5.1.9).

- The Review Committee considers it highly questionable for pension funds to invest at all in financial instruments such as this, since they imply a bet on the future of certain companies which is outside the obligation itself. The Review Committee points out that the parliamentary Special Investigation Commission was of the opinion that in the spring of 2008 it should have been evident on this market that a default by the banks was considered to be quite probable.
35. The share of subordinated long-term debt in the Icelandic banks' operations and accounts also grew. The objective of issuing such bonds would have been to improve the capital ratios of commercial banks and savings banks. These bonds are ranked after all other obligations than equities in an insolvency. Many of the pension funds invested in such bonds of the banks.
- The Review Committee considers it scarcely compatible with the role of pension funds and legal provisions on conservative investment for them to participate in such funding. There is hardly the same secondary market for subordinated bonds as for equities if the funds need to dispose of them. The pension funds cannot acquire these bonds as if they were normal bonds. They should rather be considered as equities because of their debt ranking.
36. One example of an extremely unfavourable subordinated debt investment by the pension funds was an issue by Glitnir in March 2008 of so-called subordinated and convertible bonds, in a total amount of ISK 15 billion. The pension funds were the main buyers. This issue was special in that the bonds had no due date and Glitnir was not expected to repay the bonds in cash, but rather they would be repaid in 2013 with shares in Glitnir. Two of the country's three largest pension funds invested significant amounts in the issue; in one of the funds the matter was presented to the Board in advance while in the other it was presented

after the fact. This investment was lost immediately upon the bank's collapse (see Section 5.1.9).

- The Review Committee is of the opinion that the pension funds should not invest in such instruments unless specifically authorised by law. In all instances, special investments of this sort should be referred to the Board for approval in advance.

37. During the years under review, several pension funds invested in foreign collateralised debt obligations (CDOs) or structured debt. Such structures are of various types and each issue is specifically tailored depending upon the underlying assets and other premises. In most instances these apparently were synthetic CDOs (see Section 5.1.9). It should be pointed out that the interest rates on these securities were high, which made them attractive to the pension funds' management.

38. An example of such investments in structured credit were bonds acquired from the French bank Société Générale, which were sold by Landsbanki as intermediary in 2005. The bonds were denominated in EUR. These were so-called covered bonds, linked to bond portfolios of the 100 largest companies in Europe at the time. The underlying asset pool admittedly included names such as the US investment bank Lehman Brothers and other companies which did not survive the 2008 financial crisis. In an interview with the Review Committee, one pension fund managing director stated that in hindsight, the terms of the notes had been too weak.

- The Review Committee questions whether there is a statutory basis for pension funds to buy such issues. They are complex in nature and difficult to comprehend, and experience has shown that they involve a high risk. It must be assumed that in the future legislation will state specifically if these investments are to be lawful and that pension funds should only risk very limited amounts in an otherwise well-diversified portfolio.

Pension funds' losses

39. Pension funds' net assets for payment of pensions and the NPV of the funds' obligations are calculated annually. The pension funds' losses in this report are therefore based on their annual financial statements, as the funds' actuarial assessments are based primarily on the final figures of their annual financial statements, together with a variety of actuarial assumptions. The funds' accounting performance is highly dependent upon the exchange rates of the currencies in which they hold foreign assets and the market value of domestic equities, if they have substantial investments in such. Both can fluctuate strongly over the course of the year. During the period preceding the banks' collapse the value of equities in the pension funds' asset portfolios had shrunk considerably from mid-2007 onwards, as is reflected in their annual financial statements for 2007. Equities continued to fall in price right up until 30 September 2008, and were subsequently lost for the most part upon the banks' collapse, as is shown in annual financial statements for 2008.

- The Review Committee considers it appropriate to point out that because equities were marked to market value in the annual financial statements, the accounting losses are only part of the story, as the investment could in many cases have been made long before 2007, and as a result the actual loss could be much lower, as has been pointed out by the pension funds. Similarly, the return since the time of investment must be taken into consideration for the investment to be properly assessed. Section 5.3 discusses the total losses of pension funds in individual categories of securities and from individual issuers. Losses of individual funds are discussed in the sections on the funds concerned.

40. Although the preceding discussion has raised various objections to the pension funds' investment practices and investment strategies, there are also various positive aspects which could be mentioned. Nor did all the funds follow the same practices. Those who took risks

appeared to have gained the most in 2005 and 2006, but they also subsequently had the largest write-offs. Others which had lower gains those years and invested more conservatively suffered smaller losses in the collapse and came out better off on the whole. Consideration must also be given to the mood which prevailed in Icelandic financial circles at this time, which were dominated by the influence of the investment banks and commercial banks, the views of leading politicians, the feebleness of regulatory institutions and the Central Bank's policy of maintaining a high ISK exchange rate as long as possible without ensuring that other economic forces were in step with this. In this connection it could be mentioned that the mood was much more conducive to boosting the Icelandic banks' expansion abroad than to restraining it. It is sufficient to mention the fact that in the years preceding the collapse the government appointed a committee chaired by the then Chairman of the Board of KB Bank, whose task it was to map out Iceland's possibilities of becoming an international financial centre.

3. Kafli

3.1 Saga lífeyrissjóðanna og viðskiptaumhverfi	43
3.1.1 Sagan í hnotskurn	43
3.1.2 Ólík lífeyriskerfi	43
3.1.3 Eignasafn lífeyrissjóðanna	45
3.1.4 Nánar um eignasafn lífeyrissjóðanna	45
3.1.5 Samþjöppun eignarhalds og vöxtur bankanna	47

3.1 Saga lífeyrissjóðanna og viðskiptaumhverfi

3.1.1 Sagan í hnotskurn

Almennir lífeyrissjóðir í þeirri mynd sem við þekkjum þá eru margir sprotnir upp af kjaraviðræðum launamanna og atvinnurekenda (vinnumarkaðs-sjóðir). Árið 1969 urðu vatnaskil í starfsemi lífeyrissjóða á Íslandi. Fram að þeim tíma höfðu lífeyrisþegar úr hópi almennra launþega almennt einungis notið greiðslna úr almannatryggingum. Lífeyrissjóðir voru eingöngu lögboðnir hjá opinberum starfsmönnum og bankamönnum, en þar fyrir utan voru starfandi sjóðir á almennum vinnumarkaði á vettvangi nokkurra atvinnugreina, þ.m.t. meðal verslunarmanna og sjómanna. Þar fyrir utan voru starfandi fyrirtækjasjóðir sem tóku aðallega til fastráðinna starfsmanna viðkomandi fyrirtækja.

Með almennum kjarasamningum Alþýðusambands Íslands og Vinnuveitendasambands Íslands, sem undirritaðir voru þann 19. maí 1969, var ákveðið að stofnaðir skyldu lífeyrissjóðir á félagsgrundvelli fyrir alla launamenn innan ASÍ. Kjarasamningurinn fól í sér að mælt var fyrir um skylduáðild að sjóðunum sem starfræktir skyldu frá 1. janúar 1970. Jafnframt skyldi aðildarskyldan ná til þeirra lífeyrissjóða stéttarfélaganna sem starfræktir voru fyrir undirskrift samningsins. Samkvæmt samningnum áttu iðgjöld að greiðast af launum alls verkafólks 16 ára og eldra og skyldi greiðslum hagað þannig að launafólk greiddi tiltekið hlutfall launa sinna og atvinnurekendur tiltekið móttframlag. Greiðslur áttu að hækka í þrepum þar til iðgjöld næmu 10% af dagvinnulaunum, þar af greiddi atvinnurekandi 6% og launafólk 4%. Samhliða undirritun heildarkjarasamnings um lífeyrissjóði sömdu aðilar vinnumarkaðarins við ríkið um að tryggður yrði með lögum lágmarksréttur allra félagsmanna stéttarfélaganna til lífeyris sem náð höfðu þeim aldri að möguleikar þeirra til að ávinna sér lífeyrisréttindi voru takmarkaðir. Árið 1973 var Samband almennra lífeyrissjóða stofnað (nú Landsamtök lífeyrissjóða) sem málsvari lífeyrissjóðanna út á við og ráðgefandi þjónustuaðili við sjóðina.

Skylduáðild að lífeyrissjóðum var fyrst um sinn bundin við aðildarfélög ASÍ. Með lögum nr. 9/1974 um starfskjör launþega o.fl., var hins vegar mælt fyrir um að aðildarskyldan skyldi ná til alls launafólks í

landinu. Með lögum nr. 55/1980 um starfskjör launafólks og skyldutryggingu lífeyrisréttinda, var kveðið á um að aðildarskyldan skyldi ná til allra starfandi manna á vinnumarkaði, þ.m.t. sjálfstætt starfandi fólks.

Þrátt fyrir að skylduáðild að lífeyrissjóðum væri lögfest árið 1974 urðu tafir á að heildarlöggjöf yrði sett um lífeyrissjóðina. Í desember 1995 gerðu aðilar vinnumarkaðarins, Alþýðusamband Íslands og Vinnuveitendasamband Íslands, með sér samning um lífeyrismál, nokkurs konar viðbótarsamning við áður gerðan kjarasamning um sama efni frá 1969.¹ Í samningnum var leitast við að skilgreina með skýrari hætti þær skyldur sem lagðar eru á lífeyrissjóði sem vörsluáðila fjármuna og þau réttindi sem lífeyrisþegar eiga tilkall til. Í aðfaraorðum samningsins segir nánar tiltekið að skyldutrygging í lífeyrissjóðum geri kröfu um að engum manni verði skv. ákvæðum kjarasamninga gert að greiða iðgjöld til lífeyrissjóðs sem kann að verða ófær um að standa við loford um lífeyrisgreiðslur síðar meir. Margt af því sem tæpt er á í samningi aðila vinnumarkaðarins frá 1995 rataði síðar inn í rammalöggjöf um lífeyrissjóðina sem sett var með lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda (Sjá nánar umfjöllun í 4. kafla skýrslunnar).

3.1.2 Ólík lífeyriskerfi

Óumdeilt er að lífeyrissjóðir gegna mikilvægu hlutverki í efnahagslegu og félagslegu tilliti með hliðsjón af þeim gríðarmiklu eignum sem bundnar eru í lífeyrissjóðum landsmanna. Samkvæmt efnahagsyfirliti frá Seðlabanka Íslands námu eignir lífeyrissjóða í landinu samtals 2.078 ma.kr. í lok nóvember 2011.² Eignir íslenskra lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) eru með því mesta sem gerist í heiminum. Hæst náði hlutfallið árið 2007 og var þá 122% af VLF.³ Til samanburðar var meðaltal OECD ríkja við árslok 2007 um 75,5% af VLF. Þess má geta að hlutfallið lækkaði í kjölfar bankahrunsins og

¹ Skýrsla forseta um störf Alþýðusambands Íslands árið 1996, bls. 35-50.

² Efnahagsyfirlit lífeyrissjóða er aðgengilegt á vef Seðlabanka Íslands: www.seðlabanki.is

³ Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010 e. Svövu Óskarsdóttur. Seðlabanki Íslands, apríl 2011, bls. 2.

eignarýrnunar og afskrifta. Í lok árs 2009 stóð hlutfallið í 112,4% af VLF sem þykir hátt í alþjóðlegum samanburði.⁴

Misjafnt er eftir einstökum ríkjum hvernig uppbyggingu lífeyriskerfa er háttað. Veltur það t.d. á því hvaða stefnu ríki hafa mótað í velferðarmálum, hversu ríka vernd löggjöf viðkomandi ríkis veitir lífeyrisþegum, þróun hagvaxtar og hagsæld ríkja. Sem dæmi er ákaflega mismunandi eftir þjóðum hver þátttaka hins opinbera er og hvernig spila saman, annars vegar opinbert almannatryggingakerfi og hins vegar lífeyriskerfi sem launamenn og eftir atvikum atvinnurekendur greiða til. Þar fyrir utan eru eignir lífeyrissjóða einstakra ríkja mismunandi að stærð, allt eftir því hvernig þessir ólíku þættir spila saman og hvaða stefna hefur verið mörkuð í lífeyrismálum viðkomandi ríkis. Hér á landi hefur hlutur almannatryggingakerfisins sem hlutfalls af lífeyrisgreiðslum landsmanna farið minnkandi í takt við aukna hlutdeild lífeyrissjóðanna.⁵

Í stefnumarkandi riti sem Alþjóðabankinn sendi frá sér árið 1994 er fjallað um uppbyggingu lífeyriskerfa út frá þremur meginstöðum, þ.e. þætti almannatrygginga, þætti atvinnulífsins í gegnum iðgjaldagreiðslur og loks út frá þætti séreignarsparnaðar.⁶ Leggur Alþjóðabankinn upp með að samverkandi þættir þessara þriggja stöða leggi grunninn að fyrirmyndarlífeyrissjóðakerfi. Íslenska lífeyriskerfið tekur mið af þessari þriggreiningu.

Formleg lífeyriskerfi, þ.e. kerfi lífeyris sem starfa skv. lögum eða eru samningsbundin, má ennfremur greina í þrennt eftir því hvernig þau eru *fjármögnuð*. Um er að ræða svonefnda gegnumstreymissjóði, söfnunarsjóði og einstaklingsbundinn lífeyrissparnað.

Gegnumstreymissjóðir (e. pay as you go-system, PAYG) eru fjármagnaðir með skatttekjum á hverjum tíma. Söfnunarsjóðir (e. funded system) byggja á því að iðgjaldagreiðslur sjóðfélaga eru ávaxtaðar með það að markmiði að þær standi undir framtíðarlífeyrisskuldbindingum sjóðsins. Viðbótarlífeyrissparnaður er hins vegar valkvæður séreignarsparnaður sem ávaxtaður er á sérstökum lífeyrissparnaðarreikningi í nafni viðkomandi. Algengast er að þjóðir búi

við tveggja eða þriggja þrepa kerfi, sbr. viðmiðun Alþjóðabankans.

Í flestum ríkjum OECD standa *gegnumstreymissjóðir* undir stærstum hluta lífeyrisgreiðslna. Gegnumstreymiskerfin eru rekin af hinu opinbera og eru alfarið á ábyrgð þess. Þannig er lífeyriskerfi almanna-trygginga hér á landi, sem saman stendur af grunnlífeyri og tekjutryggingu, gegnumstreymiskerfi sem að mestu er fjármagnað með skatttekjum og tryggingagjaldi. Meginkostur gegnumstreymiskerfa hefur verið talinn sá að þar sem þau eru alfarið á hendi stjórnvalda henti þau vel til að ná fram félagslegum markmiðum, s.s. að jafna tekjur og draga úr fátækt.⁷ Meginalli gegnumstreymiskerfa hefur hins vegar verið talinn hversu viðkvæm þau eru fyrir fólksfjöldbreytingum, þ.e. hlutfallinu á milli þeirra sem greiða til sjóðanna á hverjum tíma og þeirra sem þiggja lífeyri úr sjóðunum. Er talið að þar liggi meginvandi gegnumstreymiskerfa nú á dögum.⁸

Söfnunarsjóðir eru oftast í einkarekstri en opinberum. Íslensku lífeyrissjóðirnir eru söfnunarsjóðir sem byggja á iðgjöldum launamanna og atvinnurekenda. Hafa meginalltalið sjóðasöfnunarfyrirkomulagsins verið álitnir þeir að beinni tengsl eru á milli iðgjaldagreiðslna fólks og þess lífeyris sem það fær síðar greiddan út. Þá eykst sparnaður í þjóðfélaginu sem nýtist í fjárfestingar og örvar hagvöxt. Hugmyndin að baki söfnunarsjóðunum er sú að hver kynslóð standi undir eigin lífeyri með greiðslu iðgjalda, en leggi ekki lífeyrisbyrðar á skattgreiðendur á hverjum tíma. Meginalli sjóðasöfnunarfyrirkomulagsins hefur á hinn bóginn verið álitinn sá að lífeyrissjóðirnir eru háðir aðstæðum á fjármagnsmarkaði hvað ávöxtun varðar.⁹ Vegna þeirrar undirliggjandi áhættu sem bæði gegnumstreymissjóðir og söfnunarsjóðir búa við, einkum þó gegnumstreymissjóðir vegna ört minnkandi fæðingartíðni og hækkandi meðalaldurs, hefur Alþjóðabankinn mælt til þess að söfnunarsjóðir verði meginstöð lífeyriskerfisins sem veiti fólki sem stundar atvinnu megnið af sínum lífeyri en almannatryggingakerfið tryggi fólki grunnlífeyri og aftri því frá að það lendi í fátækt. Þessu til viðbótar eigi einstaklingar að kaupa sér viðbótarlífeyrisréttindi

4 Sama heimild, bls. 2.

5 Már Guðmundsson. Íslenska lífeyriskerfið, bls. 22.

6 World Bank (1994). Averting the old age crisis.

7 Stefán Ólafsson: Íslenska leiðin, bls. 322.

8 Sama heimild, bls. 323.

9 Sama heimild, bls. 324.

af einkareknum lífeyrissjóðum eða verðbréfafyrirtækjum. Nánar er fjallað um lífeyriskerfið í álitserð Katrínar Ólafsdóttur hagfræðings: Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarþúskaður, aftast í þessu bindi.

3.1.3 Eignasafn lífeyrissjóðanna

Eignasafn lífeyrissjóðanna hefur tekið stakskiptum á undanförunum áratugum. Að sama skapi hafa sjóðirnir vaxið, einkum í ríkjum þar sem sjóðsöfnunarfyrirkomulagið er við lýði, og þeir orðið að mikilvirkum þátttakendum í atvinnuuppbyggingu og á fjármagnsmarkaði, m.a. í gegnum fjármögnun fyrirtækja; með kaupum á skuldabréfum, fjárfestingum í hlutabréfasjóðum og sem hluthafar í fyrirtækjum. Þannig hefur eignasafn íslensku lífeyrissjóðanna þróast frá því að vera að meginuppistöðu reist á ríkisskuldabréfum og hefðbundnum sjóðfélagalánum, yfir í fjölbreytta samsetningu eignaflokka með innlendum og erlendum verðbréfum, m.a. hlutabréfum sem gegndu stigvaxandi hlutverki í eignasafni sjóðanna fram að bankahrúni 2008. Samhliða þessu hafa eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af lánakerfinu í heild aukist umtalsvert, voru 13% árið 1980 en 38% árið 1999.¹⁰ Ef miðað er við hlutdeild lífeyrissjóðanna í innlendum skuldum lánakerfisins jókst hlutdeild lífeyrissjóðanna í fjármögnun lánakerfisins úr 20% í 50% á sama tímabili.¹¹ Hlutfallið hefur þó lækkað á síðustu árum sem ræðst af því að stærð íslensks lánamarkaðar hefur einnig vaxið hratt.¹² Þannig nam hlutfallið 23% í september 2008.¹³ Heildareignir lífeyrissjóða sem hlutfall af heildareignum fjármálafyrirtækja (lífeyrissjóðir teljast að vísu ekki fjármálafyrirtæki í skilningi laga) hefur á hinn bóginn hækkað á undanförunum árum. Var hlutfall lífeyrissjóðanna 21% af heildareignum árið 2008 og hafði þá hækkað úr 12% frá árinu á undan. Í lok ágúst 2011 nam hlutur lífeyrissjóðanna hins vegar 31% af heildareignum fjármálafyrirtækja.¹⁴

10 Mór Guðmundsson: Íslenska lífeyriskerfið, bls. 54.

11 Sama heimild, bls. 54.

12 Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarþúskaður e. Katrín Ólafsdóttur, apríl 2011.

13 Efnahagsyfirlit Seðlabanka Íslands.

14 Efnahagsyfirlit Seðlabanka Íslands. Þess skal getið að hlutur lífeyrissjóðanna hefur verið nokkuð rokkandi frá því farið var að taka saman tölur með þessum hætti árið 2003. Þannig nam hlutur lífeyrissjóðanna af heildareignum fjármálafyrirtækja 23% árið 2003, en fór síðan lækkað árin á eftir og var lægstur 12% árið 2007, eins og fyrr var nefnt.

Með þróun verðbréfamarkaðar á Íslandi og rýmkudum fjárfestingarheimildum, m.a. erlendis, hefur fjárfestingarkostunum fjölgað. Sem dæmi má nefna að viðskipti með skuldabréf hófust árið 1984 og með hlutabréf á árunum upp úr 1990. Til marks um þróunina námu fjárfestingar lífeyrissjóðanna í innlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum einungis tæpum 1,2% af hreinni eign til greiðslu lífeyris árið 1990 en hlutfallið var tæp 7,3% árið 1998 og 16,6% ef innlend og erlend hlutabréfaeign er lögð saman.¹⁵ Í árslok 2007 námu fjárfestingar í innlendum og erlendum hlutabréfum, skráðum og óskráðum, samtals um 34,5% af hreinni eign til greiðslu lífeyris, þar af var innlend hlutabréfaeign (hlutabréf og hlutabréfasjóðir) tæp 14,7%.¹⁶ Í árslok 2008 hafði hlutfallið lækkað niður í tæp 23,9% af hreinni eign til greiðslu lífeyris, þar af var innlend hlutabréfaeign (hlutabréf og hlutabréfasjóðir) tæp 1,9% og ræður þar mestu um hrun á innlendum hlutabréfamarkaði í aðdraganda og í kjölfar bankahrunsins.¹⁷

3.1.4 Nánar um eignasafn lífeyrissjóðanna

Nefnt var fyrr að megingalli sjóðsöfnunarfyrirkomulagsins hafi verið álitinn sá að lífeyrissjóðirnir eru háðir aðstæðum á fjármagnsmarkaði hvað ávöxtun varðar.¹⁸ Sjóðsöfnunin hefur þó í sjálfu sér jafnframt verið talin einn helsti kostur kerfisins, enda getur hún auðveldað uppbyggingu fjármálakerfis og aðgang þeirra sem þurfa á fjármagni að halda. Bent hefur verið á að ör uppbygging íslenskra lífeyrissjóða frá níunda áratug síðustu aldar hafi verið grundvöllur mikils af þeirri uppbyggingu efnahagslífsins sem varð á þeim tíma.¹⁹ Þannig hafi auðveldari aðgangur fyrirtækja að fjármagni, lánsfé og áhættufé, verið nauðsynlegur til að hægt væri að stokka upp eignarhald stærstu fyrirtækja landsins og stórauka fjárfestingar, bæði innanlands og erlendis.²⁰ Lífeyrissjóðirnir gegndu lykilhlutverki í því sambandi.

15 Efnahagsyfirlit Seðlabanka Íslands. Lífeyrissjóðir. Aðgengilegt á vef Seðlabanka Íslands, www.seðlabanki.is.

16 Sama heimild.

17 Sama heimild.

18 Sjá: Stefán Ólafsson: Íslenska leiðin, bls. 324. Sjá ennfremur: Gylfi Magnússon: Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður: Áhrif og ábyrgð (skýrsla), bls. 9. Útg. Hagfræðistofnun, apríl 2006.

19 Sjá: Gylfi Magnússon. Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður. [...], bls. 10.

20 Sama heimild, bls. 10.

Á árunum 1980 – 1986 voru á bilinu 80-90% eigna lífeyrissjóðanna bundin í svonefndum „öðrum skuldabréfum“, þ.e. beinum útlánnum og skuldabréfum öðrum en markaðsskuldabréfum. Þannig voru sjóðfélagalán snar þáttur í starfsemi sjóðanna og var hlutfall slíkra lána um 40% af hreinni eign sjóðanna árið 1980 og fór yfir 46% 1983-4.²¹ Upp úr miðjum níunda áratugnum hófu lífeyrissjóðirnir jafnframt að fjárfesta í svonefndum markaðsskuldabréfum, þ.e. ríkisbréfum, húsnæðisbréfum o.s.frv. Mest nam hlutfeld markaðsskuldabréfa af heildareignum lífeyrissjóðanna tæpum 54% árið 1997 en hefur síðan farið minnkandi.²² Árið 1994 hófu lífeyrissjóðirnir að fjárfesta erlendis, en í mjög litlum mæli til að byrja með (í ársbyrjun 1995 féllu úr gildi síðustu leifar takmarkana skv. reglugerð um gjaldeyrismál nr. 471/1992 á fjárfestingum innlendra aðila í erlendum verðbréfum). Kaup þeirra í erlendum verðbréfum á árinu 1994 námu samanlagt 1,9 ma.kr. sem er innan við 5% af ráðstöfunarfé sjóðanna.²³ Samhliða því að lífeyrissjóðirnir tóku að feta sig inn á erlenda markaði laust fyrir aldamót tóku fjárfestingar sjóðanna í markaðsskuldabréfum að minnka. Lífeyrissjóðirnir tóku nú í auknum mæli að fjárfesta í innlendum og erlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum. Bent hefur verið á að ástæður breyttrar fjárfestingarstefnu sjóðanna hafi væntanlega verið þær að sjóðirnir náðu góðri ávöxtun á erlendu bréfin.²⁴ Sem dæmi skiludðu þau sjóðunum 39% ávöxtun árið 1999 samanborið við 15% árið á undan. Þar fyrir utan er nærtækt að horfa til þess að lífeyrissjóðir eru stórir fjárfestar á litlum markaði og óhjákvæmilegt að þeir festi fjármagn sitt erlendis að hluta eftir því sem eignir sjóðanna vaxa og færri fjárfestingarkostir standa sjóðunum til boða hér á landi. Þannig hefur hlutur lífeyrissjóðanna í erlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum vaxið jafnt og þétt. Árið 1997 voru erlend hlutabréf og hlutabréfasjóðir um 4,1% af hreinni eign sjóðanna. Árið 2004 nam hlutfallið hins vegar 17,5% og árið eftir tæpum 19% af hreinni eign. Frá 2006 voru lífeyrissjóðirnir

með um 30% af hreinni eign sinni í erlendum verðbréfum en það hlutfall var í árslok 2010 komið niður í 25%.²⁵ Þess má geta að frá því gjaldeyrishöft voru sett í desember 2008 hefur lífeyrissjóðum ekki verið heimilt að leggja fé í nýjar fjárfestingar erlendis, heldur er þeim einungis heimilt að endurfjárfesta fyrir fé sem tilkomið er vegna sölu erlendra eigna sem þeir áttu við setningu gjaldeyrishaftanna.

Þegar rammalöggjöf um lífeyrissjóðina var sett með lögum nr. 129/1997 sem tóku gildi 1. júlí 1998 var lífeyrissjóðum skylt að takmarka áhættu í erlendum gjaldmiðlum í heild við 40% af hreinni eign sjóðsins. Í dag er hlutfallið 50% af hreinni eign sjóðanna og því ljóst að lífeyrissjóðirnir hafa enn talsvert svigrúm til að auka við erlenda verðbréfaeign sína.

Eins og rakið hefur verið að framan hefur samsetning verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna breyst mjög undanfarna áratugi. Þannig óx hlutfall verðbréfa með breytilegum tekjum (einkum hlutabréf og hlutabréfasjóðir) mjög á rúmum áratug fram að bankahruni 2008. Hlutfall verðbréfa með breytilegum tekjum (þ.m.t. hlutabréf og önnur verðmyndandi bréf á markaði) var alls 5% af heildarverðbréfaeign árið 1995 en 45% árið 2004. Þar af jókst eign lífeyrissjóðanna í innlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum úr 55 ma.kr. árið 2000 í 250 ma.kr. árið 2007 sem nam 15% af hreinni eign. Virði innlendra hlutabréfa hrundi síðan í kjölfar bankahrunsins og nam eign lífeyrissjóðanna í innlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum einungis 58 ma.kr. í árslok 2010 eða 3% af hreinni eign.²⁶ Á hinn bóginn hefur hlutfall fjárfestinga vegna íbúðarhúsnæðis af hreinni eign lífeyrissjóða dregist mjög saman. Hlutfallið var liðlega 60% árið 1980 en var komið niður undir 30% árið 2004. Lífeyrissjóðirnir hafa löngum komið að fjármögnun íbúðarhúsnæðis, bæði með sjóðfélagalánnum og með því að fjármagna fasteignalán til heimila. Hvað varðar ástæðu þess samdráttar sem orðið hefur á slíkum útlánnum sem hlutfalls af hreinni eign sjóðanna hefur verið bent á þá augljósu staðreynd að fjárfestingarmöguleikar sjóðanna hafa aukist, m.a. í gegnum erlenda markaði, auk þess sem sjóðirnir hafa yfir að ráða mun meira fjármagni sem þeir hafa þurft

21 Kristína Baldursdóttir. Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða, bls. 29.

22 Sama heimild, bls. 28.

23 Hrafn Magnússon. Morgunblaðið, þriðjudaginn 29. maí 1995. „Eiga lífeyrissjóðirnir að fjárfesta erlendis?“

Með ráðstöfunarfé lífeyrissjóðanna er átt við eftirfarandi, sbr. skilgreiningu Seðlabanka Íslands: innstreymi fjár til sjóðanna að frádregnu ústreymi vegna lífeyris og rekstrarkostnaðar.

24 Kristína Baldursdóttir. Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða, bls. 28.

25 Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010 e. Svövu Óskarsdóttur.

Seðlabanki Íslands, apríl 2011, bls. 3.

26 Sama heimild, bls. 4.

að ávaxta.²⁷ Þess má geta að eftir bankahrun hafa lífeyrissjóðirnir í auknum mæli fjárfest í ríkisverðbréfum og verðbréfum í húsnæðiskerfinu þar sem aðrir fjárfestingarkostir eru takmarkaðir um þessar mundir m.a. vegna gjaldeyrishafta.²⁸ Sömuleiðis hafa innlán lífeyrissjóða aukist til muna en í lok árs 2010 voru sjóðir og bankainnstæður lífeyrissjóða áætluð 158 ma.kr. en voru til samanburðar 45 ma.kr. árið 2007. Ef tekin eru saman ríkisverðbréf, ríkistryggð íbúðabréf og innlán hefur hlutfall þessara eigna hækkað úr 22% árið 2000 í 25% árið 2008 og í 45% af heildareignum lífeyrissjóða í árslok 2010.²⁹

Á árunum upp úr aldamótum gerðu lífeyrissjóðirnir margir hverjir samninga um gjaldmiðlavarnir á erlendar eignir sjóðanna til að verjast gengisáhættu. Við bankahrun varð óvissa um hvernig gera ætti upp útistandandi samninga og tap af þeim. Gerðu flestir lífeyrissjóðir ráð fyrir í bókum sínum að samningarnir yrðu gerðir upp miðað við gengisvísitölu 175 en samkvæmt íturstu kröfum bankanna skyldi miðað við gengisvísitölu 200-225. Samkvæmt efnahagsyfirlitum lífeyrissjóðanna var skuld vegna afleiðusamninga metin í lok desember 2010 á 74 ma.kr.³⁰ Samningar hafa nú tekist við Landsbankann um uppgjör samninga milli lífeyrissjóðanna og bankans en enn er unnið að samkomulagi við Glitni og Kaupþing banka. Þess má geta að lífeyrissjóðir hafa flestir gert ráð fyrir að við uppgjör afleiðusamninga verði skuldajafnað á móti skuldabréfum á bankana í eigu lífeyrissjóðanna. Nánar er fjallað um gjaldmiðlavarnir í kafla 5.1.4 í skýrslunni.

3.1.5 Samþjöppun eignarhalds og vöxtur bankanna

Áðan var nefnt að með þróun verðbréfamarkaðar hefði fjárfestingarkostum lífeyrissjóðanna fjölgað. Fyrstu hlutabréfin voru tekin til viðskipta á markaði árið 1990 og í lok árs 2000 var fjöldi skráðra félaga orðinn 75. Í Rannsóknarskýrslu Alþingis (RNA) þar sem rakin er í hnotskurn þróun á íslenska hlutabréfamarkaðnum, kemur fram að upp úr aldamótum hafi hafist tímabil samruna, yfirtöku og afskráninga sem

dró úr fjölda fyrirtækja á markaðnum en að heildarmarkaðsvirði félaganna hafi aftur á móti aukist.³¹ Sem dæmi má nefna að hækkun úrvalsvisitölnnar (OMX Iceland) frá ársbyrjun 2004 og þar til hún náði sínu hæsta gildi í 9016,48 stigum 18. júlí 2007, nam alls 328,76% en viðlíka hækkun á hlutabréfavisitölu er einsdæmi meðal þróaðra hagkerfa í samanburði við erlendar vísitölur.³² Nokkur viðsnúningur varð þó í byrjun árs 2006 þegar litla kreppan reið yfir (e. mini crisis) og hlutabréfaverð fór ört lækkandi en eftir því sem leið á árið dró úr lækkunum og uppgangurinn hófst á ný þar til hámarkinu var náð um mitt ár 2007, sem fyrr segir. Í Rannsóknarskýrslu Alþingis er rakið að hækkun vísitölnnar hafi að talsverðu leyti mátt rekja beint eða óbeint til hækkunar á hlutabréfaverði bankanna. Þannig hafi samanlagt vægi Kaupþings, Landsbankans og Glitnis í úrvalsvisitölnni verið um 42% í upphafi árs 2004 en var komið í 72% um mitt ár 2008 og 88% ef önnur fyrirtæki í fjármálaþjónustu eru tekin með. En bankarnir voru ekki einungis stærstu útgefendur hlutabréfa í Kauphöllinni heldur voru þeir ennfremur mjög atkvæðamiklir í viðskiptum þar. Samkvæmt yfirliti yfir hlutdeild bankanna í viðskiptum með hlutabréf og skuldabréf í Kauphöllinni á árunum 2004-2008 kemur fram að bankarnir komu að jafnaði að um 75-80% af öllum viðskiptum í Kauphöllinni á þessum árum. Þar af var Kaupþing stærsti aðilinn öll árin en Glitnir og Landsbankinn voru til skiptis með næstmestu veltuna.³³ Stór hluti þessara viðskipta mun hafa átt sér stað fyrir hönd viðskiptavina bankanna, þ.e. bankarnir gátu bæði átt viðskipti fyrir eigin reikning og fyrir hönd viðskiptavina sinna. Fram kemur í framburði nokkurra hlutabréfamíðlara fyrir Rannsóknarnefnd Alþingis og sem staðfest hefur verið af viðmælendum úttekta- nefndarinnar, að lífeyrissjóðirnir voru í hópi fjárfesta sem voru einna atkvæðamestir á þessum markaði, ásamt verðbréfasjóðum og deildum eigin viðskipta bankanna, o.s.frv.³⁴

Þess má geta að í lok árs 2007 var markaðsvirði hlutabréfa í viðskiptum í Kauphöllinni um 204% af

27 Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir. Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir, bls. 88.

28 Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010 e. Svövu Óskarsdóttur.

Seðlabanki Íslands, apríl 2011, bls. 3

29 Sama heimild. bls. 3.

30 Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010 e. Svövu Óskarsdóttur. Seðlabanki Íslands, apríl 2011, bls. 4.

31 RNA, 4. bindi, bls. 14 o.áfr.

32 Sama heimild, bls. 14.

33 Sama heimild, bls. 15.

34 Sbr. m.a. viðtal úttekta- nefndar við Stefán Ákason, fyrrv. forstöðumann skuldabréfamíðlunar Kaupþings banka, dags. 23.12.2010, og fleiri bankastarfsmenn.

vergrí landsframleiðslu (VLF) en til samanburðar var hlutfallið 144% í Bandaríkjunum, 140% í Bretlandi og 83-144% á hinum Norðurlöndunum. Í Rannsóknarskýrslu Alþingis er það sjónarmið jafnframt reifað að margir fjárfestar líti svo á að ef markaðsvirði hlutabréfa fari yfir 100% hlutfall af vergrí landsframleiðslu, sé það merki um að viðkomandi markaður sé of hátt verðmetinn.³⁵

Nafnvirði útistandandi skuldabréfa sem tekin voru til viðskipta í Kauphöllinni jókst ennfremur verulega frá árinu 2004. Þannig var nafnvirði útistandandi skuldabréfa í Kauphöllinni alls tæpir 126 ma.kr. króna í ársbyrjun 2004. Í lok september 2008 nam nafnvirði útistandandi skuldabréfa hins vegar tæpum 1.655 ma.kr. og hafði því aukist um 1.217% á tímabilinu. Samkvæmt því sem greinir í Rannsóknarskýrslu Alþingis var aukningin mest í skuldabréfum banka, en þau fóru úr 4 ma.kr. í 490 ma.kr. og voru því tæplega 30% af nafnvirði markaðarins við lok tímabilsins.³⁶ Fyrirtækjaskuldabréf fóru úr 3,6 ma.kr. í tæplega 295 ma.kr. á tímabilinu og var hlutdeild þeirra orðin um 18% af markaðinum í lok september 2008. Ríkistryggð skuldabréf og skuldabréf sveitarfélaga voru á hinn bóginn bróðurparturinn af skuldabréfamarkaðnum, eða um 49%, og þar var vöxturinn hlutfallslega minni á tímabilinu, borið saman við fyrirtækja- og bankabréf. Líkt og á hlutabréfamarkaði voru lífeyrissjóðirnir mjög atkvæðamiklir og í hópi stærstu fjárfesta á skuldabréfamarkaði.

Samkvæmt því sem að ofan greinir og eins og nánar er gerð grein fyrir í 5. kafla í skýrslu nefndarinnar þar sem fjallað er um fjárfestingar lífeyrissjóðanna voru eignir lífeyrissjóðanna, þ.e. einkum í fyrirtækjaskuldabréfum og hlutabréfum, að stórum hluta í bréfum sem útgefin voru af hinum föllnu bönkum og tengdum félögum. Þegar hlutabréfaverð tók að lækka upp úr miðju ári 2007 stóðu lífeyrissjóðirnir frammi fyrir því að þeir áttu, í ljósi þess að þeir voru stórir fjárfestar á tiltölulega grunnnum hlutabréfamarkaði, erfiðara en ella með að hreyfa sig, og losa um eignarhald í bönkunum og tengdum félögum. Er þessu sjónarmiði ennfremur haldið á loft í skýrslu Rann-

sóknarnefndarinnar.³⁷ Hvað fyrirtækjabréf varðar var nánast enginn eftirmarkaður með slík bréf misserin fyrir bankahrun, að því er fjölmargir viðmælendur á markaði sögðu fyrir úttektarnefndinni. Lífeyrissjóðirnir sátu því í mörgum tilvikum uppi með slíka pappíra og gátu lítið aðhafst þótt þeir gjarnan hefðu viljað selja.

35 RNA, 4. bindi, bls. 15-16.

36 RNA, 4. bindi, bls. 61.

37 Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er vanda lífeyrissjóðanna lýst sem stórum fjárfesti á mjög grunnnum hlutabréfamarkaði þar sem fyrirtækjum á markaði fækkaði frekar en hitt. Í slíku umhverfi geti verið vandkvæðum bundið að losa eignir án þess að eiga á hættu að gengi hlutabréfa lækki, sem aftur getur haft áhrif á afkomu lífeyrissjóðanna. Heimild: Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis, 8. bindi, bls. 77.

4. Kafli

4.1 Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðanna	51
og eftirlit með framkvæmd hennar samkvæmt lögum	51
4.1.1 Skylduaðild, sjóðsmyndun og tilgangur lífeyriskerfisins	51
4.1.2 Mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna	52
4.2 Nánar um fjárfestingarheimildirnar	53
4.2.1 Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna í dag og fyrir bankahrun	53
4.2.2 Fjárfestingar í fjármálagerningum ríkisins	56
4.2.3 Fjárfestingar í fjármálagerningum sveitarfélaga	56
4.2.4 Fjárfestingar í veðskuldabréfum í fasteign	56
4.2.5 Fjárfestingar í innlánum banka og sparisjóða	56
4.2.6 Fjárfestingar í skuldabréfum og víxlum banka, sparisjóða o.fl.	57
4.2.7 Fjárfestingar í hlutabréfum	57
4.2.8 Fjárfestingar í hlutdeildarskirteinum eða hlutum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða	58
4.2.9 Fjárfestingar í hlutdeildarskirteinum eða hlutum annarra sjóða en skv. 7. tl.	58
4.2.10 Fjárfestingar í öðrum verðbréfum en skv. fyrri töluliðum	58
4.2.11 Fjárfestingar í afleiðum	59
4.2.12 Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði	59
4.2.13 Skortsala	59
4.2.14 Bann við fjárfestingum í fasteignum og töku lána til fjárfestinga	59
4.3 Nánar um mótun og eftirlit með fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða	61
4.3.1 Skyldur stjórnar	61
4.3.2 Eignastýring og innra eftirlit	61
4.3.3 Tryggingafræðileg athugun	61
4.3.4 Ársreikningar og endurskoðun	62
4.3.5 Eftirlit Fjármálaeftirlitsins	63

4.1 Fjárfestingarstefna lífeyrissjóðanna og eftirlit með framkvæmd hennar samkvæmt lögum

4.1.1 Skylduaðild, sjóðsmyndun og tilgangur lífeyriskerfisins

Lög nr. 129/1997 um skylduþryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (lífeyrissjóðalögin) gilda um alla lífeyrissjóði og samninga um tryggingavernd eins og nánar er kveðið á um í lögnum. Með lífeyrissjóði er átt við félag eða stofnun sem veitir viðtöku iðgjaldi til greiðslu lífeyris vegna elli til æviloka, örorku eða andláts. Iðgjald til öflunar lífeyrisréttinda skal ákveðið með sérlögum, kjarasamningi, ráðningarsamningi eða öðrum sambærilegum hætti. Lágmarksíðgjald hefur verið 12% af iðgjaldstofni frá 2006 og er það reiknað af heildarfélagshæð greiddra launa og endurgjalds fyrir hvers konar vinnu, starf eða þjónustu. Öllum launamönnum og þeim sem stunda atvinnurekstur eða sjálfstæða starfsemi er rétt og skylt að tryggja sér lífeyrisréttindi með aðild að lífeyrissjóði frá og með 16 ára til 70 ára aldurs. Auk skylduþryggingar má semja um aukna tryggingavernd í formi sér eignarsparnaðar, sbr. 8. gr. laga nr. 129/1997. Nánari ákvæði um lífeyrissparnað og lífeyrisréttindi í lífeyrissjóðum er að finna í II. og III. kafla laganna. Í IV. kafla er fjallað um almenn skilyrði lífeyrissjóðsrekstrar. Meðal skilyrða fyrir rekstri lífeyrissjóðs er að hann setji sér samþykktir sem uppfylli ákvæði 27. gr. laganna og velji sér stjórn. Þannig á að vera tryggt að lífeyrissjóði séu settar reglur fyrir starfseminu og valin sé stjórn til þess að fara eftir þeim reglum.

Starfsemi lífeyrissjóða heyrir undir fjármálaráðherra og skal hann veita lífeyrissjóði starfsleyfi að uppfylltum ákveðnum skilyrðum sem talin eru upp í V. kafla laganna. Að mati úttektarnefndar kynni þó að vera eðlilegra að málefni lífeyrissjóðanna heyrðu undir fagráðherra, annaðhvort viðskipta eða félagsmála.¹

1 Í andmælum Jónasar Fr. Jónssonar, fyrrum forstjóra Fjármálaeftirlitsins, til Rannsóknarnefndar Alþingis sagði Jónas m.a. að valdheimildir FME hefðu verið auknar í forstjóratið sinni, einkum með aukinni heimild til álagningar stjórnvaldssekta með lögum nr. 55/2007 (Sjá 11. Viðauka við skýrslu RNA á Vef Alþingis). Þess má geta að sú heimild náði ekki til lífeyrissjóðanna. Í samtali við úttektarnefnd sagði Jónas að ástæðan væri sú að málefni lífeyrissjóðanna heyrðu undir fjármálaráðuneytið en ekki viðskiptaráðuneytið eins og aðrir eftirlitsskyldir aðilar. Af einhverjum sökum hafi þeir því ekki fylgt með þegar umrædd lagabreyting átti sér stað með lögum nr. 55/2007, sbr. viðtal úttektarnefndar við Jónas Fr., dags. 16.12.2010. Fleiri dæmi eru um að lífeyrissjóðirnir hafi ekki fylgt með þegar gerðar hafa verið breytingar á lögum sem snúa að öðrum eftirlitsskyldum aðilum.

Lífeyriskerfi landsmanna byggist samkvæmt fram- anrituðu aðallega á skylduaðild og sjóðsmyndun. Um svonefnda gegnumstreymissjóði vísast á hinn bóginn til umfjöllunar um B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og sambærilegra sveitarfélagsjóða, sem eru í raun gegnumstreymissjóðir með mismunandi mikilli sjóðsmyndun.² Sjóðsmyndunarkerfið byggir á því að fjármunum er safnað til þess að vera til reiðu þegar rétthafi þarf á þeim að halda. Það skiptir því miklu að þeir séu tryggilega varðveittir og ávaxtaðir svo rétt- hafar hafi sem traustasta lífsafkomu þegar aldurinn færirst yfir menn eða þeir verða fyrir áföllum. Í 20. gr. laga nr. 129/1997 segir að starfsemi lífeyrissjóðs skuli lúta að móttöku, varðveislu og ávöxtun iðgjalda og greiðslu lífeyris. Lífeyrissjóðir eiga ekki að hafa aðra starfsemi en þá sem nauðsynleg er til þess að þeir nái tilgangi sínum. Iðgjöld og annað ráðstöfunarfé lífeyrissjóðs skal ávaxta sameiginlega með innlánnum í bönkum og sparissjóðum eða í framseljanlegum verðbréfum á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu.³ Hver lífeyrissjóður á því að hafa opinbera fjárfestingarstefnu. Sjóðfélagar eiga því á hverjum tíma að geta kynnt sér stefnuna. Fjárfestingarstefna og fjárfestingar lífeyrissjóða eiga ekki að vera neitt „leyndarmál“.⁴ Þeir sem starfa í þágu lífeyrissjóða verða samkvæmt framansögðu ætíð að hafa í huga hver sé tilgangur lífeyrissjóða og hvernig honum verði best náð með sem öruggustum hætti. Stjórn og starfsfólk verða að vera sér meðvitund um að það er að fara með lífeyrissparnað sjóðfélaga, sem þeir treysta á þegar aldur

2 . Sjá m.a. um fjöllun um LSR/LH í 25. kafla skýrslunnar. Þá er ennfremur fjallað um muninn á gegnumstreymiskerfi og sjóðsöfnunarfrýrkomulagi í kafla 3.1.2, Ólík lífeyriskerfi, hér að framan.

3 Sjá reglur Fjármálaeftirlitsins nr. 966/2001, sbr. 335/2006, sem felldar voru úr gildi með auglýsingu nr. 976 frá 20. nóvember 2009, en nú gildir um þetta efni reglugerð nr. 916 frá 11. nóvember 2009.

4 Í Morgunblaðinu þann 7. febrúar 2008 var viðtal við framkvæmdastjóra Landssamtaka lífeyrissjóða, þar sem hann sagði að fjárfestingarstefna lífeyrissjóða væri ekkert leyndarmál en spurningar um hvort hið sama ætti við um einstakar fjárfestingar hefðu ekki komið inn á borð samtakanna. Ástæða ummælanna var að deginum áður höfðu framkvæmdastjórar nokkurra lífeyrissjóða sagt að þeir tjáðu sig ekki um fjárfestingarstefnu sinna sjóða, í tengslum við umfjöllun Morgunblaðsins um hlutafjárkaup í FL Group. Þann 10. sama mánaðar birtist á sama stað grein framkvæmdastjóra Gildis-lífeyrissjóðs þar sem hann rakti m.a. að ítarlega umfjöllun um fjárfestingarstefnu og fjárfestingar sjóðsins væri að finna í ársskýrslum og að fjárfestingar sjóðsins og fjárfestingarstefna væru ekkert leyndarmál.

færist yfir eða þegar þeir missa heilsuna. Ævintýramennska og áhættusækni eiga því ekkert erindi í störf lífeyrissjóðanna. Aðrir hagsmunir verða að víkja fyrir þeim heildarhagsmunum sem fólgna eru í tilgangi sjóðmyndunarinnar.

4.1.2 Mótun fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna

Samkvæmt 3. tl. 3. mgr. 29. gr. laga nr. 129/1997 er það stjórn lífeyrissjóðs sem á að móta fjárfestingarstefnu hans. Stjórnin á einnig samkvæmt 5. tl. málsgreinarinnar, eins og henni var breytt með 18. gr. laga nr. 11/2000, að setja verðbréfavíðskiptum sjóðsins verklagsreglur, sem staðfestar skulu af Fjármálaeftirlitinu. Fjallað er um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna í VII. kafla laga nr. 129/1997. Fjárfestingarstefna samtryggingarsparnaðar og séreignarsparnaðar gátu að nokkru leyti verið ólíkar en voru þó innan sömu heimilda og takmarkana. Eftir að nýjar reglur voru settar um síðara sparnaðarformið með 36. gr. a samkvæmt lögum nr. 171/2008, sbr. og lög nr. 13/2009, hvort tveggja um breytingu á lífeyrissjóðalögum, urðu hér nokkrar breytingar á. Í 36. gr. laganna er nú eingöngu fjallað um fjárfestingarstefnu samtryggingarsparnaðarins. Heimildir varðandi séreignarsparnaðinn eru þó áfram þær sömu en takmarkanirnar eru nú orðnar rýmri og eru settar fram á einfaldari og skýrari hátt.

Í 1. mgr. 36. gr. er sú leiðbeiningarregla gefin að stjórn lífeyrissjóðs skuli móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best bjóðast á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. (Sjá Hrd.1997:1765)⁵ Samkvæmt greinargerð með lögum er hér gerð krafa um almenna aðgát í fjárfestingum lífeyrissjóða. Þá er stjórninni heimilað að móta sérstaka fjárfestingarstefnu fyrir hverja deild í deildaskiptum sjóði. Loks er lífeyrissjóði heimilað að ávaxta fé á 10 mismunandi vegu. Raunar bættist 11. tölulíðurinn við 1. mgr. 36. gr. laganna í september síðastliðnum þegar lífeyrissjóðum var heimilað að kaupa og reka íbúðarhúsnæði, þar á meðal til útleigu.

Áhættudreifing fjárfestinganna kemur fram í 2.-9. mgr. 36. gr. sem skýringar og takmarkanir á fjárfestingum af hreinni eign lífeyrissjóðs. Hrein eign

lífeyrissjóðs er skilgreind í 7. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðslaganna, sbr. 2. gr. laga nr. 28/2006, sem hrein eign lífeyrissjóðs til greiðslu lífeyris samkvæmt síðasta uppgjóri sem hefur verið kannað eða endurskoðað af endurskoðanda. Fjármálaeftirlitið telur að skilja eigi síðasta uppgjör í ákvæðinu sem síðasta ársfórðungs-uppgjör lífeyrissjóðs. Liggi það ekki fyrir gildi árs-hlutauppgjör.⁶ Takmörkunum er lýst sem hámarki fjárfestinga samkvæmt einstökum heimildum 1. mgr. 36. gr. annars vegar en hins vegar hámarki þess sem fjárfesta má í fjármálagerningum einstakra aðila og samstæðna innan heimildanna (nú líka tengdra aðila). Innan heimildanna á að marka fjárfestingarstefnuna og eiga einstakar fjárfestingar að vera á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri stefnu, sbr. 37. gr. lífeyrissjóðalaganna um mótun stefnunnar, og reglur Fjármálaeftirlitsins nr. 966/2001 um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna og úttekta á ávöxtun, sem settar voru með heimild greinarinnar og nú reglugerð nr. 916/2009 um sama efni. Rétt er að taka fram að ekki er sjálfgefið að við mörkun fjárfestingarstefnunnar eigi að nota allar heimildir laganna eða að nota eigi þær að ystu mörkum. Virðist það heldur ekki hafa verið gert þegar horft er yfir fjárfestingar lífeyrissjóðanna. Úttektarnefndin varð þess hins vegar fljótt áskynja að efri vikmörk fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna voru oft þau sömu og fjárfestingarmörk laganna í einstökum verðbréfaflokkum. Dregur það bersýnilega úr gildi fjárfestingarstefnunnar (Sjá nánar kafla 5.1.2 hér á eftir)

⁵ Málsatvik voru þau að framkvæmdastjóri lífeyrissjóðs veitti lán án nokkurra trygginga eða ábyrgða og án samþykkis stjórnar.

⁶ Sjá tülkun Fjármálaeftirlitsins nr. XI. Tülkanir þessar eru skilningur FME á lagaákvæðum á hverjum tíma og teljast ekki bindandi fyrir Fjármálaeftirlitið, skv. upplýsingum frá stofnuninni.

4.2 Nánar um fjárfestingarheimildirnar

Að framan segir, að fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða séu raktar í 11 liðum í 1. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna. Heimildir þessar eru tæmandi taldar þannig að ef ávöxtun er ekki heimiluð í einhverjum töluliðanna, er hún óheimil. Í kafla 4.2.1 hér á eftir er að finna töflur sem sýna fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna í hverjum flokki verðbréfa á úttektarárunum og eins og þær eru í dag.

Í 2.-10. mgr. greinarinnar koma fram takmarkanir á þessum heimildum og frekari skýringar við þær. Þessar takmarkanir eiga að halda á hverjum tíma samkvæmt 7. mgr. 36. gr. Þ.e.a.s., hafi lífeyrissjóður fjárfest út fyrir einhverja heimildina eða á annan hátt komist í berhögg við ákvæði 36. gr. ber að færa það strax til réttis vegar, sbr. þó 2. mgr. 38. gr. laganna, sem veitir svigrúm til lagfæringar við sérstakar aðstæður, þ.e. við yfirtöku fullnustueigna. Með 9. gr. laga nr. 56/2000 var fellt niður ákvæði 8. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna sem kvað á um að lífeyrissjóðum væri ekki skylt að selja eignir í því skyni að uppfylla takmarkanir greinarinnar en skyldu taka tillit til takmarkana við nýjar fjárfestingar. Með þessum breytingum var því hert á kröfum á hendur lífeyrissjóðunum um að þeir héldu sig innan takmarkana. (Sjá Hrd.1996:1199)⁷

Þess má geta að í lögum um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði nr. 128/2011, sem tóku gildi 1. nóvember sl., er miðað við að verðbréfasjóður sem fer út fyrir lögmælt fjárfestingarmörk, hafi þrjú mánuði til að gera ráðstafanir til úrbóta. Í eldri lögum um sama efni, nr. 30/2003, var tímaramminn 6 mánuðir. Vel kann að vera að setja ætti slík tímamörk í lífeyrissjóðalögin, en huga verður að því að tímaramminn sé ekki of knappur, enda kann það að fara í bága við hagsmuni sjóðfélaga.

4.2.1 Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna í dag og fyrir bankahrun

Hér á eftir getur að líta yfirlit yfir fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna eins og þær eru í megindráttum skv. 36. gr. laga nr. 129/1997 og skyldum

greinum. Sýndar eru fjárfestingarheimildir sjóðanna í einstökum eignaflokkum og tegundum fjárfestinga og eins og þær voru á úttektarárunum, nánar tiltekið frá maí 2006 til janúar 2009. Þá eru ennfremur sýndar núverandi fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna til samanburðar. Rétt er að athuga að heimildir 7. t. l. verða að vera innan heimilda annarra töluliða (Sjá 4.2.8).

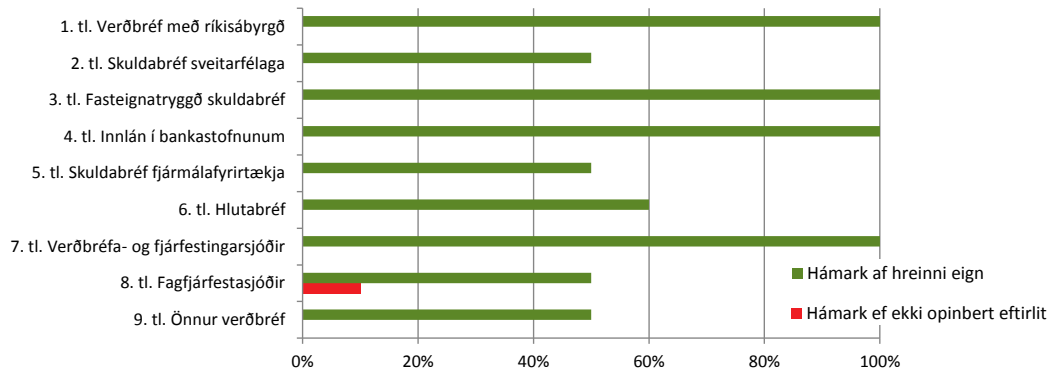
Í köflunum sem á eftir fylgja eru fjárfestingarheimildir sjóðanna skv. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna síðan raktar lið fyrir lið.

⁷ Málsatvik voru þau að starfsmaður lífeyrissjóðs fór verulega út fyrir heimildir reglugerðar um sjóðinn við kaup á skuldabréfum. Sakfellt var fyrir umboðssvik. Atvik málsins gerðust fyrir gildistöku lífeyrissjóðalaganna en sjónarmiðin sem lögð voru til grundvallar dóminum eru vísast í fullu gildi.

Fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða maí 2006 - jan. 2009

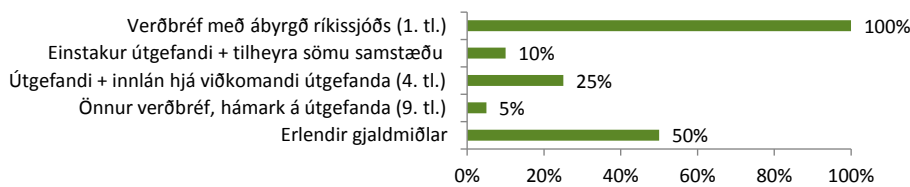
Mynd 1.

Hámarksfjárfestingarheimild lífeyrissjóðs sem hlutfall af hreinni eign sjóðsins til greiðslu lífeyris



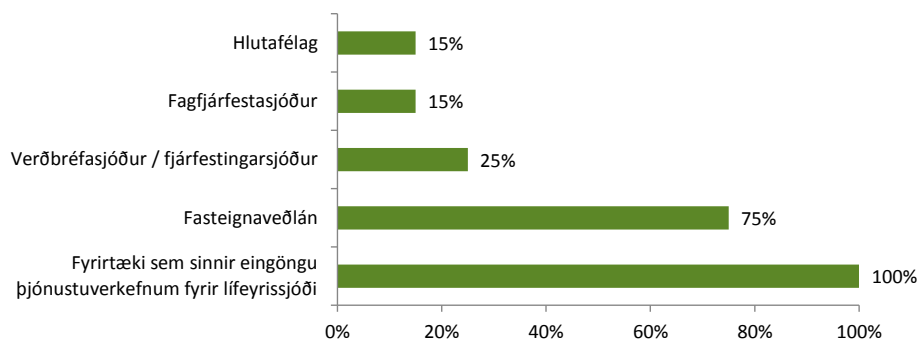
Mynd 2.

Hámark sem hlutfall af hreinni eign til greiðslu lífeyris



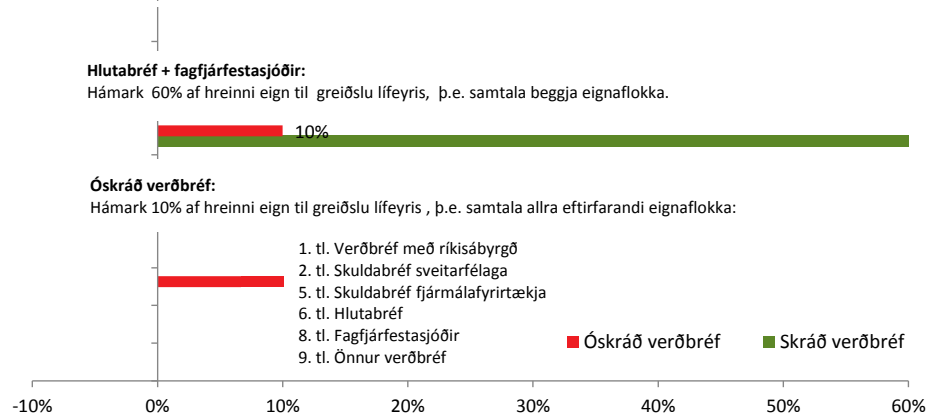
Mynd 3.

Hámarkseignarhlutur lífeyrissjóðs í hverju félagi/sjóði /fasteignaveðláni



Mynd 4.

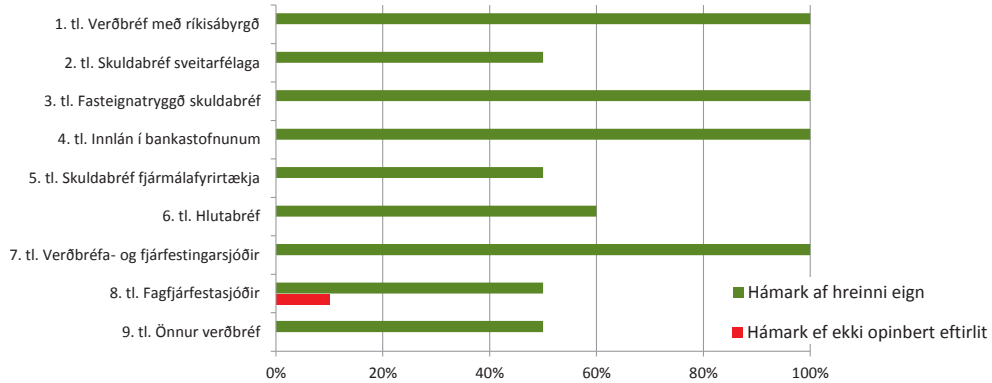
Takmarkanir á hlutabréfa- og fagfjárfestasjóðum og óskráðum verðbréfum



Núverandi fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða

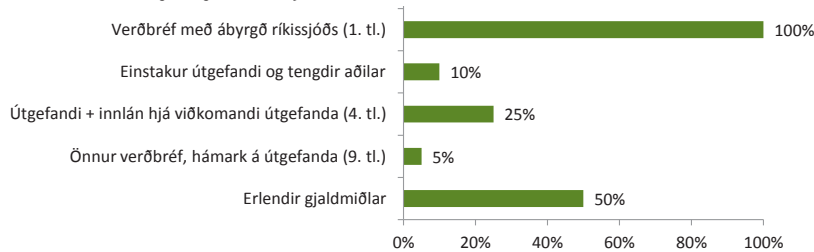
Mynd 1.

Hámarksfjárfestingarheimild lífeyrissjóðs sem hlutfall af hreinni eign sjóðsins til greiðslu lífeyris



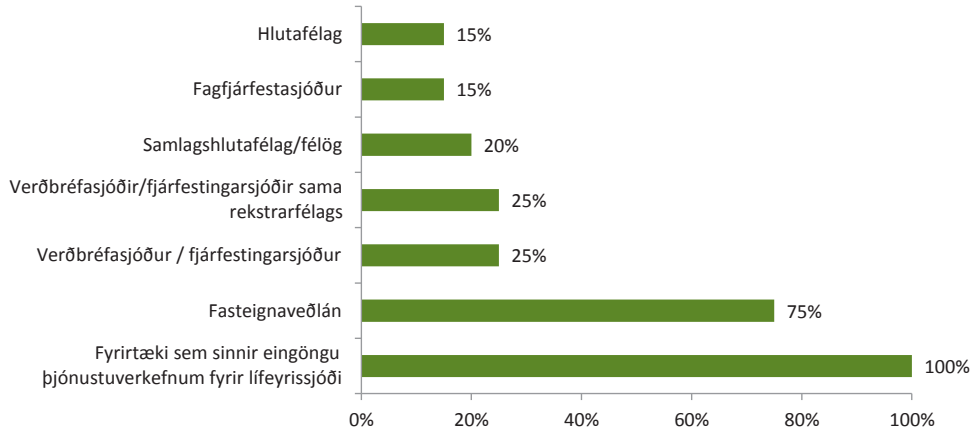
Mynd 2.

Hámark sem hlutfall af hreinni eign til greiðslu lífeyris



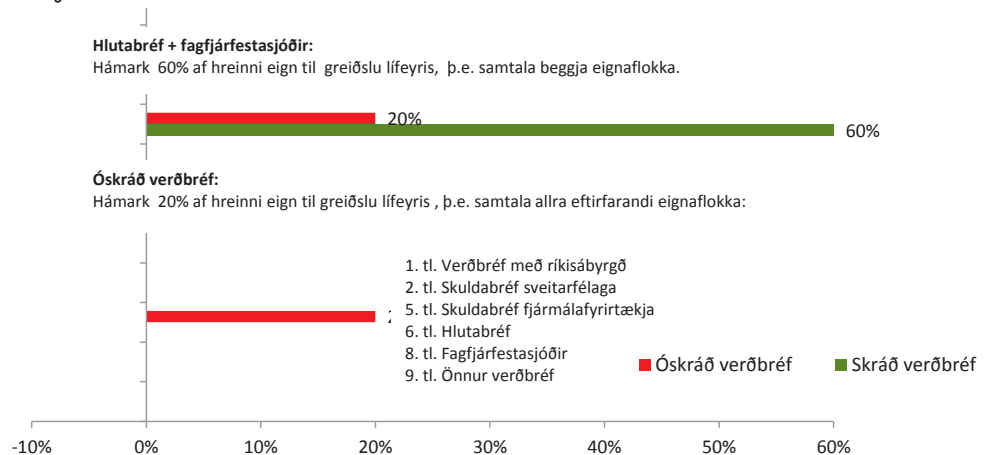
Mynd 3.

Hámarkseignarhlutur lífeyrissjóðs í hverju félagi/sjóði /fasteignaveðláni



Mynd 4.

Takmarkanir á hlutabréfa- og fagfjárfestingsjóðum og óskráðum verðbréfum



4.2.2 Fjárfestingar í fjármálagerningum ríkisins

Í 1. tölulið 1. mgr. 36. gr. er lífeyrissjóðunum heimilað að fjárfesta í ríkisvixlum, ríkisskuldabréfum og skuldabréfum sem tryggð eru með ábyrgð ríkissjóðs. Hér er af sögulegum forsendum eðlilega átt við ríkissjóð Íslands. Hámark, sem hlutfall af hreinni eign, gildir ekki á fjárfestingum samkvæmt þessum tölulið. Verðbréf samkvæmt honum skulu hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði samkvæmt 2. mgr. 36. gr. Heimild til fjárfestinga í verðbréfum útgefnum á vegum annarra ríkissjóða getur fallið undir aðra töluliði. Gert er ráð fyrir slíkum fjárfestingum í 2. mgr. 36. gr. þar sem rætt er um að með skipulegum markaði sé átt við opinn skipulegan verðbréfamarkað innan aðildarríkja OECD, en eftir 2008 einnig innan Evrópska efnahagssvæðisins (EES-ríkja), og einnig utan þeirra hafi Fjármálaeftirlitið viðurkennt markaðinn. Fjárfesta mátti einnig í óskráðum verðbréfum væru þau útgefin innan aðildarríkja OECD (og nú einnig EES-ríkja) fyrir allt að 10% af hreinni eign (fram á 2008) en eftir það fyrir allt að 20% af hreinni eign, sbr. lög nr. 171/2008 um breytingar á lífeyrissjóðalögum, sem settar voru eftir fall íslensku bankanna.

4.2.3 Fjárfestingar í fjármálagerningum sveitarfélaga

Samkvæmt 2. tölulið greinarinnar var heimilt á þeim tíma sem úttektin nær til að fjárfesta í skuldabréfum bæjar- og sveitarfélaga. Allt það sama á að hafa gilt um þessi bréf og um verðbréf samkvæmt 1. tölulið að öðru leyti en því að hámarkseign mátti ekki vera meiri en 50% af hreinni eign sjóðsins og samanlögð eign sjóðsins í verðbréfum sama aðila eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni (hér sama sveitarfélaginu, skv. töluliðnum) átti ekki að vera meiri en sem nam 10% af hreinni eign sjóðsins, sbr. 5. mgr. 36. greinar. Í töluliðnum virðist átt við íslensk sveitarfélög en bréf slíkra aðila í öðrum löndum verði að falla undir aðra töluliði. Með 10. gr. laga nr. 171/2008 var þessari heimild breytt og hún aukin að því leyti að hún nær nú einnig til víxla sveitarfélaga og Lánasjóðs sveitarfélaga ohf. og skuldabréfa og víxla, sem þessir aðilar ábyrgjast. Takmörkun 5. mgr. var hins vegar þrengd og nær nú til allra tengdra aðila eins og þeir eru skilgreindir í lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Tengdir aðilar samkvæmt þess-

um tölulið ættu að vera sveitarfélögin sjálf og þeirra fyrirtæki en einnig fyrirtæki í þeirra eigu með sjálfstæðan fjárhag (Sjá um samstæður og tengda aðila, kafla 4.2.6).

4.2.4 Fjárfestingar í veðskuldabréfum í fasteign

Í 3. tölulið er lífeyrissjóðunum heimilað að fjárfesta í skuldabréfum tryggðum með veði í fasteign að hámarki 75% af metnu markaðsvirði nema þegar um er að ræða sérhæft atvinnuhúsnaði og skal þá hámarkið vera 35%. Með lögum nr. 28/2006 var hámark markaðsvirðis íbúðarhúsnaðis hækkað úr 65% í 75%. Lengi var þetta einn algengasti fjárfestingarmáti lífeyrissjóðanna en með auknum fjárfestingarmöguleikum, vaxandi eignum sjóðanna og síðar með breytingum á Íbúðalánasjóði og lánastefnu viðskiptabankanna, varð hann þýðingarminni en gæti hugsanlega orðið mikilvægari á ný eftir fall bankanna (um fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóðanna, sjá 3. kafla). Sagan hefur sýnt að engin innstæða var fyrir hækkan hámarksins þegar hún var gerð, því markaðsverð fasteigna var þá þegar orðið óeðlilega hátt. Hún virðist því fyrst og fremst hafa byggst á samkeppni lífeyrissjóðanna og bankanna um lán til íbúðakaupa. Þeirri skoðun hefur verið hreyft að fari fjárfestingin yfir heimildarmörkin geti hún heyrt undir 9. tölulið en á það verður tæpast fallist. Í 9. tl. er verið að ræða um önnur verðbréf en heyra undir hina töluliðina.⁸ Sérhæft atvinnuhúsnaði samkvæmt töluliðnum á við húsnaði sem ekki verður notað til annarra þarfa en það var byggt til.

4.2.5 Fjárfestingar í innlánum banka og sparisjóða

Í 4. tölulið er lífeyrissjóðum heimilað að varðveita fé sjóðsins í innlánum banka og sparisjóða (Sjá Hrd. mál nr. 340/2011 um skýringu á innlánum).⁹ Sérstakt hámark er ekki á þessari fjárfestingarleið. Samanlagt hámark fyrir þessa fjárfestingarleið og verðbréf samkvæmt 2.-9. tölulið útgefnu af sama aðila var ákveðið 25% af hreinni eign sjóðs og lífeyrissjóði var ekki heldur heimilt að binda meira en 25% af hreinni eign í innlánum sama banka eða sparisjóðs samkvæmt 5. mgr. greinarinnar eins og henni var

⁸ Sjá greinargerð starfshóps LL um góðar venjur í eign- og áhættustýringu. Útgefin 8. desember 2010.

⁹ Í dóminum er skýrt hvað átt er við með innlánum í ákvæði neyðarlaga um breytingu á skuldaröð gjaldþrotaskiptalaga.

breytt með 4. gr. laga nr. 70/2004. Áður hafði verið um það deilt hvort ávöxtun lífeyrissjóða eftir þessum tölulíð félli undir 10% hámark 1. málsliðar 5. mgr. um takmörkun á fjárfestingu hjá sama aðila eða aðilum sem tilheyrðu sömu samstæðunni (Sjá um breytingar á þessum málslið að framan, kafla 4.2.2).

4.2.6 Fjárfestingar í skuldabréfum og víxlum banka, sparissjóða o.fl.

Í 5. tölulíð, eins og honum var breytt með 7. gr. laga nr. 56/2000, er lífeyrissjóði heimilað að ávaxta fé sitt í skuldabréfum og víxlum banka, sparissjóða og annarra lánastofnana sem lúta eftirliti opinbers eftirlitsaðila. Þessi verðbréf verða samkvæmt 2. mgr. 36. gr. að hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum opnum markaði innan aðildarríkis OECD og einnig innan EES eftir 2008, sem starfar reglulega og er viðurkenndur með þeim hætti sem viðurkennt er af Fjármálaeftirlitinu. Markaði utan þessara ríkja verður Fjármálaeftirlitið að hafa viðurkennt. Ákvæðið verður ekki skilið öðruvísi en að verðbréfin verði að vera skráð á skipulegum opnum markaði og hafa þar kaup- og sölugengi þegar þau eru keypt. Skipulegur markaður var skilgreindur í 2. gr. laga nr. 34/1998 um starfsemi kauphalla og skipulegra tilbodsmarkaða sem markaður þar sem skipuleg skráning fjármálagerninga og viðskipti með þá fara fram og sem hlotið hefur starfsleyfi, sbr. 3. og 10. gr. sömu laga. Nú gilda um þetta efni lög nr. 110/2007. Skilgreiningarnar eru því miður nokkuð óljósari í nýju lögnum en eru tæpast breyttar. Samkvæmt 3. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna mátti þó fjárfesta fyrir allt að 10% af hreinni eign sjóðsins og nú 20%, sbr. 10. gr. laga nr. 171/2008, í óskráðum bréfum eftir þessum tölulíð. Hámark þetta er miðað við sameiginlega fjárfestingu tölulíða nr. 1, 2, 5, 8 og 9. Eign lífeyrissjóðs í verðbréfum (bæði innlendum og erlendum) samkvæmt þessum tölulíð má ekki vera meira en 50% af hreinni eign sjóðsins samkvæmt 4. mgr. 36. gr.

Samanlögð eign í þessum verðbréfum og verðbréfum samkvæmt 2., 3., 6., 7., 8. og 9. tl. útgefnum af sama aðila eða aðilum, sem tilheyra sömu samstæðu, mátti ekki vera meiri en 10% af hreinni eign sjóðsins samkvæmt 5. mgr. 36. gr. Samstæða í skilningi ákvæðisins vísaði til 2. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög og 2. gr. laga nr. 138/1994 um einkahluta-

félög. Er þá átt við að hlutafélag fari með meirihluta atkvæða í öðru hlutafélagi. Kallast þá fyrri félagið móðurfélag en það síðara dótturfélag. Sama á við þegar móðurfélag á ásamt dótturfélögum meirihluta í félagi. Það félag er þá dótturfélag móðurfélagsins. Sama gildir þegar eitt hlutafélag hefur að öðru leyti yfirráð yfir öðru.¹⁰ Takmarkanir 5. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna hafa nú verið víkkaðar og ná til allra tengdra aðila hvort sem þeir eru einstaklingar eða félög samkvæmt skilgreiningu 18. gr. laga um fjármálafyrirtæki. Með tengslum er þá átt við minnst 20% eignarhald eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis. Eftir að þetta ákvæði var leitt í lög árið 2002 hefði verið rétt af lífeyrissjóðunum að líta til þessa við fjárfestingu sína í einstöku fyrirtæki. Með lögum nr. 75/2010 var hugtakið nán tengsl skýrt með nánari hætti.

4.2.7 Fjárfestingar í hlutabréfum

Í 6. tölulíð 36. gr. er heimilað að fjárfesta í hlutabréfum fyrirtækja. Hlutabréfin verða samkvæmt 2. mgr. greinarinnar að hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði á sama hátt og áður segir um verðbréf samkvæmt heimildum 1., 2. og 5. tl. Sama á einnig við um óskráð hlutabréf og óskráð bréf samkvæmt 3. mgr. greinarinnar en þó með því fráviki að fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum eru eingöngu heimilar ef engar hömlur eru á viðskiptum með hlutabréfin og ársreikningar hlutafélaganna eru öllum aðgengilegir. Með hömlum á viðskiptum með hlutabréf er átt við að einhver hafi forkaupsrétt að bréfunum eða samþykki félagsins þurfi fyrir veðsetningu, sölu eða öðru framsali hluta, sbr. 21.-23. gr. hlutafélagalaga. Samanlögð eign lífeyrissjóðs í hlutabréfum fyrirtækja samkvæmt þessum tölulíð og hlutdeildarskírteinum samkvæmt 8. tölulíð skal ekki vera meiri en 60% af hreinni eign sjóðsins. Þá er lífeyrissjóði ekki heimilt að eiga meira en 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum einstakra sjóða um sameiginlega fjárfestingu, sbr. 8. tölulíð, nema í þjónustufyrirtæki sem lífeyrissjóðurinn á sjálfur.

¹⁰ Sjá Samstæður hlutafélaga, Stefán Már Stefánsson, prófessor, Hið íslenska bókmenntafélag, Reykjavík 2008.

4.2.8 Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða

Í 7. tölulið 36. gr., eins og hann varð með 4. gr. laga nr. 70/2004 um breytingu á lífeyrissjóðalögnum, var sett inn sérstök heimild til að ávaxta fé lífeyrissjóðs í hlutdeildarskírteinum eða hlutum verðbréfasjóða eða fjárfestingarsjóða samkvæmt þá-gildandi lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, og eftir 2008 einnig samkvæmt tilskipun 85/611/EBE um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (UCITS-tilskipunin). Um skilgreiningar á slíkum sjóðum vísast til 1. og 2. tl. 2. gr. laga nr. 128/2011. Þessi skírteini og hlutir þurfa ekki út af fyrir sig að hafa skráð kaup- og sölugengi samkvæmt 2. málsgrein 36. gr. Verðbréfasafni að baki þessum skírteinum eða hlutum skal hins vegar skipt á aðra töluliði 1. málsgreinar 36. gr. með tilliti til takmarkana í 2.-6. mgr. greinarinnar og þurfa því að deilast á viðkomandi heimildir 1. mgr. og vera innan þeirra auk þess að hafa kaup og sölugengi í samræmi við 2. mgr. 36. gr. Þessi verðbréf hefðu áður fallið undir orðalag töluliðarins en honum var nú skipt og var heimild til fjárfestinga í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu færð í nýjan tölulið sem varð 8. töluliður. Takmörkun hans var felld saman við takmarkanir 6. töluliðar um hlutabréf fyrirtækja. Fjárfestingarheimild 7. töluliðar hefur því ekki sjálfstætt hámark, heldur fellur undir hámark 2.-6. töluliðar. Samkvæmt 5. málsgrein 36. gr. má lífeyrissjóður ekki eiga meira en 25% í hlutdeildarskírteinum eða hlutum útgefnum af sama verðbréfa- eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans. Þessi takmörkun var þrengd með 10. gr. laga nr. 171/2008 á þann hátt að hún nær nú til sama rekstrarfélags, þ.e. heimildin er takmörkuð við verðbréfa- eða fjárfestingarsjóði rekstrarfélagsins í heild. Spannar hún þannig alla sjóði sama rekstrarfélags. Ákvæðið er orðið nokkuð flókið og vandmeðfarið og ætti Fjármálaeftirlitið að gefa út skýrari leiðbeiningu til lífeyrissjóðanna um hvernig nánar skuli með fara.

4.2.9 Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða en skv. 7. tl.

Í 8. tölulið er heimilað að ávaxta fé lífeyrissjóðs í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Hér undir falla skír-

teini og hlutir sem ekki heyra undir 7. tölulið. Þessi skírteini og hlutir þurfa að hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði samkvæmt 2. mgr. 36. gr. nema þau rúmist innan undantekningar 3. mgr. greinarinnar. Í 4. og 5. málsgrein 36. gr. er heimildin takmörkuð ásamt heimild 6. töluliðar eins og áður segir. Eign lífeyrissjóðs samkvæmt þessum tölulið í sjóðum, sem ekki lúta opinberu eftirliti, má þó aldrei vera meiri en 10% af hreinni eign sjóðsins. Þá má lífeyrissjóður ekki eiga meira en 15% í skírteinum eða hlutum í hverju fyrirtæki né meira en 25% af hlutdeildarskírteinum eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans, eins og áður segir um 6. tölulið.

4.2.10 Fjárfestingar í öðrum verðbréfum en skv. fyrri töluliðum

Í 9. tl., eins og hann varð með 4. gr. laga nr. 70/2004, er heimilað að ávaxta fé lífeyrissjóðs í öðrum verðbréfum en upp er talið í fyrri töluliðum málsgreinarinnar. Hann veitir sem sagt heimild til fjárfestinga í verðbréfum sem ekki eru talin í öðrum töluliðum, en eykur ekki heimildir annarra töluliða. Þessi verðbréf verða að hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði samkvæmt 2. mgr. 36. gr. nema þau rúmist innan undantekningar 3. mgr. greinarinnar. Eign lífeyrissjóðs í einstökum tegundum verðbréfa samkvæmt þessum tölulið skal ekki vera meiri en 50% af hreinni eign sjóðsins. Samanlögð eign hans samkvæmt heimildum töluliða 2-9 í verðbréfum aðila sem tilheyra sömu samstæðunni mátti ekki vera meiri en 10% af hreinni eign sjóðsins, sbr. 1. málslíð 5. mgr. 36. gr. eins og honum var breytt með lögum nr. 70/2004. Af þessum 10% máttu þó aðeins 5% vera samkvæmt heimild þessara töluliða. Með 10. gr. laga nr. 171/2008 var bætt inn í málslíðinn að hann ætti einnig við tengda aðila, sbr. 18. gr. laga um fjármálafyrirtæki. Orðalag ákvæðisins nær því til eignatengsla fleiri aðila en hlutafélaga. Þess má geta að í greinargerð með upphaflegu lögnum var vitnað til laga um hlutafélög og laga um ársreikninga. Spurning getur þó verið hverju þetta breyti því tilgangur ákvæðisins var skýr. Orðalagið orkar ekki lengur tvímælis, hafi það áður gert það.

4.2.11 Fjárfestingar í afleiðum

Í 10. tölulið eins og honum var breytt með 4. gr. laga nr. 70/2004 var lífeyrissjóði heimilað að ávaxta fé sitt með gerð afleiðusamninga sem draga úr áhættu sjóðsins. Afleiða er samningur milli kaupanda og seljanda um viðskipti í framtíðinni. Með afleiðum tryggja aðilar sér fastákveðið verð. Samkvæmt b. lið 2. töluliðar 2. gr. laga nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti var afleiða skilgreind sem samningur þar sem uppgjörsákvæði byggist á breytingu einhvers þáttar á tilteknu tímabili, svo sem vaxta, gengis gjaldmiðla, verðbréfaferðs, verðbréfavísitölu eða hrávöruverðs. Síðan voru nefnd nokkur dæmi um afleiður. Lög nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti leystu lög nr. 33/2003 af hólmi. Þar er ekki að finna sambærilega skilgreiningu, en í d.-h. liðum 2. töluliðar 1. mgr. 2. gr. laganna eru ýmsar afleiður taldar til fjármálagerninga. Skilgreiningar fyrri laganna gera þau lög óneitanlega skýrari að þessu leyti. Hins vegar verður að telja að skilgreiningar þessar séu óbreyttar. Samkvæmt þessum tölulið 1. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðslaganna er það skilyrði fyrir þessari heimild til ávöxtunar fjár lífeyrissjóða að það sé gert til að draga úr áhættu sjóðs. Takmarkanir 3.- 6. mgr. 36. gr. virðast ekki gilda um þessa ávöxtunarleið en ekki á að beita henni samkvæmt orðalagi töluliðarins nema til að verja eignasafn sjóðsins.¹¹ Notkun lífeyrissjóðanna á afleiðusamningum var gagnrýnd í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis.¹² Lífeyrissjóðirnir voru þó almennt fylgjandi notkun þeirra á árunum fyrir bankahrun, sbr. þá staðreynd að ríflega helmingur lífeyrissjóða landsins var með erlendar eignir sínar varðar að einhverju leyti. Nánar er fjallað um notkun lífeyrissjóða á gjaldmiðlavrörnum í kafla 5.1.4.

4.2.12 Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði

Í kafla 4.1.2 að framan er frá því sagt að í september sl. hafi Alþingi heimilað lífeyrissjóðum að fjárfesta í íbúðarhúsnæði og reka það. Í 11. mgr. 36. gr. er síðan heimilað að félag sé stofnað um reksturinn eða samið sé við einkaaðila um slíkan rekstur (Sjá nánar um þessar breytingar í kafla 5.1.2).

11 Sjá til samanburðar f. lið 1. mgr. 36. gr. a, en þar er heimildin til fjárfestinga í afleiðum rýmri.

12 Sjá skýrslu RNA, 4. bindi, 12. kafli, bls. 133-4.

4.2.13 Skortsala

Samkvæmt túlkun Fjármálaeftirlitsins frá 13. júlí 2007 telur það að lífeyrissjóðunum sé ekki heimilt að stunda verðbréfalán meðan ekki sé að finna til þess heimild í VII. kafla laga nr. 129/1997.¹³ Með 9. mgr. 36. gr. var lífeyrissjóðum sérstaklega bannað að fjárfesta eða eiga í fjárfestingarsjóðum sem fjármagna sig með lántöku eða skortsölu. Skortsala felur efnislega í sér að aðili fær til dæmis hlutabréf lánuð og selur þau til þriðja aðila. Hann er þá í raun að selja hlutabréf, sem hann á ekki, en þaðan kemur nafnið á þessum gerningi. Þegar hann þarf að skila bréfunum aftur til lánveitanda, kaupir hann bréfin aftur á markaði og skilar þeim. Aðilar sem stunda skortsölu verða þannig á lækkun markaðsverðs viðkomandi hlutabréfa frá þeim tíma sem þeir fá bréfin lánuð og framselja þau til þess tíma sem þeir kaupa þau aftur og skila þeim. Sá sem skortselur hlutabréf á þennan hátt hagnast falli hlutabréfin í verði en tapar hækki þau. Sá sem lánar hlutabréfin fær þóknun fyrir. Hann tekur hins vegar áhættu á því að lántakinn skili þeim ekki, t.d. vegna gjaldþrots.¹⁴

Þar sem enga almenna heimild er að finna í 1. mgr. 36. gr. fyrir lífeyrissjóðina til að fjármagna sig með lánunum eða skortsölu verður að líta svo á að ákvæði 9. mgr. sé sett til áhersluauka. Sjá jafnframt 3. mgr. 38. gr. lífeyrissjóðalaganna sem bannar lífeyrissjóði að taka lán nema í mjög takmörkuðum tilfellum.

4.2.14 Bann við fjárfestingum í fasteignum og töku lána til fjárfestinga

Samkvæmt 38. gr. er lífeyrissjóði bannað að fjárfesta í fasteignum eða lausafé nema að því marki sem nauðsynlegt er vegna starfsemi sjóðsins. Miðað er við að slík fjárfesting sé innan eðlilegra marka og ber að skýra ákvæðið þröngt, sbr. greinargerð með lögnum. Undanþága er þó veitt í 2. mgr. ákvæðisins til þess að yfirtaka eignir til að tryggja fullnustu kröfu en þá ber að selja þær innan 18 mánaða frá yfirtöku,

13 Um mitt ár 2008 varð þó nokkur umræða í fjölmiðlum um frumvarp fjármálaráðherra um leyfi til lífeyrissjóða til að stunda verðbréfalán og sitt sýndist hverjum. Frumkvæðið virtist ekki frá lífeyrissjóðunum komið en þáverandi forstjóri Kauphallarinnar var þeirrar skoðunar að löggjafinn ætti að liðka fyrir skortsölu. Frá þessu var m.a. greint í Fréttablaðinu þann 17. apríl (bls. 26), í kvöldfréttum RÚV þann 20. september og aftur í kvöldfréttum Stöðvar 2 þann 23. september sama ár þegar ljóst var orðið að frumvarpið yrði ekki að lögum.

14 Viðskipti með fjármálagerninga, bls. 188. Aðalsteinn E. Jónasson, Bókautgáfan CODEX, Reykjavík 2009.

nema í undantekningartilfelli. Leiti lífeyrissjóður undantekningar frá frestinum ber að tilkynna það Fjármálaeftirlitinu sem getur krafist sölu innan tiltekins frests. Lífeyrissjóði er samkvæmt 3. mgr. 38. gr. óheimilt að taka lán nema til fjárfestingar í fasteignum sem nauðsynlegar eru til eigin nota. Skýra ber ákvæðið þröngt á þann veg að lántökur séu innan eðlilegra marka, sbr. greinargerð með lögnum. Heimilt er lífeyrissjóði þó að nýta sér greiðslufresti vegna kaupa á verðbréfum eða taka skammtímalán til að jafna fjárstreymi. Sérstaklega er það lýst óheimilt að veita lán til þeirra sem tengjast lífeyrissjóði með ákveðnum hætti nema þeir séu sjóðfélagar. Í því tilfelli ber að fara með lánsúmsóknir þeirra með sama hætti og annarra sjóðfélaga. Ákvæðið er sett til að koma í veg fyrir hagsmunaárekstur. Ákvæðið er samkvæmt orðalagi sínu takmarkað við einstaklinga en jafn mikilvægt er að koma í veg fyrir að þeir sem tengjast lífeyrissjóði á þann hátt sem segir í ákvæðinu hafi áhrif á lán til aðila sem þeim tengjast hvort sem það eru nán skyldmenni þeirra eða fyrirtæki og félög sem þeir hafa hagsmuni af. Rétt væri að setja ítarlegri ákvæði um þessi atriði.

11. tl. 1. mgr. 36. gr. sem kom nýr inn í lög in í september sl. (Sjá kafla 4.1.2. og 4.2.12 að framan) stangast á við lagagreinina í heild sinni. Því var bætt við greinina nýrri málsgrein þar sem undanþága er veitt frá ákvæðum hennar að því er tölulíðinn varðar.

4.3 Nánar um mótun og eftirlit með fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða

4.3.1 Skyldur stjórnar

Að framan er það rakið að samkvæmt 3. tl. 3. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna ber stjórn að móta fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs í samræmi við VII. kafla laganna. Í 36. gr. laganna eru síðan, svo sem áður er sagt, raktar lagaheimildir sem gilda um mótun fjárfestingarstefnunnar en með henni er átt við markmið um eignasamsetningu lífeyrissjóðs. Eftir 1. mgr. 37. gr. laganna skal fjárfestingarstefnan byggð á tegundaflokkun innlána og verðbréfa í samræmi við 1.-11. tölul. 1. mgr. 36. gr. Hver tegund innlána og verðbréfa skal jafnframt sundurliðuð eftir því sem við á með tilliti til gjaldmiðlaáhættu og stærðar einstakra innlánaaðila eða verðbréfaútgefenda. Það á því að vera hægt að lesa það af fjárfestingarstefnunni hvernig lífeyrissjóðurinn ætlar sér að nota ávöxtunarheimildir 1. mgr. 36. gr. og virða bæði hámark hverrar heimildar og takmörk fjárfestinga hjá einstökum aðila og/ eða tengdum aðilum, sbr. 2.-9. mgr. sama ákvæðis.

Lífeyrissjóðir eiga að senda upplýsingar um fjárfestingarstefnu sína fyrir komandi ár til Fjármálaeftirlitsins eigi síðar en 1. desember ár hvert. Fjármálaeftirlitið setti með rgl. 966/2001, sem áður er á minnst, nánari reglur um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og hvernig skila á henni til eftirlitsins (nú rgl. 916/2009). Segir þar að í fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs eigi að koma fram forsendur hennar. Að lágmarki skal þar vera umfjöllun um áhrif lífeyrisbyrðar, réttindakerfis og áætlaðs framtíðargreiðsluflæðis vegna lífeyrisskuldbindinga. Einnig skal fjalla um áhrif núverandi eignasamsetningar á fjárfestingarstefnunna. Sé lífeyrissjóður deildaskiptur skal gera grein fyrir þessum atriðum fyrir hverja deild. Reglunum fylgdu tvö fylgiskjöl, annað um skiptingu fjárfestinga eftir tegundaflokkum 1. mgr. 36. gr. og um markmið samsetningar eigna, en hitt um úttekt á ávöxtun einstakra eignasafna. Í 4. gr. reglnanna segir að fjárfestingarstefnan skuli að lágmarki byggja á tegundaflokkun innlána og verðbréfa svo sem komi fram í fyrra fylgiskjalinu. Síðan eru talin upp í liðum a) – k) önnur atriði sem kveða á um í fjárfestingarstefnunni.

Það er meðal annars tilgangur þessarar upplýsingagjafar að tryggja að við mótun fjárfestingar-

stefnunnar sé farið eftir heimilda- og takmarkanaákvæðum 36. gr. Með ársreikningum lífeyrissjóða á að fylgja úttekt á ávöxtun eignasafna síðasta árs. Á úttektin að lágmarki að sýna ávöxtun þeirra eignasafna, sem koma fram í síðara fylgiskjalinu, og aðferðina við úttektina. Í reglum þessum er talið upp hvað fylgja á með í árlegum tilkynningum lífeyrissjóðs til Fjármálaeftirlitsins en stjórn lífeyrissjóðs getur auðvitað markað sér ítarlegri stefnu.

4.3.2 Eignastýring og innra eftirlit

Að framan er það rakið að stjórn lífeyrissjóðs skal móta fjárfestingarstefnu sjóðsins. Lífeyrissjóður á samkvæmt 4. mgr. 34. gr. að hafa í þjónustu sinni starfsmann sem hæfur er til að sinna eignastýringu verðbréfasafna á grundvelli menntunar sinnar og starfsreynslu. Síðan á stjórnin einnig að hafa almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun sjóðsins, sbr. 1. mgr. 29. gr. lífeyrissjóðalaganna. Hún á meðal annars að sjá svo um að fjárfestingarstefnunni sé fylgt. Þá ber henni að ráða forstöðumann endurskoðunardeildar eða semja um innri endurskoðun við sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila. Hún á að móta innra eftirlit lífeyrissjóðsins og skjalfesta eftirlitsferla, svo sem segir í 2. og 8. tölulið 3. mgr. sama ákvæðis. Samkvæmt þessu skal endurskoðunardeild eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili annast innra eftirlit lífeyrissjóðs. Á innra eftirlitið að vera hluti af skipulagi lífeyrissjóðs og þáttur í eftirlitskerfi hans, sbr. og 1. mgr. 34. gr. Samkvæmt 35. gr. á endurskoðunardeild eða eftirlitsaðili lífeyrissjóðs m.a. að hafa eftirlit með viðskiptum með eignir lífeyrissjóðs, að fjárfestingarstefnu sé fylgt og ávöxtun eigna sé eðlileg. Fjármálaeftirlitið hefur sett nánari reglur um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða, sbr. rgl. 687/2001. Kemur þar fram hvaða eftirlitsaðgerðir endurskoðunardeildir eða eftirlitsaðilar skulu annast að lágmarki.

4.3.3 Tryggingafræðileg athugun

Samkvæmt 24. gr. lífeyrissjóðalaga skal stjórn lífeyrissjóðs árlega láta fara fram tryggingafræðilega athugun á fjárhag sjóðsins í samræmi við 39. gr. laganna og ákvæði reglugerðar sem ráðherra setur. Í

reglugerðinni skal kveðið á um almennar tryggingafræðilegar forsendur og hvernig skuli meta hreina eign til greiðslu lífeyris. Þá skal í reglugerðinni tilgreina möguleg frávik frá mati á eignarliðum í efnahagsreikningi, m.a. að verðmæti skráðra hlutabréfa og sambærilegra verðbréfa skuli miðað við markaðsvirði á tilteknu tímabili sem þó geti ekki verið lengra en sex mánuðir. Ákvæði um tryggingafræðilega athugun eru í IV. kafla rgl. 391/1998, sbr. rgl. 293/2003, rgl. 961/2006 og nú rgl. 615/2010. Þar er að finna ýmsar mats- og reiknireglur sem þessa úttekt varða. Athugunin skal framkvæmd af tryggingafræðingi eða öðrum sem hefur hlotið viðurkenningu Fjármálaeftirlitsins til starfans, sbr. lög um váttryggingastarfsemi. Hún á að leitast við að svara því hve háa fjárhæð þurfi að eiga til að greiða skuldbindingar miðað við tiltekna ávöxtun. Hér á landi er miðað við 3,5% ávöxtun samkvæmt framangreindum reglugerðarákvæðum. Senda á Fjármálaeftirlitinu tryggingafræðilega athugun fyrir 1. júlí ár hvert. Í 1. mgr. 39. gr. lífeyrissjóðalaganna segir að hrein eign til greiðslu lífeyris ásamt núvirði framtíðariðgjalda skuli vera jafnhá núvirði væntanlegs lífeyris vegna þegar greiddra iðgjalda og framtíðariðgjalda. Áætlun um framtíðariðgjöld og væntanlegan lífeyri skal miðuð við sjóðfélaga á þeim tíma sem tryggingafræðileg athugun tekur mið af. Hér er kveðið á um að eignir og skuldbindingar þurfi að standast á og er þetta eitt veigamesta ákvæði lífeyrissjóðalaganna. Lífeyrissjóður er skyldur til að standa við skuldbindingar sínar eins og þær eru metnar af tryggingafræðingi á hverjum tíma samkvæmt þeim lögum og reglum sem um matið gilda. Gert er ráð fyrir fullri eignamyndun til að tryggja að hver sjóður standi við þær skuldbindingar sem bótaákvæði hans hefur í för með sér. Við mat á eignum og skuldbindingum skal taka tillit til væntanlegra iðgjaldagreiðslna vegna starfandi sjóðfélaga og þeirra skuldbindinga, sem af þeim hljótast, auk áfallinna skuldbindinga. Í 2. mgr. er kveðið á um skyldu lífeyrissjóðs til að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum sjóðsins ef meira en 10% munur verður á milli eigna og skuldbindinga. Hafi munurinn verið meiri en 5% í fimm ár verður sjóðurinn að grípa til sams konar ráðstafana. Þarna er gerður greinarmunur á tímabundum sveiflum og viðvarandi ástandi með því að gera strangari kröfur í síðarnefnda

tilvikinu. Í 3. mgr. er stjórn lífeyrissjóðs skylduð til að fá álit tryggingafræðings alltaf áður en breytingar eru gerðar á samþykktum hlutaðeigandi sjóðs. Tryggingafræðingi lífeyrissjóðs er skylt að skýra stjórn frá því ef úttekt leiðir í ljós að sjóðurinn stendur ekki við skuldbindingar sínar. Hann á að skila tillögum til úrbóta og gera Fjármálaeftirlitinu viðvart. Það er þessi tryggingafræðilega úttekt sem á að koma í veg fyrir að réttindaávinnsla í sjóðnum verði meiri en hann stendur undir á hverjum tíma reiknað eftir þeim aðferðum sem tryggingafræðingurinn beitir samkvæmt laga- og reglugerðarákvæðum. Hins vegar má hækka réttindaávinnslna hafi sjóðurinn eflst samkvæmt útreikningi fræðingsins. Stjórn sjóðsins á að sjá um að réttindaávinnslan fylgi úttekt tryggingafræðingsins.

4.3.4 Ársreikningar og endurskoðun

Í VIII. kafla lífeyrissjóðalaganna eru ákvæði um ársreikning og endurskoðun. Ákvæði þessa kafla eru í meginráttum í samræmi við gildandi lög um fjármálafyrirtæki og um ársreikninga. Stjórn og framkvæmdastjóri lífeyrisjóðs skulu semja ársreikning fyrir hvert ár og skýrslu stjórnar sem mynda eiga eina heild. Samkvæmt 40. gr. á ársreikningur að gefa glögga mynd af fjárhagsstöðu lífeyrissjóðs og breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris. Hann á að vera gerður í samræmi við lög, reglur og góða reikningsskilavenju. Fjármálaeftirlitið á að sjá um það ásamt reikningsskilaráði að á hverjum tíma liggi fyrir skilgreining á góðri reikningssskilavenju við gerð ársreiknings lífeyrissjóðs. Fjármálaeftirlitið hefur samkvæmt 5. mgr. greinarinnar sett rgl. 55/2000, sbr. rgl. 1067/2004 um ársreikninga lífeyrissjóða. Með ársreikningum lífeyrissjóða á að fylgja sú fjárfestingarstefna sem starfað er eftir og úttekt á ávöxtun eignasafna síðasta árs. Í 41. gr. eru fyrirmæli um að í skýrslu stjórnar eigi að koma fram yfirlit um starfsemi sjóðsins á árinu og upplýsingar um þau atriði sem mikilvæg eru við mat á fjárhagsstöðu sjóðsins og afkomu hans á reikningsárinu.

Ákvæði 42. gr. eru um löggiltan endurskoðanda lífeyrissjóðs og skyldur hans. Verði hann var við verulega galla á rekstri lífeyrissjóðs á hann að gera Fjármálaeftirlitinu viðvart. Samkvæmt 43. gr. á að senda Fjármálaeftirlitinu endurskoðaðan ársreikning lífeyrissjóðs ásamt skýrslu stjórnar þegar eftir undir-

ritun hans og ekki síðar en fjórum mánuðum eftir lok reikningsárs. Meginniðurstöður ársreiknings á að birta opinberlega og í samræmdu formi sem Fjármálaeftirlitið ákveður. Slíkar meginniðurstöður skulu liggja frammi í starfsstöð viðkomandi lífeyrissjóðs og vera aðgengilegar fyrir sjóðfélaga. Nánari ákvæði um endurskoðun lífeyrissjóða eru í rgl. 685/2001. Þar eru skilgreind meginatriði góðrar endurskoðunarvenju hjá lífeyrissjóðum. Í Hrd.1998:4196 var endurskoðandi sjóðs talinn hafa brugðist skyldum sínum gagnvart sjóðnum og dæmdur til greiðslu skaðabóta til lífeyrissjóðsins. Bótaábyrgð hans var talin ná til þess tjóns sem varð eftir að hann áritaði ársreikning 1993. Talið var hins vegar að ársreikningur hefði gefið stjórn sjóðsins ríkt tilefni til frekari könnunar á skuldabréfakaupunum, en ósannað þótti að stjórnin hefði fengið vitneskju um kaup skuldabréfanna sem töpuðust, fyrr en ársreikningurinn var lagður fram á stjórnarfundi 1994. Hins vegar þótti ekki sýnt fram á að sjóðurinn hefði takmarkað tjón sitt eftir að hann varð tjónsins áskynja. Bæturnar voru því vegna óaðgæslu stjórnarinnar lækkaðar og dæmdar að álitum (eigin sök). Atvik málsins voru frá því fyrir gildistöku lífeyrissjóðalaganna, en sjónarmiðin sem liggja að baki dóminum virðast í fullu gildi.

4.3.5 Eftirlit Fjármálaeftirlitsins

Að framan er því lýst að senda á fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs fyrir komandi ár til Fjármálaeftirlitsins ekki síðar en 1. desember ár hvert. Fyrir 1. júlí ár hvert skal lífeyrissjóður senda fjármálaráðuneytinu tryggingafræðilega athugun svo sem áður greinir. Lífeyrissjóði ber að tilkynna Fjármálaeftirlitinu sé breytt um stjórn og eftirlitsaðila. Senda á Fjármálaeftirlitinu endurskoðaðan ársreikning ásamt skýrslu stjórnar. Lífeyrissjóðalögin eru byggð upp á þann hátt að Fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með starfsemi lífeyrissjóða, sbr. IX. kafla laganna. Í 1. mgr. 44. gr. er kveðið á um það að Fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með því að rekstur og fjárhagsstaða lífeyrissjóða sé í samræmi við ákvæði laganna, reglugerðir og reglur sem settar kunna að verða, svo og samþykktir einstakra sjóða. Í 2. málslíð 1. mgr. er Fjármálaeftirlitinu tryggður víðtækur aðgangur að þeim gögnum og upplýsingum sem það telur nauðsynlegt til að rækja skyldur sínar til eftirlits með lífeyrissjóðunum.

Um eftirlit Fjármálaeftirlitsins gilda annars, eftir því sem við getur átt, lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998, sbr. 45. gr. laganna (Sjá til samanburðar XIII. kafla laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki með breytingum). Í X. kafla laganna eru ákvæði um hvernig fara eigi með það uppfylli lífeyrissjóður ekki lengur skilyrði til þess að öðlast starfsleyfi samkvæmt V. kafla laganna, sé ekki gjaldhæfur, brjóti í bága við lögin eða rekstri hans að öðru leyti sé ábótavant. Sinni starfsmenn Fjármálaeftirlitsins ekki eftirliti sínu með fullnægjandi hætti væri hugsanlegt að þeir gætu borið refsíábyrgð á því í grófari tilvikum. Hins vegar er erfitt að ímynda sér að slík staða komi upp vegna hefðbundins eftirlits. Hæpið er jafnframt að íslenska ríkið verði skaðabótaskyld gagnvart lífeyrissjóði vegna venjulegra eftirlitsstarfa Fjármálaeftirlitsins því sjóðurinn ber sjálfstæða ábyrgð á reikningshaldi sínu, reikningskilum og ávöxtun fjármála (Sjá Hrd.1998:4196 í kafla 4.3.4 hér að framan um sjónarmið varðandi ábyrgð lífeyrissjóðanna á reikningshaldi, þótt þar sé um önnur atvik og aðstæður að ræða). Það væru miklu frekar bein ólögmat fyrirmæli eftirlitsins sem gætu valdið skaðabótaskyldu yrði tjón af þeim sannað. Nánar er fjallað um eftirlit með lífeyrissjóðunum í kafla 5.1.3.

5. Kafli

5.1	Almennt um fjárfestingar lífeyrissjóðanna 2006-2009	67
5.1.1	Inngangur	67
5.1.2	Breytingar á löggjöf um fjárfestingar lífeyrissjóðanna	67
5.1.3	Athugasemdir um eftirlit með fjárfestingum lífeyrissjóðanna	70
5.1.4	Gjaldmiðlavarnir	73
5.1.5	Skilmálar skuldabréfa	76
5.1.6	Póknatekjur fjármálafyrirtækja	77
5.1.7	Tengdir aðilar	78
5.1.8	Eigið fé og mat lífeyrissjóðanna á fjárfestingarkostum	80
5.1.9	Fjárfestingar lífeyrissjóðanna í sérstökum tegundum skuldabréfa og í eignarhaldsfyrirtækjum	82
5.1.10	Niðurlag	91
5.2	Stjórn og starfshættir	91
5.2.1	Inngangur	91
5.2.2	Vandi lífeyrissjóða	92
5.2.3	Ábyrgð stjórnar og samband hennar við framkvæmdastjóra, starfsmenn og sjóðfélaga	95
5.2.4	Stjórn og verðbréfaeign	97
5.2.5	Staða lífeyrissjóða í rekstri fjármálafyrirtækja	97
5.2.6	Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða	99
5.2.7	Samskipta- og siðareglur	101
5.3	Yfirlit yfir heildartap lífeyrissjóðanna	103

5.1 Almennt um fjárfestingar lífeyrissjóðanna 2006-2009

5.1.1 Inngangur

Á fundi hjá Landssamtökum lífeyrissjóða þann 6. apríl 2005 lýsti einn af þáverandi framkvæmdastjórum eins lífeyrissjóðsins þeirri skoðun sinni að áður fyrr hefði allt verið svo einfalt í starfsemi sjóðanna. Lífeyrissjóðirnir hafi einungis keypt skuldabréf af ríkinu (ekki markaðsbref) og veitt sjóðfélagalán. Áhætta sjóðanna tengd skuldurum lánanna hafi verið lítil en hins vegar hafi verið erfitt að losna við þessi skuldabréf. Sumir lífeyrissjóðir hafi meira að segja verið tregir til að kaupa skuldabréf ríkisins og ekki haft áhuga á spariskírteinum ríkissjóðs. Á síðari tímum hafi gamanið tekið að grána. Áhætta lífeyrissjóðanna vegna vanda fyrirtækja sé tengd kaupum sjóðanna á verðbréfum þeirra. Markaðsáhætta og vaxtaáhætta sé tengd kaupum á spariskírteinum og húsbréfum. Verðbólguáhætta tengist ríkisvixlum og ríkisbréfum. Hlutabréf geti hríðfallið við fréttir fjölmiðla einar saman og gjaldmiðlaáhætta tengist kaupum á erlendum fjármálagerningum. Lagaskylda sú sem hvíli á lífeyrissjóðunum um að grípa til aðgerða fari tryggingafræðilegur ójöfnuður yfir 5% eða 10% þrengi jafnframt að sjóðunum. Þeir forðist að skerða eða auka réttindi. Hækkun réttinda þegar vel árar auki um leið skuldbindingar sjóðsins og geri auknar kröfur um áframhaldandi góða ávöxtun.

Í kafla 4 hér að framan er tilgangi og uppbyggingu lífeyrissjóða að lögum lítillega lýst. Þá er í ítarlegri máli fjallað um hvernig þeir eiga að varðveita og ávaxta þau iðgjöld sem renna til þeirra. Loks er vikið að því eftirliti sem haft er með því að lífeyrissjóðirnir fari að fyrirfram ákveðinni fjárfestingarstefnu og að reynt sé á þann hátt að tryggja ábyrga meðferð fjárfestinga. Þessar ítarlegu reglur sem um þetta eru settar með lögum gefa til kynna mikla áherslu löggjafinn leggur á vandaða meðferð þeirra fjármuna sem ætlaðir eru til framfærslu fólks eftir að starfsþreki lýkur á einhvern hátt. Jafnframt eru settar um það reglur að lífeyrisþegar geti fylgst með því hvernig farið er með verðandi lífeyri þeirra. Þessar reglur mættu þó vera ítarlegri og lífeyrissjóðalögin endurspeglu betur að fé sem bundið er í lífeyrissjóði er í

raun mikill hluti af ævisparnaði fólks, sem það reiðir sig á þegar starfsþrekið dvínar.¹

Nefndin telur sig hafa verið skipaða til þess að skoða hvernig hagsmunum rétthafa lífeyrissjóðanna reiddi af fyrir og eftir fall bankanna. Þess vegna hefur það valdið nokkrum vonbrigðum, að komið hefur fyrir að einstaka starfsmenn lífeyrissjóðanna og eftirlitsaðilanna hafi borið fyrir sig þagnarskyldu samkvæmt 32. gr. lífeyrissjóðalaganna gagnvart nefndinni í ríkara mæli en efni standa til.² Með aðkomu Landssamtaka lífeyrissjóða hefur þó að mestu verið leyst úr þessu vandamáli. Þetta hefur þó tafið úttektina.

5.1.2 Breytingar á löggjöf um fjárfestingar lífeyrissjóðanna

Í tillögu til þingsályktunar sem þingmannanefnd, sem valin var til þess að fara yfir skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um fall íslensku bankanna, lagði fram og samþykkt var á Alþingi í september 2010 var lagt til að lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða yrðu endurskoðuð. Í skýrslu þingmannanefndarinnar er samt ekki að finna annað um tilgang þeirrar endurskoðunar en að nefndin telji mikilvægt að vönduð umræða fari fram um framtíðarhlutverk lífeyrissjóða, starfshætti og fjárfestingarstefnu.³ Þótt skipulag lífeyrissjóða eftir lögnum sé að mörgu leyti traustvekjandi má finna á þeim hnökra sem rétt væri að lagfæra. Breytingar á lögum um fjármálaframtækni, lögum um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði og breytingar sem orðið hafa á fjármálagerningum og/eða verðbréfum kalla jafnframt á lagfæringar á lífeyrissjóðalögnum, svo þau komist í takt við tímann. Þá bendir sumt í starfsemi lífeyrissjóða í aðdragandanum að falli bankanna til þess að styrk þeirra hafi verið ábótavant svo þeir gætu ferðast með tryggum hætti um öldurót fjármálamarkaðarins. Frá gildistöku laga nr. 129/1997

1 Sjá jafnframt skýrslu Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands nr. R06:01, Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður, áhrif og ábyrgð, Gylfi Magnússon, apríl 2006, bls. 18.

2 Þá synjaði Fjármálaeftirlitið nefndinni um afhendingu gagna á grundvelli þagnarskylduákvæðis (13. gr.) laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

3 Skýrsla þingmannanefndar er fjallaði um skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, september 2010, bls. 14.

hafa verið gerðar fjölmargar breytingar og viðbætur við 36. gr. þeirra, bæði fyrir og eftir hrun íslensku viðskiptabankanna, en greinin fjallar um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna. Sammerkt flestum eða öllum þeim breytingum, sem gerðar voru fyrir hrun bankanna, var að fjárfestingarheimildir voru auknar. Þessar lagabreytingar voru flestar ekki nógu vandáðar. Verður að setja spurningarmerki við hversu vel sumar hverjar voru ígrundaðar eða hve vel þær samrýmdust tilgangi laganna um ábyrgar fjárfestingar svo sem ráða má af 1. gr. þeirra og almennum fyrir-mælum um skilyrði fyrir starfrækslu lífeyrissjóða sem fram koma í 20. gr. og svo 36. gr. Hreyfa má þeirri skoðun að eins og löggin eru nú, sé vissst ósamræmi í uppbyggingu þeirra um fjárfestingarstefnu sjóðanna.

Breytingar á lífeyrissjóðalögum bera með sér að Alþingi hafi fram að falli bankanna verið að bregðast við óskum hagsmunaaðila innan og utan stjórnna lífeyrissjóða, sem óskuðu eftir rýmri fjárfestingarmögu-leikum þeirra, en eftir það hafi þingið verið að reyna að berja í brestina.⁴ Skýrustu og jafnframt skiljanlegustu dæmin um þetta eru, að fyrir tilstuðlan Landssamtaka lífeyrissjóða og fleiri aðila var hámarki fjárfestinga sjóðanna í hlutabréfum samkvæmt 4. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna breytt í áföngum úr 35% af hreinni eign sjóðsins í 60%, sbr. síðast 2. gr. laga nr. 28/2006 um breytingu á lögum. Áform voru uppi um enn frekari breytingar á hámarki fjárfestinga sjóðanna í hlutabréfum í þessa átt, sbr. umræðuna sem getið er um að framan. Fleiri breytingar voru gerðar á lögum til að auka svigrúm lífeyrissjóða til að nýta sér betur fjárfestingartækifæri á markaði, svo sem það var kallað. Vissulega má segja að hlutabréf hafi a.m.k. verið meðal þeirra ávöxtunarleiða sem best voru boðin þegar lögum var breytt, sbr. upphafs-orð 36. gr., en spyrja má hvort nægjanlega var tekið tillit til þeirrar áhættu, sem fylgt getur fjárfestingum í hlutabréfum, þegar þessar breytingar voru gerðar. Hæpið er að telja að þetta hámark hafi samræmst ákvæðum 20. gr. laganna um áhættudreifingu eftir að

heimildin var aukin úr 35% í 60%. Í ljósi þess sem síðar gerðist virðist það raunar fráleitt. Samræminu í lögum virðist aðallega hafa verið raskað með 4. gr. laga nr. 70/2004 og síðan enn frekar með 2. gr. laga nr. 28/2006, hvor tveggja löggin eru um breytingu á lífeyrissjóðalögum nr. 129/1997. Röksemd fyrir síðari breytingunni var samkvæmt greinargerð með lögum talin sú að með henni væri stefnt að því að bæta starfsumhverfi lífeyrissjóða og laga starfsemi þeirra að breyttum aðstæðum á fjármálamarkaði í því skyni að auðvelda þeim að sinna því hlutverki sínu að ná sem mestri ávöxtun á fjármunum sínum með sem minnstri áhættu. Hæpið er að síðara atriðið hafi nokkurn tíma staðist. Taka verður fram að lífeyrissjóðirnir virðast sjaldnast hafa nýtt hámark fjárfestingarheimildarinnar við mörkun fjárfestingarstefnu sinnar og að það gildi samanlagt fyrir bæði innlend og erlend hlutabréf og hlutdeildarskírteini. Hins vegar voru vikmörk stefnunnar oft höfð svo víð að innan hennar rúmuðust fjárfestingar allt að hámarki laganna. Hækkun hámarksins hlaut því að leiða til þess að meira var fjárfest í hlutabréfum og hlutdeildarskírteinum en ella hefði orðið og áhættudreifingin hefur þannig hugsanlega verið verri en orðið hefði að óbreyttu hámarki.

Landssamtök lífeyrissjóða skipuðu í maí 2009 nefnd innan sinna vébanda til að fjalla um það hvað lífeyrissjóðirnir gætu lært af þeim fjárhagslegu áföllum sem þeir urðu fyrir í kjölfar hruns viðskiptabankanna í október 2008. Nefndin skilaði álitum í mars 2010 og meðal ályktana hennar var að knýja þyrfti á um tafarlausa skráningu verðbréfa og eflingu upplýsingagjafar í kauphöll um útgefendur og umfang og eðli viðskipta.⁵ Af þessari tillögu verður ekki annar lærdómur dreginn en að einhverjir lífeyrissjóðir hafi ekki farið eftir 2. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna og að verðbréf sem þeir fjárfestu í hafi ekki á kaupdegi haft skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði. Í viðtali við úttektarnefndina í nóvember 2010 staðfesti þáverandi forstjóri Kauphallarinnar að brögð hefðu verið að því að bréf hafi ekki verið skráð fyrir en komið var að uppgjörsgæði.⁶ Hvort sem þetta skipti máli um mat á viðkomandi fjárfestingu eða ekki er

4 Sjá Morgunblaðið 31. júlí 2007, framkvæmdastjóri Landssamtaka lífeyrissjóða og sami í Viðskiptablaðinu 15. janúar 2008 um ósk lífeyrissjóða til aukinna heimilda til fjárfestinga í hlutabréfum. Í umræddum dagblaðagreinum talaði framkvæmdastjóri samtakanna fyrir skoðunum fyrisvarsmanna lífeyrissjóðanna. Undirtektir alþingismanna má sjá í Viðskiptablaðinu 16. janúar 2008, en þar gerir formaður viðskiptanefndar Alþingis nokkra grein fyrir rökum með og á móti sömu breytingum. Breytingin sem þeir ræða varð ekki að lögum.

5 Sjá skýrslu nefndar til stjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða. Lærdómur lífeyrissjóða af hruninu 2008-2009, 26. mars 2010.

6 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Þórð Friðjónsson, dags. 22.11.2010.

ljóst að þetta er þverbrot á starfsreglum sem lífeyrissjóðunum bar að starfa eftir og þótt banki hafi átt að sjá um skráninguna gat eða getur skortur á skráningu slíkra bréfa bakað stjórnendum lífeyrissjóða ábyrgð.⁷ Að gefnu þessu tilefni er þörf á því að breyta ákvæðinu og kveða skýrt á um það að verðbréf á að vera skráð á skipulegum markaði þegar það er keypt en ekki síðar.

Landssamtök lífeyrissjóða skipuðu á árinu 2010 sérstakan eignastýringarhóp innan sinna raða, sem átti að semja leiðarvísi að góðum venjum um eign- og áhættustýringu fyrir lífeyrissjóði. Einnig átti hópurinn að fara yfir lög og reglur um eignastýringu lífeyrissjóða og starfsumhverfi og hafa frumkvæði að breytingu á lögum og reglum um fjárfestingarumhverfi lífeyrissjóða. Niðurstaða hópsins var að gera þyrfti breytingar á lögum um lífeyrissjóði. Úttektarnefndin tekur undir það álit hópsins en telur að við endurskoðun lífeyrissjóðalaganna þurfi að hafa hagsmuni rétthafa í forgrunni. Þar er átt við að í lögum sjálfum þarf á skýran hátt að draga fram hlutverk lífeyrissjóða við varðveislu fjár sjóðfélaga og langtíma-ávöxtun þess. Mikilvægi slíkra ákvæða felst í sífelltri áminningu til stjórnenda lífeyrissjóða og annarra um að sjóðirnir séu að fara með fé annarra sem treysta á að það verði þeim til reiðu í framtíðinni. Þetta fé er því ekki fallið til áhættufjárfestinga þótt á fjárfestingartímanum virðist sem ágóði rétthafanna geti orðið mikill ef vel tekst til.⁸

Úttektarnefndin er þeirrar skoðunar að fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða eigi heima í lögum og helstu takmarkanir á fjárfestingunum eigi einnig að vera þar, svo sem nú er. Nánari útlistun á þessum atriðum og framkvæmd þeirra eigi aftur á móti heima í reglugerðum og hugsanlega sérstökum ákvörðunum og skýringum Fjármálaeftirlitsins, sem beint væri til allra lífeyrissjóða samkvæmt sérstakri heimild í lögum. Þá þarf að yfirfara heimildar- og takmarkana-ákvæði 36. gr. lífeyrissjóðalaganna. Hver heimild verður ekki skýr og auðskiljanleg nema takmarkanir hennar séu tíundaðar sérstaklega og fylgi henni

í sama tölulið. Takmarkanir sem eiga við allar greinarnar jafnt geta hins vegar verið í sjálfstæðum málsgreinum. Hugsanlegt er að skipta núverandi töluliðum og fjölga þeim eða hluta niður í undirflokk. Rétt sýnist a.m.k. að skipta heimild til fjárfestinga í hlutabréfum í erlend bréf og innlend bréf. Í stað þess að rýmka heimild til hlutabréfakaupa sýnist einboðið að rýra hana, a. m. k. hvað varðar innlend hlutabréf á markaði því íslenski hlutabréfamarkaðurinn brást illilega í aðdraganda hrunsins. Aldrei hefði átt að koma til rýmkunar lagaheimildar til fjárfestingar í hlutabréfum á árunum 2004 og 2006, nema þá að sett væri skilyrði um að ákveðinn fjöldi bréfanna væri erlendur. Íslenskur hlutabréfamarkaður getur ekki, vegna þess hvað hann er takmarkaður og veikburða, borið uppi þær ábyrgu fjárfestingar sem lífeyrissjóðunum eru nauðsynlegar nema í takmörkuðu mæli. Þróun hans frá aldamótum og til þess er hann í raun varð að litlu sem engu síðari hluta árs 2008 ætti að kenna fyrirsvarsmönnum lífeyrissjóðanna þá lexíu, en stór hluti taps sjóðanna við hrun bankanna stafaði af tapi hlutabréfa. Sagan virðist kenna okkur að til þess að ná þeirri áhættudreifingu sem lífeyrissjóðunum er nauðsynleg þarf að takmarka hverja heimild og fjárfesta ákveðinn hluta hreinnar eignar þeirra erlendis.⁹ Eftir fall bankanna hefur heimild lífeyrissjóðanna til að fjárfesta í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum markaði verið aukin, enda séu bréfin gefin út af aðilum innan aðildarríkja OECD eða EES (Sjá 3. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna, sbr. lög nr. 171/2008 um breytingu á þeim lögum). Þetta mun hafa verið gert vegna þess að skipulegur markaður innanlands var í raun hruninn. Má því hugsanlega líta á þessa heimild sem svo, að hún sé til bráðabirgða. Hún ætti þá að lækka eftir því sem skipulegum markaði innanlands vex fiskur um hrygg. Loks þarf að takmarka í lögum hversu rúm vikmörk einstakra heimilda mega vera í fjárfestingarstefnunni (Sjá kafla 13.3.3). Með lögum nr. 122/2011 sem m.a. breyttu 3. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna var þessi heimild þó líklega fest í sessi.

Að framan í kafla 4.2.11 er skýrt frá þeim breytingum sem lög nr. 123/2011 gerðu á 36. og 38. gr. lífeyrissjóðalaganna og heimiluðu sjóðunum að fjár-

7 Hér vísast til þess sem fram kom í viðtali úttektarnefndar við Írisi Björnsdóttur og Baldur Thorlacius hjá Kauphöll Íslands, dags. 30.11.2010, að fjárfestavernd kauphallaraga eigi ekki við fyrr en fjármálagerningar hafi formlega verið teknir til viðskipta í skilningi kauphallaraga og laga um verðbréfavíðskipti.

8 .Sjá greinargerð starfshóps á vegum Landssamtaka lífeyrissjóða 8. desember 2010 um góðar venjur í eign- og áhættustýringu lífeyrissjóða, bls. 6.

9 Sbr. m.a. viðtal úttektarnefndar við Þórð Magnússon, stjórnarformann Eyrir Invest ehf., dags. 28.4.2011.

festu í íbúðarhúsnæði og reka það m.a. í útleigu. Þá var lífeyrissjóðunum heimilað en ekki gert skylt að stofna félag um slíkan rekstur eða gera samning við einkaaðila um slíkan rekstur. Virðast því lífeyrissjóðirnir eftir þessar breytingar geta sjálfir keypt og staðið fyrir rekstri íbúðarhúsnæðis. Þetta sýnist þó í andstöðu við 20. gr. laganna sem tíundar að hverju starfsemi lífeyrissjóðanna á að snúa og mjög varasamt fyrir sjóðina að haga slíkum rekstri á þann veg. Þarna hefði átt að gera það að skilyrði að stofnað yrði sérstakt rekstrarfélag og lífeyrissjóði heimilað að hjárfesta í því ákveðinn takmarkaðan hluta af hreinni eign sinni. Hafi sjóðurinn á annað borð áhuga á að taka þátt í slíkum rekstri. Rekstur sem þessi er örugglega mjög hæginn fyrir flesta sjóðina nema þá sem samstarfsverkefni fleiri sjóða. Þessi nýju ákvæði bera þess merki að þau séu tæpast sett í samráði við lífeyrissjóðina og eru gott dæmi um nauðsyn þess að semja lagaákvæði um hjárfestingarheimildir sjóðanna upp á nýtt eftir ítarlegar umræður. Spurning er hvort ekki er mun edlilegra fyrir lífeyrissjóði að hjárfesta einungis mjög takmarkaðan hluta af eignasafni sínu í rekstrarfélagi annarra. Reynslan virðist benda til að upphafleg stefna lífeyrissjóðalaganna um mjög dreifðar hjárfestingar hafi verið rétt.

5.1.3 Athugasemdir um eftirlit með hjárfestingum lífeyrissjóðanna

Í kafla IV að framan er því lýst að eftirlit með lífeyrissjóðum er í meginráttum fólgið í skýrsluskilum lífeyrissjóðanna til FME og vettvangs- og hjárfestingarathugunum eftirlitsins. Meginskýrslur þær sem lífeyrissjóðir og vörsluaðilar séreignarsparnaðar skila til FME eru: Sundurliðun hjárfestinga, ársskýrsla (bæði á pdf formi og formi FME), hjárfestingarstefna, skýrsla endurskoðanda, tryggingafræðileg athugun, úttekt á ávöxtun einstakra eignasafna og endurskoðunarskýrsla vegna ársreiknings. Þá eru lífeyrissjóðirnir reglulega teknir í hjárfestingarathugun. Einnig er kallað eftir sundurliðun hjárfestinga sjóðanna á milli skýrsluskila og kallað eftir ýmsum gögnum. Þá reynir Fjármálaeftirlitið að heimsækja þrjá lífeyrissjóði á ári og gera ítarlegri könnun hjá þeim.¹⁰ Þetta

eftirlit stofnunarinnar ætti að veita nægilegt aðhald og vera fullnægjandi. Í viðtali við Jónas Fr. Jónsson, fyrrv. forstjóra Fjármálaeftirlitsins, kom fram að viðhorf í bönkunum hefði ekki verið eftirlitinu hagstætt en þangað þurfti það að sækja rekstrarfélag lögum. Hann taldi jafnframt að viðhorfið almennt í þjóðfélaginu hefði verið að eftirlitið ætti að vera þægilegt og hagkvæmt. Jónas var ráðinn forstjóri í júlí 2005. Hann sagði að stofnunin hefði þá ekki verið deildaskipt. Hann hefði beitt sér fyrir því strax í upphafi að settur yrði sviðsstjóri yfir hvert svið og þannig dreift verkefnum og ábyrgð innan stofnunarinnar. Varð þá til lífeyris- og verðbréfasjóðasvið. Sagði Jónas að 2-3 starfsmenn hefðu að jafnaði eingöngu sinnt lífeyrissjóðunum og 1-2 starfsmenn sinnt verðbréfasjóðunum eingöngu. Aðrir starfsmenn hefðu sinnt tilfallandi verkefnum fyrir sviðið.¹¹ Eftir fall bankanna hefur orðið mikil breyting á afstöðu almennings til alls eftirlits með fjármálaefyrirtækjum og öðrum eftirlitsskyldum aðilum og starfsemi Fjármálaeftirlitsins er orðin mun meira áberandi og starfsfólki þar hefur verið fjölgað. Það var skoðun núverandi og fyrrverandi sviðstjóra lífeyris- og verðbréfasjóðasviðs Fjármálaeftirlitsins í viðtali við úttektarnefndina að miðað við umfang starfsemi lífeyrissjóðanna hefði verið full þörf á því að fleiri sinntu þessu eftirliti á úttektartímanum.¹² Úttektarnefndin hefur farið yfir starfsemi allra íslensku lífeyrissjóðanna á þessu tímabili og verður að fallast á það. Virðist eftirlitið fremur hafa verið í því fólgið að taka á móti skýrslum frá öðrum og stofnunin reitt sig á þær. Verður hvorki séð að athugasemdir hafi verið gerðar við þau rúmu vikmörk, sem sumir sjóðanna höfðu á hjárfestingarstefnu sinni né hvernig þau voru nýtt og þá hvort stefnunni sjálfri var í raun fylgt. Þá er erfitt að sjá að eftirlit hafi verið haft með einstökum hjárfestingum á annan hátt en þann hvort fylgt var ystu mörkum hjárfestingarstefnunnar. Athugasemdir virðast ekki hafa verið gerðar við skilmála þeirra verðbréfa, sem hjárfest var í, og ekki fylgst með því hver var heildarhjárfesting í samstæðum eða tengdum aðilum. Margt virðist benda til að Fjármálaeftirlitið hafi skýrt lagaákvæði um tengda aðila mjög þröngt. Athuga verður

10 Sbr. viðtal úttektarnefndarinnar við núverandi og fyrrverandi sviðstjóra á lífeyrissviði FME, þær Halldóru E. Ólafsdóttur og Kristínu Aðalheiði Birgisdóttur, dags. 17.12.2010.

11 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Jónas Fr. Jónsson, dags. 16.12.2010.

12 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Halldóru E. Ólafsdóttur og Kristínu Aðalheiði Birgisdóttur hjá FME, dags. 17.12.2010.

að eftirlitið getur lýst skoðunum sínum á gæðum fjárfestingarákvarðana enda þótt ströngustu laga-ákvæði heimili ef til vill ákvörðunina. Fyrir fall bankanna var að mestu lokið við gerð álagsprófa- og gæðaflokkunarkerfis og hefur vinnu við það verið haldið áfram eftir hrun. Hugsunin er þá sú að Fjármálaeftirlitið nýti álagspróf og gæðaflokkunarkerfi við leiðbeinandi tilmæli. Álagsprófið á að mæla áhrif breytinga á ákveðnum þáttum í rekstrarumhverfi sjóðanna á eignir og skuldbindingar. Má vera að slíkt kerfi hefði getað nýst við starfsemi lífeyrissjóðanna fyrir hrun hefði það verið komið í gagnið og nægur mannskapur hjá Fjármálaeftirlitinu til að starfrækja það.

Þá hlýtur tryggingafræðileg athugun eðli málsins samkvæmt að byggjast á endurskoðuðum reikningum, en af viðtölum úttektarnefndarinnar við stjórnendur lífeyrissjóðanna er ljóst að sú athugun hefur veruleg áhrif á störf þeirra, sem ef til vill er skiljanlegt eins og kerfið er uppbyggt. Í tryggingafræðilegri athugun er leitast við að svara því hversu háa fjárhæð þurfi að eiga til að greiða skuldbindingar m.v. tiltekna ávöxtun. Hér á landi er miðað við 3,5% ávöxtun, sbr. rg. 391/1998 með síðari breytingum. Ávöxtunarkrafan hefur verið umdeild en mun miðuð við reynsluvísindi.¹³ Að framan, undir kafla 4.3.3, er tryggingafræðilegri athugun lýst í stórum dráttum. Úttektin er nauðsynleg til þess að rétta af fjárhag lífeyrissjóða miðað við framtíðarskyldur þeirra. Mælt er fyrir um þessa athugun í 39. gr. lífeyrissjóðalaganna, sbr. nánar um framkvæmdina í 24. gr. sömu laga. Í reglugerð á að kveða á um allar tryggingafræðilegar forsendur, m.a. um dánaráhættu, raunvexti, sem athugun skal byggjast á, og ávöxtunarkröfu sem nota skal við núvirðingu framtíðariðgjalds og væntanlegs lífeyris sjóðsins. Skal í reglugerðinni tilgreina möguleg frávik frá mati á eignarliðum í efnahagsreikningi skv. 40. gr. lífeyrissjóðalaganna (ákvæði um ársreikning lífeyrissjóða), m.a. að verðmæti skráðra hlutabréfa og sambærilegra verðbréfa skuli miða við vegið markaðsvirði á tilteknu tímabili, sem þó getur ekki verið lengra en sex mánuðir. Í kafla 4.3.3 er vitnað til gildandi reglugerða. Þessi tryggingafræðilega úttekt á að fara fram árlega og á henni veltur samkvæmt

2. mgr. 39. gr. laganna hvort skylt er að gera nauðsynlegar breytingar á samþykktum sjóðsins, sbr. 3. mgr. um skyldur tryggingafræðingsins um þetta efni. Framkvæmdastjórar og sjóðstjórar lífeyrissjóðanna vilja að vonum koma sem best út í þessari athugun. Á henni veltur hvort auka á eða draga úr réttindum sjóðfélaga. Spurning er hvort í þetta kerfi sé byggður hvati til of mikillar áhættutöku. Það hlýtur að ráðast nokkuð af grundvellingnum sem athugunin er byggð á.

Úttektarnefndinni þykir einsýnt að fara eigi yfir þetta athugunarferli og þá sérstaklega grunn þess. Hlutabréf eru t.d. í ársreikningum virt til markaðsverðs á ársreikningstímanum.¹⁴ Markaðsverðið tekur miklum sveiflum. Innlendi hlutabréfamarkaðurinn var mjög takmarkaður og verðmyndun árin fyrir fall bankanna reyndist verulega ófullkomin. Jafnvel þótt bankarnir og eignarhaldsfyrirtækin væru ekki með inngrípum sínum að reyna að hafa óeðlileg áhrif á verðmyndunina. Þá hefur jafnframt komið í ljós að verðmat innlendra skuldabréfa í aðdraganda hrunsins stóðst ekki. Tryggingafræðileg athugun árin 2005, 2006 og jafnvel 2007 leiddi til aukinna réttinda í mörgum sjóðum. Innstæða fyrir þessum hækkunum reyndist lítil þegar til kastanna kom, strax við lækkun hlutabréfa upp úr miðju ári 2007 og svo allt til hruns þeirra og gríðarlegs taps skuldabréfa við fall bankanna. Þeir sjóðir, sem hættu mestu og fjárfestu veruleg eignasöfn í hlutabréfum og skuldabréfum eignarhaldsfyrirtækja og bankanna, töpuðu mestu og urðu að skerða réttindin mest. Spyrja verður hvort breyta megi mati á hlutabréfum við tryggingafræðilega athugun, einsýnt er að einnig verður að vanda betur en gert var fyrir hrun mat á verðgildi skuldabréfa og annarra eigna. Á að gera þetta í ársreikningnum sjálfum eða á að breyta reglugerðum um tryggingafræðilega athugun þar sem tekið verði tillit til þess lærdóms sem fékkst við fall bankanna og margra eignarhaldsfyrirtækjanna? Athuga má jafnframt hvort breyta á ákvæði 2. mgr. 39. gr. lífeyrissjóðalaganna svo að tryggingafræðileg athugun geti ekki leitt til árlegra breytinga, heldur þurfi mun lengra tímabil. Kæmi þá til athugunar hvort miða má við 5% mun (milli eigna og lífeyrisskuldbindinga), sem haldist hefur samfelt í 5 ár, eins og gert er í niðurlagi 2. mgr. 39. gr. Sé horft aftur í tímann þá hafa skipst

13 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Bjarna Guðmundsson tryggingastærðfræðing, dags. 23.11.2010.

14 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Bjarna Frímann Karlsson, dags. 13.5.2011.

á tímabil þar sem vextir hafa verið töluvert hærri en 3,5% viðmiðunarávöxtunarkrafan, sem leitt hefur til þess að sjóðfélagar hafa aukið réttindi sín. Þá hefur þetta snúist við og viðmiðunarkrafan ekki náðst. Síðan kom svo kollsteypan sem varð 2007-2008 við hrunið og aðdraganda þess, sem ef til vill má líta á sem „einskiptis viðburð“.¹⁵

Í sumum löndunum í kringum okkur hafa menn farið að reikna skuldbindingar og vexti eftir markaðsvöxtum. Bjarni Guðmundsson tryggingastærðfræðingur sagði nefndinni að hann teldi þá, að hér yrði að horfa til erlendra markaðsvaxta. Helgaðist það af smæð innlenda markaðarins. Það leiddi svo til þess að horfa þyrfti sérstaklega til hlutfalls erlendra eigna og fjárfestinga sjóðanna.¹⁶ Lífeyrissjóðirnir geta samkvæmt lífeyrissjóðalögunum fjárfest 50% hreinnar eignar sinnar erlendis. Þeir hafa ekki notað þá heimild til fulls en stærstu sjóðirnir hafa fjárfest um 30% eignasafns síns erlendis. Þannig hafa þeir borð fyrir báru þegar aftur verður heimilt að fjárfesta úti og geta aukið fjárfestingar þar. Hins vegar verða þeir líka að taka nokkurt tillit til þess hversu stórt hlutverk þeir leika í íslenska hagkerfinu og hvað fjárfestingar þeirra innanlands eru mikilvægar. Hlutverk þeirra virðist því vera að finna hinn gullna meðalveg milli fjárfestinga erlendis og innanlands.¹⁷

Endurskoðendur eiga að hafa nokkur tók á að fylgjast með hver séu gæði fjárfestinganna og eignasamsetningar sjóðanna. Þeir halda því fram að fyrir fall bankanna í október 2008 hafi lítið tap orðið á eignaliðum í verðbréfasafni flestra lífeyrissjóða og því hafi þeir ekki talið mikið tilefni til að athuga vandlega gæði eignasafnsins.¹⁸ Það mun rétt hjá þeim, að fyrir fall bankanna hafði ekki þurft að afskrifa svo til neitt af eignasafni lífeyrissjóðanna en hefði það verið skoðað vandlega, a.m.k. á tímabilinu eftir mitt ár 2007 til þess að bankarnir féllu, hefðu átt að koma í

ljós þverbrestir í safninu. Verð innlendra hlutabréfa var í frjálsu falli, eingreiðslubríf margra stærstu viðskiptavina bankanna voru endurfjármögnuð óbreytt eða skuldin aukin, eigið fé bankanna sjálfrá var á faraldsfæti.

Fyrir fall bankanna í október 2008 var lítið afskrifað af eignaliðum í verðbréfasafni flestra lífeyrissjóða. Í 34. gr. laga 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er mælt fyrir um að endurskoðunardeild við lífeyrissjóð eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili annist innra eftirlit. Eftir fall bankanna var því verkefni bætt við skyldur stjórnna sjóðanna að þær skyldu móta innra eftirlit þeirra og skjalfesta eftirlitsferla, sbr. 8. tl. 3. mgr. 29. gr. laga nr. 129/1997 eins og töluliðnum var breytt með lögum nr. 171/2008. Þetta varð tilefni þess að verulegar breytingar voru gerðar á verkferli fjárfestinga og skráningu eftirlitsferla lífeyrissjóðanna. Farið var að gera meiri kröfur um skjallega framkvæmd fjárfestinga.

Meiri vinnu á að leggja í það að meta hverja fjárfestingu fyrir sig. Áherslum á að breyta og leggja meiri tíma í að fylgjast með stöðu fyrirtækja sem fjárfest hefur verið í. Innri endurskoðendur eru farnir að leggja áherslu á að lífeyrissjóðirnir geri sér formlegt áhættumat þar sem skráðir séu helstu áhættuþættir og eftirlit með þeim gert markvissara og eftirlitsferlar skjalfestir. Þeir benda á að reglur um fjárfestingar, fjárfestingarstefna og eftirlitsferill fjárfestinga þurfi að ná í meira mæli utan um gæði fjárfestinga, þ.e. hvaða kröfur séu gerðar til mótaðila svo sem sveitarfélaga, fyrirtækja, o.fl. sem fjárfest er í. Mikilvægt sé að fyrir liggja formlegt mat áður en fjárfest er. Eftirlit fari fram eftir einstakar fjárfestingar og haldið sé utan um gögn sem þeim tengjast. Skýrar reglur séu um hver beri ábyrgð á hvaða fjárfestingu.¹⁹

Af framangreindu má ljóst vera að við fall bankanna kom í ljós að á hafði skort um þessi atriði í aðdraganda hruns fjármálakerfisins. Landssamtök lífeyrissjóða hafa svo sem getið er um hér að framan brugðist við þessu með skipun sérstaks starfshóps um góðar venjur í eigna- og áhættustýringu.²⁰ Úttektarnefndin getur ekki annað en verið sammála því að

15 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Bjarna Guðmundsson, dags. 23.11.2010.

16 Sbr. viðtal við Bjarna Guðmundsson, dags. 23.10.10.

17 Sbr. álitserð Katrínar Ólafsdóttur: Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarþúskaður, dags. apríl 2011.

18 Sbr. viðtal úttektarnefndarinnar við Vigni Rafn Gíslason, ytri endurskoðanda LV á úttektarárunum, dags. 13.1.2011. Þetta fékkst ennfremur staðfest í samtölum nefndarinnar við ytri endurskoðendur lífeyrissjóðanna Stafa og Festu, Gunnar Þór Ásgeirsson, dags. 17.3.2011, og Önnu Birgittu Geirfinnsdóttur, dags. 18.2.2011. Ennfremur vísast til viðtals úttektarnefndar við Árna Snæbjörnsson, ytri- og innri endurskoðanda Lífeyrissjóðs verkfræðinga, dags. 16.8.2011, og Helga Arnarson, ytri endurskoðanda Almenna lífeyrissjóðsins, Gildis o.fl., dags. 9. og 23.6.2011.

19 Sbr. skýrslu innri endurskoðunar Festu 2009 og viðtal úttektarnefndarinnar við Hjalta Schiöth, innri endurskoðanda LV, dags. 26.1.2011.

20 Sbr. greinargerð starfshóps á vegum LL um góðar venjur í eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða, 8. desember 2010.

breyttar reglur séu teknar upp en bendir þó á að ekki er nóg að settar séu nýjar og betri reglur, heldur er ekki síður mikilvægt að starfsmenn lífeyrissjóðanna temji sér þær svo þær verði eðlilegur þáttur í vinnubrögðum við fjárfestingar innan hvers sjóðs.

5.1.4 Gjaldmiðlavarinnir

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna 2008 segir að lífeyrissjóðir landsins hafi verið stærstu seljendur erlendarar myntar framvirkt á árinu 2008, sérstaklega í Kaupþingi og Glitni. Lífeyrissjóðir hafi í auknum mæli gert framvirka gjaldeyrissamninga til að tryggja sér ákveðið verð í íslenskum krónum fram í tímann á erlendum eignum sínum sökum þess að útgjöld sjóðanna eru ávallt í íslenskum krónum. Þannig hafi þeir varið afkomu sína fyrir skammtímasveiflum á gjaldeyrismarkaði. Það vakti athygli Rannsóknarnefndarinnar að þessar varnir jukust þegar krónan veiktist. Staðan á samningunum fór úr um 900 milljónum evra um mitt sumar 2007 í 2,2 milljarða evra við fall bankanna. Þessi aukning gaf til kynna að þessum vörnum væri stýrt á virkan hátt en ekki þannig, að fast ákveðið hlutfall erlendu eignarinnar væri varið. Af þessu og ummælum stjórnenda sjóðanna þótti Rannsóknarnefndinni ljóst að lífeyrissjóðirnir hefðu vænst þess að íslenska krónan ætti eftir að styrkjast.²¹ Skiptar skoðanir eru á því hvort lífeyrissjóðir sem langtímafjárfestar eigi að verja erlendar eignir sínar fyrir gjaldeyrissveiflum.²² Hvað sem því líður taldi Rannsóknarnefnd Alþingis umhugsunarvert að lífeyrissjóðirnir sem nefndin kannaði höfðu aukið varnir sínar þegar krónan tók að veikjast og taldi hún að það benti til þess að sjóðirnir, sem ættu að hafa langtímafjárfestingarsjónarmið að leiðarljósi, hefðu verið að vonast eftir skjótfengnum gróða.

Lífeyrissjóðirnir hafa svo sem áður er lýst heimild til þess að verja ákveðnum hluta af fjármunum sínum í erlendar fjárfestingar, svo sem til kaupa á erlendum hlutabréfum eða skuldabréfum. Kjósi sjóðstjóri líf-

eyrissjóðs að nýta þessa heimild ber sjóðurinn áhættu vegna hugsanlegra gengisbreytinga íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Styrkist gengi krónunnar, lækka viðkomandi eignir í verði í krónum talið en hækka í verði veikist krónan. Þar sem tekjur og útgjöld lífeyrissjóða eru í íslenskri mynt, getur þótt æskilegt að minnka þessa áhættu án þess þó að draga úr möguleikum sjóðsins til að ná fram ákjósanlegri áhættudreifingu á erlendum fjármálamörkuðum. Sumir lífeyrissjóðir hafa því gert framvirka gjaldeyrissamninga þar sem skuldbindingin er, að ákveðið magn af gjaldeyri er selt fyrir íslenskar krónur á gjalddaga samningsins. Þannig er ákveðið verð á íslenskum krónum tryggt fram í tímann, án þess að nauðsynlegt sé að selja erlend verðbréf. Gengisbreytingar íslensku krónunnar eiga því ekki að hafa áhrif á afkomu sjóðsins að því er nemur fjárhæð samningsins. Sjóðirnir hafa til þessa heimild samkvæmt 10. tl. 1. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðslaganna. Þessi heimild er þó bundin því skilyrði að gerð þessara samninga sé til þess fallin að draga úr áhættu sjóðsins. Það er svo matsatriði að hve miklu leyti heppilegt er að verja erlendar eignir á þennan hátt. Þarf við það mat að taka mið af útgjöldum sjóðsins til sjóðfélaga sinna og langtímafjárfestingarstefnu sjóðsins.

Hvert sé svo besta varnarhlutfallið er háð samsetningu eignasafnsins, þ. á m. hlutdeild erlendra eigna, áhættuvilja viðkomandi fjárfestis og ávöxtunartækifærum. Gjaldmiðlastýring vegna hreyfinga erlendra gjaldmiðla hefur að öðru jöfnu það meginmarkmið að halda gjaldmiðlaáhættu innan hóflegra marka. Meginleiðir í stýringu gjaldmiðlavaranna eru þrjár, þ.e. hlutlaus stýring þar sem fastur hluti safns er ávallt varinn, hálfvirk stýring þar sem fastur hluti safns er varinn en það endurmetið reglulega, t.d. vegna tímabundinna aðstæðna á markaði, og virk gjaldmiðlastýring en þá er leitast við að koma í veg fyrir gengistap af völdum verðlækkunar gjaldmiðla og auka þannig ávöxtun og draga úr áhættu.²³ Virk stýring getur verið unnin með kerfisbundum hætti eða ekki. Fleiri aðferðir munu vera til um kerfisbundna stýringu, t.d. svonefnd þrepalíkön þar sem horft er á gengisvísitölu og skilgreind hlutföll varna

21 Sjá umfjöllun og ályktanir um gjaldmiðlavarinnir lífeyrissjóðanna í skýrslu RNA, 7. bindi, 21. kafla, bls. 215 og jafnframt 4. bindi, 12.-13. kafla, bls. 131 og 133-4.

22 Sjá um bakgrunn/rök fyrir notkun gjaldmiðlavaranna í erlendu eignasafni lífeyrissjóðs: Analytica, greinargerð Yngva Harðarsonar og Guðrúnar Ingu Ingólfssdóttur, bls. 1-5. Sjá enn fremur álit erlends sérfræðings, Con Keating, sem býður lífeyrissjóðslausnir hjá Brighton Rock Insurance, sem RNA aflaði, í 4. bindi skýrslu RNA, 12. kafla, bls. 133-4.

23 Sjá um meginleiðir sem færar eru til gjaldmiðlavaranna: Analytica ehf., greinargerð Yngva Harðarsonar og Guðrúnar Ingu Ingólfssdóttur fyrir LV, bls. 2.

miðað við hækkun/lækkun hennar og tæknigreining þar sem varnir eru auknar/minnkaðar eftir því sem tæknilíkon greina hvort svonefnd leitni sé að veikjast eða styrkjast.²⁴

Rannsóknarnefnd Alþingis benti á að lífeyrissjóðir væru langtímafjárfestar og þessir varnarsamningar, hvort sem þeir voru framvirkir gjaldeyrissamningar eða gjaldmiðlaskiptasamningar, væru yfirleitt til skamms tíma. Við slíkar aðstæður myndist meðal annars mótaðilaáhætta, sem gæti falið í sér að lífeyrissjóðirnir yrðu að innleysa samningana þegar þeir væru ekki að flytja erlendan gjaldeyri inn í landið. Þetta hefði í raun verið það sem gerðist í október 2008 en þá stóðu lífeyrissjóðirnir frammi fyrir því að þeir gætu neyðst til að gera upp gjaldmiðlaskiptasamninga á mjög óhagstæðu gengi án þess að tímaþætt væri að leysa inn stóran hluta erlendu eignanna.

Rannsóknarnefndin aflaði sér álits erlends sérfræðings á því hvort lífeyrissjóðir ættu almennt að verja erlendar eignir sínar.²⁵ Svar sérfræðingsins var það að ekki væri almennt hægt að mæla með skammtímaþættum á langtímaeignir. Þegar litið væri til þess að íslensku lífeyrissjóðirnir væru enn að auka við eignir sínar, bæði innlendar og erlendar, benti erlendi sérfræðingurinn á að mikilvægt væri að horfa til þess hvort erlendu fjárfestingarnar væru „ódyrar“ í krónum talið. Það er ef virði krónunnar eykst, þá yrði erlend fjárfesting ódyr í krónum og ætti þá að auka við hana, en öfugt ef virði krónunnar minnkar. Því ætti að auka erlendar fjárfestingar þegar krónan er sterk. Sú stefna næst fram t.d. með því að hafa fast hlutfall eigna í erlendum myntum. Benti hann á að skammtímasveiflur á verðmæti eignanna skiptu í raun ekki máli.

Rannsóknarnefnd Alþingis taldi umhugsunarvert að þeir lífeyrissjóðir sem hún rannsakaði höfðu allir aukið varnir sínar þegar krónan tók að veikjast sem nefndin taldi benda til þess að sjóðirnir, sem eigi að vera með langtímafjárfestingarmarkmið, hafi verið að vonast eftir skjótfengnum ágóða á gjaldeyrismarkaði. Standist þessi skoðun rannsóknarnefndarinnar verður tæpast komist hjá því að álíta að þessir lífeyrissjóðir hafi farið gegn ákvæði 10. t.l. 1. mgr. 36.

24 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Gunnar Baldvinsson, framkvæmdastjóra Almenna lífeyrissjóðsins, dags. 20.6.2011.

25 Sbr. álit Con Keating í 4. bindi skýrslu RNA, 12. kaffa, bls. 133-4.

gr. lífeyrissjóðalaganna. Í stað þess að draga úr áhættu sjóðanna með þessum gjaldmiðlavörnum, hafi þeir, sérstaklega árið 2008, verið að taka verulega áhættu í von um skjótfenginn gróða, sem gat vissulega aukið réttindi sjóðfélaga ef vel tækist til en með hörmulegum afleiðingum þegar illa áraði.

Gjaldmiðlastýring (e. currency overlay) er vel þekkt aðferð við áhættustýringu og er því haldið fram af forstöðumönnum gjaldeyris- og afleiðumiðlunar föllnu bankanna að hún sé notuð af lífeyrissjóðum um allan heim.²⁶ Lífeyrissjóðirnir munu hafa hafið að kaupa gjaldmiðlavarir upp úr síðustu aldamótum en þá höfðu erlendar eignir þeirra aukist umtalsvert frá því sem áður var. Eftir að úttektarnefndin hafði farið yfir starfsemi allra lífeyrissjóðanna kom í ljós að mjög mismunandi leiðir voru farnar við gjaldmiðlastýringu þeirra, væri henni beitt á annað borð. Þá voru það ekki nema stærri sjóðirnir sem unnu sjálfir sína gjaldmiðlastýringu, ýmist alveg eða að hluta. Sjóðir keyptu þá gjaldmiðlasamninga af gjaldmiðla- og afleiðumiðlunum bankanna fyrir ákveðna fjárhæð eða gjaldmiðlastýringu fyrir ákveðið eignasafn af áhættustýringu bankans samkvæmt stýringarsamningi.²⁷ Deildir bankanna sem sáu um heildareignastýringu fyrir lífeyrissjóði eða á ákveðnu safni og sjálfstæð verðbréfafyrirtæki höguðu gjaldmiðlavörnum með líkum hætti. Það vakti athygli nefndarinnar að þessar deildir innan bankanna hættu að láta áhættustýringu viðkomandi banka sjá um gjaldmiðlavarirnar og fóru að vinna þær sjálfar. Eignastýringardeild safna í Landsbankanum lokaði öllum stýringarsamningum sínum fyrir fall bankanna og sambærileg deild hjá Kaupþingi dró úr gjaldmiðlavörnum allt árið 2008. Hins vegar juku þeir lífeyrissjóðir sem sjálfir unnu sína gjaldmiðlastýringu við varnarhlutfallið árið 2008, jafnvel svo að það var orðið allt að 90% af erlendu eignasafni sjóðsins. Áhættustýringardeild Landsbankans mun hins vegar hafa haldið varnarhlutfallinu við eignastýringu

26 Sbr. viðtal úttektarnefndarinnar við Arnar Jónsson, fyrrv. forstöðumann gjaldeyris- og afleiðumiðlunar hjá Landsbankanum, dags. 18.1.2011, og viðtal við Hannes Frímánn Hrólfsson, fyrrv. forstöðumann gjaldeyris- og afleiðumiðlunar hjá Kaupþingi, dags. 22.12.2010.

27 Sjá Almenna skilmála fyrir framvirk gjaldmiðlaviðskipti, útgæfnir af Sambandi íslenskra viðskiptabanka og Sambandi íslenskra sparissjóða, 1. útgáfa, febrúar 1998.

sína og Kaupþing dregið úr vörnum.²⁸ Hannes Frímann Hrólfsson, fyrrum miðlari hjá Kaupþingi, sagði nefndinni að lífeyrissjóðunum hefði átt að vera ljóst að Kaupþing var frá 2007 kaupandi að gjaldeyri því það hefði mátt sjá af milliuppgjörum bankans og umræða hefði verið um stefnu bankans.²⁹

Viðskipti með gjaldmiðlavarnarsamninga flokkast undir svonefnd „gíruð“ viðskipti (e. leverage) en þá er að mestu lánað fyrir fjárfestingunni og innborgun/framlag kaupandans er lítið í samanburði við virði samningsins. Tryggingarþörf lánveitandans getur verið mismikil en algengt er að hún sé á bilinu 4-10%. Dæmi: Aðili sem á 100 milljón krónur gat gert samning að andvirði eins milljarðs miðað við 10% tryggingarþörf.³⁰ Ef krónan hafði styrkst og hagnaður varð af samningnum, greiddi bankinn inn á reikning lífeyrissjóðsins á gjalddaga samningsins og öfugt ef krónan veiktist, þá var reikningurinn skuldfærður um tiltekna fjárhæð. Undirliggjandi eignir, sem samningar kváðu á um, voru yfirleitt ekki afhentar. Skuldbinding sjóðanna í slíkum samningum var að eiga ávallt fyrir hagnaði og tapi af samningunum.³¹ Bankarnir fengu þóknunir fyrir sölu á gjaldmiðlavarnarsamningum. Í stundarviðskiptum byggðist þóknunin á mismuninum á kaup- og sölugengi samningsins, en í framvirkum samningi var þóknunin fundin út með öðrum hætti. Hagsmunir bankanna voru fólgnir í því að selja sem mest af þessum samningum. Fjárfesting þeirra sá síðan um að verja bankana tapi.³² Þessi þóknun var ekki færð sér í reikningum lífeyrissjóðanna þótt hún hafi numið umtalsverðum fjárhæðum. Laun þeirra sem seldu þessar gjaldmiðlavarðir voru árangurstengd.

Varnarhlutfall á erlendar eignir lífeyrissjóðanna var mismunandi. Í sumum tilfellum mjög hátt eða allt að 90%. Af hálfu bankanna hefur því verið haldið fram, að varnarhlutfall hafi oftast verið mun lægra í samningum sem þeir gerðu við lífeyrissjóðina samkvæmt stýringarsamningum eða á bilinu 30-60%. Því er haldið fram af hálfu Landsbankans t.d., að

varnarhlutfallið 2008 hafi verið í kringum 30% og hafi ekki farið hækkandi þótt gengi krónunnar hafi farið lækandi. Að mati bankans hafi verið áhættusamt að auka við varnirnar á þessum tíma.³³ Auk þess voru þessir samningar sífellt gerðir til skemmri og skemmri tíma sem hefði átt að vara sjóðina við.

Af því sem sagt er hér að framan má ljóst vera að sumir lífeyrissjóðanna gerðu ráð fyrir því að gengi krónunnar mundi þegar leið á árið 2008 styrkjast. Þeir virðast ekki hafa gert sér grein fyrir hversu bankarnir stóðu tæpt. Vitna þeir í því sambandi til spár og viðhorfa innlendra greiningaraðila á horfum á gengi íslensku krónunnar á árinu 2008. Greininga sem bæði voru unnar af innlendum bönkum, Seðlabankanum og óháðum greiningaraðilum. Erfitt var jafnframt að komast frá þessum gjaldmiðlavarnarsamningum nema með miklu tapi svo þeir héldu í vonina. Eftir á að hyggja er þó ljóst að á þessum tíma var mjög áhættusamt að auka við gjaldmiðlavarnirnar og hefðu þeir átt að leita ráðgjafar um þetta atriði og bankarnir í ljósi rammamunings þeirra um gjaldmiðlastýringu, sem í gildi voru á milli sjóðanna og þeirra, hefðu einnig átt að vara þá við. Það verður jafnframt að benda á það sem fram kemur í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis að gjaldmiðlavarðir langtímafjárfesta orka tvímælis. Þá eru lagafyrirmæli á þann veg að ekki er ætlast til að þessir samningar séu gerðir til þess að hafa af þeim ábata, heldur til að jafna út gengisáhrifin að hluta og markmiðið að eftir stæðu nettóáhrif af hinni raunverulegu fjárfestingu.³⁴ Þá vekur það athygli að í samninga lífeyrissjóðanna við bankana um stýringu gjaldmiðlavarna vantar ákvæði um útreikning uppgjörs. Slík ákvæði munu venjuleg erlendis. Í þeim samningum eru einnig ákvæði um hvernig fara skuli með verði forsendubrestur af hálfu samningsaðila. Verði gjaldmiðlavarnasamningar teknir upp að nýju, verða lífeyrissjóðirnir að huga að því að koma slíkum ákvæðum inn í samningsformið.

Þegar litið er til þessara gjaldmiðlavarnarsamninga í heild verður ekki fram hjá því litið að út frá sjónarmiði sjóðfélaga og hagsmuna þeirra var það verulega áhættusamt af stjórnnum lífeyrissjóða, a.m.k þegar

28 Sbr. viðtal úttektaarnefndar við Arnar Jónsson, fyrrv. forstöðumann gjald-
eyris- og afleiðumiðlunar hjá Landsbankanum, dags. 18.1.2011, og Jón
Kristjánsson, framkvæmdastjóra LSS, dags. 3. og 13.10.2011.

29 Sbr. viðtal úttektaarnefndar við Hannes Frímann Hrólfsson, dags.
22.12.2010.

30 Sbr. viðtal við Hannes Frímann Hrólfsson, dags. 22.12.2010.

31 Sbr. viðtal við Arnar Jónsson, dags. 18.1.2011.

32 Sbr. viðtal við Hannes Frímann Hrólfsson.

33 Sbr. viðtal við Arnar Jónsson, dags. 18.1.2011.

34 Guðrún Johnsen, lektor við viðskiptafræðideild HR, lýsti þeirri skoðun
sínni í samtali við úttektaarnefndina (dags. 3.3.2011) að ásetningur lífeyrissjóð-
anna virtist einmitt hafa verið sá með kaupum á gjaldmiðlavarnarsamningum,
að auka fé sjóðanna.

komid var fram yfir mitt ár 2007, að haga gjaldmiðlavörnum með þeim hætti sem margir þeirra gerðu, þar á meðal stærstu sjóðirnir. Þegar leið á árið 2008 og ýmis teikn voru á lofti um að bankarnir stæðu ver en áður og lánalínur þeirra erlendis lokuðust hver af annarri, var það mjög knýjandi að úr þessum samningum yrði dregið svo sem eignastýringardeildir safna fagfjárfesta Landsbankans og Kaupþings gerðu með þau eignasöfn sem þessar deildir höfðu í eignastýringu. Hrapalleg mistök verða það alla vega að teljast að auka í gjaldmiðlavarnirnar þegar leið á árið. Þess má geta að náðst hefur rammasamkomulag milli lífeyrissjóðanna og skilanevndar Landsbanka Íslands um fullnaðaruppgjör gjaldmiðlavarnarsamninga við bankann. Segja lífeyrissjóðirnir að niðurstaða samkomulagsins sé að mestu í samræmi við stöðu samninganna í ársreikningum lífeyrissjóðanna og muni því ekki hafa frekari áhrif á tryggingafræðilega stöðu þeirra. Unnið er að því að ná samkomulagi við skilanevndir Glitnis og Kaupþings um uppgjör vegna gjaldmiðlavarnarsamninga.³⁵

5.1.5 Skilmálar skuldabréfa

Stefán Ákason, fyrrverandi forstöðumaður skuldabréfamíðlunar Kaupþings, sagði í viðtali við nefndina að helsta brotalöm í útgáfu fyrirtækjaskuldabréfa á Íslandi fyrir fall bankanna hefði verið að tryggingarbréfanna hefðu ekki verið nægar.³⁶ Til að mynda hefðu engin ákvæði verið í skilmálum skuldabréfa um að breyttust rekstrarforsendur fyrirtækja eða eiginfjárlutfall verulega, féllu bréfin í gjalddaga. Enginn áhugi hefði verið á því að setja slíka skilmála í skuldabréfin, hvorki af hálfu kaupenda né seljenda. Hafi þetta borið á góma, hafi jafnan komið í ljós að ekki var áhugi á því að verðleggja slíka skilmála skuldabréfa. Stefán minntist þess þó að slíkir skilmálar hefðu ratað inn í útgáfu Exista-bréfa. Þar hafi verið settir skilmálar um gjaldfellingu, yrðu breytingar á eignarhaldi og eiginfjárlutfalli. Á það verður að fallast að vegna eiginleika fjárfestinga lífeyrissjóðanna og þeirrar gætni, sem fyrirvarsmenn þeirra verða að sýna varðandi vörslu og ávöxtun á fé sjóðsfélaga, hafi það verið ámælisvert af þeim sem fagfjárfestum að

gæta þess ekki að sett væru í skuldabréf skilmálar um gjaldfellingu yrðu breytingar á eignarhaldi, eiginfjárlutfalli og rekstrarforsendum. Jafnvel þótt það hefði getað þýtt eitthvað rýrari afrakstur bréfanna. Eftir á að hyggja er eðlilega erfitt að gera sér grein fyrir því hvort þetta hafi komið að sök, en það var allavega til þess fallið. Hefði þetta verið gegnumfært á markaðnum má vera að koma hefði mátt í veg fyrir flutning á eignarhaldi milli hlutafélaga sem tíðkaður var og einnig að tekjustreymi væri flutt frá útgefanda skuldabréfs til félags í sömu samstæðu eða félags, sem taldist tengdur aðili. Framangreind atriði voru einkennandi í aðdraganda falls bankanna og áttu ljóslega sinn þátt í þeim skakkaföllum sem fjármálamarkaðurinn íslenski varð fyrir. Hefðu lífeyrissjóðirnir í heild beitt sameinuðum styrkleika sínum til þess að fá slíka skilmála inn í skuldabréf fyrirtækja, hefðu þeir getað styrkt verðbréfamarkaðinn verulega án þess að verðmæti skuldabréfanna rýrnaði. Þetta viðhorf kom mjög skýrt fram í viðtölum nefndarinnar við forstjóra og starfsmenn Kauphallar Íslands hf., bankamenn o.fl.³⁷

Í skýrslu nefndar, sem Landssamtök lífeyrissjóða skipuðu í maí 2009, dags. 26. mars 2010 og fjallar um lærdóm af hrininu, er kafli um skuldabréf. Segir þar að skilmálar óveðtryggðra fyrirtækjaskuldabréfa hafi almennt verið of veikir og hafi því gefið skuldurum tækifæri til ráðstafana sem veiktu stöðu kröfuhafa. Staða fyrirtækjanna, sem sýnst hafi sterk á árunum 2003-2007, hafi skapað það álit að ekki væri þörf á ströngum skilmálum. Þá hafi verið meiri eftirspurn eftir skuldabréfum en framboð, tap hafi reynst lítið og lítið hafi reynt á skilmála bréfanna. Þessi rök standast illa frá sjónarmiði lögfræðinnar því alltaf verður að gera ráð fyrir að illa geti farið og forsendur breytist. Þau eru hins vegar merki þess hversu fjármálamarkaðurinn á Íslandi var markaðsviðmiðaður.

Nefndin kom síðan með þær augljósu tillögur til úrbóta að krefjast sameiginlega aukinna og hertra skilmála til að verja rétt sinn sem kaupendur strax við útgáfu bréfanna. Það er hins vegar svo að það getur verið snúið mál að semja þá skilmála sem við eiga. Aðstæður við útgáfu bréfanna geta verið ólíkar. Þetta

35 „Samkomulag hefur náðst við skilanevnd Landsbankans um gjaldmiðlavarnarsamninga lífeyrissjóðanna.“ Landssamtök lífeyrissjóða: www.ll.is, 21. júlí 2011.

36 Sbr. viðtal við Stefán Ákason, dags. 23.12.2010.

37 Sbr. m.a. viðtal við Þórd Friðjónsson, þáverandi forstjóra Kauphallarinnar, dags. 22.11.2010, og viðtöl við Baldur Thorlacius og Írisi Björnsdóttur, starfsmenn Kauphallarinnar, dags. 30.11.2010.

er líklega orsökinn fyrir því að skilmálar bréfa sem bankarnir bjóða upp á geta verið svo óljósir að lítið hald er í þeim. Þar er reynt að staðla skilmála á þann veg að þeir nái yfir allar tegundir skuldabréfa og allar aðstæður. Því þarf að huga vel að efni skilmála áður en skuldabréf eru keypt og sé um miklar fjárhæðir að ræða, að hrapa ekki að ákvörðunum í trausti til þess að „þetta sé eitthvað sem allir kaupa og samþykka“. Stjórn Landssamtaka lífeyrissjóða ætti því að setja á laggirnar nefnd lögfræðinga til þess að semja fyrir sig nokkrar grunngerðir skilmála og gátlista um hvað standa þarf í þeim skilmálum skuldabréfa sem lífeyrissjóðir hyggjast kaupa.

Í viðtölum úttektaarnefndarinnar við framkvæmdastjóra og sjóðstjóra lífeyrissjóðanna kom fram að upp úr aldamótunum síðustu fór það að tíðkast að tilhlutan fjármálafyrirtækja að skuldabréf á markaði væru í verulegum mæli svokölluð eingreiðslubréf (kúlubréf svokölluð).³⁸ Bréfin höfðu aðeins einn gjalddaga höfuðstóls. Vextir voru yfirleitt með gjaldaga einu sinni á ári. Á gjalddaga höfuðstóls gat það þá alveg eins gerst að skuldarnir byði út nýjan skuldabréfaflokk. Andvirði nýju skuldabréfanna var síðan notað til að greiða upp eldri skuldabréf sem komin voru á gjalddaga. Með þessu móti gat skuldarnir staðið í skilum án þess að leggja fram neitt eigið fé. Þetta átti sér erlendar fyrirmyndir. Bréf með jöfnum afborgunum voru á leið út af markaðnum. Fjárfestu lífeyrissjóðir í þessum bréfum, mátti segja að útgefandi skuldabréfsins stæði alltaf í skilum svo lengi sem vextir væru greiddir á gjalddögum. Markaðurinn hafði lítið eftirlit með því hvernig hvert og eitt fyrirtæki stóð við skuldbindingar sínar almennt eða var í stakk búið til þess. Fram að falli bankanna höfðu engin skuldabréf tapast að nafninu til, eins og nokkrir endurskoðendur hafa látið í veðri vaka við úttektaarnefndina. Þeir hafi því ekki verið nægilega á verði um eignasafn sjóðanna. Við fall bankanna töpuðust mörg eingreiðslubréf í heild sinni enda þótt vextir hefðu ef til vill verið greiddir af þeim, þar sem engar afborganir höfðu verið greiddar.³⁹

Þegar lítið er til framanritaðs og þessi tvö atriði vegin saman má sjá að þeir sem náðu undirtökum

í hlutafélagi, náðu ekki aðeins tangarhaldi á sjóðum félagsins, heldur gátu þeir einnig gefið út skuldabréf í nafni félagsins væri það í góðu álit. Síðan mátti færa sjóðina og lánsféð í annað félag (eignarhaldsfélag) og skilja skelina eina eftir handa kröfuhöfunum til að bítast um. Vissulega má með ærinni fyrirhöfn koma fram ábyrgð á þá sem þannig haga sér en lélegir skilmálar skuldabréfa og erfiðleikar í eftirliti með afdrifum fyrirtækja og skuldabréfa gera alla eftirfylgni erfiða og innheimtu fjármunanna verulegum erfiðleikum bundna. Úttektarnefndinni skilst að þetta sé meðal þeirra verkefna sem Fjármálaeftirlitið og sérstakur ríkissaksóknari séu eða hafi verið með til athugunar.

Ein tegund skuldabréfa sem lífeyrissjóðirnir kaupa virðist þó vera með þannig skilmála að sáralitlar afskriftir eru á þeim bréfum. Hér er átt við skuldabréf sjóðfélaga en þau bréf hafa samkvæmt ársreikningum lífeyrissjóðanna skilað jafnri og góðri ávöxtun í gegnum árin. Í ársskýrslum margra lífeyrissjóða er jafnvel sérkafla um þær kröfur og skilmála sem lífeyrissjóðurinn gerir til sjóðfélaga þannig að þeir eigi þess kost að fá lán frá sjóðnum. Skilmálarnir sem lífeyrissjóðirnir setja snúa að lánstíma, vöxtum, veðum, afborganaferli, vanskilum o.fl. Þá eru í fjölmörgum lífeyrissjóðum lánanefndir sem meta lánsúmsóknir og önnur framlögð gögn sjóðfélaga Megintilgangur lánanefndanna er að ganga úr skugga um að öllum nauðsynlegum formsatriðum og skilmálum sé fullnægt þannig að viðkomandi eigi þess kost að fá lán hjá sjóðnum.

5.1.6 Þóknatekjur fjármálafyrirtækja

Í skýrslu RNA, 8. bindi, kafla 3.2., Lífeyrissjóðirnir, bls. 73, kemur m.a. fram að í ársreikningum lífeyrissjóðanna sé ekki hægt að sjá þóknatekjur til bankanna eða erlendra fyrirtækja sem sjá um fjárfestingar fyrir sjóðina erlendis. Þóknarnir komi aðeins fram í heildartölum. Einu sjóðirnir sem héldu þessum tekjum aðgreindum voru Lífeyrissjóður ríkisstarfsmanna og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga (LSR+LH) en þeir breyttu því 2008. Að mati forsvarsmanna þessara sjóða og endurskoðenda þeirra, Ríkisendurskoðunar og eftirlitsaðilans, sem er Fjármálaeftirlitið, var rétt að halda þessu aðgreindu en enginn annar sjóður gerði það. Framkvæmdastjóri

38 Sbr. m.a. viðtöl úttektaarnefndar við Halldóru Skúladóttur, fyrrv. sjóðstjóra í eignastýringu Glitnis/Íslandsbanka, dags. 5.9.2011, og Kristján Örn Sigurðsson, framkvæmdastjóra Sameinaða lífeyrissjóðsins, dags. 15.9.2011.

39 Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis, 2. bindi (kafla 8.5.4).

LSR lýsir samskiptum sínum við Fjármálaeftirlitið þannig:

„Af hverju gefið þið (Fjármálaeftirlitið) þá ekki út línu til allra sjóða og fylgið þessu eftir? Þeir sögðu að það væri ekki þeirra hlutverk að svara því til okkar. Þeir gætu sagt okkur hvernig þeir teldu að við ættum að færa reikninginn. En við gáfumst bara upp, að vera eini sjóðurinn sem væri að færa þetta því það var alltaf verið að bera saman sjóði, m.a. verið að bera saman rekstrarkostnað þeirra. Og þegar við vorum búnir að færa rekstrarkostnað sem var orðinn hærri en allur okkar rekstrarkostnaður á skrifstofunni og lentum ítrekað í þeim samanburði þá gáfumst við bara upp á (að) hafa þetta svona og tókum þetta út.“¹⁾

1) Skýrsla Hauks Hafsteinssonar fyrir RNA 22. september 2009.

Í endurskoðunarskýrslu Ríkisendurskoðunar fyrir LSR og LH, dags. apríl 2009, kemur fram að LSR og LH hafi ákveðið að hætta að sýna þóknanir sérstaklega í ársreikningi frá og með árinu 2008 (og hafi samanburðarárinu verið breytt samsvarandi). Í áður nefndri skýrslu Ríkisendurskoðunar segir síðan: „Fjárhæðirnar koma hins vegar fram í skýringum í reikningi. Eins og bent hefur verið á í fyrri endurskoðunarskýrslum eiga þóknanir til fjárvörsluáðila að koma sérstaklega fram í ársreikningum lífeyrissjóða. Skv. 10. gr. reglnanna (reglur um ársreikninga lífeyrissjóða nr. 55/2000, ásamt síðari breytingum) ber að sýna meðal fjárfestingargjalda „þóknanir verðbréfafyrirtækja vegna umsjáslu og stjórnunar á fjárfestingum“ viðkomandi lífeyrissjóðs.

Hér á landi hafa aðrir lífeyrissjóðir almennt ekki birt þennan kostnað sérstaklega og hafa m.a. borið því við að örðugt sé að reikna út þennan kostnað með nægjanlegri vissu og bent á að um trúnaðarmál sé að ræða milli viðkomandi lífeyrissjóðs og fjárvörsluáðila eða fjármálafyrirtækis. Nægjanlegt sé að draga þennan kostnað frá við útreikning ávöxtunar.

Gjaldferðar þóknanir samanstanda af umsjáslu- og viðskiptakostnaði vegna erlendra sérgreindra hlutabréfasafna og viðskiptakostnaði vegna innlendra hlutabréfakaupa. Það sem vantar er umsjáslu- og viðskiptakostnaður vegna hlutdeildarskirteina í verðbréfasjóðum og eignar í hlutabréfasjóðum þar sem fjárfestingaraðilar hafa ekki viljað gefa upplýsingar um þennan kostnað.

Þann kostnað er hins vegar mögulegt að áætla út frá meðalstöðu ársins og kostnaðarhlutfalli.⁴⁰

Úttektarnefndin tekur heilshugar undir þetta sjónarmið Ríkisendurskoðunar og telur að Fjármálaeftirlitið sem á að hafa eftirlit með lífeyrissjóðunum eigi að hlutast til um að sjóðirnir sýni undan- tekningarlaust allan þóknanakostað sem sérstakan gjaldalið í stað þess að hafa stóran hluta þóknana falinn í mismuni á kaup og söluverði verðbréfa. Þá ætti Fjármálaeftirlitið að sjá um að íslensku fjármálafyrirtækin gefi upp þennan kostnað. Hann á ekki að þurfa að vera háður trúnaði.

Til stuðnings þessari skoðun sinni bendir nefndin á reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða nr. 55/2000 með síðari breytingum, nr. 765/2002 og nr. 1067/2004. Þessar reglur ná til allra lífeyrissjóða. Bjarni Frímann Karlsson, lektor við viðskiptadeild HÍ, ritaði fyrir nefndina álitserð, sem fylgir skýrslu þessari. Í álitserð hans er frekari stöðum skotið undir þetta sjónarmið.⁴¹

Þá er úttektarnefndin þeirrar skoðunar að sjóðfélagar eigi heimtingu á því að vita hvaða heildarkostnaður leiðir af fjárfestingum sjóðsins. Loks skapar það nauðsynlegt aðhald að fjármálastofnunum að lífeyrissjóðirnir birti allan kostnað sem leiðir af störfum þeirra fyrir þá.

5.1.7. Tengdir aðilar

Að framan, í kafla 4.2., er fjallað um fjárfestingar lífeyrissjóða í verðbréfum samkvæmt 2.-9. tölul. 1. mgr. 36 gr. lífeyrissjóðalaganna, sem útgefin eru af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðu. Í 4.2.6 að framan er skilgreint hvað átt sé við með samstæðu og tengdum aðilum. Þessi fjárfesting samkvæmt þessum tölulíðum samanlögðum má ekki nema meiru en 10% af hreinni eign sjóðsins. Takmörkun þessi kemur fram í 5. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna, eins og henni var breytt með lögum nr. 171/2008. Áður hafði ákvæðið verið miðað við sama aðila og aðila sem tilheyrðu sömu samstæðu, þ.e. að hlutafélag færi eitt eða með dótturfélögum með meirihluta atkvæða í öðru hlutafélagi eða hefði

40 Ríkisendurskoðun: Lífeyrissjóður ríkisstarfsmanna og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga. Endurskoðunarskýrsla fyrir árið 2008. Útg. apríl 2009, bls. 15.
41 Bjarni Frímann Karlsson. Ársreikningar lífeyrissjóða: Nokkrar athugasemdir um gerð þeirra, innihald og endurskoðun. Maí 2010, bls. 11-12.

annars yfirráð yfir öðru félagi. Þannig stóðu málin við fall bankanna. Eftir það var lögnum breytt og heimildin takmörkuð frekar með því að miða það einnig við tengda aðila samkvæmt 18. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Með tengslum er þá átt við minnst 20% eignarhald eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis. Lífeyrissjóðir falla ekki undir ákvæði laga um fjármálafyrirtæki og því áttu ákvæði um tengda aðila ekki beint við um þá fyrir fall bankanna en stjórnendur þeirra sem fagfjárfestar hefðu átt að vera kunnugir ákvæðum sem giltu um fjármálafyrirtæki og hefðu mátt taka nokkurt mið af þeim við fjárfestingar sínar og varðveislu eignasafna sjóðanna.

Af viðtölum við starfsmenn sjóðanna, endurskoðendur og jafnvel starfsmenn Fjármálaeftirlitsins, sem sáu um málefni lífeyrissjóðanna, er nokkuð greinilegt að þeim var ekki nægjanlega ljós hættan sem gat stafað af of miklum fjárfestingum í samstæðum, hvað þá tengdum fyrirtækjum. Lífeyrissjóðirnir uggðu ef til vill ekki að sér því fyrir hrun var greitt af skuldabréfum þessara fyrirtækja og tap lífeyrissjóðanna var lítið. Mörgum var að vísu ljóst að fyrirtæki voru tengd, enda hægt að fylgjast með skráningum, en gerðu sér ekki grein fyrir í hversu ríkum mæli þetta var. Þótt sífelldar breytingar á eignarhaldi fyrirtækja, sérstaklega þegar nær dró falli bankanna, væru til þess fallnar að villa um fyrir fjárfestum mátti töluvert fyrir fall þeirra sjá þess glögg merki að ákveðnir aðilar voru að safna að sér eignarhaldi mjög margra félaga. Auk þess var eignarhald flutt á milli móður- og dótturfélaga og jafnvel í félög í öðrum löndum. Allur gangur var þá á hvað var skilið eftir af eignum hjá upphaflega skuldaranum. Skilmálar í bréfum í eigu lífeyrissjóðanna sáu ekki við þessum eignatilfærslum, sbr. kafla 5.1.5 hér að framan. Fyrir lífeyrissjóðina og aðra gat verið erfiðleikum bundið, þótt eftir væri tekið, að bregðast við þessu með sölu eigna, a.m.k. eftir að komið var fram á síðari hluta ársins 2007 þar sem það varð ekki gert nema með tapi. Aukin sala í hlutafélögum gat verið til þess fallin að lækka verð hlutabréfa enn frekar og markaður fyrir skuldabréf fyrirtækja mun hafa verið takmarkaður. Nokkrir sjóðir seldu þó eða reyndu að selja hlutabréf, bæði í fjármálafyrirtækjum sem öðrum fyrirtækjum, en virðast þá jafnvel hafa

lent í því að fjárfesta andvirðið í félögum sem jafnt stóð á um.⁴²

Eftir á að hyggja hefði líklegast verið varlegast að fjárfesta í ríkisskuldabréfum, innlánnum hjá fjármálafyrirtækjum, sjóðfélagabréfum, erlendum hlutabréfum og hlutabréfum framleiðslufyrirtækja sem höfðu tekjur sínar aðallega af framleiðslunni. Spurningin er hins vegar hvort og þá hvernig mátti gera sér grein fyrir þessu fyrir fall bankanna. Líklega hafa minni og meðalstórir sjóðir sem dreifðu fjárfestingu sinni hvað mest sloppið best. Hugsanlega hefði mátt draga úr tapsáhættunni hefðu sjóðirnir verið færri og með eigin fjárfestingarfyrirtæki, sem fylgdust ítarlega með öllum breytingum á verðmæti verðbréfa á markaði með athugun á stöðu og horfum fyrirtækja og gátu brugðist fljótt við, sæist, að eignatilfærslur væru óeðlilegar og til þess fallnar að rýra eignasöfn sjóðanna. Hins vegar virðist nú fram komið að fjármálafyrirtækin héldu stöðu sinni og tengdra fyrirtækja fyrir sig og leyndu með tilvísun til bankaleyndar raunverulegum horfum sínum og tengdra aðila og þeirri miklu fyrirgreiðslu sem eigendur bankanna höfðu fengið hjá þeim.⁴³ Þótt málefnalegar ástæður geti verið fyrir því að bankar haldi leyndum málefnum einstakra viðskiptavina sinna verður að fara með bankaleynd í því hófi að framkvæmd hennar skaði ekki allt viðskiptaumhverfi fjármálafyrirtækjanna. Hvað þá að sýna villandi upplýsingar og halda slíkum greiningum að markaðinum, svo sem nú virðist sem bankarnir hafi gert í aðdragandanum að falli bankanna. Skömmu eftir fall bankanna fór fram mat á virði eigna þeirra. Niðurstaða endurmatsins sýndi að virði eignanna eftir niðurfærslu var tæplega 40% af bókfærðu virði þeirra við hrunið. Munurinn svarar til rúmlega 7.000 milljarða króna.⁴⁴ Það er því nokkuð skiljanlegt að erfitt var fyrir lífeyrissjóðina að fóta sig á markaðinum í aðdraganda falls bankanna.

42 Kom þetta m.a. fram í viðtölum úttektaarnefndarinnar við Óskar Örn Ágústsson hjá Virðingu, dags. 16.3.2011, sem m.a. sér um stýringu á innlendu hlutabréfasafni lífeyrissjóðsins Stafa, og Baldur Þór Vilhjálmsson, forstöðumann eignastýringar LSR og LH, dags. 12.4.2011.

43 Sjá meginniðurstöður skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, hefti I, bls. 32-33.

44 Sjá meginniðurstöður Rannsóknarnefndar Alþingis, hefti I, bls. 44.

5.1.8 Eigið fé og mat lífeyrissjóðanna á fjárfestingarkostum

Inngangur

Fjármögnun fyrirtækja skiptist í grundvallaratriðum í tvennt, í lánsfé og eigið fé. Eigið fé er virði eigna umfram virði skulda og skuldbindinga og lýsir hversu mikið eignir félagsins mega rýrna áður en þær verða minna virði en skuldirnar. Eigið fé er lykilstærð sem fjárfestar horfa til þegar þeir ákveða hvort lána eigi fyrirtækjum fé. Stjórnendur lífeyrissjóða hafa í viðtölum við úttektarnefndina sagt að kaup þeirra á skuldabréfum fyrirtækja hafi fyrir fall bankanna ráðist af skoðun á eigin fé þeirra og kaup á hlutabréfum aðallega af markaðsvísitölu bréfa, en eigið fé fyrirtækisins hafði eðlilega áhrif á vísitöluna. Það var ekki fyrr en eftir fall fjármálafyrirtækjanna að innri endurskoðendur lífeyrissjóðanna lögðu áherslu á að lífeyrissjóðir gerðu sér formlegt áhættumat þar sem skráðir væru helstu áhættuþættir og að eftirlit með þeim yrði gert markvissara og eftirlitsferlar skjalfestir, svo sem segir í 5.1.3 að framan.

Eigið fé íslenska fjármálakerfisins

Í 9. kafla skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (3. h., bls. 7 og áfr.) er fjallað um eigið fé íslenska fjármálakerfisins fyrir fall bankanna. Umfjöllunin miðar aðallega að því að greina gæði þess eiginfjár sem til staðar var í íslensku bönkunum og varpa ljósi á veikleika þess. Er þarna rakið hlutverk eiginfjár og tilgangur reglna um það og komist að þeirri niðurstöðu að samsetning eiginfjár og eiginfjárlutfall leiki stórt hlutverk þegar metinn er trúverðugleiki fjármálafyrirtækja gagnvart fjárfestum. Vísa má til þessarar umfjöllunar varðandi gildandi reglur og bakgrunn þeirra.

Í kaflanum er fjallað um svonefnt eiginfjárlutfall og sagt að til þess að skilja það þurfi að átta sig á tveimur grundvallarhugtökum, annars vegar eiginfjárgrunni og hins vegar áhættugrunni. Eiginfjárlutfallið er þannig hlutfall eiginfjárgrunns af áhættugrunni. Samkvæmt 1. mgr. 84. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki á eiginfjárgrunnur fjármálafyrirtækis, eins og hann er skilgreindur í 4. mgr. sömu greinar, að nema á hverjum tíma að lágmarki 8% af

áhættugrunni. Síðan er samsetning eiginfjárgrunnsins samkvæmt síðari mgr. rakin.

Frá eiginfjárgrunni fjármálafyrirtækis á að draga eigin hlutabréf (stofnfjárbréf í tilviki sparissjóða), viðskiptavild og aðrar óefnislegar eignir, tap og samþykktar arðsúthlutun. Í ályktunum Rannsóknarnefndarinnar í kafla 11.2.12 (3. h., bls. 151-153), þar sem fjallað er um reikningsskil bankanna og ytri endurskoðun þeirra, er því lýst að veigamikil rök leiði til þess að draga hafi átt lán, sem einvörðungu voru tryggð með veði í eigin hlutabréfum, frá eigin fé fjármálafyrirtækis samkvæmt reglu 5. mgr. 84. gr. laga nr. 161/2002. Auk þess sem hér hefur verið rakið á að draga frá eiginfjárþætti eignarhluta í öðrum fjármálafyrirtækjum og atvinnurekstri í samræmi við 5. mgr. 84. gr. laga 161/2002.

Eignir fjármálafyrirtækja eru ýmiss konar. Þar getur verið um að ræða innlánskröfur á önnur fjármálafyrirtæki, eignarhluta í fyrirtækjum, fjármálagerninga af ýmsum stærðum og gerðum, erlendan gjaldeyri, hrávöru, fasteignir o.fl. Öllum þessum eignum fylgir einhver áhætta sem reglunum um áhættugrunn er ætlað að mæla. Því áhættumeiri sem eignin er, þeim mun meira eigið fé bindur hún hjá viðkomandi fjármálafyrirtæki og má hlutfall eiginfjár aldrei fara undir 8% af áhættugrunni. Áhættugrunnurinn er samtala af ýmsum áhættuþáttum í rekstri fyrirtækja, þar með talið útlánaáhættu, hlutabréfaáhættu, vaxtaáhættu, gjaldmiðlaáhættu, rekstraráhættu o.fl., sem allt er mælt samkvæmt ákveðinni aðferðafræði, sbr. IX. kafla reglna Fjármálaeftirlitsins nr. 215/2007. Að því er fjármálafyrirtæki varðar eru útlánin stærsti einstaki áhættuþátturinn. Því er mikilvægt að við gerð ársreiknings þeirra fari fram vandað mat útlána í samræmi við gildandi lög og góðar reikningsskilavenjur. Við fall bankanna varð óhjákvæmilega mikið verðfall á eignum þeirra. Það var hins vegar niðurstaða Rannsóknarnefndar Alþingis að gæði útlánasafnsins hafi verið tekin að rýrna a.m.k 12 mánuðum fyrr, þótt það hafi ekki sést á reikningsskilum bankanna.⁴⁵ Athugun Rannsóknarnefndarinnar sýndi að nánast engar sértækar niðurfærslur höfðu verið gerðar, jafnvel ekki gagnvart stærstu skuldurum fyrirtækjanna, þ.m.t. helstu eigendum fjármálafyrirtækjanna, þrátt fyrir að gerðar hefðu verið margháttaðar

⁴⁵ Skýrsla RNA, 3. bindi, kafli 11.2.12, bls. 151.

„björgunaraðgerðir“, bæði á árinu 2007 og 2008. Eftir 2006 virðast sum þeirra fyrirtækja, sem höfðu haslað sér völl erlendis, í síauknum mæli hafa fengið lán hjá bönkum og fjármálafyrirtækjum innanlands vegna þess að lánamöguleikar þeirra erlendis drógust saman. Sum þessara fyrirtækja gátu síðan ekki greitt af skuldbindingum sínum á gjalddaga. Prautalendinginn varð því að endurnýja skuldbindinguna meira eða minna óbreytta.⁴⁶ Erfitt gat verið fyrir utanaðkomandi að átta sig á því hvort um endurnýjun eða nýtt lán var að ræða því þetta voru skuldabréf með einum gjalddaga (kúlulán).

Í 9. kafla skýrslu sinnar túlkar Rannsóknarnefndin hvað teljist til eigin hlutabréfa, en sú framkvæmd tíðkaðist hjá stóru bönkunum þremur að eigin hlutir sem lánað var fyrir og teknir voru að veði voru ekki dregnir frá eigin fé. Rannsóknarnefndin taldi rök standa til þess að við útreikning á frádrætti frá eigin fé fjármálafyrirtækis skipti ekki máli hvert hefði verið form viðskipta með eigin hluti eða formleg eignaskráning svo lengi sem áhættan lægi hjá fjármálafyrirtækinu sjálfu. Í kaflanum er loks metið hvaða áhrif fjármögnun bankanna á eigin bréfum hafði. Það eigið fé sem þannig var myndað er þar kallað veikt eigið fé. Við mat á því, það er á þeirri tapsáhættu sem þeir báru vegna eigin hlutabréfa, er tekið tillit til lána með veði í eigin bréfum bankans, framvirkra samninga og annarra þátta eftir atvikum. Í lok kafla 11.2.11 í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (3. h., bls. 149) er því lýst að ætla megi að í árslok 2007 hafi þeir eigin hlutir sem framangreind túlkun um frádrátt af eigin fé tekur til hafi verið tæplega 250 milljarðar króna af eigin fé fjármálafyrirtækja og í hálfársuppgjöri 2008 um 300 milljarðar króna en það svaraði til 25% af eigin fé allra sex stærstu fjármálafyrirtækja landsins. Þá eru í 9. kafla auk þessa metin áhrif af krossfjármögnun bankanna og fjármögnun á hlutabréfum FL Group hf. og Exista hf. en það voru stærstu eigendur Glitnis annars vegar og Kaupþings hins vegar en þetta voru skráð félög á markaði.

Ályktun úttektarnefndar

Eins og að framan er sagt er eigið fé lykilstærð sem fjárfestar horfa til við ákvörðun um að lána fé til fjármálafyrirtækja sem og annarra fyrirtækja. Mikill hluti þeirra skuldabréfa og hlutabréfa sem lífeyrissjóðirnir keyptu voru í fjármálafyrirtækjum og eignarhaldsfyrirtækjum. Því skipti höfuðmáli hvernig farið var með eigið fé í reikningum þessara fyrirtækja. Úttektarnefndin hefur heimildir fyrir því að lífeyrissjóðirnir hafi reist sína ákvarðanatöku um fjárfestingar í verulegum mæli á mati á eigin fé fyrirtækja. Af því sem að framan er sagt er ljóst að verulegur hluti þeirra fjárfestinga, sem gerðar voru innanlands eftir mitt ár 2007, var reistur á gögnum sem ekki hefðu átt að standast skoðun, hefði hennar verið kostur. Vissulega var einhver orðrómur um það í aðdraganda hrunsins að bankarnir hefðu lánað fyrir einhverjum hlutabréfum í þeim sjálfum. Hins vegar verður ekki séð að almennt hafi fjárfestar mátt gera sér grein fyrir hvernig fjármögnun fjármála- og eignarhaldsfélaga var nánar háttað á þessum tíma. Jafnframt verður ekki önnur ályktun dregin af skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis en að útlánasafn fjármálafyrirtækjanna hafi verið verulega ofmetið í reikningsskilum þeirra. Af þessu öllu hlaut að leiða að miklum erfiðleikum var bundið að taka upplýsta ákvörðun um fjárfestingar í fjármálagerningum þeirra og tengdra eignarhaldsfyrirtækja og torvelt var að fylgjast með hvernig þeim hluta af eignasafni lífeyrissjóðanna reiddi af, sem bundið var í þessum gerningum. Sé byggt á ályktunum Rannsóknarnefndar Alþingis um eigið fé íslenska fjármálakerfisins í kafla 9 í 3. bindi skýrslu hennar verður þeirri hugsun ekki varist, að lífeyrissjóðirnir hafi ekki séð við aðferðum þessara fyrirtækja, sem þar er lýst. Þeir hafi því a.m.k eftir mitt ár 2007 orðið einhvers konar fórnarlömb markaðarins svo sem ýmsir viðmælendur nefndarinnar hafa orðað það. Sem dæmi sagði fyrrverandi forstjóri eins af stærstu lífeyrissjóðum landsins fyrir nefndinni, að lánveitingar bankanna til tengdra aðila hefðu verið langt umfram það sem hægt var að ímynda sér á þeim tíma og að engar upplýsingar í þá veru hefðu legið fyrir fyrr en eftir bankahrun.⁴⁷ Lífeyrissjóðamenn og fjárfestar sem nefndin ræddi við voru hins vegar almennt á því,

⁴⁶ Sjá t.d. um fjárfestingar sjóða Glitnis í FL-Group og Baugi í skýrslu RNA, 4. h. bls. 155-158.

⁴⁷ Sbr. viðtal úttektarnefndar við Þorgeir Eyjólfsson, fyrrv. forstjóra Lífeyrissjóðs verzlunarmanna, dags. 20.12.2010.

að eftir því sem leið á árið 2007 og fram á árið 2008 hefði verulega verið farið að þrengja að lífeyrissjóðum varðandi sölu hlutabréfa (og skuldabréfa) enda lítill kaupendamarkaður. Lífeyrissjóðirnir hefðu m.ö.o. þegar þarna var komið sögu ekki haft möguleika á að draga sig alfarið út úr bankakerfinu, enda sjóðirnir stórir hjárfestar á grunnum hlutabréfamarkaði.⁴⁸ Hins vegar má spyrja þeirrar spurningar, svona eftir á að minnsta kosti, hvort stjórnir og framkvæmdastjórnir sjóðanna hefðu mátt gera betur, hefðu þeir haft formlegt áhættumat og skapað sér skilvirka eftirlitsferla. Sjálfum er þessum aðilum fullljóst að mistök voru gerð og stundum hefði mátt gera betur.

5.1.9 Fjárfestingar lífeyrissjóðanna í sérstökum tegundum skuldabréfa og í eignarhaldsfyrirtækjum

Glitnir hf. – skuldabréfaútbod í mars 2008

Í mars 2008 ákvað stjórn Glitnis banka hf. að gefa út vikjandi og breytanlegt skuldabréf sem teldist til eiginfjárbáttar A samkvæmt reglum um viðbótar-eiginfjárlíði fyrir fjármálafyrirtæki nr. 156/2005, sbr. 10. mgr. 84. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Helstu upplýsingar um skuldabréfaútgáfunu eru þessar.

Heildarnafnverð skuldabréfanna er ISK 15.000 mkr. Skuldabréfið var verðtryggt m.v. vísitölu neysluverðs 282,3 stig. Af höfuðstól skuldarinnar greiddast 8,0% fastir ársvextir sem reiknast frá útgáfudegi. Hins vegar kom fram í skilmálum skuldabréfsins að vaxta- og verðtryggingargreiðslur voru einungis heimilar innan þeirra marka sem óráðstafað eigið fé leyfir enda séu lágmarks eiginfjárkröfur bankans jafnframt uppfylltar eftir að tekið hefur verið tillit til þessara greiðslna. Komi ekki til vaxta- eða verðtryggingargreiðslna á tilteknu ári eða árabili safnast þær ekki upp, heldur falla niður.

Skuldabréfaútbodið var einnig sérstakt að því leyti að skuldabréfið var án gjalddaga. Þann 1. apríl 2013 („skiptidagur“) skyldi andvirði skuldabréfsins breytast í hlutabréf í Glitni banka hf. Skyldi skiptingin yfir í hlutabréf í Glitni gerast sjálfkrafa og án sérstakrar tilkynningar til eigenda skuldabréfanna. Þannig var

ekki gert ráð fyrir að Glitnir endurgreiddi skuldabréfin með peningum, heldur yrðu þau greidd til baka árið 2013 með hlutabréfum í Glitni samkvæmt sérstökum reiknireglum sem fram komu í útbodslýsingu. M.ö.o. þá voru skuldabréfin með skiptiskyldu yfir í hlutabréf í Glitni banka hf.

Þá var útgefanda skuldabréfsins (Glitni) heimilt að færa niður höfuðstól skuldabréfsins til að mæta hugsanlegu rekstrartapi bankans. Skilyrði sem þurfti að fullnægja fyrir slíkri niðurfærslu voru, að eigið fé útgefanda hefði farið niður fyrir kröfur um lágmark eigin fjár eins og þær voru á hverjum tíma gagnvart fjármálafyrirtækjum. Uppfyllti útgefandi kröfur um lágmarks eigið fé á nýjan leik væri heimilt að færa niðurfærslu höfuðstólsins til fyrra horfs að hluta eða öllu leyti.

Skuldabréfin voru án trygginga.

Nokkrir lífeyrissjóðir tóku þátt í skuldabréfaútbodinu og keyptu skuldabréf fyrir samtals 10.743 mkr. eða 71,6% af útgáfunni.

Kaupendur á skuldabréfi Glitnis vikjandi og með skiptiskyldu.

	Nafnverð
Lífeyrissj. starfsmanna ríkisins (allar deildir)	3.370
Gildi lífeyrissjóður	3.000
Almennir lífeyrissjóðurrinn	1.620
Stapi lífeyrissjóður	1.000
Stafir lífeyrissjóður	500
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	383
Festa lífeyrissjóður	320
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	250
Lífeyrissjóður verkfræðinga	100
Lsj. starfsmanna sveitarfélaga	100
Lífeyrissjóður bænda	40
Eftirl.sj. starfsmanna Glitnis	40
Eftirl.sj. starfsm. Hafnarfjarðarkaupst.	20
Samtals í mkr.	10.743

Í fréttatilkynningu Glitnis dags. 18. mars 2008, „Glitnir selur breytanleg skuldabréf fyrir 15 milljarða“, kemur fram að góð eftirspurn hafi verið eftir breytanlegum skuldabréfum Glitnis í skuldabréfaútbodi bankans. Fram kemur að útgáfan teljist til eiginfjárbáttar A og styrki þannig eiginfjárlutfall Glitnis umtalsvert.

Í fréttatilkynningunni kemur fram að Lárus Welding, forstjóri Glitnis, hafi verið ánægður með niðurstöðu útbodsins. „Við lokuðum þessu útbodi

48 Sbr. m.a. viðtöl úttektarnefndar við Þorgeir Eyjólfsson, dags. 20.12.2010 og Þórð Magnússon, stjórnarformann fjárfestingafélagsins Eyfir Invest ehf., dags. 28.4.1011.

á miklum óvissutíma á fjármálamörkuðum sem endurspeglar traust fjárfesta á starfsemi og skuldaraá-hættu Glitnis. Þessi skuldabréfaútgáfa var sniðin að íslenskum fagfjárfestum sem þekkja bankann og þá sérstaklega lífeyrissjóðirnir.“

Ofangreind skuldabréf urðu verðlaus strax við fall Glitnis banka. Lífeyrissjóðirnir hafa höfðað mál á hendur slitastjórn bankans og telja sig m.a. hafa verið beitta blekkingum af stjórnendum bankans.

Víkjandi skuldabréf

Athygli vekur að mörg skuldabréf, sem gefin voru út af bönkum og sparisjóðum, voru svokölluð víkjandi lán, þ.e. þau víkja fyrir öllum skuldbindingum öðrum en hlutabréfum við gjaldþrot. Víkjandi langtímalán fengu aukið vægi í rekstri og reikningsskilum íslensku bankanna síðustu árin fyrir hrun.⁴⁹ Helgi F. Arnarson endurskoðandi sem m.a. sá um ytri endurskoðun nokkurra lífeyrissjóða og jafnframt ýmissa fjármála fyrirtækja sagði úttektarnefndinni að algengt væri að bankar gæfu út víkjandi skuldabréf og fjármögnuðu sig á þann hátt og bættu eiginfjárstöðu sína, ásamt með því að gefa út hlutabréf.⁵⁰ Styðst þetta við umfjöllun Rannsóknarnefndar Alþingis. Vera má að þessi kostur til öflunar eigin fjár geti átt rétt á sér fyrir bankana en úttektarnefndinni þykir það illa samræmast hlutverki lífeyrissjóða og lagaákvæðum um varfærna fjárfestingu að þeir taki þátt í þeirri fjármögnun. Hæpið er einnig að sami eftirmarkaður sé fyrir víkjandi skuldabréf annars vegar og hefðbundin skuldabréf og hlutabréf hins vegar ef sjóðirnir þurfa að losna við víkjandi skuldabréfin. Lífeyrissjóðirnir geta ekki keypt þessi skuldabréf sem þau væru venjuleg skuldabréf. Heimildir þeirra til kaupa á skuldabréfum, hvort sem er á banka, sparisjóði og aðrar lánastofnanir eða á fyrirtæki, ná tæpast til svona sérstaks gernings. Þau ættu líklega frekar að teljast til hlutabréfa vegna stöðu þeirra í skuldaröð. Kaup- og sölugengi þessara gerninga og annarra skuldabréfa á sama fyrirtæki ætti a.m.k. ekki að vera það sama. Í framtíðinni ættu lífeyrissjóðirnir ekki að fjárfesta í þessum gerningum nema lög heimili þeim það sérstaklega.

Í mars 2008 efndi Glitnir banki til skuldabréfaútbods samtals að fjárhæð 15.000 mkr. (Sjá umfjöllun hér að framan, Glitnir hf. – skuldabréfaútbod í mars 2008).

Eins og hér hefur verið bent á var þetta skuldabréfaútbod ekki aðeins sérstakt að því leyti að um víkjandi skuldabréf var að ræða, heldur átti einnig að skipta því út fyrir hlutabréf að fimm árum liðnum. Þar sem bréfið var svo sérstakt, varð ekki fjárfest í því af hálfu lífeyrissjóða án þess að stjórn viðkomandi sjóðs samþykkti þá ákvörðun ef sjóðnum var þá yfirhöfuð lögum samkvæmt heimilt að fjárfesta í umræddum gerningi. Tveir af stærstu lífeyrissjóðum landsins voru meðal þeirra sjóða sem fjárfestu í umræddum bréfum. Í öðrum þeirra fjallaði stjórn sjóðsins um málið og samkvæmt bókun var fjárfestingin talin áhugaverð. Í hinum sjóðnum fóru kaupin fyrir fjárfestingarráð fyrirfram en málið var ekki kynnt stjórn fyrr en eftir að kaupin höfðu átt sér stað. Þriðji af stærstu sjóðum landsins fjárfesti ekki í nefndu skuldabréfaútbóði og sagði framkvæmdastjóri hans úttektarnefndinni að þeim hefði ekki þótt fjárfestingin álitleg.⁵¹ Nefndin hafði það á tilfinningunni að því hafi einnig ráðið að verulegar umbreytingar höfðu litlu fyrr orðið á eignarhaldi bankans. Eðlilegt er að láta slíkt hafa áhrif á fjárfestingar enda traust eignarhald og stjórnun fyrirtækja eitt af því sem horfa verður til. Síðast í mars 2008 tók svo gengi krónunnar mikla dýfu en þá munu lífeyrissjóðirnir þegar hafa fjárfest í fyrrnefndum skuldabréfum á Glitni.

Stjórnendur þeirra sjóða sem keyptu umrædd víkjandi skuldabréf á Glitni vísa til þess að gögn þau sem þeim hafi verið sýnd á kynningarfundum um þessa fjárfestingu hafi litið vel út. Telja þeir að tíminn hafi leitt í ljós að þessi gögn hafi verið mjög misvísandi og deila þeir fyrir héraðsdómi Reykjavíkur við skilanevnd bankans um stöðu þessara skuldabréfa í skuldaröð. Vissulega má ætla að yfirstjórn bankans hafi á þessum tíma hlotið að gera sér nokkra grein fyrir því að mikið þyrfti til ef ekki ætti illa að fara um framtíð bankans enda ekki nema sex mánuðir þar til hún leitaði aðstoðar Seðlabanka Íslands vegna greiðsluþrots. Líklega ættu sjóðirnir því frekar skaðabótakröfu á hendur bankanum takist þeim að sanna sök yfirstjórnenda hans. Hins vegar hefðu sjóðirnir

49 Sjá skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 30.

50 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Helga, dags. 9.6.2011.

51 Sbr. viðtal úttektarnefndar við Þorgeir Eyjólfsson, fyrrv. forstjóra Lífeyrissjóðs verzlunarmanna, dags. 20.12.2010.

þurft að gera sjálfstæða greiningu á þessari fjárfestingu og þeirri áhættu sem henni var samfara. Bendir margt til að þessu hafi verið ábótavant. Það er ekki fyrr en eftir fall bankanna að flestir þeirra samþykkja, að ábendingu innri endurskoðenda, að setja nýja fjárfestingarferla og gera áhættumöt.

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram að notkun íslensku bankanna á víkjandi lánum til að efla eigið fé sitt var að miklum mun víðtækara en í flestum nágrannaríkjunna.⁵² Þá vekur það sérstaka athygli að af innlendra skuldabréfaeign LSR í árslok 2008, áður en kom að afskriftum, var 11.500 mkr. víkjandi lán í fjármálafyrirtækjum eða 37% af innlendra skuldabréfaeign sjóðsins.

Landsbanki Íslands hf. – lánshæfistengt skuldabréf (Credit-Linked Note) mars 2008

Í yfirferð úttektarnefndar yfir fjárfestingar lífeyrissjóðanna kom fljótlega í ljós að fyrir utan hefðbundnar fjárfestingar á borð við ríkistryggð verðbréf, hlutabréf og fyrirtækjabréf, fjárfestu sjóðirnir í þó nokkrum mæli í sérstökum tegundum skuldabréfa og skuldabréfastrúktúrum ýmiss konar. Ein tegund slíkra fjárfestinga eru svonefnd lánshæfistengd skuldabréf.

Lánshæfistengd skuldabréf eru skuldabréf þar sem greiðslur á samningstímanum eru yfirleitt á einhvern hátt tengdar við skuldatryggingarálag undirliggjandi fyrirtækis. Höfuðstólsgreiðslan er síðan yfirleitt háð skilyrðum. Við ákveðnar aðstæður, sem yfirleitt eru tengdar vanskilum eða greiðsluþroti, er höfuðstóllinn ekki greiddur til baka. Fjárfestir selur skuldatryggingu, sem í þessu tilviki er gert með því að kaupa lánshæfistengt skuldabréf. Kaupandi tryggingarinnar þarf einungis að greiða skuldina til baka ef afkoma undirliggjandi fyrirtækis (t.d. íslenskra banka) helst innan ákveðinna marka.⁵³

Sem dæmi um útgáfu á lánshæfistengdu skuldabréfi má nefna að Landsbankinn var milliliður og kom á viðskiptum milli viðskiptamanna sinna og UBS AG, Jersey Branch. Samningurinn var dagsettur 25. mars 2008. Gjaldalagi bréfsins var árið 2013 og fjárhæðin nam samtals 3.100 mkr. Umrætt skuldabréf var tengt lánshæfi Kaupþings og Glitnis.

52 Sjá skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 32.

53 Sjá í þessu sambandi m.a. umfjöllun um lánshæfistengd skuldabréf í skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 23 o.áfr.

Seld var skuldatrygging á Glitni og Kaupþing þegar skuldatryggingarálag var 750 stig. Gjaldfella átti bréfið yrðu þessir bankar gjaldþrota, eða greiddu ekki skuldir sínar þegar greiðslan var yfir 1 milljón dollara eða jafngildi þess, eða ef bankarnir gengju í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu. UBS AG hafði heimild til að kalla eftir meiri fjármunum frá viðskiptavinum Landbankans ef markaðsvirði láns-hæfistengda skuldabréfsins fór niður fyrir 50% af fyrirfram gefinni samningsfjárhæð í evrum talið. Vexti átti að greiða ársfjórðungslega og voru breytilegir, eða á ársgrunni 10,70% ofan á REIBOR. Þetta jafngildi 25,70% vöxtum á útgáfudegi.

Það voru aðallega lífeyrissjóðirnir sem keyptu í umræddu skuldabréfi og notuðu til þess eignir sínar. Þeir tóku þannig áhættuna sjálfir. Lífeyrissjóður verkfræðinga lagði þannig til 1.000 mkr., Almenni lífeyrissjóðurinn 500 mkr. og Stafir lífeyrissjóður 500 mkr.⁵⁴ Eignastýring Glitnis banka f.h. lífeyrissjóða í stýringu lagði til um 30-40 mkr.

Veðkall varð á tímabilinu vegna lækkandi gengis og ákváðu þá flestir þessara fjárfesta að loka stöðu sinni nema Lífeyrissjóður verkfræðinga og Almenni lífeyrissjóðurinn. Þeir lögðu meira fé í samninginn, Lífeyrissjóður verkfræðinga í evrum en Almenni lífeyrissjóðurinn í ISK og héldu þeir áfram með samninginn allt fram að falli bankanna. Önnur mikilvæg breyting var gerð eftir að samningurinn tók gildi. Sú breyting fól í sér að kaupandi lánshæfistengda skuldabréfsins skyldi skila því inn ef greiðslufall yrði (raunveruleg skil). Allir sem komu að þessum samningi töpuðu verulegum fjármunum.⁵⁵

Úttektarnefndinni þykir mjög hæpið fyrir lífeyrissjóði að fjárfesta yfirhöfuð í gerningum sem þessum enda hafa þeir í sér fólgið ákveðið veðmál um hvernig ákveðnum fyrirtækjum muni reida af sem eru utan við skuldbindinguna sjálfa. Þá var Rannsóknarnefnd Alþingis þeirra skoðunar að vorið 2008 hefði mátt vera ljóst að á þessum markaði væru taldar verulegar líkur á greiðslufalli bankanna innan skamms tíma.⁵⁶

54 Þess má geta að í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, 2. Bindi, bls. 25, er Almenni lífeyrissjóðurinn sagður hafa keypt í umræddu bréfi fyrir hönd tveggja lífeyrissjóða. Það mun hins vegar ekki vera rétt, heldur var það eignastýring Glitnis sem sá um viðskiptin en lífeyrissjóðirnir tveir sem um ræðir, Eftirlaunastýring Glitnis og Lífeyrissjóður bænda, voru með hluta af sínum eignasöfnum í fjárstýringu hjá bankanum.

55 Sjá skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 25.

56 Sjá skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 33.

Hvað sem því líður varð svo sérstök fjárfesting sem þessi ekki gerð án atbeina stjórnar viðkomandi lífeyrissjóðs, en í samþykktum þeirra flestra er ákvæði um að meiriháttar og sérstakar fjárfestingar skuli bornar undir stjórn. Eignarstýringardeildir bankanna gátu heldur ekki tekið slíka ákvörðun án samþykkis stjórnar þess lífeyrissjóðs sem í hlut átti. Stjórnir sjóðanna sem mest fjárfestu munu líka hafa samþykkt fjárfestinguna. Hafi einhverjir stýringaraðilar fjárfest fyrir hönd sjóða sem þeir höfðu eignastýringu fyrir geta þeir tæplega vænst þess að viðkomandi sjóður verði talinn bundinn við þann gerning. Sigurjón Þ. Árnason, bankastjóri Landsbankans, lýsti því fyrir Rannsóknarnefnd Alþingis að þetta hefðu ekki verið skynsamleg viðskipti og að bankinn hefði aldrei átt að gera þau.⁵⁷ Það telur úttektarnefndin vissulega rétt. Auk þess má hreyfa þeirri skoðun að bankinn hefði átt að sjá að lífeyrissjóðirnir máttu tæpast binda sig við slíkan gjörning samkvæmt 36. gr. lífeyrissjóðalaganna.

Fyrirsvarsmenn lífeyrissjóða þeirra sem féllu fyrir þessu fjárfestingarboði Landsbankans halda því fram að það hafi verið mjög gyllt fyrir þeim og þeir hafi ekki áttað sig á því hversu höllum fæti bankarnir stóðu. Þeim til afbötunar má að vísu tíunda að það er ekki fyrr en rétt eftir þessa fjárfestingu sem gengi íslensku krónunnar tók mikla dýfu. Hins vegar máttu lífeyrissjóðirnir sjá að Landsbankinn væri tæplega að bjóða svo góð kjör ef áhættan væri ekki mikil. Þá eiga fáir að vita betur en fyrirsvarsmenn lífeyrissjóðanna að mjög hæpin heimild er til þessarar fjárfestingar í 36. gr. lífeyrissjóðalaganna. Að minnsta kosti er þessi fjárfesting ekki í samræmi við ákvæði greinarinnar um varfærna fjárfestingu. Lífeyrissjóðirnir munu hafa hafið mál gegn slitastjórn Landsbankans til að endurheimta það sem þeir töpuðu á þessari fjárfestingu. Fyrirfram verður ekkert fullyrt um niðurstöðu þess máls.⁵⁸ Hafi stýringaraðili hins vegar fjárfest í gerningi sem þessum án samþykkis viðkomandi lífeyrissjóðs er möguleiki á að bótaskylda hafi stofnast á hendur stýringaraðilanum.

Skuldavafningar

Fjárfestingar í svokölluðum strúktúrum

Svokallaðir strúktúrar eru mismunandi að uppbyggingu og gerð þar sem hver útgáfa er sérhönnuð eftir undirliggjandi eignum og öðrum forsendum. Í flestum tilfellum mun hafa verið um að ræða samsettar skuldabréfaútgáfur eða “Synthetic Collateralised Debt Obligations” (Synthetic CDO).

Skuldabréfin munu venjulega hafa verið gefin út af sérstöku félagi (SPV) sem heldur utan um útgáfunu og undirliggjandi eignir. Viðkomandi félag gefur jafnan út nokkur mismunandi skuldabréf sem hvert um sig er sérstaklega hannað með tilliti til áhættu og ávöxtunar. Þannig bera tiltekin skuldabréf mestu áhættuna (e. equity tranches) á meðan höfuðstóll annarra bréfa útgáfunnar skerðist ekki fyrr en allar aðrar útgáfur hafa tapast að fullu (e. senior tranches). Einhverjir lífeyrissjóðir fjárfestu í slíkum gerningum, lífeyrissjóðurinn Gildi þar á meðal. Að sögn fyrirsvarsmanna hans voru fjárfestingar þeirra gjarnan í nokkuð vel dreifðum söfnum fyrirtækja og ríkja (gjarnan á bilinu 80-260 nöfn) með lánshæfismati á bilinu AA til BBB-.

“Synthetic CDO” munu hafa verið frábrugðin hefðbundnum “Cash CDO” að því leyti að undirliggjandi eignir þess fyrrnefnda eru ekki skuldabréf eða lán á viðkomandi fyrirtæki eða ríki. Þess í stað er undirliggjandi ávöxtun safnsins og útlánaáhætta skuldabréfsins byggð upp með notkun skuldatryggingaafleiðna (e. credit default swaps eða CDS). Undirliggjandi höfuðstóll skuldabréfsins er venjulega mjög trygg og seljanleg skuldabréf sem eru vaxtaberandi. Fyrirkomulagið er gjarnan þannig að höfuðstóll samsetts bréfs er tryggður svo lengi sem greiðsluskylda útgáfunnar vegna skuldatryggingar afleiðnanna fer ekki yfir tiltekin mörk, þ.e. að greiðslufall þeirra fyrirtækja sem skuldatryggingarnar taka til haldist undir ákveðnu hlutfalli. Ýmsar útfærslur geta þó verið á þeirri uppbyggingu bréfanna, t.d. þrepa-skipting á varðveislu höfuðstóls og greiðslu vaxta háð greiðslufallshlutfalli undirliggjandi útgefenda.⁵⁹

57 Sjá skýrslu RNA, 2. bindi, bls. 25.

58 Sjá til hliðsjónar grein Aðalsteins E. Jónssonar: Grunneðli afleiðna sem áhættugerninga í Tímariiti lögfræðinga, 1. hefti, 2011 og þá dóma sem þar eru raktir.

59 Minnisblað Gildis til úttektarnefndar LL um skuldabréfastrúktúra í eigu sjóðsins, dags. 29.6.2011.

Þess má geta að vextir þessara bréfa voru háir og þess vegna hefur fyrirsvarsmönnum lífeyrissjóðanna þótt fjárfestingarnar álitlegar.

Einhverjir lífeyrissjóðanna töpuðu verulegum fjárhæðum á slíkum útgáfum, t.d. á samsettum skuldabréfum útgefnum af franska bankanum Société General (sbr. hér á eftir). Útgáfur þessar munu hafa verið keyptar í gegnum Landsbanka Íslands á árunum 2004 og 2005. Spurning er hvort lagaskilyrði eru fyrir lífeyrissjóði til að kaupa í slíkum útgáfum sem þessum. Þær eru flóknar og erfitt að átta sig á þeim og reynslan hefur sýnt að þeim fylgir mikil áhætta. Í framtíðinni verður að ætla að taka verði sérstaklega fram í löggjöf ef þessar fjárfestingar eiga að vera löglegar og lífeyrissjóðirnir eigi aðeins að hætta takmörkuðum fjármunum í þær af annars vel dreifðu eignasafni.

Société General

Á árinu 2005 hafði Landsbankinn milligöngu um að selja svokölluð baktryggð skuldabréf sem gefin voru út af franska bankanum Société General. Baktryggingin var fólgin í því að franki bankinn hafði safnað saman 100 skuldabréfum á evrópsk og bandarísk fyrirtæki sem öll voru með lánshæfismat AA+. Í skilmálum skuldabréfsins kom hins vegar fram að ef meira en 7,7% af undirliggjandi safni færu í þrot, þá var skuldabréf franska bankans í heild ónýtt. Það gekk eftir. Skilmálar skuldabréfsins voru mjög afdráttarlausir hvað þetta varðaði og er búið að afskrifa skuldabréf þetta að fullu í ársreikningum þeirra sjóða sem keyptu það.

Hér á eftir kemur fram hvaða lífeyrissjóðir það voru sem keyptu skuldabréf útgefin af Société General og hve háa fjárhæð hver sjóður þurfti að afskrifa.

Skuldabréf Société General - afskriftir

LSR + LH	584
Stapi lífeyrissjóður	594
Stafir lífeyrissjóður	544
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	235
Lífeyrissjóður Vestfirðinga	97
Samtals í mkr.	2.054

Sú spurning vaknar hvort lagaskilyrði séu fyrir lífeyrissjóði til að kaupa í skuldabréfaútgáfum sem að ofan greinir. Þær eru flóknar og erfitt að átta sig á þeim og reynslan hefur sýnt að þeim fylgir mikil áhætta. Í framtíðinni verður að ætla að taka verði sérstaklega fram í löggjöf ef þessar fjárfestingar eiga að vera löglegar og þá eigi lífeyrissjóðirnir aðeins að hætta takmörkuðum fjármunum í þær og þá í mjög vel dreifðu eignasafni. Af reynslunni má hins vegar draga þá ályktun að alls ekki eigi að fjárfesta í slíkum gerningum.

Fjárfestingar í eignarhaldsfyrirtækjum

Við fall bankanna áttu lífeyrissjóðirnir verulega fjármuni í eignarhaldsfélögum. Eignarhaldsfélögin höfðu gjarnan gefið út eingreiðslubríf til nokkurra ára og boðið upp á góða vexti. Lífeyrissjóðirnir keyptu þessi bréf, venjulega með milligöngu bankanna, í trausti góðrar eiginfjárstöðu fyrirtækjanna sem ársreikningar sýndu. Skilmálar bréfanna voru hins vegar fátæklegir (Sjá kafla 5.1.5 hér að framan). Til að mynda gat alveg vantað ákvæði um að breyttust rekstrarförsendur fyrirtækisins félli skuldabréfið í gjalddaga. Eigendur fyrirtækisins töldu sig því geta flutt eignir frá fyrirtækinu, sem gaf út skuldabréfið, til annars félags, gert verulegar breytingar á rekstrinum o.s.frv. Eins gat rekstrarfélagi hafa verið breytt í eignarhaldsfélag. Vissulega var ekki sama hvernig þetta var gert en vegna skorts á skilmálum gátu eigendur skuldabréfa endað með kröfu á allt annað eða annars konar fyrirtæki en þeir höfðu byggt ákvörðun sína um kaup bréfsins á.

Lífeyrissjóðirnir töpuðu verulegum fjárhæðum á svona fjárfestingum. Fleiri en einn af framkvæmdastjórum lífeyrissjóðanna og sjóðstjórar sögðust t.d. hafa fjárfest í Jarðborunum hf., sem hafi þá verið talinn góður fjárfestingarkostur, en setið uppi með fjárfestingu á eignarhaldsfélagið Atorku hf. og tapað grimmt. Vera má að í sumum tilfellum hafi gjörðir fyrirsvarsmanna þessara eignarhaldsfyrirtækja verið ólögmetar og að hafa megi uppi skaðabótakröfur á þá vegna þess. Hins vegar getur þá reynt á gjaldfærni þessara fyrirsvarsmanna. Stjórnendum lífeyrissjóðanna hefur eftir fall bankanna orðið ljóst hversu andvaralausir þeir oft voru að þessu leyti. Í framtíðinni má því ætla að þeir gái betur að sér og krefjist þess að í skuldabréfin verði settir mun ítarlegri skilmálar og þeir fjárfesti frekar beint í framleiðslu- og rekstrarfyrirtækjum þar sem áhættan er fyrirsjáanlegri.

FL GROUP hf. – hlutafjárútbod í desember 2008

Þann 11. desember 2007 tilkynnti FL Group að félagið hygðist auka hlutafé sitt með lokuðu útbodí til fjárfesta og stefnt væri að því að selja hlutafé fyrir allt að 10.000 mkr. Tilgangur útbodsins væri að styrkja eiginfjárgrunn félagsins og breikka jafnframt hluthafahópinn í samræmi við tilkynningu félagsins frá 4. desember 2007 um kaup á eignarhlutum í fasteignafélögum og sjóðum í Evrópu.

Hver hlutur yrði seldur á 14,70 krónur og væri því um að ræða allt að 680.272.109 nýja hluti, sem jafngiltu 7,36% aukningu á hlutafé félagsins. Þá kom fram í tilkynningu FL Group að yrði eftirspurn í útbodinu verulega umfram 10.000 mkr., yrði hlutafjárútbodið aukið um allt að 5.000 mkr. Í því skyni yrðu gefnir út allt að 239.727.891 nýir hlutir til viðbótar og að auki seldir allt að 100.408.163 hlutir sem væru í eigu félagsins.

Þá kom fram að tekið yrði við áskriftum að nýjum hlutum fram til kl. 16:00 föstudaginn 14. des. 2007. Gert var ráð fyrir að hinir nýju hlutir yrðu teknir til viðskipta í OMX Nordic Exchange eigi síðar en 27. desember 2007. Kaupverðið átti að greiðast eigi síðar en 4. janúar 2008.

Fróðlegt er að skoða hvernig gengi hlutabréfa í FL Group þróaðist vikurnar fyrir hlutafjárútbodið og næstu daga þar á eftir.

Gengi hlutabréfa FL Group hf.

Dags.	Gengi	Dags.	Gengi
15.10.07	27,10	27.12.07	14,55
31.10.07	24,90	04.01.08	13,10
15.11.07	22,15	10.01.08	11,50
30.11.07	20,90	15.01.08	10,55
04.12.07	19,25	21.01.08	10,07
11.12.07	15,45	31.01.08	10,20
14.12.07	15,10	15.02.08	9,92
20.12.07	14,70		

- Þann 11. des. 2007, þ.e. daginn sem ofangreind fréttatilkynning er gefin út og útbodsgengið 14,70 krónur kynnt, er viðskiptagengi FL Group hf. 15,45 kr./hlut.
- Þann 14. des. 2007, þ.e. daginn sem skila á inn áskriftum að nýjum hlutum, er viðskiptagengi FL Group í lok þess dags. 15,10 kr./hlut.

- Þann 20. des. 2007 er viðskiptagengi FL Group hf. 14,70 kr./hlut sem er jafnt útbodsgenginu sem greiða átti í síðasta lagi 4. jan. 2008.
- Þann 27. desember, þ.e. daginn sem hinir nýju hlutir eru teknir til viðskipta í Kauphöllinni, er viðskiptagengi 14,55 kr./hlut.
- Þann 4. janúar 2008, þ.e. daginn sem greiða átti hina nýju hluti, er viðskiptagengi FL Group hf. 13,10 sem er 10,9% undir útbodsgenginu.
- Frá því FL Group tilkynnti um fyrirhugað hlutafjárútbod þann 11. des. 2007 til 4. jan. 2008, þ.e. daginn sem greiða átti hina nýju hluti, hafði viðskiptagengi félagsins lækkað úr 15,45 í 13,10 kr./hlut. sem er lækkun um 15,2% á þremur vikum.

Gengi FL Group hélt síðan áfram að falla og var komið niður í 9,92 kr./hlut þann 15. febrúar 2008.

Þann 1. okt. 2007 áttu þrír lífeyrissjóðir, LSR+LH, Gildi lífeyrissjóður og Lífeyrissjóður verzlunarmanna, samtals 2,94% hlut í FL Group. Þann 14. desember var eignarhlutur sjóðanna orðinn 3,9%. Tveir ofangreindra sjóða, Gildi og LSR+LH, tóku þátt í hlutafjárútbodinu. Lífeyrissjóður verzlunarmanna tók hins vegar ekki þátt í útbodinu. Þann 21. des. 2007 var eignarhlutur sjóðanna þriggja í FL Group kominn niður í 2,49% (Sjá töflu að neðan).

Yfirlitið, dags. 21. des. 2007, er síðasta tilkynningin sem birtist í fréttakerfi Kauphallar Íslands hf. yfir 20 stærstu hluthafa í FL Group hf.

Hlutafjárkaup Gildis voru að andvirði 834 mkr. Á móti seldi Gildi hlutabréf í FL Group fyrir 305 mkr., þannig að nettókaup Gildis voru að fjárhæð 529 mkr. Hlutafjárkaup LSR+LH voru að fjárhæð 1.174 mkr. Á móti kaupum sínum seldi LSR+LH jafnframt hlutabréf í FL Group fyrir 500 mkr., þannig að nettókaup LSR+LH voru að fjárhæð 674 mkr. Sjóðirnir tveir greiddu því samtals 1.203 mkr. fyrir hlutabréfin í FL Group hf.

Eftir hlutafjárukninguna 14. des. 2007 voru 20 stærstu hluthafar FL Group hf. þessir:

FL Group hf. - 20 stærstu hluthafar 14. desember 2007

Nafn	Nafnverð	%
1 Gnúpur fjárfestingarfélag hf.	1.636.302.584	16,49%
2 Oddaflog B.V.	1.475.101.748	14,86%

Nafn	Nafnverð	%
3 BG Capital ehf.	1.635.585.550	13,05%
4 Materia Invest ehf.	852.899.654	8,59%
5 Fons hf.	832.555.863	8,39%
6 Sund ehf.	440.116.721	4,43%
7 Stím ehf.	429.369.651	4,33%
8 Kristinn ehf.	189.786.536	1,91%
9 Lífeyrissjóðir Bankastræti 7	187.338.894	1,89%
10 101 Capital ehf.	164.609.053	1,66%
11 LI-Hedge	160.209.370	1,61%
12 Gildi - lífeyrissjóður	121.317.111	1,22%
13 Arion safnreikningur	117.355.784	1,18%
14 GLB Hedge	117.046.931	1,18%
15 Landic Property hf.	111.864.407	1,13%
16 Eyfir Invest ehf.	98.739.303	0,99%
17 FL GROUP hf.	88.190.755	0,89%
18 Glitni banki hf.	85.690.171	0,86%
19 Lífeyrissjóður verzlunarmanna	78.119.082	0,79%
20 Saga Capital Fjárfestingarbanki hf.	74.054.477	0,75%
20 stærstu samtals	8.896.253.645	86,21%

Á hluthafafundi í FL Group hf. sem haldinn var 9. maí 2008 (fimm mánuðum eftir hlutafjárútbóðið) voru tillögur stjórnar félagsins samþykktar en þær voru í stuttu máli þessar:

- Hlutabréf FL Group verði afskráð úr OMX Nordic Exchange á Íslandi.
- Stjórn FL Group hf. verði falið að kaupa hluti þeirra hluthafa í félaginu sem þess óska fyrir 21. maí 2008. Greitt verði fyrir hlutina með hlutum í Glitni banka hf. Gengi hlutabréfa í FL Group við kaupin skal vera kr. 6,68 fyrir hvern hlut. Gengi hlutabréfa í Glitni banka hf. skal vera kr. 17,05 fyrir hvern hlut. Þannig fær hver hluthafi er tekur kauptilboðinu 0,39 hluti í Glitni banka hf. fyrir hvern hlut í FL Group hf.

Vert er að hafa í huga að í hlutafjárútbóði FL Group frá því í desember 2007 var megingiltgangur útbóðsins sagður vera sá „að styrkja eiginfjárgrunn félagsins og breikka hluthafahópinn“.

Stjórnendur lífeyrissjóðanna sem í hlut áttu stóðu nú frammi fyrir því að eiga annaðhvort hlutabréf í

Eignarhlutur 3ja lífeyrissjóða í FL Group hf.

	1. okt. 2007		14. des. 2007		21. des. 2007	
	Hlutir	%	Hlutir	%	Hlutir	%
LSR + LH	88.008.168	0,99%	187.338.894	1,89%	158.088.894	1,16%
Gildi lífeyrissjóður	94.502.582	1,06%	121.317.111	1,22%	101.317.111	0,75%
Lífeyrissj. verzlunarm.	79.601.800	0,89%	78.119.082	0,79%	78.119.082	0,58%
Samtals		2,94%		3,90%		2,49%

Heimild: Fréttakerfi Kauphallar Íslands hf. 2. okt., 14. des. og 21. des. 2007.

óskráðu eignarhaldsfélagi FL Group hf. eða Glitni hf. sem var banki skráður á markaði. Sjóðirnir völdu seinni kostinn sem var að selja hlutabréfin í FL Group hf. og fá andvirði þeirra greitt með hlutabréfum í Glitni. Hlutabréfin í Glitni urðu síðar að engu er bankinn féll í byrjun október sama ár.

Með tilliti til þess hvernig gengi FL Group hf. hafði þróast á árinu 2007 er það áleitin spurning hvaða forsendur og rökstuðningur lágu að baki hjá þeim sjóðum sem þátt tóku í hlutafjárútkningu FL Group hf. Gengi félagsins hafði fallið hratt á árinu. Þannig var gengið 29,20 þann 2.5.2007 en var komið niður í 15,45 þann 11. des. 2007 sem er dagurinn sem útbóðið er kynnt og er það lækkun um 47,1% á rúmum sjö mánuðum.

Exista hf. – yfirtökutilboð á Skiptum hf. í mars 2008

Þann 19. mars 2008 ákvað stjórn Exista hf. að leggja fram valfrjálst yfirtökutilboð í allt hlutfé Skipta hf. Tilboð Exista hljóðaði upp á 6,64 kr. á hlut sem er sama verð og var í nýafstöðnu hlutafjárútbóði Skipta. Greitt yrði með nýjum hlutum í Exista sem yrðu verðlagðir í samræmi við lokagengi á OMX ICE þann 18. mars 2008 sem var 10,10 kr. á hlut. Í tilkynningu Exista kom fram að yrði gengið að tilboðinu mundi stjórn Exista leggja til við stjórn Skipta að óskað yrði afskráningar félagsins eins fljótt og auðið væri.

Í tilboðsýfirliti dags. 27. mars 2008 kemur fram að „Skipti hf. sé eignarhaldsfélag um rekstur fyrirtækja á sviði fjarskipta, upplýsingatækni og afþreyingar. Innan samstæðunnar eru Síminn, Míla, Já, Skjárinn, Sensa, Tæknivörur, On-Waves og Radiomíðun. Erlend dótturfélög eru fjarskiptafélagin Aerofone í Bretlandi, Síminn DK í Danmörku og upplýsingatæknifyrirtækið Sirius IT sem er með starfsemi í Noregi, Svíþjóð og Danmörku.“

Fram kom að ástæða tilboðs Exista væri sú að félagið teldi ekki vera grundvöll fyrir eðlilega verðmyndun með hlutabréf Skipta á markaði í ljósi niðurstöðu

nýafstaðins hlutafjárútboðs og þeirra óvenjulega erfiðu markaðsaðstæðna sem ríktu. Vegna samþjappaðs eignarhalds og markaðsaðstæðna væru verulegar líkur á því að félagið og hluthafar þess muni ekki njóta þeirra kosta sem fylgja skráningu í kauphöll. Stefnt yrði að því að kanna skráningu félagsins á ný þegar aukið jafnvægi væri komið á fjármálamarkaðinn.

Þá kom fram að kauptilboð Exista fæli ekki í sér neina stefnubreytingu í starfsemi Skipta. Exista hygðist áfram styðja stjórnendur félagsins við að framfylgja þeirri stefnu sem þeir hefðu mótað og fylgt á undanförunum árum. Undir forystu þeirra hafi Skipti og dótturfélög þess náð mjög góðum árangri innanlands og erlendis og aukið verulega umfang rekstrarins og þjónustu við viðskiptavini. Fram kemur í fréttatilkynningu Exista að eignarhald Skipta sé fremur þröngt og hluthafar tiltölulega fáir, sem er óæskilegt fyrir verðmyndun hlutabréfa á markaði. Í gegnum eign sína í Exista muni hluthöfum Skipta gefast kostur á að njóta með óbeinum hætti þess ávinnings sem Skipti kunni að skapa í framtíðinni.

Heimild: Fréttatilkynning Exista hf. dags. 19. mars. 2008 „Exista gerir tilboð í allt hlutafé Skipta“.

20 stærstu hluthafar Skipta hf. 25. mars 2008

Hluthafi	Eignarhlutur	Fjöldi hluta
1 Exista B.V.*	43,65%	3.216.111.207
2 Kaupþing banki hf.	24,41%	1.798.957.044
3 Lífeyrissjóður verzlunarmanna	8,00%	589.620.388
4 Gilði lífeyrissjóður	8,00%	589.620.388
5 Stafir lífeyrissjóður	2,18%	160.897.780
6 Sameinaði lífeyrissjóðurinn	2,18%	160.805.560
7 Sund ehf.	2,04%	150.602.409
8 MP Fjárfestingarbanki hf.	1,94%	142.949.711
9 Imis ehf.	1,94%	142.938.276
10 Lambi ehf.	1,62%	119.115.229
11 Þræðir ehf.	0,58%	42.881.483
12 Elfar Aðalsteinsson	0,34%	25.255.478
13 Arion safnreikningur	0,31%	22.590.361
14 Kaupþing ÍS-15	0,31%	22.590.361
15 Kaupþing Heildarvísitölusjóður	0,10%	7.530.120
16 Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	0,10%	7.530.120
17 Glitnir banki hf.	0,05%	3.765.060
18 Kaupþing Investment Fund - Icelandic Equity	0,05%	3.765.060
19 Lífeyrissjóður verkfræðinga	0,05%	3.765.060
20 Guðmundur A. Birgisson	0,04%	2.708.411
Samtals 20 stærstu	97,89%	7.213.999.506
Aðrir hluthafar **	2,11%	154.421.547
Heildarhlutafé Skipta	100,00%	7.368.421.053

* Að auki eiga önnur dótturfélög Exista, Vátryggingafélag Íslands hf. og Líftryggingafélag Íslands hf. samtals 0,03% hlutafjár í Skiptum

** Þar af 3.274.664 hlutir í eigu félagsins sjálfs.

Sex lífeyrissjóðir áttu hlutafé í Skiptum hf. þann 25. mars 2008, samtals 1.512.239.296 hluti sem jafngiltu 20,51% af hlutafé félagsins.

Eign lífeyrissjóðanna í Skiptum hf. 25. mars 2008

	Eignarhlutur	Fjöldi hluta
Lífeyrissjóður verzlunarmanna	8,00%	589.620.388
Gilði lífeyrissjóður	8,00%	589.620.388
Stafir lífeyrissjóður	2,18%	160.897.780
Sameinaði lífeyrissjóðurinn	2,18%	160.805.560
Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	0,10%	7.530.120
Lífeyrissjóður verkfræðinga	0,05%	3.765.060
Samtals	20,51%	1.512.239.296

Spurningin sem forsvarsmenn lífeyrissjóðanna stóðu frammi fyrir var þessi. Hvort var betra að eiga áfram hlutabréf í Skiptum hf. eða selja þau og fá hlutabréf í Exista í staðinn.

Í fréttatilkynningu Exista kemur fram að undir forystu stjórnenda hafi Skipti og dótturfélög þess náð mjög góðum árangri innanlands og erlendis og aukið verulega umfang rekstrarins og þjónustu við viðskiptavini. Þá kemur einnig fram að eignarhald á félaginu sé samþjappað og að veruleg hætta sé á að Skipti hf. og hluthafar þess muni ekki njóta þeirra kosta sem fylgi skráningu á markaði. Í raun var hins vegar með yfirtökutilboðinu verið að þrengja eignarhald á félaginu.

Gengi Exista þróaðist með eftirfarandi hætti frá 1. október 2007 til 18. mars 2008.

Gengi Exista

Dags.	Gengi
01.10.07	33,00
01.11.07	32,00
03.12.07	25,50
03.01.08	18,55
01.02.08	14,22
03.03.08	11,90
18.03.08	10,10

Frá 1. okt. 2007 til 18. mars 2008 hafði gengi Exista fallið um 69,4%. Gengið 18. mars 2008 sem var 10,10 var dagslokagengi Exista á OMX ICE þann dag.

Tilboð Exista hljóðaði upp á 6,64 kr./hlut sem var sama verð og verið hafði í nýafstöðnu hlutafjárútboði Skipta. Greitt yrði með nýjum hlutum í Exista sem verðlagðir yrðu í samræmi við lokagengið 18.03.2008 sem er 10,10 kr./hlut. Samkvæmt þessu þá var hlutur

lífeyrissjóðanna samtals að verðmæti rúmar 10.000 mkr. sé m.v. gengið 6,64 fyrir hvern hlut.

Með tilboðsyfirliti Exista fylgdu m.a. valdar kennitölur úr rekstri Skipta árin 2005 – 2007 og voru þær þessar:

Valdar kennitölur úr rekstri Skipta

	2007	2006	2005
EBITDA framlegð	28,5%	33,4%	33,8%
EBIT framlegð	15,9%	18,2%	16,4%
Fjárfestingar sem hlutf. af sölu	11,6%	10,0%	22,0%
Eiginfjárlutfall	33,5%	33,1%	39,4%

EBITDA hlutfallið sem er einn mikilvægasti mælikvarði á rekstur fyrirtækis er mjög gott og í reynd eru svona hlutföll sjaldséð hjá fyrirtækjum sem standa í rekstri. Sama má segja um EBIT hlutfallið. Þá er eiginfjárlutfall félagsins gott, þ.e. milli 33-40%.

Síminn (Skipti) var með sterka stöðu á markaðnum. Má þar m.a. nefna langa rekstrarsögu, sterkar grunnstöðir, mikla markaðshlutdeild og jafnt og stöðugt tekjustreymi. Þá má einnig nefna fjárhagslega og tæknilega yfirburði yfir önnur fyrirtæki sem voru að reyna að hasla sér völl á sama markaði.

Eins og fram kemur í töflunni yfir 20 stærstu hluthafa Skipta þann 25. mars 2008, þá átti Exista 43,65% í félaginu og bar að gera öðrum hluthöfum yfirtökutilboð í þeirra hluti í félaginu. Ef Exista næði 90% yfirráðum yfir Skiptum þá gat/bar Exista skv. lögum skylda til að kaupa aðra hluthafa út úr félaginu.

Benda má á að nokkrir aðilar á listanum yfir 20 stærstu hluthafa Skipta voru tengdir Exista á einn eða annan hátt:

- Kaupþing sem var aðili fjárhagslega tengdur Exista átti 24,41% í Skiptum.
- Lambi ehf. átti 2,62% í Skiptum hf. Eigandi Lamba ehf. (nú B-17 ehf.) er Brynjólfur Bjarnason, þáverandi forstjóri Skipta hf.
- Þræðir ehf. átti 0,58% í Skiptum hf. Þræðir ehf. var stofnað af Símanum hf. Eigendur voru Síminn hf. og nokkrir stjórnendur Símans hf. Formaður stjórnar var Lýður Guðmundsson

og meðstjórnendur þeir Ágúst Guðmundsson og Brynjólfur Bjarnason.

Sex lífeyrissjóðir áttu samtals 20,51% hlut í Skiptum hf. Ef lífeyrissjóðirnir hefðu metið það þannig að betra væri að eiga hlutabréfin í Skiptum hf. áfram, þá hefði verið mjög einfalt fyrir forsvarsmenn sjóðanna að tala saman og mynda samstöðu um að halda hlutabréfunum ef þeir teldu það fýsilegan kost.

Fram kom hjá framkvæmdastjóra Sameinaða lífeyrissjóðsins, Kristjáni Erni Sigurðssyni, að sjóðurinn og Virðing hf. hefðu um mitt ár 2007 verið samála um selja bæri eignir Sameinaða lífeyrissjóðsins í Exista. Meginástæða þessa sjónarmiðs hefði verið sú að menn ættu orðið erfitt með að sjá hvernig ganga ætti upp annars vegar undirliggjandi verðmæti eigna félagsins og hins vegar markaðsverð félagsins. Sameinaði lífeyrissjóðurinn var sjálfum sér samkvæmur og hóf því að selja hlutabréf sín í Exista frá og með miðju ári 2007 fram á mitt ár 2008.

Kristján var af þessu tilefni spurður hvort engin samstaða hefði verið meðal lífeyrissjóðanna um að standa gegn yfirtökutilboði Exista. Að sögn Kristjáns mun svo ekki hafa verið og nefnir hann m.a. að nokkrir lífeyrissjóðir hefðu selt hlutabréf sín án þess að láta forsvarsmenn sjóðsins af því vita. Forsvarsmenn Sameinaða lífeyrissjóðsins hafi verið mjög ósáttir við þá ákvörðun. Hins vegar hafi sjóðurinn lítið getað gert þegar nokkrir lífeyrissjóðir höfðu helst úr lestinni en ljóst er að hefðu lífeyrissjóðirnir stillt saman strengi, hefðu þeir saman farið með yfir 10% eignarhlut og hefðu getað varist innlausnarkvöðinni. Svipað viðhorf kom fram hjá Árna Guðmundssyni, framkvæmdastjóra Gildis lífeyrissjóðs. Í máli Árna kom fram að Gildi hefði reynt að verjast yfirtökuskyldu enda hefðu forsvarsmenn sjóðsins verið mótfallnir yfirtökunni og haft takmarkaðan áhuga á hlutabréfum í Exista. Það hafi hins vegar ekki tekist og samþykkt sjóðurinn yfirtökutilboð Exista að lokum.

Viðtal nefndarinnar við Kristján Örn Sigurðsson, framkvæmdastjóra Sameinaða lífeyrissjóðsins, dags. 15.9.2011.

Viðtal nefndarinnar við Árna Guðmundsson, framkvæmdastjóra Gildis lífeyrissjóðs, dags. 8.6.2011.

Exista og tengdir aðilar voru langstærsta blokkinn í Skiptum hf. með um 71,3% eignarhlut. Næstir komu lífeyrissjóðirnir sex með 20,5% eignarhlut og

aðrir voru með um 8,2%. Sú spurning vaknar hvernig efirliti innan sjóðanna varðandi eignarhluti þeirra í Skiptum hf. hafi verið háttað m.t.t. hugsanlegrar yfirtöku sem augljóslega gat átt sér stað þegar litið er yfir hluthafalista félagsins. Með öðrum orðum, hvernig gættu lífeyrissjóðirnir eigna sinna. Augljóst má telja að hefðu lífeyrissjóðirnir með rúmlega 20% eignarhlut í Skiptum hf. komið fram sem sameinað afl, hefðu þeir getað haft áhrif á framvinduna og hún orðið önnur en hún að lokum varð. Samstaða og samvinna hjá þeim lífeyrissjóðum sem í hlut áttu virðist ekki hafa verið til staðar. Hlutabréfin sem sjóðirnir fengu í Exista voru orðin verðlaus í lok árs 2008.

5.1.10 Niðurlag

Að framan hafa verið gerðar athugasemdir við sumt í framkvæmd fjárfestingastefnu lífeyrissjóðanna á úttektartímanum. Ýmislegt hefði vissulega mátt betur fara. Gæta verður hins vegar þess þegar sjóðirnir eru gagnrýndir hvaða andi sveif yfir vötnunum í íslensku fjármálalífi allt frá einkavæðingu Búnaðarbankans og Landsbankans. Andi sem stjórnaðist m.a. af viðhorfum stjórnmalaleiðtoga sem töldu þjóðinni trú um að fjármálalífið hér væri í eðlilegum farvegi allt fram að falli bankanna. Áhrifum fjárfestinga- og viðskiptabanka, máttleysis og aðgerðaleysis eftirlitsstofnana og þeirri stefnu Seðlabanka Íslands að halda gengi krónunnar uppi meðan stætt var án þess að tryggja væri að aðrir kraftar efnahagslífsins væru þeim samstíga. Þessi andi hneig miklu frekar að því að efla útrás íslensku bankanna heldur en að tempra hana.

Nægir að nefna að stjórnvöld skipuðu á þessum tíma nefnd undir forystu Sigurðar Einarssonar þáverandi stjórnarformanns KB-banka, sem hafði það hlutverk að kortleggja möguleika Íslands á að verða alþjóðleg fjármálamidstöð.⁶⁰ Viðskiptaráð Íslands studdi einnig leynt og ljóst þá sem að útrásinni stóðu og sló þannig taktinn.

Annað var þó betur heppnað. Flestir sjóðanna, sem best stóðu af sér hrúnið, fóru t.d. upp úr miðju ári 2007 að draga kerfisbundið úr hlutafjáreign sinni í eignarhalds- og fjármálafyrirtækjum. Þessir sjóðir fjárfestu í staðinn í ríkisskuldabréfum og bankainnstæðum. Þeir drógu úr gjaldmiðlavörnum og jafnvel lokuðu þeim alveg fyrir fall bankanna. Þeir reyndu að draga sig út úr skuldabréfaeign í eignarhaldsfyrirtækjum en kaupendur að þeim skuldabréfum fundust fáir. Þeir treystu ekki á að gengi krónunnar héldist eða hækkaði á ný eftir niðursveifluna um páskaleytið 2008. Margir sjóðanna virðast og hafa gert sér nokkra grein fyrir því að það stefndi ekki til betri tíðar. Ráðstafanirnar voru hins vegar mjög misjafnlega vel heppnaðar. Þeir sem t.d. seldu hlutabréf og fjárfestu í skuldabréfum bankanna urðu fyrir tjóni. Þeir treystu á það að bankarnir héldu velli. Bankarnir féllu og meira segja neyðarlögin sem sett voru í kjölfar þess gerðu þessi skuldabréf réttlægri innstæðum í skuldaröð. Þetta hefur áhrif á uppgjör föllnu bankanna þessum sjóðum í óhag.

⁶⁰ Sbr. viðtal úttektarnefndar við Þorgeir Eyjólfsson, fyrrum forstjóra Lífeyrissjóðs verzlunarmanna, dags. 20.12.2010.

5.2 Stjórn og starfshættir

5.2.1 Inngangur

Í þessum undirkafla verður fjallað um stöðu og ábyrgð stjórnar og starfshætti í lífeyrissjóðum, hvernig stjórnir eru valdar og hvaða vandamál það getur skapað, hvaða mögulegu kostir geti fylgt því og hvert sé samband stjórnar og sjóðfélaga. Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða eru ræddar og samskipta- og siðareglur þeirra.

Það hefur komið fram áður í þessari skýrslu, að lífeyrissjóðir taka við fé frá einstaklingum sem óska eftir að það sé ávaxtað og varðveitt þangað til þeir

hafa lokið starfsævinni. Einstaklingar sem þiggja laun á vinnumarkaði eru ekki frjálsir að því að leggja fyrir í lífeyrissjóð, heldur kveða lög á um, að þeim beri að gera það og þeirri ákvörðun löggjafans er framfylgt að viðlagðri refsingu.

Starfsmenn og stjórnir lífeyrissjóða hafa ríkar skyldur við þá sem greiða iðgjöldin og ber að sjá til þess að sjóðfélagar geti treyst því að fá féð til baka með eðlilegum vöxtum þegar þeir þurfa á því að halda síðar á ævinni sökum aldurs eða örorku. Við núvirðingu í tryggingafræðilegu mati á réttindum sjóðfélaga og

þeim skuldbindingum sem hver lífeyrissjóður hefur undirgengist ber að miða við 3,5% ávöxtun umfram vísitölu neysliverðs.⁶¹ Sama mat á við um verðbréf með fastar tekjur og breytilegar.⁶² Aðrar viðmiðanir eiga við aðra flokka eigna. Þessi viðmiðun er til marks um varúð í mati á skuldbindingum lífeyrissjóða. Þótt ekki beri að líta svo á, að 3,5% sé almenn krafa um ávöxtun sem sjóðfélagar geti vænst að jafnaði, þá gefur þessi forsenda í tryggingafræðilegu mati tóninn um að við langtímaávöxtun sé byggt á þessari viðmiðun.

Starfsreglur íslenskra lífeyrissjóða kveða undan-tekningarlaust skýrt á um að stjórn sjóðsins skuli hafa hagsmuni hans að leiðarljósi í einu og öllu.⁶³ Þessar reglur eru ekki nýjar og þær eru ekki settar af því að stjórnir lífeyrissjóða hafi ekki haft hagsmuni sjóðanna að leiðarljósi. En það er ástæða til að segja þetta skýrt í reglum vegna þess að það er auðvelt að villast af leið í þessu efni eins og mörgum öðrum. Framar í skýrslunni er fjallað um það, að nú sé hægt að vera vitur eftir á (sjá kafla 1.8). Umfram það sem þar stendur er ástæða til að benda á tvennt: 1) Það er ekki hægt að ætlast til þess að stjórnir lífeyrissjóðanna hefðu getað séð fyrir atburðarásina sem leiddi til þess að allir stærstu bankar landsins urðu gjaldþrota og flestar þeirra virðast hafa verið þeirrar skoðunar að bankakerfið eða að minnsta kosti hluti þess myndi lifa af niðursveifluna. Að þessu leyti átti það við um sumar stjórnir lífeyrissjóðanna eins og marga aðra, að þær gerðu sér ekki grein fyrir þeim hættumerkjum sem fram voru komin og gáfu til kynna að bankakerfið væri í alvarlegum vanda. Það vissu allir sem kærðu sig um að bankakerfið var orðið tólf sinnum þjóðarframleiðslan íslenska að stærð, það lá fyrir í hagskýrslum, en fáir virðast hafa skilið að ein afleiðing þess var að íslenska ríkið, Seðlabanki Íslands, gat með engu móti verið bakhjarl þess, lánveitandi þess til þrautarvara. Það þýddi að gætu íslensku bankarnir ekki fjármagnað sig á alþjóðlegum lánamarkaði, hlytu þeir að riða til falls. Fagmenn í fjárfestingum, eins og þeir sem starfa í lífeyrissjóðunum, eiga að vera betur að sér um fjármálakerfið en almenningur og skilja það betur. Það felst einfaldlega í því að vera

61 Gr. 19, *Reglugerð um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða 1998*.

62 Gr. 20, sama.

63 Sjá til dæmis Starfsreglur stjórnar Gildis lífeyrissjóðs, gr. 1.3

fagmaður. 2) Nokkrir lífeyrissjóðanna tóku að flytja eignir sínar úr hlutabréfum í skuldabréf á síðari hluta ársins 2007 og fyrri hluta árs 2008 til að tryggja betur öryggi eignanna. Ef illa færi yrðu hlutabréf verðlaus en skuldabréf ættu kröfu í hugsanlegt þrotabú. Með neyðarlögunum voru innstæður í bönkunum færðar fremst í skuldaröðina og fram fyrir skuldabréf. Þessi aðgerð ríkisvaldsins skerti eignir margra lífeyrissjóða umtalsvert.

Á þeim árum sem hér eru til skoðunar varð margt til þess að koma í veg fyrir að stjórnir lífeyrissjóðanna tækju réttar ákvarðanir til eflingar hags lífeyrissjóðanna. Sumt var ekki hægt að sjá fyrir, á annað komu menn ekki auga þótt ýmsar vísbendingar væru fyrir hendi. Augljósasta dæmið var óeðlileg hegðun hlutabréfamarkaðarins. Menn vissu að sá markaður var „grunnur“ eins og það er nefnt, verð hlutabréfa byggðist á litlum viðskiptum á markaði og fyrir kom að verðið væri keyrt upp dagana fyrir ársfjórðungs-uppgjör. FL Group sem varð um tíma mjög verðmætt félag á markaði lenti í því árið 2007 að hálf stjórnin sagði af sér, einu áhrifin sem það hafði var að hlutabréf félagsins hækkuðu í verði. Það var óeðlilegt svo vægt sé til orða tekið. Það virðist heldur enginn vilji hafa verið til að meta gagnrýnum augum viðskiptafléttur sem augljóslega höfðu ekkert annað markmið en að hækka verð hlutabréfa án nokkurs tillits til rekstrarins og bankarnir fjármögnuðu allt saman, stundum í samvinnu við lífeyrissjóðina. Það, sem enginn vissi þá, var að íslensku bankarnir grófu sér sína eigin gröf ásamt stærstu þátttakendum í íslensku fjármálalífi. En þetta vitum við núna og það er rétt að reyna að draga einhverjar skynsamlegar ályktanir af því svo að lífeyrissjóðirnir hafi varann á sér í framtíðinni.

5.2.2 Vandí lífeyrissjóða

Hlutverk lífeyrissjóða er að sinna hagsmunum sjóðfélaga og engum öðrum. Ef allt er eðlilegt í viðskiptaumhverfi þeirra, þá þurfa starfsmenn og stjórn að gæta þess að ekki sé tekin óeðlileg áhætta, langtímasjónarmið látin ráða og tryggingar séu nægar og eðlilegar. Það starfa lánanefndir hjá flestum sjóðum sem lána sjóðfélögum til íbúðakaupa. Úttektarnefndin fékk gögn frá sumum sjóðanna um ferilinn í

lánnum til íbúðakaupa. Það einkenndi hann að gengið var rækilega úr skugga um að umsækjandi væri borgunarmaður fyrir láninu, það væri tryggt með veði í húseigninni þannig að áhætta sjóðsins af lánveitingunni væri hverfandi. Enda er það svo að þessar lánveitingar hafa reynst lífeyrissjóðunum trygg uppspretta ávöxtunar og afskriftir hverfandi. Það vakti athygli nefndarinnar að ferillinn virtist ekki jafn tryggur við ákvarðanir um aðrar fjárfestingar, skortur var á sjálfstæðum úttektum á fyrirtækjum, sem fjárfesta átti í, og treyst var á upplýsingar frá bönkunum og á markaðinn. Við fjárfestingu í skuldabréfum var ekki hugað að því að krefjast skilmála í bréfin þannig að breyttust aðstæður í fyrirtækinu, ný stjórn, taprekstur eða annað álíka, þá bæri að greiða bréfið upp. Fjármálamenn lágu síðan á því lúalagi að færa allar eignir úr einu félagi sem lífeyrissjóðir áttu skuldabréf í yfir í annað og skilja ekkert annað eftir í upprunalega félaginu en verðlausa skelina. Þetta var mögulegt vegna þess að skilmálar í bréfunum voru veikir frá upphafi. Það er eðlileg krafa til lífeyrissjóðanna að þeir vandi undirbúning stórra og mikilvægra fjárfestingarákvarðana með sama hætti og þeir vanda undirbúning ákvarðana um húsnæðislán til sjóðfélaga sinna.

Ein ályktun sem er umhugsunarverð er sú að lífeyrissjóðirnir flokki útgefendur eftir áhættu m.t.t. þess hverjir hafa stuðlað að mestu tapi þeirra og sú flokkun verði notuð á þann hátt að lífeyrissjóðir fjárfesti einfaldlega ekki í fyrirtækjum þar sem þessir einstaklingar eru í fyrirsvari eða eiga hluti í. Nefna má í þessu sambandi að norski olíusjóðurinn og fleiri lífeyrissjóðir á Norðurlöndunum hafa farið þá leið að setja fyrirtæki sem brjóta alþjóðlegar reglur á sviði vinnuverndar, mannréttinda o.s.frv. á svartan lista, sem þeir fjárfesta ekki í.⁶⁴

Einn vandi lífeyrissjóðanna stafar af því hve þeir eru stórir á íslenskum fjármálamarkaði. Ýmsir vilja hafa áhrif á hvar og hvernig lífeyrissjóðir fjárfesta. Þetta er kannski sýnilegast þegar erfiðleikar eru í viðskiptalífínu eins og verið hafa frá árinu 2008. Eftir að stærstu bankarnir hrundu þá hafa lífeyrissjóðirnir verið stærsta uppspretta fjármagns í landinu. Þeir hafa búið við gjaldeyrishöft frá árinu 2008 og ekki getað fjárfest í öðrum löndum nema með því fé sem

var erlendis þegar höftunum var komið á. Þeir hafa verið í vanda með fjárfestingar sínar vegna þess að fjárfestingarmöguleikar innanlands hafa verið takmarkaðir. Þeir hafa því sætt töluverðum þrýstingi um fjárfestingar í margs konar verðugum verkefnum sem ríkisvaldið eða aðrir vilja að verði að veruleika.

Það er ekkert að því að lífeyrissjóðir fjárfesti í framkvæmdum sem eru opinberar svo framarlega sem viðunandi ávöxtun fæst á fjármagnið. Það er ekki verjandi að lífeyrissjóðir leggi fram fjármagn til verðugra opinberra verkefna ef krafan er sú að þeir fái ekki greidda raunvexti eða markaðsvexti fyrir það. Það er nefnilega bein ávísun á skerðingu á kjörum sjóðfélaga.

Annar vandi lífeyrissjóða tengist þeirri staðreynd að í stjórnnum vinnumarkaðssjóða sem tengjast almennum markaði sitja fulltrúar frá launþegasamtökunum annars vegar og frá Samtökum atvinnulífsins hins vegar. Þessi vandi er tvískiptur. Annars vegar snýst hann um það að fulltrúar þessara samtaka kunnir að hneigjast til þess að taka ákvarðanir á öðrum forsendum en beinum hagsmunum sjóðfélaga í vissum tilvikum. Hins vegar tengist hann því að eigendur réttindanna í sjóðunum eiga engan beinan fulltrúa í stjórnnum sjóðanna, þar eru fulltrúar samtaka á vinnumarkaði. Í opinberu sjóðunum sitja fulltrúar ríkisins og launþegasamtakanna sem eiga aðild að þeim lífeyrissjóðum. Í sjóðum sem fjármála-fyrirtæki hafa stofnað til hafa setið fulltrúar þeirra til skamms tíma. Í þessum síðasta hópi hefur ástandið breyst eftir hrun og eru flestir stjórnarmenn nú kosnir beinni kosningu á ársfundum þessara sjóða. Í fyrrnefndum tveimur tegundum sjóða hefur skipulagið haldist sem hefur verið við lýði á síðustu áratugum.

Þessi vandi sem hér er lýst er stundum nefndur umboðsvandi en hann skapast þegar sjóðfélagar hafa ekki bein áhrif á stjórn sjóðsins.⁶⁵

Nefndin fann ekki nein nýleg dæmi þess að annarlegir hagsmunir hafi stjórnað ákvörðunum lífeyrissjóðanna sjálfra um fjárfestingar. Þau dæmi sem vöktu spurningar voru annars vegar um gamlar fjárfestingar og hins vegar um fjárfestingar annarra sem áhrif höfðu á hagsmuni lífeyrissjóða. Á síðasta áratug hefur orðið veruleg fækkun lífeyrissjóða og þeir

64 Kristján Geir Pétursson (2010), sama rit, bls. 100.

65 Tryggvi Þór Herbertsson (2004). *Stjórnun lífeyrissjóða*. Skýrsla til Landsamtaka lífeyrissjóða, bls. 4.

stækkað. Núverandi sjóðir erfðu fjárfestingarnar frá eldri sjóðum. Það er nokkuð ljóst að lengi vel virðast hafa ráðið alls konar staðbundin sjónarmið um fjárfestingu lífeyrissjóða og ætlast var til að þeir fjárfestu í fyrirtækjum á því svæði sem þeir störfuðu og styddu ýmis þarfleg verkefni í nærsamfélaginu. Þetta virðist hafa horfið á árunum eftir að lögin frá 1997 voru sett og það vildi enginn kannast við, að núna freistuðust lífeyrissjóðir til að setja fé í verkefni á eigin svæði þótt ekki væri tryggt að þau skiluðu sama arði og önnur möguleg verkefni.

Stjórnarmenn geta freistast til að hafa áhrif á fjárfestingar þannig að þær beinist að fyrirtækjum sem þeir annaðhvort starfa hjá eða eiga í eða fyrirtækjum þeim tengdum. Það var ekki hægt að merkja tengsl af þessu tagi og enginn vildi kannast við að hafa orðið þess áskynja að í stjórn sem hann sat hafi slíkum þrýstingi verið beitt. Í athugunum nefndarinnar hefur komið fram að stjórnarmenn sem hafa átt einhverra hagsmuna að gæta við ákvörðun hafi vikið af fundi. Vandinn við þetta fyrirkomulag er að það er einfaldlega ekki nægilegt að einn stjórnarmanna víki af fundi. Reglan ætti að vera sú, að hann mætti alls ekki á fundi þar sem hann á hagsmuna að gæta og kallaði til varamann. Það er betri trygging fyrir því að umfjöllunin í stjórn sjóðsins geti verið hlutlæg og gagnrýnin. Í næsta hluta, 5.2.3, verður fjallað um hlutabréfaeign stjórnarmanna og starfsmanna og skráningu hennar.

Það er nokkuð ljóst af skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis að starfskjör starfsmanna í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum íslensku bankanna virðast hafa haft áhrif á ákvarðanir þeirra í fjárfestingum.⁶⁶ Taldi nefndin að þeir hefðu hneigst í þá átt að taka ákvarðanir sem miðuðust við hag móðurfélagsins fremur en sjóðsins sem þeir störfuðu hjá því að kjör þeirra réðust af velgengni bankans, ekki sjóðsins. Sömuleiðis var talið að launakjör og þóknanir til starfsmanna bankanna hefðu áhrif á hvernig þeir settu mál sitt fram við viðskiptavinum.⁶⁷ Nefndin fann einungis eitt dæmi þess í svonefndum vinnumarkaðssjóðum að

samið hefði verið við sjóðstjóra lífeyrissjóðs um árangurstengdar greiðslur sem höfðu þó í reynd hverfandi áhrif á kjör hans. Hins vegar var algengt hjá lífeyrissjóðum í rekstri bankanna að samið væri við sjóðstjóra og framkvæmdastjóra og aðra sem sáu um fjárfestingar sjóðanna um árangurstengdar greiðslur. Ekki var óalgengt að slíkar greiðslur næmu 30-60% af kjörum viðkomandi starfsmanns.⁶⁸ Það hefur því ekki verið um að ræða vanda innan lífeyrissjóðanna sambærilegan þeim sem bankarnir lentu í. En þess ber að geta að þegar lífeyrissjóðir gera vörslusamning við banka um hluta af fjármagni sínu, þá eru það starfsmenn bankanna sem taka ákvarðanir um fjárfestingar fyrir hönd lífeyrissjóðanna. Stjórn lífeyrissjóðsins sem gerir slíkan samning ræður engu um launakjör starfsmanna bankanna. Það virðist vera skilningur flestra lífeyrissjóða að ef fjárfesting byggð á vörslusamningi rúmast innan fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðs, þá hefur banki heimild til að ákveða hana. Það er því nokkur hætta á því að starfsaðstæður í bankanum geti haft og hafi haft áhrif á fjárfestingarákvarðanir.

Lífeyrissjóðalögin segja fyrir um að stjórn lífeyrissjóðs eigi að ákveða hver skuli vera fulltrúi hennar í stjórn stofnunar eða atvinnufyrirtækis, nema lög kveði á um annað.⁶⁹ Íslenskir lífeyrissjóðir hafa ekki mótað sér sameiginlega stefnu um stjórnarsetu í fyrirtækjum á þeirra vegum, heldur hefur hver sjóður fyrir sig mótað sína stefnu. Það er rétt að benda á, að því getur fylgt hætta að skipa stjórnarmanneskju í lífeyrissjóði í stjórn fyrirtækis sem lífeyrissjóður á einhvern hlut í. Hættan er mögulegur hagsmunarárekstur ef stjórnarmaður lífeyrissjóðs þarf hugsanlega að gæta hagsmuna annarra. Það er af ýmsum ástæðum betra fyrir lífeyrissjóð að fá utanaðkomandi aðila til að sitja í stjórnnum fyrirtækja sem hann á hlut í ef það er vilji sjóðsins að eiga stjórnarmann í þeim fyrirtækjum.

Hér að ofan var nefndur sá vandi að eigendur réttindanna í sjóðunum gætu ekki sjálfir ráðið því hverjir eru fulltrúar þeirra í stjórn sjóðanna. Þetta fyrirkomulag á sér þær sögulegu rætur að það voru atvinnurekendur og verkalýðsfélögin sem sömdu upphaflega um framlög í lífeyrissjóði og ekki skrytið

66 Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Trygvi Gunnarsson. *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna. Rannsóknarnefnd Alþingis*. 4. bindi, (Reykjavík, Alþingi, 2010, bls. 204-205).

67 Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir. *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna. Rannsóknarnefnd Alþingis*. 8. bindi, bls. (Reykjavík, Alþingi, 59-62).

68 Sjá umfjöllun um lífeyrissjóði í rekstri Glitnis, Kaupþings og Landsbankans (Almenna lífeyrissjóðinn, Frjálsa lífeyrissjóðinn, Íslenska lífeyrissjóðinn, o.fl.). 69 29. gr. 2. mgr. 6. t. *Laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða* nr. 129/1997.

þótt þeir hafi samið um að fulltrúar þeirra sitji í stjórnnum sjóðanna. Spurningin er sú hvort þetta viðtekna fyrirkomulag styðjist við einhver rök?

Fyrstu rökin gætu verið þau, að þetta fyrirkomulag sé allt í lagi því að eigendurnir eigi í reynd fulltrúa í stjórn því að launþegahreyfingin ákveði sína fulltrúa og þar með geti eigendur réttindanna haft óbein áhrif á hver situr í stjórn. En þessi rök eru óviðunandi. Verkalýðsfélögin kjósa iðulega fulltrúaráð fyrir ársfund lífeyrissjóðs og það er þetta fulltrúaráð sem velur stjórnarmennina. Þetta er einfaldlega of löng leið frá vilja eiganda lífeyrisréttar til þess hver verður stjórnarmaður fyrir hans hönd. Í annan stað þarf svo að svara því af hverju fulltrúar atvinnurekenda sitja í stjórninni til jafns við fulltrúa verkalýðshreyfingarinnar. Þeir eru ekki fulltrúar eigendanna með svipuðum hætti og fulltrúar verkalýðshreyfingarinnar eru. Þótt þeir greiði í sjóðina þá er það á grundvelli samnings og þeir hafa engan eignarrétt yfir þeim fjármunum sem safnast í sjóðina.

Næstu rök geta verið þau, að þetta fyrirkomulag hafi í öllum aðalatriðum reynst vel, lífeyrissjóðakerfið hafi vaxið og dafnað vegna þess að lífeyrisréttindi hafi verið hluti af kjarasamningum og það mæli að minnsta kosti með þessu fyrirkomulagi fremur en gegn því. Það er alveg rétt að lífeyrissjóðakerfið íslenska er vel heppnað í alþjóðlegum samanburði (sjá skýrslu Katrínar Ólafsdóttur í viðauka aftast í þessu bindi). Þetta er mikilvæg staðreynd og þess vegna virðist rétt að fara varlega í grundvallarbreytingar á því. Það virðist líka ljóst af þeim gögnum sem nefndin hefur fengið að það er ekkert samband á milli fyrirkomulags stjórnar og hve miklu lífeyrissjóður tapaði í hruninu. Sumir sjóðir sem velja alla stjórn sína á ársfundi töpuðu mjög miklu. Það er því ekki hægt að rökstyðja nýtt fyrirkomulag stjórnar á þeirri forsendu, að líklegra sé að beint kjörnir fulltrúar verji fé lífeyrissjóðanna betur en þeir sem nú sitja þar.

Þriðju rökin gætu verið þau, að lífeyrissjóðakerfi sem ekki styddist við bakland frá verkalýðshreyfingu og atvinnurekendum, væri mun veikara gagnvart þrýstingi og yfirgangi ríkisins sérstaklega en líka þrýstingi stórra fyrirtækja og eigenda þeirra en kerfi þar sem ársfundur velur stjórn. Því gengi ver að gæta hagsmuna lífeyriskerfisins gagnvart utanaðkomandi öflum, það gæti orðið munadarlaust í þjóðfélaginu

og það yrði að líkindum erfiðara fyrir atvinnurekendum og launþega að ná saman í samningum um framlög til lífeyris ættu þeir enga aðild að stjórnnum sjóðanna. Það er rétt að vanmeta ekki bakland kerfisins í þessum tvennum stóru samtökum en það virðist ómögulegt að segja til um það hvernig nýtt fyrirkomulag á vali stjórnar dugar kerfinu. Breytingum fylgir alltaf einhver áhætta en í þessu tilviki vitum við ekki hver hún í rauninni er.

Síðustu rökin gætu verið þau, að lífeyrissjóðirnir væru orðnir svo auðugir að það væri varasamt að láta ársfundi kjósa stjórn þeirra. Það er mikill munur á því að vera eigandi réttinda í lífeyrissjóði og sitja í stjórn lífeyrissjóðs og þurfa að taka ákvarðanir um fjárfestingu upp á milljónatugi eða hundruð milljóna. Það er alveg rétt, að á þessu er mikill munur enda gera lögin ráð fyrir að stjórnarmenn lífeyrissjóða uppfylli strangar kröfur en engar kröfur eru gerðar til eigenda réttindanna í sjóðnum. Þessar kröfur eru óháðar því fyrirkomulagi sem haft er á því að velja til stjórnarinnar. Strangt eftirlit Fjármálaeftirlitsins með þeim sem taka sæti í stjórnnum lífeyrissjóða ætti að tryggja hæfi þeirra óháð því hvernig valið er.

Úttektarnefnd lífeyrissjóðanna leggur til að lífeyrissjóðir á almennum markaði og opinberum móti sér þá stefnu að einn eða fleiri stjórnarmenn séu kosnir beinni kosningu á ársfundi lífeyrissjóðsins. Fimm árum héðan í frá verði reynslan af þessu fyrirkomulagi metin og athugað hvort lengra skuli haldið.

5.2.3 Ábyrgð stjórnar og samband hennar við framkvæmdastjóra, starfsmenn og sjóðfélaga

Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á öllum rekstri hans og ákvörðunum. Hún hefur almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins.⁷⁰ Í lífeyrissjóðalögnum eru tilgreind sérstaklega átta verkefni sem stjórnin á að annast. Á meðal þeirra er að setja reglur um upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar um rekstur, setja verklagsreglur um verðbréfavíðskipti lífeyrissjóðsins, starfsmanna hans og stjórnar, móta innra eftirlit sjóðsins. Fjallað verður um verklagsreglur um verðbréfavíðskipti í næsta hluta þessa kafla, 5.2.4. Það segir einnig í lögnum að „ráðstafanir sem eru óvenjulegar eða mikilsháttar

⁷⁰ 29. gr. 1. mgr. Laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997.

getur framkvæmdastjóri aðeins gert samkvæmt heimild frá sjóðstjórn“.⁷¹ Mikilvægt er að gengið sé eftir því að framkvæmdastjórum, sjóðstjórum og öðrum sem koma að fjárfestingum lífeyrissjóða séu settar reglur þar sem fjárfestingarheimildir þeirra eru tíundaðar.

Í reynd er það svo að stjórn kemur ekki að almennum rekstri lífeyrissjóðs, hann er á verksviði framkvæmdastjóra. Hún fylgist með og sinnir eftirlitsskyldu sinni, mótar fjárfestingarstefnu og tekur ákvarðanir um það sem er óvenjulegt eða mikilsháttar. Stjórn þarf að fá upplýsingar reglulega svo að hún geti sinnt eftirliti og tekið ákvarðanir sem eru skynsamlegar. Framkvæmdastjóri ber ábyrgð á því að stjórn fái vandaðar og ítarlegar upplýsingar reglulega. Sömuleiðis þarf innra eftirlit að skila upplýsingum að minnsta kosti tvisvar á ári til stjórnar. Stjórn þarf síðan að taka fyrir og ræða þau mál sem eru óvenjuleg eða meiriháttar fyrir sjóðinn. Í lögnum eru engar vísbendingar um hvað telst vera óvenjulegt eða meiriháttar og er það því lagt í hendur stjórnar sjóðanna og framkvæmdastjóra að ákveða hvað á að miða við í þeim efnum.

Það er ljóst af samtölum úttektarnefndarinnar við fulltrúa lífeyrissjóðanna að túlkunin á því hvað telst vera óvenjulegt eða meiriháttar er mjög á reiki. Það eru fáir sjóðir sem hafa sett sér viðmiðanir um hvað telst vera meiriháttar eða óvenjulegt. Stjórnir nokkuð margra sjóða skilja það sem er óvenjulegt þannig, að það séu fjárfestingar í óskráðum félögum. Eðlilegur skilningur á því sem er óvenjulegt er að það sé frávík frá hinu venjulega sem er mun víðara en einvörðungu fjárfestingar í óskráðum félögum. Það gætu verið fjárfestingar í nýjum félögum, í nýjum tegundum af félögum eða nýjum tegundum af fjármálagerningum. Einmitt af því að ekki hefur verið fjárfest í þeim áður, þá er það óvenjulegt að byrja að fjárfesta í þeim.

Sumir sjóðir höfðu sett sér viðmiðanir um hvað telst vera óvenjulegt og voru það þá yfirleitt upphæðir sem fjárfest var fyrir hverju sinni. Það gátu verið 20-30 milljónir upp í 500 milljónir eftir stærð lífeyrissjóðsins. Það er eðlilegt að skilningur á því hvað er meiriháttar standi í samhengi við stærð og umfang

hvers sjóðs. Þess vegna er ekki hægt að hafa sömu viðmiðanir óháð stærð sjóðsins.

Í reglum hvers sjóðs verða að vera viðmiðanir um hvað er óvenjulegt og hvað er meiriháttar. Framkvæmdastjóri þarf að vita hvað er óvenjulegt og hvað er meiriháttar til að geta metið hvað þarf að fara fyrir stjórn, hvað hann hefur sjálfur heimild til að ákveða. Það má gera ráð fyrir að framkvæmdastjóri ræði við stjórn og sérstaklega við stjórnarformann um það sem hann er ekki öruggur með og fái smám saman glögga tilfinningu fyrir hvar mörkin liggja. En það er ekki æskilegt að þetta atriði mótist með þeim hætti. Ástæðan er sú að lögin kveða skýrt á um þetta og það er eðlileg krafa að um þetta séu til skráðar viðmiðanir. Lögin segja til dæmis að framkvæmdastjóri geti aðeins framkvæmt ráðstafanir sem eru óvenjulegar eða meiriháttar samkvæmt heimild frá sjóðstjórn. Í reglum margra sjóða er kveðið á um að framkvæmdastjóri geti ákveðið ráðstafanir sem eru óvenjulegar eða meiriháttar í samráði við formann stjórnar og báðir þurfi að skrifa undir skjöl sem varða slíka ráðstöfun. Það verður að skilja bæði lögin og reglurnar svo að framkvæmdastjóri hafi þessa heimild. En spyrja má, geta aðrir fengið þessa heimild? Hvað með aðra starfsmenn sjóðsins? Hvað með starfsmenn fjármálafyrirtækja sem sjóðurinn gerir samninga við um eignastýringu? Er þeim heimilt að taka ákvarðanir eða grípa til ráðstafana sem eru óvenjulegar eða mikilsháttar? Í sumum samningum lífeyrissjóða við fjármálastofnanir er kveðið á um að fjármálastofnunin megi ekki taka ákvarðanir sem eru óvenjulegar eða mikilsháttar. En á hún þá að leita til framkvæmdastjóra eða stjórnar?

Það virðist vera svo að myndast hafi skilningur á því að heimilt sé að framselja þetta vald til annarra en framkvæmdastjóra, annaðhvort staðgengils hans eða til stofnana sem sjóður gerir samninga við. Það er ástæða til þess að skýrt sé kveðið á um heimild af þessu tagi í reglum sjóða og öllum samningum sem þeir gera og sömuleiðis að þar séu viðmiðanir um hvað er óvenjulegt og hvað mikilsháttar.

Langtímahagsmunir sjóðfélaga eiga að ráða því hvaða ákvarðanir stjórn lífeyrissjóðs tekur eins og komið hefur fram. Það er eðlileg krafa sjóðfélaga að fá aðgang að öllum viðeigandi upplýsingum um fjárfestingarstefnu og fjárfestingar sjóðs eftir því sem

71 31. gr. 4. mgr. sama.

mögulegt er. Best væri ef sem flestar slíkar upplýsingar væru aðgengilegar á vef hvers sjóðs. Í ársskýrslum er líka eðlilegt að nokkrar lykilupplýsingar um stöðu og raunávöxtun sjóðsins í heild og einstakra eignasafna sé að finna samandregnar á einu blaði framarlega. Skýrslurnar sem flestir íslenskir lífeyrissjóðir gefa út á hverju ári eru glæsilegar og þar er margt upplýsinga að finna. En það er fyrirhöfn fyrir almennan sjóðfélaga að fara í gegnum alla skýrsluna og reyna að átta sig á lykiltölum og ekki víst að hann skilji þau hugtök og heiti sem notuð eru í ársskýrslunum. Þess vegna væri æskilegt að sjá á einum stað lykiltölur og afkomu sjóðsins á föstu verðlagi síðustu fimm árin. Þetta skiptir máli fyrir málefnalegar umræður um stöðu og horfur lífeyrissjóðs og fyrir þær ákvarðanir sem teknar kunna að vera á ársfundi.

Eitt sem stuðlað getur að því að samband stjórnar lífeyrissjóðs og sjóðfélaga verði ekki eins náðið og það ætti að vera er að stjórnir kunna að sitja lengi og lítil endurnýjun verði í þeim. Löng stjórnarseta getur skapað aukna hættu á því sem nefnist umboðsvandi og vikið var að áður. Þá vaknar spurning um það hvort setja ætti eitthvert hámark á það hve lengi stjórnarmenn geta setið í stjórn. Kjörtímabil stjórna getur verið breytilegt og þess vegna virðist eðlilegt að miða við tiltekinn árafjölda fremur en kjörtímabil. Ein hugmynd gæti verið að takmarka setu við 12 til 16 ár. Það er nokkuð langur tími og kannski finnst einhverjum það fulllangur tími. En þá er þess að gæta að nú hafa kröfur verið hertar til þeirra sem sitja í stjórnnum lífeyrissjóða, þeir þurfa að sitja námskeið og gangast undir próf til að Fjármálaeftirlitið telji þá fullnægja skilyrðum sem stjórnarmenn þurfa að uppfylla. Þess ber einnig að gæta að það verður að ætla nýjum stjórnarmönnum tíma til að læra á þá ábyrgð sem þeir hafa tekist á hendur. Sömuleiðis verður að tryggja samfellu í störfum stjórnar hvers sjóðs. Að öllu samanlögðu virðist eðlilegt að stjórnarmenn geti setið 8 ár og 12 ár hið lengsta.

5.2.4 Stjórn og verðbréfaeign

Eitt af tilgreindum verkefnum stjórnar lífeyrissjóðs í lögum er að setja verklagsreglur um „verðbréfaviðskipti lífeyrissjóðsins, stjórnar hans og starfsmanna“.⁷² Þetta hafa allar stjórnir lífeyrissjóða

sem eru opnir gert en ekki allir þeir sem eru lokaðir, þ.e.a.s. taka ekki við nýjum félögum. Í raun ætti hluti þess að semja slíkar reglur að felast í því að tilgreina regluvörð sjóðsins. Fjármálaeftirlitið ætti í þessu sambandi að setja reglur um regluvörslu þar sem tryggt er að utanaðkomandi aðili sinni þessu verkefni fyrir sjóðina.

Í öllum þeim verklagsreglum sem skoðaðar voru taka þær til starfsmanna og gera þeim að gefa upplýsingar um alla sína verðbréfaeign en í einhverjum tilvikum er stjórn undanþegin þessari skyldu, m.a. í öllum sjóðum í rekstri Landsbankans.⁷³ Í einum sjóði sem gerði þessa undantekningu gerðu innri endurskoðendur sjóðsins þá athugasemd við undanþáguna, að eðlilegt væri að gera þá kröfu til stjórnar lífeyrissjóðs sem á að stuðla að almannahagsmunum að „upplýsa um verðbréfaeign sína og öll eigin viðskipti meðan á stjórnarsetu stendur án nokkurrar undanþágu. Slík upplýsingaskylda eykur á trúverðugleika stjórnar og gagnsæi í störfum“.⁷⁴ Staða stjórnar gagnvart sjóðfélögum er viðkvæm og stjórn verður að taka tillit til þess. Það breytir engu hvort stjórn er kjörin beinni kosningu sjóðfélaga á ársfundi eða óbeinni eða hún tilnefnd. Aðalatriðið er að hagsmunir stjórnarmanna rétt eins og hagsmunir starfsmanna geta rekist á hagsmuni sjóðsins og til að koma í veg fyrir það verða að liggja fyrir upplýsingar um eignir allra þessara aðila og þeir verða að tilkynna regluverði um öll sín viðskipti samdægurs eins og alltaf er kveðið á um í verklagsreglum. Sé um vafa að ræða ber að leita álits regluvarðar eða þess starfsmanns sem hefur það hlutverk.

Úttektarnefnd lífeyrissjóðanna tekur undir það að stjórnarmenn eigi að upplýsa um alla verðbréfaeign sína og stjórnarsetu í fyrirtækjum um leið og þeir setjast í stjórn lífeyrissjóðs og um öll viðskipti sín. Sama á við um starfsmenn sjóðs.

5.2.5 Staða lífeyrissjóða í rekstri fjármálafyrirtækja

Nokkrir þeirra lífeyrissjóða sem nú starfa eiga uppruna sinn hjá banka eða fjármálafyrirtæki. Þeir

⁷³ Sjóðir í rekstri Landsbankans sem hér um ræðir eru: Íslenski lífeyrissjóðurinn, Lífeyrissjóður Tannlæknafélags Íslands, Eftirlaunasjóður Félags íslenskra atvinnuflugmanna og Kjölur.

⁷⁴ Íslenski lífeyrissjóðurinn, apríl 2009, innri endurskoðun, bls. 6. Þetta kemur einnig fram í Íslenski lífeyrissjóðurinn. Endurskoðunarskýrsla 2008, bls. 4.

⁷² 3. mgr. 6. tl. 29. gr. laga nr. 129/1997.

sjóðir eru í nokkuð annarri stöðu en þeir sjóðir, sem komnir eru til vegna samninga á vinnumarkaði, almennum eða opinberum. Þeir lífeyrissjóðir sem hér er vísað til eru Frjálsi lífeyrissjóðurinn, Almenni lífeyrissjóðurinn og Íslenski lífeyrissjóðurinn.

Þessir sjóðir eiga hver með sínum hætti uppruna sinn í því að banki sér sér hag í því að bjóða upp á séreignarsparnað, stundum fyrir starfsmenn sína, stundum viðbótarsparnað. En nú bjóða allir þessir sjóðir bæði upp á samtryggðan lífeyrissparnað og séreignarsparnað byggðan á viðbótarframlögum.

Allir sjóðirnir heyra undir lögina frá 1997 en þá breyttist umhverfið, skuldbindingar sjóðanna við sjóðfélaga urðu skýrari, staða sjóðfélaga varð ljósari. Starfsemi lífeyrissjóða er leyfisskyld skv. þessum lögum, þeir verða að hlíta eftirliti fjármálaráðuneytisins og Fjármálaeftirlitsins, í lögnum er kveðið á um endurskoðun, ársreikninga, innra eftirlit og fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða. Þessi umgjörð öll miðast við það að tryggja hagsmuni sjóðfélaga, sjá til þess að þeir geti treyst því að þeir fái þær greiðslur sem þeir inna af hendi til baka þegar starfsævinni lýkur.

Í samþykktum þessara sjóða nú er ljóst að þeir eru óháðir bankanum sem stofnaði til þeirra eins og lögina gera ráð fyrir. En það er ljóst að þeir voru fram að falli bankanna of háðir þeim miðað við ákvæði laganna, bankarnir skipuðu stjórnarmenn lífeyrissjóðanna og starfsmenn og/eða yfirmenn banka settust í stjórn lífeyrissjóðs. Það vekur nokkra undrun að þetta fyrirkomulag hafi viðgengist og hvorki fjármálaráðuneytið né Fjármálaeftirlitið virðast hafa gert athugasemdir við tók bankanna á þessum lífeyrissjóðum. Það var ekki horft til þess að lífeyrissjóður sem hefur fengið starfsleyfi er sjálfstæð stofnun sem hefur skyldur við sjóðfélaga, ekki við þá sem stofnuðu til hans. Nú er ljóst af samningum þessara sjóða við viðskiptabanka sína að þeir eru og eiga að vera sjálfstæðir. Þess er einnig gætt að stjórnarmenn séu ekki starfsmenn bankanna nema þar sem stjórn sjóðs er kosin á ársfundi, þá ræður ársfundurinn hverjir veljast til stjórnar og koma þá starfsmenn banka til greina jafnt sem aðrir. En það er óeðlilegt að banki velji stjórnarmenn lífeyrissjóðs þótt þeir séu ekki starfsmenn bankans.

En er einhver hætta sem fylgir því að banki starfræki lífeyrissjóð á sínum forsendum? Til að átta sig

á henni er ástæða til að hyggja að sambandi fjárfestingar- og verðbréfasjóða íslensku bankanna og bankanna sjálfra. Í skýrslu RNA er fjallað um þetta samband í 4. Bindi, 14. kafla.⁷⁵

Í skýrslunni er fjallað um fjárfestingar- og verðbréfasjóði allra stóru bankanna þriggja. Munurinn á þessum tveimur tegundum sjóða er sá að fjárfestingarsjóðir eru áhættusamari af því að þeir hafa rýmri fjárfestingarheimildir og þá má einungis markaðssetja á innanlandsmarkaði. Hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum eru alltaf innleysanleg að kröfu eigenda en hlutdeildarskírteini í fjárfestingarsjóðum eru það ekki. Þessir sjóðir eru í eigu rekstrarfélaga sjóðanna og eru sjálfstæð með eigin stjórn þótt banki eigi allt hlutfé í þeim og hagsmunir rekstrarfélagsins þurfa alls ekki alltaf að vera þeir sömu og bankans sem á það. Fjármálaeftirlitið gefur út starfsleyfi fyrir rekstrarfélög fjárfestingar- og verðbréfasjóða og hefur eftirlit með starfsemi þeirra. Rekstrarfélög stóru bankanna þriggja hétu Glitnir sjóðir, Landsvaki og Rekstrarfélag Kaupþings og verðmæti sjóða þeirra í september 2008 var um 900 milljarðar króna, meira en helmingur landsframléiðslu á Íslandi.

Það er ekki ætlunin hér að greina umsögn RNA um fjárfestingar þessara sjóða, heldur vekja athygli á fáeinum atriðum um tengsl og sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart bankanum.

„Rekstrarfélög eru sjálfstæð fjármálafyrirtæki. Það hefur mikla þýðingu að þau séu óháð móðurfélögum sínum. Eins og umfjöllunin hér að framan ber með sér var sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögnum, bönkunum, lítið. Birtist það annars vegar í því að skýrum ákvæðum laga, sem ætlað er að tryggja óhæði og vernda hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa, var ekki fylgt og hins vegar í afstöðu stjórnar og starfsmanna rekstrarfélaganna gagnvart sjálfstæði þeirra. Starfsmenn litu nánast á sig sem starfsmenn bankanna og leitast var við að tengja starfsemi rekstrarfélaganna við móðurfélögin, bankana. Glöggt dæmi um hvernig skorti á að starfsmenn rekstrarfélaganna gættu að sjálfstæði þeirra

75 Páll Hreinsson, Sigríður Benediktssdóttir og Tryggvi Gunnarsson Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir. Rannsóknarnefnd Alþingis. 4. bindi (Reykjavík: Alþingi, 2010, bls. 135-239).

var þegar framkvæmdastjóri Landsvaka sendi bankastjórum Landsbankans tölvubréf 31. maí 2008 sem innihélt lista yfir stóran hluta eigenda hlutdeildarskírteina. Ekki verður séð að þessar upplýsingar hafi átt neitt erindi til bankastjóranna enda um að ræða upplýsingar annars fjármálafyrirtækis sem þagnarskylda ríkti um, sbr. 58. gr. laga nr. 161/2002.⁷⁶

Það er ljóst af þessu að eitt mikilvægasta atriðið til að tryggja hagsmuni þeirra sem eiga eignir í slíkum sjóðum er að þeim sé stjórnað í ljósi þeirra hagsmuna en ekki hagsmuna eigenda rekstrarfélagsins. En það má sjá allmörg dæmi þess að sjóðunum hefur verið beitt til að tryggja hagsmuni eigenda bankanna á þeim tíma og hagsmuni bankanna sjálfra sem voru aðrir en hagsmunir eigenda hlutdeildarskírteina í sjóðunum.⁷⁷ Stjórn hvers rekstrarfélags og stjórn hvers sjóðs á að tryggja að fyrst og fremst sé gætt hagsmuna eigenda hlutdeildarskírteina en þegar í þessum stjórnnum sitja starfsmenn og yfirmenn bankanna sjálfra sem virðast alls ekki greina á milli hagsmuna rekstrarfélagsins og bankans er vart við öðru að búast en ákvarðanir verði óeðlilegar, jafnvel ólöglegar.

Það hefði mátt búast við svipuðum atriðum í umgengni bankanna við lífeyrissjóði sem þeir höfðu stofnað til og stjórnað og í umgengni við eigin verðbréfa- og fjárfestingarsjóði. Það virðist þó ekki vera hægt að segja það sama um lífeyrissjóði bankanna og gert er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði þeirra.⁷⁸

Úttektarnefnd lífeyrissjóðanna leggur til að bæði fjármálaráðuneytið og Fjármálaeftirlitið gangi harðar fram í því að lífeyrissjóðir séu óháðir öðrum en sjóðfélögum og komi í veg fyrir að fjármálafyrirtæki sem stofna til lífeyrissjóðs hafi nokkur áhrif á stjórn hans eða starfsemi.

5.2.6 Ábyrgar fjárfestingar lífeyrissjóða

Sameinuðu þjóðirnar hafa látið semja reglur um ábyrgar fjárfestingar. Þessar reglur eru ekki bindandi, heldur einungis til viðmiðunar fyrir stofnana- og

fagfjárfesta. Aðalatriði þessara reglna er að taka tillit til fleiri atriða en skammtímahagnaðar, huga að langtímahagnaði og að stjórnarhættir fyrirtækja, umhverfisþættir og félagslegir þættir eigi að hafa áhrif á fjárfestingar vegna þess að þessir þættir geti haft áhrif á árangur fjárfestingar til lengri tíma.⁷⁹ Þetta eru nefndir UFS-þættir. OECD hefur samið leiðbeinandi reglur um stjórnarhætti fyrirtækja⁸⁰ og Viðskiptaráð, Samtök atvinnulífsins ásamt Kauphöllinni hafa samið leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja.⁸¹ Sumar þessar reglur hafa haft áhrif á lífeyrissjóðina en aðrar ekki.

UFS-þættir sem fjallað er um í reglum Sameinuðu þjóðanna eru settir fram í sex liðum en efnislega virðist mega skipta þeim í tvennt. Fyrri efnisþátturinn er í raun ásetningur um að UFS-þættir hafi áhrif á fjárfestingar: Kveðið er á um að taka tillit til UFS við mat á fjárfestingarkostum í undirbúningi ákvarðana, UFS-þættir verði í eigendastefnu og aðferðum, sóst verði eftir viðeigandi upplýsingum um UFS-málefni hjá þeim fyrirtækjum sem fjárfest er í, stuðlað verði að því að reglur SP verði viðurkenndar og þeim framfylgt í fjárfestingarstarfsemi, fylgjendur reglnanna auki hæfni sína til að framfylgja reglunum og geri jafnframt grein fyrir framgangi sínum við að koma þeim á. Síðari þátturinn er efnislegt inntak reglnanna. Um hann segir nánast ekki neitt í reglunum.

Í OECD-reglunum er fjallað um fimm aðalatriði: 1. réttindi hluthafa, 2. jafnræði hluthafa, 3. hlutverk hagsmunaaðila, 4. upplýsingar og gagnsæi og 5. skyldur stjórnar. Réttindi hluthafa eru skýrð svo að stjórnskipulag fyrirtækis eigi að vera þannig, að það verndi rétt hluthafa, sem felst til dæmis í rétti til reglulegra upplýsinga frá fyrirtækinu, rétti til að kjósa í stjórn og taka þátt í almennum hluthafafundum svo eitthvað sé nefnt. Jafnræði hluthafa felst í því að stjórnskipulagið tryggi sanngjarna meðferð allra hluthafa. Hagsmunaaðilar fyrirtækis eru starfsmenn, lánardrottinn, birgjar. Fyrirtækið rækir hlutverk sitt gagnvart hagsmunaaðilum ef það fjárfestir í

76 Sama, bls. 204

77 Sama, sjá t.d. bls. 161, 174 og 186.

78 Sbr. umfjöllun í 4. hefti skýrslu RNA, bls. 135 o.áfr.

79 Reglur Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar, þýtt að tilhlutan Landssamtaka lífeyrissjóða 2006. Sjá einnig Kristján Geir Pétursson (2010), sama rit, bls. 62-63.

80 *Reglur Efnahags- og framfarastofnunarinnar, OECD, um stjórnskipulag fyrirtækja*, (2000), gefið út af Landssamtökum lífeyrissjóða.

81 Viðskiptaráð Íslands, Samtök atvinnulífsins, Kauphöllin (Nasdaq OMX). Stjórnarhættir fyrirtækja. Leiðbeiningar. (2009) 3. útgáfa. Sjá einnig Kristján Geir Pétursson (2010), sama rit, bls. 62-69.

mannauði í þágu fyrirtækisins svo að dæmi sé nefnt. Skylda til að veita upplýsingar er að birta reglulega upplýsingar um öll málefni sem tengjast fyrirtækinu, til dæmis um stjórnarmenn, reynslu þeirra, hæfni og laun. Stjórn fyrirtækis ber ábyrgð á að hafa eftirlit með stjórnendum og hún ber ábyrgð gagnvart hluthöfum, hún ber ábyrgð á stefnumótun, á að velja helstu stjórnendur og ákveða kjör þeirra. Stjórnin á að geta tekið hlutlægar ákvarðanir um fyrirtækið óháð stjórnendum og henni ber að forðast alla hagsmunaárekstra.

Viðmiðanir Viðskiptaráðs, SA og Kauphallarinnar um stjórnarhætti fyrirtækja eru svipaðs eðlis. Þar er fjallað um hluthafafund, skyldur stjórnar, stjórnarmenn, framkvæmdastjóra, undirnefndir stjórnar og upplýsingar um stjórnarhætti. Það er engin ástæða hér til að víkja að hluthafafundi en skyldum stjórnar er lýst með svipuðum hætti og í reglum OECD. Stjórn ber ábyrgð á fyrirtækinu og að setja því stefnu og markmið og hafa eftirlit með stjórnendum, tryggja að hluti stjórnarmanna sé óháður stórum hluthöfum þess og að upplýsingar séu aðgengilegar um stjórnarmenn, hafi innra eftirlit og setji sér, stjórnendum og starfsmönnum skriflegar reglur um siðferði og samfélagslega ábyrgð fyrirtækisins. Í þessu felst meðal annars að stjórnin sjái til þess að gildi félagsins séu orðuð með skýrum hætti, skipulega sé reynt að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra og umbodsvanda í fyrirtækinu. Upplýsingar um stjórnarhætti skulu vera aðgengilegar á vefsíðu félagsins og í ársreikningi.

Það er eftirtektarvert og lofsvert að Landssamtök lífeyrissjóða hafa átt verulegan hlut að máli í að koma þessum leiðbeinandi reglum á íslensku. Vandinn er sá að allt of fáir lífeyrissjóðir hafa reynt að nota þessar leiðbeinandi reglur skipulega við að setja sér siðareglur og móta fjárfestingarstefnu og stefnu um hvers konar hluthafi lífeyrissjóður vill vera. Það er ekkert sjálfgefið að allir lífeyrissjóðir vilji vera sams konar hluthafar í þeim félögum sem þeir fjárfesta í en það er eðlilegt að þeir móti sér stefnu um það og framfylgi henni. Það þarf þá fyrst að leggja vinnu í að móta stefnuna og hún getur verið nokkur. Síðan þarf að framfylgja henni og það þarf að leggja verulega vinnu í það. En hvernig er stefnu á þessu sviði framfylgt? Henni er fyrst framfylgt með því að starfsfólkið er með í stefnumótuninni til að tryggja, að það skilji

um hvað þetta snýst og sé sáttt við þau markmið sem sett eru og viljuga að vinna að því að framfylgja stefnunni. Næsta skrefið er að átta sig á hvernig stefna um UFS-málefni birtist í ákvörðunum um fjárfestingar. Þegar nýjar fjárfestingar eru undirbúnar hjá lífeyrissjóði, þá eru allar viðeigandi upplýsingar um félagið greindar og komist að niðurstöðu um hvort félagið er líklegt til að skila arði og hvort reksturinn sé í góðu lagi. En þetta er ekki nóg. Það þarf að huga að því hvernig tilteknum þáttum í hinu félagslega eða náttúrulega umhverfi fyrirtækisins er sinnt.

Það er rétt að taka tvö dæmi af slíkum þáttum. Það fyrra er kynjajafnrétti. Við skulum hugsa okkur að lífeyrissjóður væri að meta tiltekið fyrirtæki sem liti vel út þegar horft væri til hagnaðar en til að fá fyllri mynd af því hvernig fyrirtækið sinnti skyldum sínum gagnvart eigin samfélagi þá væri spurt um hvernig jafnvægi kynja væri í fyrirtækinu: Er svipað hlutfall karla og kvenna í störfum hjá því? Er kannski eitt-hvað í starfsemi þess sem gerir það ólíklegt að jafnvægi sé í þessum efnum? Hve hátt hlutfall kvenna er í stjórnunarstöðum hjá fyrirtækinu? Hve hátt hlutfall kvenna er í stjórn fyrirtækisins? Þetta eru dæmi um spurningar sem ætti að spyrja. En síðan kemur vandinn: Hvernig á að meta þessar upplýsingar í heild? Eru sumar þeirra mikilvægari en aðrar? Hvað á að fá mest vægi? Þessu er ekki hægt að svara svo viðunandi sé nema gera skipulega úttekt á þessum þáttum í rekstri tiltekinna tegunda fyrirtækja og reyna að sjá hvernig best er að fella þessar upplýsingar saman í eina heild. Það gæti verið að út úr slíkri vinnu kæmi kynjavisir sem hægt væri að nota við að meta jafnrétti kynjanna hjá fyrirtækjum. Það má sjá í reglum SP að unnið er að einhverjum slíkum vísu en ekki á sviði kynjajafnréttis að því er virðist.⁸² Um leið og hver sjóður vinnur með vísu á borð við þennan þá er eðlilegt að hann skoði sjálfan sig um leið og meti hvernig hann sjálfur standi í þessu efni. Það hefur aldrei þótt gott til eftirbreytni að gera kröfur til annarra sem maður er ekki reiðubúinn að fylgja sjálfur. Sjá þó í þessu sambandi lög nr. 122/2011 um breytingu á lífeyrissjóðalögum, sbr. 4. mgr. 29. gr. laganna þar sem mælt er fyrir um kynjakvóta í stjórnnum lífeyrissjóða frá og með 1. september 2013.

82 Sjá reglu 3 í Reglum Sameinuðu Þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar.

Síðara dæmið er af launajöfnuði í fyrirtæki sem lífeyrissjóður hyggst fjárfesta í. Það ætti að vera einfaldara að gera sér grein fyrir hæstu og lægstu launum í hverju fyrirtæki fyrir sig og dreifingu launa, hver væru meðallaun. Það er ástæða til að gleyma því ekki að lífeyrissjóðir eru almenningssjóðir, allir launamenn verða að greiða í þá. Það er eðlileg krafa að lífeyrissjóðir fjárfesti ekki í fyrirtækjum sem taka ekkert tillit til launajafnréttis. Vandinn er ekki sá að rökstyðja meginreglu af þessu tagi, heldur að átta sig á hvað felst í launajöfnuði. Það er ljóst að launajöfnuður felst ekki í að allir fái sömu laun óháð þeirri vinnu sem þeir vinna, heldur felst vandinn í því að setja fram reglu sem segir hve launamunurinn má vera mikill áður en hann verður ranglátur. Mega hæstu laun vera tíuföld lægstu laun, tuttuguföld, jafnvel hundruðföld? Það mætti setja fram reglu á borð við þá að launamunurinn verði að réttlætast af því að hann kæmi þeim sem verst eru staddir til góða. Þessi regla er of almenn til að hægt sé að vinna með hana í því samhengi sem fjallað er um hér. En einhverja slíka viðmiðun ætti að vera hægt að móta.

Til að rökstyðja betur af hverju þetta atriði er mikilvægt er ástæða til að hyggja að einum áberandi þætti í nútímanum. Hann er sá að hlutfélög um allan heim hafa misst tökin á launum forstjóra og framkvæmdastjóra sinna rétt eins og íslensku bankarnir höfðu gert fyrir hrun.⁸³ Í nýlegri könnun á þróun launa forstjóra og launamanna á Bretlandseyjum kemur fram að síðustu þrjátíu árin hafa forstjóra laun hækkað mun meira en meðallaun. Árið 1980 voru forstjóra laun í einu bresku fyrirtæki 44-föld meðallaun en árið 2010 voru þau 110-föld meðallaun.⁸⁴ Svipuð þróun hefur átt sér stað í öðrum stórum breskum hlutfélögum. Hlutdeild hæstu launa í launaútgjöldum hefur aukist um 12% á þessum þrjátíu árum. Þessar tölur sýna að almenningur hefur ekki notið þess vaxtar sem orðið hefur í fyrirtækjunum til jafns við forstjóra og stjórnendur. Það er engin ástæða til að ætla að svipuð þróun hafi ekki átt sér stað annars staðar. Það er talið í þessari skýrslu að óhóflega há laun hafi verið ein

orsök þeirra efnahagsþrenginga sem Bretar ganga í gegnum þessi árin. Hér á Íslandi er ljóst að ein mikilvægasta orsök þess hruns sem varð í bankakerfinu íslenska árið 2008 voru ofurlaunakjör bankastjóra. En vandinn var ekki einvörðungu bundinn við banka, heldur var hann útbreiddur í íslensku efnahagslífi. Það er ástæða til að benda á að hér er verið að tala um 110-föld meðallaun, ekki 110-föld lágmarkslaun.

Lífeyrissjóðir geta ekki einir lagað samfélagsmeini á borð við þetta og ekki hægt að krefjast þess af þeim. En lífeyrissjóðir fá fé frá almenningi í landinu og þeir ættu að skoða vel þau samfélagslegu áhrif sem fjárfestingar þeirra geta haft. Það virðist yfirleitt vera svo að ábyrgar fjárfestingar stuðla best að langtímaávöxtun. Það er ástæða fyrir lífeyrissjóði til að huga að UFS-vísnum af því tagi sem hér hafa verið nefndir.

5.2.7 Samskipta- og siðareglur

Flestir þeirra lífeyrissjóða sem úttektarnefndin skoðaði höfðu sett sér siðareglur. Flestar þessara reglna voru nýjar af nálinni, samþykktar á árinu 2008 eða 2009. Fáeinir sjóðir höfðu sett sér siðareglur fyrr og lagt að því er virðist töluverða vinnu í þær. Ástæða er til að nefna Lífeyrissjóð verslunarmanna í þessu samhengi, Gildi og Sameinaða lífeyrissjóðinn.

Landssamtök lífeyrissjóða unnu leiðbeinandi plagg um gerð samskipta- og siðareglna starfsmanna vegna umsjónar fjármuna og eignastýringar eins og plaggið er nefnt.⁸⁵ Í inngangi er sagt að stjórn og starfsmenn geri sér ljósa ábyrgð sem fylgi því að fara með fé sjóðfélaga. Sú ábyrgð eigi að stjórna samskiptum stjórnar og starfsmanna við aðila á fjármála-markaði sem eru nauðsynleg svo að sjóðurinn geti tekið skynsamlegar ákvarðanir um ávöxtun þess fjár sem honum er trúað fyrir. Þessi ábyrgð krefjist þess að öll samskipti af þessu tagi byggji á grunnreglum góðs viðskiptasiðferðis og hagsmunum sjóðfélaga.

Efnisþættir reglnanna eru fjórir. Sá fyrsti ber heitið góðir starfshættir og beinist að því að starfsmenn hafi hagsmuni sjóðsins í heiðri í öllum verkum sínum á vinnustað og gæti þess að gera ekkert utan vinnustaðar sem varpað gæti rýrð á sjóðinn. Annar efnisþátturinn fjallar um ferðalög og segir að eðlilegt sé að starfsmenn lífeyrissjóðsins sækji kynningar- og

83 Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir. Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna. Rannsóknarnefnd Alþingis. 8. bindi, (Reykjavík, Alþingi, 2010, bls. 43).

84 High Pay Commission (2011). Checks with balances: Why tackling high pay is in the national interest. Final report of the High Pay Commission. Slóð: http://highpaycommission.co.uk/wp-content/uploads/2011/11/HPC_final_report_WEB.pdf

85 Samskipta- og siðareglur starfsmanna (lífeyrissjóðs) vegna umsjónar fjármuna og eignastýringar, 2009.

fræðslufundi á vegum viðskiptaaðila sjóðsins sem greina frá viðskiptatækifærum fyrir sjóðinn og möguleikum í eignastýringu. Öll ferðalög og gisting vegna slíkra funda skulu greidd af sjóðnum og séu skipulagðir atburðir í tengslum við slíkar kynningar skuli þeir vera viðeigandi og ganga sem minnst á hefðbundinn vinnutíma. Halda verði til haga gögnum um slíka fundi.

Þriðji efnispátturinn er í raun bann við því að starfsmenn sjóðsins þiggi gjafir frá viðskiptaáðilum sjóðsins nema þær byggist á persónulegu sambandi sem ekki verði rakið til viðskipta við lífeyrissjóðinn. Fjórdi og síðasti efnispátturinn lýsir viðurlögum við brotum á reglunum. Þau geta verið annaðhvort áminning eða uppsögn.

Það er líklegt að setning samskipta- og siðareglna lífeyrissjóðanna sé afleiðing harðrar gagnrýni í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis á þá fyrir að þiggja gjafir og ferðir bankanna.⁸⁶ Engin skráning hafði verið hjá lífeyrissjóðunum á slíkum hlunnindum fyrir daga reglnanna. En slíkar gjafir voru einungis einn liður í óeðlilegu sambandi við íslensku bankana þar sem mun meira máli skipti að lífeyrissjóðirnir studdust bara stundum við eigin vinnu í mati á hjárfestingarkostum og treystu bönkunum allt of oft. Augljósast var þetta við ákvarðanir um gjaldmiðlavarnarsamninga lífeyrissjóðanna en þar virðist í flestum tilvikum hafa verið farið að ráðum bankanna.

Setning samskipta- og siðareglna er einungis fyrsta skrefið í lengra ferli. Það þarf að endurskoða reglurnar reglulega og það þarf að halda fundi einu sinni eða tvisvar á ári og ræða um tiltekin efni reglnanna. Það er eina leiðin til að halda vitund starfsmanna og stjórnar vakandi um þær kröfur sem slíkar reglur gera til þeirra. Ef vel tekst til um slíkar umræður þá verða reglurnar hluti af starfsmenningu lífeyrissjóðanna, verða ekki ytri þvinganir, heldur eðlilegur hluti ákvarðana í starfi rétt eins og reglur í knattspyrnu eru ekki ytri þvinganir, heldur hluti leiksins.

Það er rétt að vekja athygli á því að viðurlög í siðareglum krefjast þess að einhver skeri úr um inntak og mörk reglnanna. Það er ástæða til að taka eftir því að reglurnar eiga að ná til starfsmanna og stjórnar.

Þess vegna er ekki sjálfsagt að framkvæmdastjóri eða stjórn sé úrskurðaraðilinn. Möguleg brot geta varðað framkvæmdastjóra eða stjórn. Úttektarnefnd lífeyrissjóða hvetur lífeyrissjóði til að finna lausn á þessum vanda.

Samskipta- og siðareglur eru yfirlýsing lífeyrissjóðs um hvaða verðmæti og hugsjónir hann vill halda í heiðri. Það er mun mikilvægara að yfirlýsing af þessu tagi liggi fyrir en menn virðast yfirleitt gera sér grein fyrir. Það er í gildi flókið verk laga og reglugerða um lífeyrissjóði og starfsemi þeirra sem þeim ber að fara eftir í hvívetna. Starfsemi lífeyrissjóða eins og annarra fjármálastofnana fer ekki fram í tómarúmi, heldur er hún hluti samfélags. Almennt virðist gilda um samfélög að þau dafna best þar sem virtar eru almennar siðferðisreglur og sjónarmið en siðleysi grefur undan samfélaginu í heild. Lög geta aldrei krafist siðferðilegrar breytni af persónum eða lögaðilum, einungis að þau hlýði lögunum að viðlögðum refsingum. En verði þau sjónarmið útbreidd innan einhvers geira samfélagsins að sjálfsagt sé að leitast við að koma sér hjá að hlýða lögunum, láta tillitsleysi, síngirni, óhóf og græðgi stjórna gerðum sínum, þá getur það spillt samfélagi einmitt af því að enginn einn hluti þess er einangraður frá öllum hinum. Íslenskur almenningur getur gert þá kröfu til íslenskra lífeyrissjóða sem hann greiðir til að þeir virði almenn siðferðissjónarmið í verkum sínum og leitist við að vinna þeim brautargengi sem víðast í því samfélagi sem þeir starfa í.

86 Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir. Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna. Rannsóknarnefnd Alþingis. 8. bindi, (Reykjavík, Alþingi, 2010, bls. 68-77).

5.3. Yfirlit yfir heildartap lífeyrissjóðanna

Hér á eftir verður farið yfir heildartap lífeyrissjóðanna árin 2008 – 2010 og hvernig það skiptist niður á einstaka sjóði. Þá verður jafnframt gerð grein fyrir í hvaða verðbréfaflokkum tapið liggur og hver var mótaðilinn.

Ekki er talin ástæða til að fjalla sérstaklega um þau eignasöfn sjóðanna sem skilað hafa þeim jafnri og góðri ávöxtun í gegnum árin. Má í því sambandi nefna verðbréf með ábyrgð ríkissjóðs, skuldabréf sveitarfélaga, innlán í bönkum og sparissjóðum og lán til sjóðfélaga.

Þegar fjallað er um tap sjóðanna er ýmist átt við: beinar afskriftir og/eða niðurfærslur verðbréfa, gengislækkun hlutabréfa, gengislækkun hlutabréfa- og skuldabréfasjóða og afskriftir/niðurfærslur erlendra verðbréfa. Hvað varðar erlendar eignir sjóðanna þá er reiknað með tapi hafi viðkomandi lífeyrissjóður afskrifað/niðurfært verðbréfið sem í hlut á. Almennt er litið á lækkun erlendra verðbréfaeignar árið 2008 sem stundartap enda hefur lækkunin sem þá átti sér stað að nokkru leyti gengið til baka.

Útistandandi gjaldmiðlavarnarsamningar við banka eru reiknaðir miðað við gengisvísitöluna 175 stig. Jafnframt er tekið tillit til væntanlegrar skuldajöfnunar skuldabréfa í eigu sjóðanna á hendur bönkunum. Miðað er við heildarstöðu samninganna þann 31.12.2009. Þetta er sama aðferð og lífeyrissjóðirnir hafa stillt gjaldmiðlavarnarsamningunum upp í sínum ársreikningum að undanskildum stóru séreignarlífeyrissjóðunum sem stilltu samningnum upp m.v. uppgjörsgengi samninganna.

Bankarnir gera hins vegar ráð fyrir að gjaldmiðlavarnarsamningarnir verðir gerðir upp m.v. gengi á uppgjörsgengi samninganna ásamt dráttarvöxtum.

Þann 21. júlí 2011 sendu Landssamtök lífeyrissjóða frá sér svohljóðandi fréttatilkynningu.

„Allt frá bankahruninu haustið 2008 hafa átt sér stað viðræður milli fulltrúa þrettán lífeyrissjóða og skilanevndar Landsbanka Íslands hf. um stöðu framvirkra gjaldmiðlavarnarsamninga sjóðanna við bankann og forsendur fyrir mögulegri sátt um uppgjör þeirra.

Náðst hefur rammasamkomulag milli fulltrúa Landssamtaka lífeyrissjóða og skilanevndar Landsbanka Íslands hf. um fullnaðaruppgjör samninganna.

Niðurstæða samkomulagsins er að mestu í samræmi við stöðu samninganna í ársreikningum lífeyrissjóðanna og mun því ekki hafa frekari áhrif á tryggingafræðilega stöðu þeirra.

Í kjölfar samkomulagsins verður hægt að ljúka uppgjöri milli Landsbanka Íslands hf. og einstakra lífeyrissjóða“.

Lífeyrissjóðirnir hafa síðan átt í viðræðum við Kaupþing banka hf. og Glitni banka hf. um uppgjör á útistandandi gjaldmiðlavarnarsamningum og standa þær viðræður enn yfir.

Úttektarnefndin ákvað að fara ekki út í tölulegan samanburð á tapi milli lífeyrissjóða. Meginástæðan er sú að sjóðirnir eru mjög misjafnir að gerð og uppbyggingu sem gerir illmögulegt að finna samnefnara sem gildir um alla sjóðina.

Heildartap lífeyrissjóðanna 2008 – 2010

Heildartap sjóðanna árin 2008 – 2010 er 479.685 mkr. Þar af nema innlend hlutabréf 198.764 mkr. eða 41%, skuldabréf banka og sparissjóða 100.111 mkr. eða 21% og skuldabréf fyrirtækja 90.317 mkr. eða 19%. Tap í innlendum hlutabréfa- og verðbréfasjóðum er samtals 46.656 mkr. eða 10%. Hlutdeild framangreindra verðbréfaflokka í tapi sjóðanna er samtals 91%.

Tafla 1.

Heildartap lífeyrissjóðanna 2008 - 2010 í mkr.

	Samtals
Skuldabréf banka og sparissjóða	100.111
Skuldabréf fyrirtækja	90.317
Innlend hlutabréf	198.764
Innlendir hlutabréfasjóðir	21.770
Innlendir skuldabréfasjóðir	24.886
Innlend veðskuldabréf	619
Framtakssjóðir	421
Erlend verðbréf	6.395
Gjaldmiðlavarnarsamningar (GVT 175)	36.402
Samtals	479.685

Heildartap einstakra lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðunum er raðað í stafrófsröð. Mest af tapinu er eðlilega hjá stærstu sjóðunum, Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóði hjúkrunarfræðinga (LSR+LH), samtals 101.528 mkr. eða 21% af heildartapi sjóðanna. Næstur er Lífeyrissjóður verzlunarmanna en þar varð tapið 80.282 mkr. eða tæp

Tafla 2

Heildartap einstaka lífeyrissjóða í mkr.

	Almenni Lsj.	EFÍA	Esj. stm. Hafnarfj.	Esj. Reykjanes	Festa Lsj.	Frjálsi Lsj.	Gildi Lsj.	Íslenski Lsj.	Kjödur Lsj.	Lsj. Akran.	Lsj. bankam.	Lsj. bænda	Lsj. Nesk.	Lsj. Rang.	
Skuldabréf banka og sparissjóða	9.105	143	239	58	6.128	2.414	9.636	354	159	12	582	691		229	
Skuldabréf fyrirtækja	5.997	282	195		4.366	1.499	13.081	102	128	3	541	336	5	248	
Innlend hlutabréf	3.972	103	419	87	5.646	1.074	44.433	303	89	15	254	156		18	
Innlendir hlutabréfasjóðir	6.040	673		62	209				1.118	216	63	856	1.373	3	132
Innlendir skuldabréfasjóðir	4.813	2.784	30	29	480	1.194		6.355	1.828	128	1.837	1.358		180	
Innlend veðskuldabréf															
Framtakssjóðir															
Erlend verðbréf					56	40	1.277				76				
Gjaldmiðlavarnarsamn. (175)	-269				2.824	-843	7.113								
Samtals	29.658	3.985	883	236	19.709	11.946	75.540	8.232	2.420	221	4.146	3.914	8	807	

Tafla 3

Afskriftir/niðurfærslur skuldabréfa banka og fjármálfyrirtækja á einstaka lífeyrissjóði 2008 - 2010 í mkr.

	Almenni Lsj.	Festa Lsj.	Frjálsi Lsj.	Gildi Lsj.	Lsj. bankam.	Lsj. bænda	LsRb	LSH og LH
Glitnir banki hf.	3.355	1.017	443	4.364	30	225	62	6.302
Straumur Burðarás hf.	627	509	304	2.242		18	146	4.049
Kaupþing banki hf.	1.756	1.163	1.206		9	106	151	1.262
BYR sparissjóður	716	433	305	1.326	390	64	188	2.787
SPRON hf.	130	243		1.560		84	364	2.082
Landsbanki Íslands hf.	2.081	647	156	67	153	163		1.632
VBS Fjárfestingarbanki hf.	248	156				11	65	628
Sparissjóðurinn í Keflavík	120	1.734				5		487
Sparissjóðabanki Ísl. hf. /Icebank hf.	21	28		47			118	414
Sparissjóður Mýrasýslu	51	192		28		15	7	619
Sparissjóður Vestmannaeyja								
Sparissjóður Hafnarfjarðar								
Arion v/Sparissjóður Mýrasýslu								
Sparissjóður Vestfirðinga								
Önnur fjármálfyrirtæki		6		2			63	
Samtals	9.105	6.128	2.414	9.636	582	691	1.164	20.262

Tafla 4

Afskriftir/niðurfærslur skuldabréfa fyrirtækja á einstaka lífeyrissjóði 2008 - 2010 í mkr.

	Almenni Lsj.	Festa Lsj.	Frjálsi Lsj.	Gildi Lsj.	Lsj. bankam.	LsRb	LSR og LH	LSS
Exista hf.	376	657	85	2.706			3.466	110
Landic Property hf.	497	474	503	2.851	109	371	4.472	274
Bakkavör Group hf.	360		575	1.605	5	153	2.530	84
Samson ehf.	482	451		624			2.093	36
Avion hf. /HF. Eimskipafél. Ísl. hf.	520	616		1.602		12	1.073	47
Stoðir hf. / FL Group hf.	231	241		1.537	16		1.260	140
Baugur Group hf.	1.507	325		267		53	1.338	96
Atorka hf. / Jarðboranir hf.	214	530		292	314	24	1.629	11
Egla hf.		198	27	509		34	789	57
Teymi hf. / Kögun hf.	355	71	77	464	21	16	588	38
Milestone ehf.	13	59				40	832	
Nýsir hf.	12	333		130		26		93
Mosaic Fashions hf.	187	151		207		24	553	
N1 hf./Ólíufélagið hf.	218	24	15	286				18
Sjóvá hf.	633							
Burðarás hf.					76			34
Skipti hf./Siminn hf.			182			43		29
Íslensk afþreying hf.		115						
Sýn ehf. / 365 hf.							421	
Latibær ehf.	161	75						
Eik fasteignafélag hf.	118		39				172	
Brú Venture Capital								
Norðurtunninn hf.								
Önnur félög	113	46	-4	1				29
Samtals	5.997	4.366	1.499	13.081	541	796	21.216	1.096

LSA	LSBÍ	Lsj. stm. Húsav.	Lsj. stm. Kópav.	LSRb	LSR og LH	LSS	Lsj. stm. Vestm.	Lsj. Tannl. fél.	Lífsverk	LV	Lvest	Lsj. Vestm.	Samein. Lsj.	Stafir Lsj.	Stapi Lsj.	Söfnunar-sjóður	Alls
287	121		23	1.164	20.262	1.987			5.154	10.799	1.212	1.219	5.486	6.019	13.729	2.911	100.111
57	97	59	103	796	21.216	1.096			4.278	12.975	2.446	592	5.607	7.212	4.947	2.041	90.317
59	191		130	79	50.052	919		37	1.620	46.857	5.174	2.129	10.445	14.872	4.158	5.473	198.764
43	788		97	74		431		102	2.519		294				109		21.770
52	14	11	65	70	71	1.360		458	868		299				602		24.886
				116		503											619
					421												421
					978	647			1.056		189		672	774	594	36	6.395
201					8.528	359			664	9.651	827		3.209	558	3.580		36.402
699	1.211	70	418	2.299	101.528	7.302		597	16.159	80.282	10.441	3.940	25.419	29.435	27.719	10.461	479.685

LSS	Lífsverk	LV	Lvest	Lsj. Vestm.	Samein. Lsj.	Stafir Lsj.	Stapi Lsj.	Söfnunar sjóður	Aðrir sjóðir	Alls
117	2.068	369	230	201	1.486	2.537	2.437	1.258	369	26.870
61		3.935	78		290	976	4.955	350	226	18.766
438	2.122	330	175		437	911	5.565	286	336	16.253
122	144	1.333	167	282	793	293	500	109	286	10.238
483	182	1.936	160	240	755	461	151	464		9.295
20	259	2.213	8	120	438	183	274		219	8.633
363	276	258	43	74	560	432		213	20	3.347
		8	66		263	154			10	2.847
84	103	297	109	80	335				41	1.677
84			148		129	72	30	57		1.432
				217						217
35							62	85	45	227
		120								120
36							25		37	98
144			28	5			-270	89	24	67
1.987	5.154	10.799	1.212	1.219	5.486	6.019	13.729	2.911	1.613	100.111

Lífsverk	LV	Lvest	Lsj. Vestm	Samein. Lsj.	Stafir Lsj.	Stapi Lsj.	Söfnunar sjóður	Aðrir sjóðir	Alls
433	3.539	165	168	501	912	431	213	283	14.045
437		319	307		1.241	259		106	12.220
309	3.405	311	4	171	245	285	357	191	10.590
278	1.604	317	92	1.367	402	1.114	435	80	9.375
139	1.873	165		753	869	523	272	280	8.744
139	1.649	96			511	193	142	253	6.408
398		72		227	480			55	4.818
178		283		729	295	91	130	64	4.784
174		100		221	727	120		6	2.962
332		5		114	126	62		63	2.332
193		184		554		194	110		2.179
333		77		378	-18	658	106	47	2.175
111		171		345	297	336		45	2.427
134		32	21	86	502	334	70	4	1.744
					236		152		1.021
	891							25	1.026
546					18		54	36	908
		98			314				527
				43				5	469
				118				28	382
12						23			364
						194			194
132									132
	14	51			55	130		56	491
4.278	12.975	2.446	592	5.607	7.212	4.947	2.041	1.627	90.317

17%. Tap Gildis lífeyrissjóðs var 75.540 mkr. eða tæp 16%. Ofangreindir þrír sjóðir bera meirihlutann af tapi lífeyrissjóðanna eða samtals 54%.

Afskriftir/niðurfærslur skuldabréfa banka og fjármálafyrirtækja á einstaka lífeyrissjóði 2008-2010

Heildar afskriftir/niðurfærslur á skuldabréfum banka og fjármálafyrirtækja eru samtals 100.111 mkr. sem gerir 21% af heildartapi lífeyrissjóðanna. Þar af eru afskriftir á Glitni 26.870 mkr. eða 27%, Straum Burðarás 18.766 eða 19% og Kaupþing banka 16.253 mkr. sem svarar til 16%. Afskriftir lífeyrissjóðanna á þrjár fyrrgreindar fjármálastofnanir eru samtals 61.889 mkr. eða 62% af heildar afskriftum á banka og fjármálafyrirtæki.

Afskriftir/niðurfærslur skuldabréfa fyrirtækja á einstaka lífeyrissjóði 2008-2010

Heildar afskriftir/niðurfærslur á skuldabréfum fyrirtækja eru samtals 90.317 mkr. eða 19% af heildartapi lífeyrissjóðanna. Þar af eru afskriftir Exista hf. 14.045 mkr. eða tæp 16%, Landic Property 12.220 mkr. sem er tæp 14% og Bakkavör Group hf. 10.590 mkr. sem er 12% af afskriftum sjóðanna í skuldabréfum útgefnum af fyrirtækum. Afskriftir á skuldabréfum útgefnum af þremur ofangreindum félögum eru samtals 36.855 mkr. eða 41% af afskriftum fyrirtækjaskuldabréfa.

Hlutabréf – tap/gengislökkun árin 2008 - 2009.

Tap lífeyrissjóðanna á hlutabréfum er reiknað út frá markaðsvirði hlutabréfanna eins og það var í ársbyrjun 2008. Verðmæti hlutabréfa flestra félaga var orðið að engu í árslok 2008. Nokkur félög komust yfir áramótin 2008/2009 en hurfu fljótlega eftir það af markaði. Fáein félög lifðu hins vegar hrúnið af og voru hlutabréf þeirra á markaði allt árið 2009. Tap lífeyrissjóðanna af innlendum hlutabréfum tekur því til árána 2008 og 2009. Hins vegar skal það áréttað að í mörgum tilvikum höfðu lífeyrissjóðirnir átt hlutabréfin lengur og keypt þau á lægra verði en tap sjóðanna er reiknað út frá.

Úrvalsvisitalan fór hæst þann 18. júlí 2007 eða í 9.016,5 stig. Um áramótin 2007/2008 stóð úrvalsvisitalan í 6.318 stigum og hafði þá lækkað um 29,9%

á tæpum sex mánuðum og er sú lækkun ekki reiknuð inni tap lífeyrissjóðanna af hlutabréfaeign sinni.

Upplýsingar um heildartap lífeyrissjóðanna vegna hlutabréfa árin 2008 og 2009 eru komnar frá sjóðunum sjálfum. Úttektarnefndin hafði hins vegar ekki upplýsingar um einstök kaup eða sölu sjóðanna í hverju hlutafélagi fyrir sig enda var ekki eftir því leitað. Þess í stað aflaði úttektarnefndin sér upplýsinga frá sjóðunum um nafnverðseign þeirra í hverju hlutafélagi fyrir sig á tilteknum tímamökum. Óskað var upplýsinga um nafnverðseign sjóðanna þann 31.12.2005, 31.12.2006, 30.06.2007 og 31.12.2007. Einnig voru fengnar upplýsingar um hlutabréfaeign í lok hvers ársfjórðungs árið 2008. Því er ekki mögulegt að sýna einstök kaup eða sölu hlutabréfa. Einungis er unnt að sýna nafnverð og markaðsvirði hlutabréfa í hverju félagi fyrir sig á ofangreindum tímamökum. Með þessu telur nefndin sig hafa getað nálgast nægilega hvert var tap eða hagnaður viðkomandi lífeyrissjóðs í einstöku félagi á hverju tímabili fyrir sig. Ofangreind aðferðafræði er útskýrð nánar hjá hverjum sjóði fyrir sig í kaflanum -Innlend hlutabréf-.

Heildartap lífeyrissjóðanna í innlendum hlutabréfum árin 2008-2009 er 198.764 mkr. Um 90% af tapi sjóðanna eða 178.373 mkr. er að finna í sex hlutafélögum sem eru: Kaupþing, Bakkavör, Exista, Landsbanki, Glitnir og Straumur Burðarás. Þrjú af félögunum eru tengd í gengum Exista, þ.e. Exista, Kaupþing og Bakkavör. Það vekur athygli að framangreind þrjú félög valda mestu af hlutabréfatapinu eða samtals 65%. Fjögur félög eru fjármálafyrirtæki. Tap í öllum öðrum hlutafélögum en talin eru upp hér að framan eru sameinað undir liðnum „önnur félög“ og er tap þeirra samtals 20.391 mkr. eða 10%.

Nedangreind tafla sýnir tap lífeyrissjóðanna 2008 og 2009. Taflan sýnir sex hlutafélög sérstaklega, önnur félög eru sameinuð í einum lið. Gengið er út frá nafnverðseign og gengi þann 1. jan. 2008.

Tafla 5

Tap sjóðanna í hlutabréfum og stærstu útgjendur

Félög	mkr.	hlutfall
Kaupþing banki hf.	78.500	40%
Bakkavör Group hf.	28.027	14%
Exista hf.	22.558	11%
Landsbanki Íslands hf.	21.779	11%
Glitnir banki hf.	20.696	10%
Straumur Burðarás hf.	6.813	4%
Önnur félög	20.391	10%
Samtals	198.764	100%

Tengdir aðilar

Skilgreining á tengdum aðilum byggir á skilgreiningu sem gerð er grein fyrir í kafla 4.2.6, Fjárfestingar í skuldabréfum og víxlum banka, sparissjóða, o.fl., og kafla 5.1.7, Tengdir aðilar. Í kaflanum Tengdir aðilar kemur m.a. fram að

„með tengslum er þá átt við minnst 20% eignarhald eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis. Lífeyrissjóðir falla ekki undir ákvæði laga um fjármálafyrirtæki og því áttu ákvæði um tengda aðila ekki beint við um þá fyrir fall bankanna en stjórnendur þeirra sem fagfjárfestar hefðu átt að vera kunnugir ákvæðum sem giltu um fjármálafyrirtæki og hefðu mátt taka nokkurt mið af þeim við fjárfestingar sínar og varðveislu eignasafna sjóðanna“.

Það er einmitt ofangreint varúðarsjónarmið sem úttektarnefndin telur að lífeyrissjóðirnir hefðu mátt taka meira tillit til þegar keypt voru verðbréf af félögum þar sem augljós eignatengsl voru til staðar.

Aðferðafræði við skilgreiningu tengdra aðila/fyrirtækjahópa er lýst þannig í skýrslu RNA, kafla 8.7.2:

„Aðferðafræðin byggist á eignatengslum og grunnöggnin eru hlutafjármíðar sem skilað er til ríkisskattstjóra. Eignarhaldsupplýsingarnar sem notaðar eru til þess að skilgreina tengda aðila eru byggðar á einum tímapunkti, þ.e. um áramótin 2007-2008.“

Í þessari skýrslu eru sömu félög talin sem tengdir aðilar/fyrirtækjahópur og gert er í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis.

Í töflunum hér á eftir er fjallað um tvo fyrirtækjahópa, annars vegar Baug Group hf. og tengda aðila og hins vegar Exista hf. og tengda aðila. Gerð er grein fyrir tapi sjóðanna í hluta- og skuldabréfum í þeim félögum sem í hlut eiga. Við ofangreint tap hefði mátt bæta hluta af tapi lífeyrissjóðanna í hlutabréfa-

og skuldabréfasjóðum bankanna þar sem hin tengdu félög koma við sögu í eignasafni viðkomandi sjóða.

Tap lífeyrissjóðanna á Baugi Group og tengdum aðilum er samtals 77.182 mkr. sem jafngildir 20% af tapi sjóðanna í hlutabréfum og skuldabréfum og 16% af heildartapi sjóðanna.

Exista og tengdir aðilar eru enn fyrirferðarmeiri en tap lífeyrissjóðanna í þeim félögum er samtals 170.932 mkr. eða 44% af af tapi sjóðanna í hluta- og skuldabréfum og 36% af heildartapi sjóðanna.

Það er eftirtektarvert að tap lífeyrissjóðanna vegna fjárfestinga þeirra í þessum tveimur fyrirtækjahópum er um 64% af hluta- og skuldabréfaeign sjóðanna og 52% af heildartapi allra sjóðanna.

Tafla 6

Baugur Group hf. og tengdir aðilar í mkr.

	Skuldabréf	Hlutabréf	Samtals
Glitnir banki hf.	26.870	20.696	47.566
Baugur Group hf.	4.818		4.818
Eik fasteignafélag hf.	364		364
Fjarskipti hf. / Vodafone	32		32
Íslensk afþreying hf.	527		527
Kögun hf. / Teymi hf.	2.332		2.332
Landic Property hf.	12.220		12.220
Mosaic Fashions hf.	2.427		2.427
Stoðir hf. / FL Group hf.	6.408		6.408
Stoðir Invest ehf.	6		6
Styrkur Invest ehf./BG Capital ehf.	13		13
Sýn ehf. / 365 hf.	469		469
Samtals	56.486	20.696	77.182
Samt. tap sjóðanna í hluta- og skuldabréfum			389.192
Hlutdeild Baugs Group hf. og tengdra aðila			20%

Exista hf. og tengdir aðilar í mkr.

	Skuldabréf	Hlutabréf	Samtals
Kaupþing banki hf.	16.253	78.500	94.753
Bakkavör Group hf.	10.590	28.027	38.617
Exista hf.	14.045	22.558	36.603
Lýsing	51		51
Skipti hf./Siminn hf.	908		908
Samtals	41.847	129.085	170.932
Samt. tap sjóðanna í hluta- og skuldabréfum			389.192
Hlutdeild Exista hf. og tengdra aðila			44%

Skammstafanir sjóða

Skammstöfun í töflum	Heiti lífeyrissjóðs
Almenni Lsj	Almenni lífeyrissjóðurinn
EFÍA	Eftirlaunasj. Félags íslenskra atvinnuflugmanna
Esj. Stm. Hafnarfj.	Eftirlaunasj. stm. Hafnarfjarðarkaupstaðar
Festa Lsj.	Festa lífeyrissjóður
Frjálsi Lsj.	Frjálsi lífeyrissjóðurinn
Gildi Lsj.	Gildi lífeyrissjóður
Íslenski Lsj.	Íslenski lífeyrissjóðurinn
Kjölur Lsj.	Kjölur lífeyrissjóður
Lsj. Akran.	Lsj. Akraneskaupstaðar
Lsj. bankam.	Lsj. bankamanna
Lsj. bænda	Lsj. bænda
Lsj. Nesk.	Lsj. Neskaupstaðar
Lsj. Rang.	Lsj. Rangæinga
LSA	Lsj. starfsmanna Akureyrarbæjar
LSBÍ	Lsj. starfsmanna Búnaðarbanka Ísl. hf.
Lsj.stm. Húsav.	Lsj. starfsmanna Húsavíkurkaupstaðar
Lsj.stm. Kópav.	Lsj. starfsmanna Kópavogsbæjar
LsRb	Lsj. starfsmanna Reykjavíkurborgar
LSR og LH	Lsj. starfsmanna ríkisins og Lsj. hjúkrunarfræðinga
LSS	Lsj. starfsmanna sveitarfélaga
Lsj.stm. Vestm.	Lsj. starfsmanna Vestmannaeyjabæjar
Lsj. Tannl.fél.	Lsj. Tannlæknafél. Íslands
Lífsvirk	Lsj. verkfræðinga
LV	Lsj. verzlunarmanna
Lvest	Lsj. Vestfirðinga
Lsj. Vestm.	Lsj. Vestmannaeyja
Samein. Lsj.	Sameinaði lífeyrissjóðurinn
Stafir Lsj.	Stafir lífeyrissjóður
Stapi Lsj.	Stapi lífeyrissjóður
Söfnunarsjóður	Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda

Ítarefni

Ítarefni

Heimildaskrá:	111
Helstu gögn frá lífeyrissjóðunum (frá 2006-2009) sem stuðst var við: .	112
Listi yfir þá sem komu fyrir úttektarnefnd LL:	113

Viðauki I

Ársreikningar lífeyrissjóða	115
-----------------------------------	-----

Viðauki II

Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarbúskapur	131
-----------------------------------------------------------	-----

Heimildaskrá:

- Aðalsteinn E. Jónasson. „Grunneðli afleiðna sem áhættugerninga“. Tímarit lögfræðinga, 1. hefti, 2011.
- Aðalsteinn E. Jónasson. *Viðskipti með fjármálagerninga*. Bókaútgáfan CODEX, Reykjavík 2009.
- Árni Guðmundsson. „Fjárfestingar lífeyrissjóða í þágu sjóðfélaga.“ *Morgunblaðið*, 10. febrúar 2008.
- „Báðu ekki um ný lög“. *Fréttablaðið*, 17. apríl 2008.
- „Fjárfestingarstefna ekki leyndarmál“. *Morgunblaðið*, 7. febrúar 2008.
- Góðar venjur í eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða*. Greinargerð starfshóps á vegum Landssamtaka lífeyrissjóða, 8. desember 2010.
- Guðmundur Guðmundsson og Kristína Baldursdóttir. „Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir“. Seðlabanki Íslands, *Peningamál* 2005/4.
- Gylfi Magnússon. *Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður*. Áhrif og ábyrgð (skýrsla). Hagfræðistofnun, apríl 2006.
- Hrafn Magnússon. „Eiga lífeyrissjóðirnir að fjárfesta erlendis?“ *Morgunblaðið*, 29. maí 1995.
- Hrafn Magnússon. „Rýmka þarf fjárfestingarheimildir lífeyrissjóðanna.“ *Morgunblaðið*, 31. júlí 2007.
- „Kauphöllin vill að lífeyrissjóðir láni verðbréfin“. *Fréttablaðið*, 19. apríl 2008.
- Kristína Baldursdóttir. „Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða“. Seðlabanki Íslands, *Peningamál* 2000/3.
- Kristján Geir Pétursson. *Lífeyrissjóðir sem hluthafar*. Óbirt meistaraprófsritgerð við lagadeild HÍ, 2010.
- Lærdómur lífeyrissjóða af hrúinu 2008-2009*. Skýrsla nefndar til stjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða, 26. mars 2010.
- Már Guðmundsson. *Íslenska lífeyriskerfið*. Landssamtök lífeyrissjóða. Reykjavík 2000.
- „Samkomulag hefur náðst við skilanevnd Landsbankans um gjaldmiðlavarnarsamninga lífeyrissjóðanna.“ Landssamtök lífeyrissjóða: www.ll.is, 21. júlí 2011.
- Sigurður Kristinsson. *Siðareglur*. Siðfræðistofnun Háskóla Íslands, 1989.
- „Sjóðirnir vilja aukið svigrúm til fjárfestinga“. *Viðskiptablaðið*, 15. janúar 2008.
- „Skóða þarf ósk sjóðanna vandlega“. *Viðskiptablaðið*, 16. janúar 2008.
- Skýrsla forseta um störf Alþýðusambands Íslands 1996. Alþýðusamband Íslands, Reykjavík 1996.
- Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna og tengdra atburða*. Reykjavík, 2010.
- Skýrsla þingmannanefndar til að fjalla um skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis*, september 2010.
- Stefán Már Stefánsson. *Samstæður hlutafélaga*. Hið íslenska bókmenntafélag, Reykjavík 2008.
- Stefán Ólafsson. *Íslenska leiðin. Almannatryggingar og velferð í fjölþjóðlegum samanburði*. Reykjavík, 1999.
- Stjórnarseta fulltrúa VR í Lífeyrissjóði VR og félögum sem sjóðurinn á hlut í* (skýrsla). Siðfræðistofnun Háskóla Íslands. Reykjavík, 2004.
- Svava Óskarsdóttir. „Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010“. Seðlabanki Íslands, apríl 2011.
- Yngvi Harðarson og Guðrún Inga Ingólfssdóttir. „Gjaldmiðlavarnir lífeyrissjóða“ (minnisblað til Lífeyrissjóðs verzlunarmanna). Reykjavík, 5. nóvember 2010.
- World Bank. *Averting the Old Age Crisis*. Washington D.C. 1994.

Helstu gögn frá lífeyrissjóðunum (frá 2006-2009) sem stuðst var við:

Ársreikningar og ársskýrslur

Endurskoðunarskýrslur innri og ytri endurskoðenda

Fjárfestingarstefnur

Fundargerðir endurskoðunarnefnda

Fundargerðir fjárfestingarráða (þar sem það var fyrir hendi)

Fundargerðir stjórnna

Samningar lífeyrissjóðanna við 3. aðila um fjárvörslu og eignastýringu

Samskipta- og siðareglur (þar sem þær voru fyrir hendi)

Samþykktir

Starfsreglur stjórnna

Skýrslur um sundurliðun fjárfestinga (til FME)

Verklagsreglur um verðbréfiðskipti stjórnenda, starfsmanna og lífeyrissjóðsins

- Auk þess fékk nefndin margvísleg önnur gögn frá sjóðunum, s.s. aðrar verklagsreglur, verkferla, skýrslur 3. aðila sem unnar voru fyrir sjóðina, minnisblöð, önnur gögn sem lífeyrissjóðirnir senda til Fjármálaeftirlitsins með reglubundnum hætti, auk margháttadra upplýsinga um fjárfestingar lífeyrissjóðanna, afskriftir o.s.frv.

Listi yfir þá sem komu fyrir úttektarnefnd LL:

Nafn	Staða/starfsheiti á úttektarárunum 2006-9:
Anna Birgitta Geirfinnsdóttir	endurskoðandi
Arnaldur Loftsson	framkvæmdastjóri Frjálsa lífeyrissjóðsins
Arnar Jónsson	forstöðumaður gjaldeyris- og afleiðumiðlunar hjá Landsbankanum
Árni Guðmundsson	framkvæmdastjóri Gildis lífeyrissjóðs
Árni Snæbjörnsson	endurskoðandi
Ásgeir Thoroddsen	stjórnarformaður Frjálsa lífeyrissjóðsins
Baldur Thortlacius	sérfræðingur hjá Kauphöll Íslands
Baldur Þór Vilhjálmsson	forstöðumaður eignastýringar LSR og LH
Bergþór Guðmundsson	stjórnarformaður Festu lífeyrissjóðs
Bjarni Frímánn Karlsson	lektor við viðskiptafræðideild HÍ
Björg Sigurðardóttir	endurskoðandi
Bjarni Guðmundsson	tryggingastærðfræðingur
Björn Snæbjörnsson	stjórnarformaður Stapa lífeyrissjóðs
Björn Snær Guðbrandsson	forstöðumaður eignastýringar hjá Íslenskum verðbréfum
Davíð Einarsson	endurskoðandi
Davíð Búi Halldórsson	endurskoðandi
Friðbert Traustason	stjórnarformaður Lífeyrissjóðs bankamanna
Friðrik Nikulásason	forstöðumaður eignastýringar safna hjá Landsbankanum
Frosti Reyrrúnarsson	forstöðumaður markaðsviðskipta hjá Kaupþingi
Guðmundur Guðmundsson	tölfræðingur
Grétar Bjarni Guðjónsson	sérfræðingur hjá Ríkisendurskoðun
Guðmundur V. Friðjónsson	skrifstofu- og fjármálastjóri hjá Lífeyrissjóði verkfræðinga
Guðmundur Þórhallsson	forstöðumaður eignastýringar Lífeyrissjóðs verzlunarmanna
Guðrún Guðmannsdóttir	framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs Vestfirðinga
Guðrún Johnsen	lektor við viðskiptafræðideild HR
Guðsteinn Einarsson	stjórnarformaður í Stöfum lífeyrissjóði
Gunnar Baldvinsson	framkvæmdastjóri Almenna lífeyrissjóðsins
Gunnar Páll Pálsson	stjórnarformaður Lífeyrissjóðs verzlunarmanna
Gunnar Þór Ásgeirsson	endurskoðandi
Gylfi Jónasson	framkvæmdastjóri Festu lífeyrissjóðs
Halldóra E. Ólafsdóttir	sviðsstjóri á lífeyris- og verðbréfasjóðasviði FME
Halldóra Skúladóttir	sjóðstjóri í eignastýringu Glitnis
Hallgrímur Snorrason	hagstofustjóri
Hannes Frímánn Hrólfsson	forstöðumaður gjaldeyris- og afleiðumiðlunar hjá Kaupþingi
Haukur Hafsteinsson	framkvæmdastjóri LSR og LH
Haukur Jónsson	skrifstofustjóri hjá Lífeyrissjóði Vestmannaeyja
Helga Indriðadóttir	sjóðstjóri í eignastýringu Glitnis
Helgi Arnarson	endurskoðandi
Hjalti Schiöth	endurskoðandi
Íris Björnsdóttir	sérfræðingur hjá Kauphöll Íslands
Jafet Ólafsson	fjárfestir
Jón G. Kristjánsson	framkvæmdastjóri LSS og fleiri sveitarfélagsjóða
Jóna Finndís Jónsdóttir	sjóðstjóri hjá Stapa lífeyrissjóði
Jónas Dalberg	framkvæmdastjóri Jökla Verðbréfa
Jónas Fr. Jónsson	forstjóri Fjármálaeftirlitsins
Kári Arnór Kárason	framkvæmdastjóri Stapa lífeyrissjóðs og LSA
Knútur Þórhallsson	endurskoðandi
Kristín Aðalheiður Birgisdóttir	sviðsstjóri á lífeyris- og verðbréfasjóðasviði FME

Nafn	Staða/starfsheiti á úttektarárunum 2006-9:
Kristjana Sigurðardóttir	fjárfestingarstjóri (sjóðstjóri) Almenna lífeyrissjóðsins
Kristján Örn Sigurðsson	framkvæmdastjóri Sameinaða lífeyrissjóðsins
Lilja Steinþórsdóttir	endurskoðandi
Marinó Örn Tryggvason	forstöðumaður eignastýringar fagfjárfesta Kaupþings
Marianna Jónasdóttir	stjórnarformaður LSR og LH
Ólafur Sigurðsson	framkvæmdastjóri Stafa lífeyrissjóðs
Óskar Örn Ágústsson	forstöðumaður eignastýringar Virðingar
Páll Á. Pálsson	stjórnarformaður Almenna lífeyrissjóðsins
Páll Halldórsson	stjórnarmaður í LSR
Salvör Nordal	siðfræðingur
Sif Einarsdóttir	endurskoðandi
Sigrún Marta Böðvarsdóttir	viðskiptafræðingur
Sigríður H. Guðmundsdóttir	forstöðumaður eignasviðs Sameinaða lífeyrissjóðsins
Sigrún Björk Jakobsdóttir	stjórnarformaður Stapa lífeyrissjóðs og LSA
Sigtryggur Jónsson	framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs bankamanna
Sigurbjörg Björnsdóttir	framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs bænda
Sigurbjörn Sigurbjörnsson	framkvæmdastjóri Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda
Sigurður Áss Grétarsson	stjórnarformaður Lífeyrissjóðs verkfræðinga
Sigurður Bessason	stjórnarformaður Gildis lífeyrissjóðs
Sigurgeir Bóasson	endurskoðandi hjá Ríkisendurskoðun
Sigurjón Björnsson	framkvæmdastjóri Elsj. stm. Hafnarfjarðarkaupstaðar
Skúli Bjarnason	stjórnarformaður Lífeyrissjóðs bænda
Stefán Ákason	forstöðumaður skuldabréfamíðlunar Kaupþings
Stefán Halldórsson	framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs verkfræðinga
Sverrir Matthíasson	endurskoðandi
Tómas Möller	framkvæmdastjóri Íslenska lífeyrissjóðsins
Tryggvi Tryggvason	forstöðumaður eignastýringar Gildis
Vígfús Ásgeirsson	tryggingastærðfræðingur
Vignir Rafn Gíslason	endurskoðandi
Vilhjálmur Egilsson	stjórnarformaður Gildis lífeyrissjóðs
Þorbjörn Guðmundsson	stjórnarformaður Sameinaða lífeyrissjóðsins
Þorgeir Eyjólfsson	forstjóri Lífeyrissjóðs verzlunarmanna
Þorkell Bjarnason	stjórnarformaður Almenna lífeyrissjóðsins
Þorsteinn Þorsteinsson	endurskoðandi
Þórður Friðjónsson	forstjóri Kauphallar Íslands
Þórður Magnússon	fjárfestir
Þórir Ólafsson	endurskoðandi
Þröstur Sigurðsson	framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs Rangæinga
Ögmundur Jónasson	stjórnarformaður LSR

Að auki átti nefndin fundi með:

- Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis
- Embætti sérstaks saksóknara
- Fjármálaeftirlitinu
- Rannsóknarnefnd Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna
- Seðlabankanum

Viðauki I

Ársreikningar lífeyrissjóða

Nokkrar athugasemdir um gerð þeirra,
innihald og endurskoðun

eftir Bjarna Frímann Karlsson, lektor
við Viðskiptafræðideild H.Í.

Ársreikningar lífeyrissjóða.....	115
1. Inngangur.....	117
2. Ákvæði laga.....	119
2.1 Um 40. gr.....	119
2.2 Um 41. gr.....	119
2.3 Um 42. gr.....	120
2.4 Um 43. gr.....	120
2.5 Innra eftirlit og innri endurskoðun.....	120
3. Reglur Fjármálaeftirlitsins.....	123
3.1 Um endurskoðun lífeyrissjóða.....	123
3.2 Um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða.....	123
3.3 Um ársreikninga lífeyrissjóða.....	123
Heimildir.....	130

1. Inngangur

Hér verður fjallað um framsetningu reikningsskila hjá lífeyrissjóðum með það fyrir augum að athuga hvort þörf sé þar á breytingum. Ársreikningar lífeyrissjóða eru gerðir í samræmi við gildandi regluverk, lög og reglur Fjármálaeftirlitsins, sem hefur í meginatriðum verið óbreytt um áratugarskeið.

Lagaumhverfi ársreikninga annarra aðila hefur tekið miklum breytingum á sama tíma og því er brýnt að huga að hvort samræmingar sé þörf. Eftirfarandi eru nokkur núgildandi lög sem sett hafa verið á þessum tíma og geta að einhverju marki talist skyld regluverki því sem hér verður til umfjöllunar:

- Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002,
- lög um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði nr. 30/2003,
- lög um ársreikninga nr. 3/2006,
- lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007,
- lög um endurskoðendur nr. 79/2008 og
- lög um váttryggingastarfsemi nr. 56/2010.

Veigamestu lagaákvæðin sem þarna hafa komið fram og brýnt er að fella regluverk um ársreikninga lífeyrissjóða að eru annars vegar innleiðing alþjóðlegu reikningsskilastaðlanna (IFRS/IAS), sem tóku hér á landi til reikningsskila samstæðna með skráð

verðbréf frá og með árinu 2005, en voru frá 2007 heimilir fjölmörgum einstökum félögum, sbr. VIII. kafla ársreikningalaganna. Hins vegar var það tilkoma hugtaksins eining tengd almannahagsmunum (public entity), sem fyrst leit hér dagsins ljós í lögum um endurskoðendur. Þar segir einmitt að til slíkrar einingar teljist „lífeyrissjóður sem hefur fullt starfsleyfi“ (b-liður 7. tölul. 1. mgr. l. nr. 79/2008).

Nú er lífeyrissjóður reyndar eina einingin tengd almannahagsmunum sem ekki er skylt að íslenskum lögum að beita alþjóðlegum reikningsskilastöðlum við samningu ársreiknings síns. Fljótt á litið virðist nokkur munur á ársreikningi lífeyrissjóðs og öðrum ársreikningum og því kann það að þykja ástæðulaust að fella lífeyrissjóðina undir það regluverk. Hjá þeim er afkoma ársins sýnd í yfirliti um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris en ekki í rekstrarreikningi, svo sem venja er til. Í efnahagsreikningnum er enginn kafli um eigið fé en mismunur eigna og skulda nefnist hrein eign til greiðslu lífeyris. Afkoma ársins skal einmitt skýra breytinguna á þessari fjárhæð frá upphafi til loka reikningsársins. Þessi munur á ársreikningunum er sýndur á mynd 1.1 og 1.2.

Mynd 1.1 Ársreikningur hlutafélags

Rekstrarreikningur fyrir árið 2010
Tekjur
- Gjöld
= Afkoma (hagnaður/tap)

Efnahagsreikningur 31.12.2010	
Eignir	Eigið fé
	Skuldir

Flyst í árslok

Mynd 1.2 Ársreikningur lífeyrissjóðs

Yfirlit um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris fyrir árið 2010
Tekjur
- Gjöld
= Breyting á hreinni eign á árinu
+ Hrein eign frá fyrra ári
= Hrein eign í árslok til greiðslu lífeyris

Efnahagsreikningur 31.12.2010
Eignir
- Skuldir
= Hrein eign til greiðslu lífeyris

Sama fjárhæð

Þrátt fyrir þennan mun er ekkert því til fyrirstöðu að hægt sé beita alþjóðlegu reikningsskilastöðlunum við gerð ársreiknings hjá lífeyrissjóði. Alþjóðlega reikningsskilaráðið (IASB) hefur gefið út sérstakan staðal um reikningshald og reikningsskil eftirlaunastjóða, IAS 26 – *Accounting and reporting by retirement benefit plans*. Staðallinn gerir greinarmun á tvenns konar eftirlaunastjóðum, iðgjaldatengdum (*defined contribution plans*) og réttindatengdum (*defined benefit plans*). Ekki verður annað séð en fyrrnefnda tegundin sé nákvæmlega það sama og lífeyrissjóður:

Í iðgjaldatengdum sjóði ákvarðast fjárhæð eftirlauna sjóðfélaga af iðgjöldum sem launagreiðandi, sjóðfélagi eða þeir báðir hafa greitt og af rekstrarhagkvæmni og fjárfestingartekjum sjóðsins ... (*Under a defined contribution plan, the amount of a participant's future benefits is determined by the contributions paid by the employer, the participant, or both, and the operating efficiency and investment earnings of the fund ...*)

(IAS 26, gr. 14)

Umræddur staðall tók gildi 1. janúar 1988 og hefur ekki verið endurskoðaður eftir það. Hann tekur einmitt á þeim atriðum sem greina reikningsskil eftirlaunastjóða frá hefðbundnum reikningsskilum, en að öðru leyti skal beita stöðlunum eftir því sem við getur átt:

Allir aðrir alþjóðlegir reikningsskilastaðlar gilda um reikningsskil eftirlaunastjóða að því marki sem þessi staðall kemur ekki í stað þeirra. (*All other Standards apply to the financial statements of retirement benefit plans to the extent that they are not superseded by this Standard.*)

(IAS 26, gr. 2)

Staðlarnir hvíla allir á sérstökum hugtakamma um gerð og framsetningu reikningsskila (*Framework for the preparation and presentation of financial statements*, IASB 2001). Þar er skilgreint grundvallarmarkmið reikningsskila: Að veita upplýsingar um fjárhagslega stöðu, fjárhagslegan árangur og breytingar á fjárhagslegri stöðu félaga sem eru gagnlegar lesendum reikningsskila við að taka hagrænar

ákvarðanir. Hugtakaramminn skilgreinir einnig fjögur grundvallareinkenni sem gera upplýsingar í reikningsskilum gagnlegar: skiljanleika, mikilvægi, áreiðanleika og samanburðarhæfni. Loks eru skilgreindir grundvallarþættir reikningsskila og hugmyndin að skráningu og mati þessara þátta. Þættirnir sem tengjast fjárhagslegri stöðu eru eignir, skuldir og eigið fé. Þættir sem tengjast fjárhagslegum árangri eru tekjur og gjöld.

Öll þessi atriði eiga við um reikningsskil hjá lífeyrissjóðum nema grundvallarþátturinn eigið fé. En þar er hann bara í breyttri mynd, þ.e. hreinni eign til greiðslu lífeyris. Í stöðlunum er gömlu kostnaðarverðsreglunni vikið til hliðar í mörgum tilvikum og mat til gangvirðis (fair value) heimilað og jafnvel skyldað. Gangvirði kemur helst til álita í tengslum við fjármálagerninga og fjalla tilteknir staðlar um beitingu þess, einkum staðlarnir IAS 32, IAS 39 og IFRS 7. Í 32. gr. IAS 26 segir að fjárfestingar eftirlaunastjóðs skuli færa á gangvirði (*Retirement benefit plan investments shall be carried at fair value*). Í ljósi þess að lífeyrissjóðir eru fortakslaust einingar tengdar almannahagsmunum og eftirlitsskyldir skv. lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi (nr. 87/1998) er það orðið mjög brýnt að samræma reglur um ársreikninga lífeyrissjóða alþjóðlegum reikningsskilastöðlum,

Hér verður farið í gegnum það regluverk um ársreikninga hjá lífeyrissjóðum sem nú er í gildi, því lýst og bent á það sem nauðsynlegt er að breyta og ástæður þess tilfærðar.

2. Ákvæði laga

Í VIII. kafla laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 er fjallað um ársreikninga lífeyrissjóðanna og endurskoðun þeirra. Þarna er markaður almennur rammi sem gilda skal um þessi efni, en Fjármálaeftirlitinu er síðan falið að setja nánari reglur. Áður en vikið er að þeim er rétt að líta á ákvæði laganna.

2.1 Um 40. gr.

Um ársreikninginn sjálfan er fjallað í 40. grein. Þar eru áréttuð nokkur þau atriði sem eiga við um ársreikninga almennt, s.s. að „stjórn lífeyrissjóðs og framkvæmdastjóri skuli semja ársreikning fyrir hvert reikningsár“ og árita hann. Tiltekið er að reikningsár lífeyrissjóðs sé almanaksárið. Samin skal skýrsla stjórnar sem ásamt ársreikningi mynda eina heild.

Hann skal að öðru leyti „hafa að geyma efnahagsreikning, fjárstreymisyfirlit, yfirlit um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris og skýringar“. Fjárstreymisyfirlitið er barn síns tíma og merkir í dag nær undantekningarlaust sjóðstreymi. En þarna kemur fram það sem helst greinir ársreikning lífeyrissjóðs frá flestum öðrum ársreikningum: Í stað hefðbundins rekstrarreiknings eða yfirlits um heildarhagnað skal sýna *yfirlit um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris*. Þetta er hin eiginlega afkoma lífeyrissjóðs og er enda hnykktt á því með því að kveða á um að „ársreikningur skal gefa glögga mynd af fjárhagsstöðu lífeyrissjóðs og breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris“. Annað atriði sem greinir ársreikning lífeyrissjóðs frá öðrum ársreikningum er að í stað sérstaks eiginfjárkafla í efnahagsreikningi er mismunur eigna og skulda nefndur *hrein eign til greiðslu lífeyris* og hún sýnd með einni tölu. Þetta síðarnefnda atriði er ekkert minnst á í lögnum.

Þarna segir enn fremur um ársreikninginn: „Hann skal gerður í samræmi við lög, reglur og góða reikningsskilavenju.“ Lögin sem þarna er vísað til eru vitanlega umrædd lög, en þeim hefur ekki verið breytt í þessum efnunum frá setningu þeirra 1997. Síðan þá hafa verið sett ýmis lög um ársreikninga og endurskoðun sem óhjákvæmilegt er að líta til í tengslum við reikningsskil lífeyrissjóða, sérstaklega lög nr. 3/2006 um ársreikninga og lög nr. 79/2008 um

endurskoðendur. Reglurnar sem ofanefnt ákvæði vísar til eru reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða nr. 55/2000, sjá um þær hér síðar. „Fjármálaeftirlitið skal sjá til þess í samráði við reikningsskilaráð að á hverjum tíma liggi fyrir skilgreining á góðri reikningsskilavenju við gerð ársreiknings lífeyrissjóðs. Fjármálaeftirlitið setur reglur að höfðu samráði við reikningsskilaráð um uppsetningu ársreiknings, innihald einstakra liða efnahagsreiknings, yfirlit um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris og fjárstreymisyfirlit og skýringar og mat á einstökum liðum.“

Hugtakið góð reikningsskilavenja er líka barn síns tíma. Við gagngera endurskoðun ársreikningalaganna árið 2005, til samræmis við regluverk Evrópuþingsins og –ráðsins, reglugerð (EB) nr. 1606/2002, var þetta hugtak fellt út og í stað þess kom „settar reikningsskilareglur: reglur sem reikningsskilaráð gefur út [...] og alþjóðlegir reikningsskilastaðlar“ (13. tölul., 2. gr. l. nr. 3/2006). Skipan og hlutverk reikningsskilaráðs er ákveðið í 118. og 119. gr. sömu laga. Þess ber þó að geta að reikningsskilaráð hefur ekki samið neinar reglur síðan á árinu 2000 og er slíks naumast að vænta að óbreyttum ársreikningalögum.

Með lögum nr. 56/2000 bættist ný málsgrein við 40. greinina: „Með ársreikningum lífeyrissjóða skal fylgja sú fjárfestingarstefna sem starfað er eftir. Jafnframt skal fylgja úttekt á ávöxtun eignasafna síðasta árs. Fjármálaeftirlitið skal setja nánari reglur um form og efni þessara skýrslna.“ Þær reglur er nú að finna í rgl. 916/2009. Samkvæmt þeim skal hver lífeyrissjóður eigi síðar en 1. desember ár hvert senda Fjármálaeftirlitinu fjárfestingarstefnu sína fyrir næstkomandi ár til samþykktar.

2.2 Um 41. gr.

Þessi grein fjallar um skýrslu stjórnar og hvað þar skal koma fram, þ.e. „yfirlit um starfsemi sjóðsins á árinu, svo og upplýsingar um atriði er mikilvæg eru við mat á fjárhagslegri stöðu sjóðsins og afkomu hans á reikningsárinu er ekki koma fram annars staðar í ársreikningnum.“

Enn fremur skal í skýrslunni upplýst um „1. atburði eftir uppgjörsdag sem hafa verulega þýðingu,

2. væntanlega þróun sjóðsins og 3. aðgerðir sem hafa þýðingu fyrir framtíðarþróun hans.“

Loks eru talin upp nokkur atriði til viðbótar sem skýrslan skal veita upplýsingar um: „fjölda greiðandi sjóðfélaga á árinu, fjölda virkra sjóðfélaga, þ.e. sjóðfélaga sem að jafnaði greiða iðgjöld til sjóðsins með reglubundnum hætti í mánuði hverjum, fjölda lífeyrisþega, fjölda starfsmanna að meðaltali á reikningsárinu, heildarfjárhæð launa, þóknana eða annarra greiðslna til starfsmanna, stjórnar og annarra í þjónustu sjóðsins.“

2.3 Um 42. gr.

Hér er fjallað um endurskoðun hjá lífeyrissjóðum, sem „skal gerð af löggiltum endurskoðanda“. Talin eru upp almenn hæfisskilyrði fyrir endurskoðanda lífeyrissjóðs, þ.e. að hann „má ekki sitja í stjórn hans, vera starfsmaður hans eða starfa í þágu hans að öðru en endurskoðun og innra eftirliti“. Þetta með *innra eftirliti* verður rætt nánar hér síðar.

Í greininni er því næst sagt að um endurskoðunina eigi að „gilda ákvæði VII. kafla laga um ársreikninga, eftir því sem við á, nema annað komi fram í þessum lögum“. Þarna er vísað til eldri ársreikningalaga, nr. 144/1994. Í núgildandi lögum um ársreikninga, nr. 3/2006, er það IX. kaflinn sem fjallar um endurskoðun. Hann hefur ekki tekið teljandi breytingum, utan hvað bætt hefur verið inn ákvæði um hvað áritun endurskoðanda skal innihalda að lágmarki (106. gr.).

Síðan kemur ákvæði um tilkynningarskyldu endurskoðandans til sjóðsstjórnar og Fjármálaeftirlitsins ef hann verður „var við verulega ágalla í rekstri lífeyrissjóðs eða atriði er varða innra eftirlit [o. fl.], svo og ef hann hefur ástæðu til að ætla að lög, reglugerðir eða reglur sem gilda um starfsemina hafi verið brotnar“.

Loks er þarna ákvæði um að Fjármálaeftirlitið skuli sjá til þess í samráði við Félag löggiltra endurskoðanda o. fl. að á hverjum tíma liggi fyrir skilgreining á góðri endurskoðunarvenju við endurskoðun hjá lífeyrissjóðum. Fjármálaeftirlitið skal í þessu sambandi setja reglur um endurskoðun lífeyrissjóða. Þær er nú að finna í rgl. 685/2001, sem leysa af hólmi eldri reglur í rgl. 541/1998.

2.4 Um 43. gr.

Þessum VIII. kafla laganna lýkur með ákvæði um að senda skuli „Fjármálaeftirlitinu endurskoðaðan ársreikning lífeyrissjóðs ásamt skýrslu stjórnar þegar eftir undirritun hans eigi síðar en fjórum mánuðum eftir lok reikningsárs“. Greininni lýkur með eftirfarandi: „Meginniðurstöður ársreiknings skal birta opinberlega og í samræmdu formi sem Fjármálaeftirlitið ákveður. Slíkar meginniðurstöður skulu liggja frammi í starfsstöð viðkomandi lífeyrissjóðs og vera aðgengilegar fyrir sjóðfélaga.“

Það *samræmda form meginniðurstaðna* sem þarna er nefnt hefur ekki verið ákveðið með formlegum hætti. Vandséð er hvernig slíkt val meginniðurstaðna ætti að vera. Það gæti naumast orðið annað en einhverjar heildarstærðir úr einstökum köflum ársreikningsins auk tiltekinna kennitalna. Slíkt mundi aldrei gefa nema brotakennda mynd af rekstri og stöðu viðkomandi sjóðs, en gæti komið að einhverju gagni við samanburð fleiri sjóða. Eðlilegast er að ársreikningurinn í heild sinni liggi frammi hjá hverjum lífeyrissjóði, því þeir sjóðfélagar sem á annað borð vilja kynna sér rekstur og stöðu lífeyrissjóðs síns eru betur settir með allan reikninginn heldur en eitthvert ágríp úr honum og eiga enda heimtingu á því að fá að sjá hann allan.

2.5 Innra eftirlit og innri endurskoðun

VI. kafli umræddra laga fjallar um rekstur og innra eftirlit. Fyrst er hnykkt á ábyrgð stjórnar lífeyrissjóðs á starfsemi sjóðsins. Stjórnin „skal einnig hafa með höndum almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins“.

Í 3. mgr. 29. gr. segir að meðal verkefna stjórnar sé „að ráða forstöðumann endurskoðunardeildar eða semja við sjálfstætt starfandi eftirlitsaðila“ (2. tölul.) og „að móta innra eftirlit lífeyrissjóðsins og skjalfesta eftirlitsferla“ (8. tölul.).

Nánari útlistun á þessu kemur í 34. gr.: „Við lífeyrissjóð skal endurskoðunardeild eða sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili annast innra eftirlit [...]. Innra eftirlit skal vera hluti af skipulagi lífeyrissjóðs og þáttur í eftirlitskerfi hans. Sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili getur verið löggiltur endurskoðandi eða sá sem hlotið hefur viðurkenningu Fjármálaeftirlitsins.“

Eins og getið var um í umfjöllun um 42. gr. má endurskoðandi lífeyrissjóðs ekki starfa að öðru í þágu hans en endurskoðun og innra eftirliti, og er þar vísað til 35. gr. laganna, þar sem talin eru upp verkefni endurskoðunardeildar eða eftirlitsaðila lífeyrissjóðs. Eitt af verkefnunum er að „gera tillögu til stjórnar um skipulagningu innri endurskoðunar og annast sérstakar úttektir á virkni innra eftirlits“ (3. tölul. 1. mgr. 35. gr.).

Orðalagið að annast innra eftirlit er ekki heppilegt því hér virðist átt við innri endurskoðun, eins og brátt mun vikið að,

Loks segir 2. mgr. 35. gr.: „Fjármálaeftirlitið setur nánari reglur um verkefni endurskoðunardeilda og eftirlitsaðila lífeyrissjóða.“ Þessar reglur eru nr. 685/2001 um endurskoðun lífeyrissjóða og nr. 687/2001 um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða. Hér er sitthvað athugavert.

Lögin eru ekki ótvíræð um það hvort „löggilti endurskoðandinn“ sem getur verið þessi „sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili“ megi vera sá hinn sami og annast endurskoðun viðkomandi lífeyrissjóðs eða hvort átt er við einhvern annan endurskoðanda, t.d. hjá sama endurskoðunarfyrirtæki. Um það verður ekki fullyrt út frá orðalagi 2. mgr. 34. gr. laganna. Hins vegar virðist 2. mgr. 42. gr. heimila að einn og sami endurskoðandinn hafi með höndum ytri og innri endurskoðun hjá lífeyrissjóði.

Þetta brýtur algjörlega í bága við almennar reglur um endurskoðun og um innri endurskoðun og kemur í veg fyrir óhæði endurskoðandans. Í lögum um endurskoðendur nr. 79/2008 fjallar VI. kafli um óhæði endurskoðenda. 1. mgr. 19. gr. hljóðar svo: „Í endurskoðunarverkefnum skal endurskoðandi og endurskoðunarfyrirtæki vera óháð viðskiptavininum, bæði í reynd og ásýnd. Endurskoðandi skal eigi framkvæma endurskoðun ef einhver þau tengsl eru á milli endurskoðandans og viðskiptavinar hans sem eru til þess fallin að vekja efa um óhæði hans hjá vel upplýstum þriðja aðila, svo sem atvinnutengsl, bein eða óbein fjárhagsleg tengsl eða viðskiptatengsl önnur en leiðir af endurskoðuninni“. Og í 3. mgr. sömu greinar segir: „Við mat á óhæði skal endurskoðandi fylgja ákvæðum siðareglanna sem Félag löggiltra endurskoðenda hefur sett“.

Siðareglurnar sem hér er vísað til voru uppfærðar og samþykktar á aðalfundi FLE 5. nóvember 2010

og staðfestar af efnahags- og viðskiptaráðherra 24. febrúar 2011. Þessar reglur byggja á siðareglum alþjóðasamtaka endurskoðenda (IFAC), Code of Ethics for Professional Accountants. Í reglunum segir að óhæði feli í sér:

Óhæði í reynd:

Hugarástand sem gerir kleift að látið sé í ljós álit án þess að hafa orðið fyrir áhrifum sem stofna faglegu mati í hættu og gerir því einstaklingi kleift að starfa af heilindum og beita hlutlægni og faglegri dómgreind.

Óhæði í ásýnd:

Forðast tengsl og aðstæður sem hafa svo mikla þýðingu að óvilhallur og upplýstur þriðji aðili væri líklegur til að álykta, á grundvelli allra staðreynda og aðstæðna, að heilindum, hlutlægni eða faglegri tortryggni fyrirtækis eða meðlims endurskoðunarteymis hafi verið stefnt í hættu.

(Siðareglur fyrir endurskoðendur, bls. 34)

Það er einmitt þessi síðarnefnda hlið á óhæðinu sem gerir það afar hæpið að tveir endurskoðendur hjá sama endurskoðunarfyrirtæki annist hvor um sig ytri og innri endurskoðun hjá sama lífeyrissjóði á sama tímabili, jafnvel þótt þeir ræði ekkert saman um þessi verkefni. Hér mundi óvilhallur þriðji aðili auðveldlega geta tortryggt aðkomu viðkomandi endurskoðunarfyrirtækis.

Það er engum vafa undirorpið að þar sem innri endurskoðun er til staðar á hún að heyra undir stjórn í stjórnskipulagi félags/fyrirtækis. Verkefni innri endurskoðunar felast í að prófa virkni innra eftirlits og áhættustýringar hjá félagi svo og að safna nauðsynlegum upplýsingum fyrir endurskoðunarnefndina. Í nýútkominni skýrslu nefndar um málefni endurskoðenda (janúar 2011), en nefndin var skipuð af efnahags- og viðskiptaráðherra í ágúst 2010 og var henni ætlað að fara heildstætt yfir lög og reglur sem gilda um endurskoðendur, segir:

Innri endurskoðun er skilgreind sem starfsemi sem veitir óháða og hlutlæga staðfestingu og ráðgjöf sem ætlað er að vera virðisaukandi og bæta rekstur viðkomandi fyrirtækja og

stofnana. Innri endurskoðun leggur mat á og bætir virkni áhættustýringar, eftirlitsaðferða og stjórnarháttanna með kerfisbundnum og öguðum vinnubrögðum og styður þannig viðkomandi fyrirtæki eða stofnun í því að ná markmiðum sínum [Skilgreining alþjóðlegra staðla um innri endurskoðun]. Árangursrík innri endurskoðun grundvallast m.a. af því að henni sé skipað í stjórnskipulagi fyrirtækis beint undir æðstu stjórn og starfsmenn hennar séu óháðir og hæfir sérfræðingar.

(Skýrsla nefndar um málefni endurskoðenda, bls. 24)

Innra eftirlit er ekki ein sérstök tiltekin starfsemi sem unnt er að finna stað á skipuritinu heldur ýmsar aðgerðir eða verkferlar sem stjórnendur og aðrir starfsmenn beita sífellt til þess að fylgjast með og tryggja reksturinn. Þessar aðgerðir eiga að vera eðlilegur hluti af starfi allra starfsmanna viðeigandi félags/fyrirtækis. Í fyrrnefndri skýrslu segir:

Öflugt innra eftirlit er ein af forsendum árangursríkrar stjórnunar og er hluti af þeim aðgerðum sem aðilar nota til þess að ná markmiðum sínum. Í Sarbanes-Oxley lögnum kemur m.a. fram að við endurskoðun skráðra fyrirtækja í Bandaríkjunum skuli óháðir endurskoðendur meta skilvirkni innra eftirlits er tengist gerð reikningsskila. Að mati opinberra aðila þar í landi markaði framangreint ákvæði í raun tímamót og hefur það bætt alla fjármálalega upplýsingagjöf. Í áritun endurskoðenda á ársreikninga félaga kemur fram að við áhættumat er tekið tillit til innra eftirlits félagsins sem varðar gerð og framsetningu ársreikninga, en ekki til að gefa álit á virkni innra eftirlits fyrirtækjanna í heild sinni. Í reglum Fjármálaeftirlitsins um endurskoðun fjármálafyrirtækja nr. 532/2003 [eru lagðar] skyldur á endurskoðanda að kanna sérstaklega virkni innra eftirlits er varðar útlán fjármálafyrirtækja og önnur atriði sem veikt geta fjárhagsstöðu hlutaðeigandi fyrirtækis og gefa um það skýrslu.

(Skýrsla nefndar um málefni endurskoðenda, bls. 35)

Af framansögðu má ljóst vera að löggin um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru meingölluð hvað þetta áhrærir. Ekki verður séð

að hér eigi aðrar reglur að gilda um lífeyrissjóði en önnur félög/fyrirtæki. Úr þessu er brýnt að bæta og væri það einfaldast gert með því að fella brott úr 2. mgr. 42. gr. orðin „og innra eftirliti“.

Einnig er ljóst að ruglað er saman hugtökunum innri endurskoðun og innra eftirlit. Í lögnum kemur heitið innri endurskoðun aðeins einu sinni fyrir og þá í upptalningu á verkefnum endurskoðunardeildar eða eftirlitsaðila lífeyrissjóðs (35. gr.). Hins vegar er oft talað um að annast innra eftirlit. Er þá augljóslega átt við innri endurskoðun því eins og áður hefur komið fram er innra eftirlit ekki sérstakt starf, sem innri endurskoðun er hins vegar.

3. Reglur Fjármálaeftirlitsins

3.1 Um endurskoðun lífeyrissjóða

Nú eru í gildi reglur nr. 685/2001, sem leystu af hólmi eldri reglur nr. 541/1998. Gildissviði þeirra er lýst í 1. gr.: „Reglur þessar eru skilgreining á meginatriðum góðrar endurskoðunarvenju hjá lífeyrissjóðum.“

Sá ágalli laganna sem til umræðu var speglast óáreittur inn í reglurnar, sbr. 1. mgr. 3. gr.: „Endurskoðandi má ekki vera háður stjórnendum lífeyrissjóðs, eiga sæti í stjórn hans eða vera starfsmaður. Endurskoðanda er ennfremur óheimilt að starfa í þágu lífeyrissjóðs að verkefnum sem skert geta óhæði hans gagnvart sjóðnum. Endurskoðanda er heimilt að annast innra eftirlit sem sjálfstætt starfandi eftirlitsaðili, sbr. 1. mgr. 34. gr. laga nr. 129/1997, enda skerði það ekki óhæði hans sem endurskoðanda viðkomandi lífeyrissjóðs“. Hér er óhugsandi að átt sé við einhvern annan endurskoðanda en endurskoðanda viðkomandi lífeyrissjóðs. Þá væri orðalagið með öðrum hætti. Hér skal ítrekað það sem sagt var hér frammar, í kafla 2.5, að annar endurskoðandi frá því endurskoðunarfyrtæki sem annast ytri endurskoðunina telst ekki „óháður í ásjón“ ef hann tekur að sér innri endurskoðunina. Og enn er hér ruglað saman innra eftirliti og innri endurskoðun.

Í 5. gr. segir að „endurskoðandi skal einnig, samkvæmt nánara samkomulagi við stjórn lífeyrissjóðs og í þeim mæli sem hann telur eðlilegt, byggja vinnu sína á athugunum og könnunum, sem endurskoðunardeild eða eftirlitsaðili lífeyrissjóðs [...] framkvæmir, enda hafi hann gengið úr skugga um að sjálfstæði, óhæði og fagleg þekking starfsmanna endurskoðunardeildar eða eftirlitsaðila sé nægjanleg til þess að á vinnu þeirra sé byggjandi.“ Hvernig má þetta vera unnt ef um einn og sama aðila er að ræða?

Loks er í 13. gr. talið upp hverju endurskoðandi skal, eftir því sem við á, gera grein fyrir í endurskoðunarskýrslu vegna ársreikningsins. Þar segir í 2. tölul.: „Helstu niðurstöðum endurskoðunarkannana á innra eftirliti lífeyrissjóðs og álitum endurskoðanda á gæðum innra eftirlitskerfis sjóðsins og starfsemi endurskoðunardeildar eða eftirlitsaðila.“ Út frá orðalaginu eftir því sem við á má ef til vill álykta sem svo, að ef um einn og sama aðila er að ræða þá eigi þetta ákvæði ekki við.

3.2 Um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða

Þessar reglur eru nr. 687/2001 og komu í stað eldri reglna nr. 546/1998. Ekki verður fullyrt að umræddur ágalli endurspeglar í þeim. Þó blasir við í 2. gr. að líka hér er ruglað saman hugtökunum innri endurskoðun og innra eftirlit: „Þeir aðilar sem annast innra eftirlit hjá lífeyrissjóði, sbr. 1. gr., skulu vera faglega hæfir og óháðir í störfum sínum. Þeim er óheimilt að sitja í stjórn lífeyrissjóðs eða starfa við verkefni hjá lífeyrissjóði sem skert geta óhæði þeirra við að sinna eftirlitshlutverki sínu.“ Hér er greinilega átt við innri endurskoðun.

Hér kemur þó fyrir hugtakið *innri endurskoðunardeild*, í 2. mgr. 3. gr.: „Hafi lífeyrissjóður gert samning við verðbréfafyrirtæki eða lánastofnun um umsjón með rekstri sjóðsins skal það vera hlutverk innri endurskoðunardeildar eða innra eftirlitsaðila viðkomandi rekstraradila að annast innra eftirlit með rekstri sjóðsins“.

3.3 Um ársreikninga lífeyrissjóða

Þá verður fjallað um reglur Fjármálaeftirlitsins um form og innihald ársreikninga lífeyrissjóðanna. Þær eru nr. 55/2000 með síðari breytingum, nr. 765/2002 og nr. 1067/2004. Þær taka til allra lífeyrissjóða sem starfa á grundvelli laga nr. 129/1997.

3.3.1 Um formið á reglunum

Svo sem venja er til er I. kafli ákvæði um gildissvið reglnanna og síðasti kafliinn, sá VIII., um gildistöku þeirra.

Í II. kafla reglnanna eru tilfærð nokkur almenn ákvæði, mjög áþekk þeim er gilda um ársreikninga almennt. Þetta er að mestu leyti sömu ákvæði og nefnd eru í 40. gr. laganna og eiga því við hér sömu athugasemdir og gerðar voru um þá grein hér frammar. Brýnt er að endurskoða þennan kafla reglnanna og færa til samræmis við lög um ársreikninga, eftir því sem við getur átt. Í kaflanum er vísað til viðauka I, sem fylgir reglunum og telst hluti af þeim, en þar eru bein fyrir-mæli um form ársreikningsins, þ.e.a.s. heiti og röð liða.

Næstu tveir kaflar fjalla um einstaka liði í tveimur talnayfirlitum ársreikningsins, þ.e. í yfirliti um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris (III. kafli) og í

efnahagsreikningi (IV. kafli). Sjóðstreymið fær ekki sérstakan kafla í reglunum sjálfum, en í viðauka II með reglunum er gerð grein fyrir skilgreiningu hugtaka í því. Vísað er til þessa viðauka í 4. mgr. 4. gr. Eðlilegra væri að fella viðauka II inn í reglurnar sem V. kafla.

V. kafli nefnist matsreglur og fjallar um við hvaða verði eignir skulu skráðar í efnahagsreikningi lífeyrissjóðs. Þessar reglur eru nokkuð frábrugðnar matsreglum í lögum um ársreikninga, en um samræmingu verður þó naumast að ræða því hér er um eðlismun að ræða. Hann er fyrst og fremst sá að enginn eiginfjárkafla er í efnahagsreikningi lífeyrissjóðs, einungis ein fjárhæð sem sýnir mismun eigna og skulda, þ.e. hrein eign til greiðslu lífeyris. Vikið verður nánar að þessu þegar innihald reglnanna verður rætt.

VI. kafli fjallar um hvaða skýringar skal veita í ársreikningnum. Fyrst koma skýringar almenns eðlis, síðan um eignaliði og skuldaliði og loks fimm ára yfirlit með helstu niðurstöðutölum og kennitölum úr rekstri og efnahag sjóðsins.

Í VII. kafla er talið upp hvað skýrsla stjórnar á að upplýsa um. Þar er einnig ákvæði um að ársreikningurinn skuli „liggja frammi, og til afhendingar ef óskað er, á afgreiðslustað sjóðsins“. Einnig um að ársreikningurinn skuli sendur Fjármálaeftirlitinu „þegar eftir undirritun hans og eigi síðar en fjórum mánuðum eftir lok reikningsárs“ (51. gr.). Þetta er árétting á ákvæði 43. gr. laganna.

Loks er VIII. kafli og hann inniheldur ákvæði um gildistöku reglnanna. Þar kemur fram að þessar reglur leystu af hólmi reglur um gerð ársreiknings lífeyrissjóða frá 22. október 1997. Að öðru leyti er ekkert um þennan kafla að segja.

Viðaukar með reglunum eru þrír. Viðauki I sýnir alla liði ársreikningsins, kaflaskiptingu og millisummur. Viðauki II hefur að geyma skilgreiningar á hugtökum í sjóðstreymisyfirliti sbr. 4. gr. reglnanna og væri eðlilegast að fella inn í reglurnar sjálfar eins og áður var nefnt. Í viðauka III eru skilgreiningar á kennitölum sbr. 49. gr. reglnanna.

3.3.2 Um innihald reglnanna

Hér verður einungis staldrað við þau atriði sem athugasemdir eru gerðar við, í röð eftir greinanúmerum:

Í 2. gr. eru taldir upp kaflar ársreikningsins. *Yfirlit um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris* svarar að mestu til rekstrarreiknings í öðrum ársreikningum, svo sem getið var um í inngangi þessarar greinargerðar. Þetta heiti er langt og fráhrindandi fyrir almennan lesanda. Hér er því lagt til að tekið verði upp heitið *Yfirlit um afkomu ársins*. Þegar niðurstöðutalan hefur verið leidd fram neðst í yfirlitinu er áfram haldið að sýna afstemminguna við efnahagsreikninginn með sama hætti og nú er, þ.e.:

Afkoma ársins	xxx
Hrein eign frá fyrra ári	xxxx
Hrein eign í árslok til greiðslu lífeyris	xxxx

Í 3. gr. er vitnað til „góðrar reikningsskilavenju“, hugtaks sem fellt hefur verið úr lögum um ársreikninga eins og nefnt var í umfjöllun um 40. gr. laganna. Í staðinn hefur komið hugtakið „settar reikningsskilareglur“.

Í 4. gr. ætti að fella út 4. mgr. sem greinir frá hvað sjóðstreymi skal sýna. Svo sem áður sagði væri eðlilegast að fella viðauka II inn í reglurnar sem V. kafla. Þannig væri hinum þremur talnaköflum ársreikningsins gert jafnhátt undir höfði. Í viðauka II er sjóðstreymið nefnt „sjóðstreymisyfirlit“. Hvers vegna ekki „sjóðstreymi“?

Í 5. gr. er mælt fyrir um að birtar skuli samanturðarfjárhæðir frá fyrra ári í yfirliti um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris og í efnahagsreikningi. Hér þarf að bæta sjóðstreyminu við.

Á eftir 6. gr. kemur fyrirsögn III. kafla: Einstakir liðir í yfirliti um breytingar á hreinni eign til greiðslu lífeyris. Eins og áður var sagt er hér lagt til að breyta henni í: Einstakir liðir í yfirliti um afkomu ársins.

Í 10. gr. sem fjallar um fjárfestingargjöld segir í fyrstu málsgrein: „Undir lið 4 *Fjárfestingargjöld* skal færa öll fjárfestingargjöld sjóðsins.“ Hér skal vakin athygli á orðinu „öll“, en það gefur tilefni til sérstakra athugasemda sem vikið skal að strax. Í 8. bindi skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (RNA) á bls. 73-74 er bent á að í ársreikningum þeirra lífeyrissjóða sem þar er um rætt sé „ekki hægt að sjá þóknunartekjur til bankanna eða erlendra fyrirtækja sem sjá um fjárfestingar erlendis. Þær koma aðeins fram í heildartölum“. Þetta er skýlaust brot á grundvallarreglum um reikningsskil, þ.e. að sýna ekki tekjur og gjöld hvort fyrir sig en „netta“ þau þess í staðinn út. Í alþjóðlega reikn-

ingssskilastaðlinum IAS 1 – *Presentation of Financial Statements* er þetta orðað með ótvíræðum hætti:

Eining má hvorki jafna út eignum og skuldum né tekjum og gjöldum nema þess sé krafist eða það leyft í stöðlum þessum. (*An entity shall not offset assets and liabilities or income and expenses, unless required or permitted by an IFRS.*)

(IAS 1, gr. 32)

Þetta er síðan útskýrt nánar í næstu grein:

An entity reports separately both assets and liabilities, and income and expenses. Offsetting in the statements of comprehensive income or financial position or in the separate income statement (if presented), except when offsetting reflects the substance of the transaction or other event, detracts from the ability of users both to understand the transactions, other events and conditions that have occurred and to assess the entity's future cash flows. Measuring assets net of valuation allowances—for example, obsolescence allowances on inventories and doubtful debts allowances on receivables—is not offsetting.

(IAS 1, gr. 33)

Benda má á hliðstætt ákvæði í lögum um ársreikninga: „Óheimilt er að fella saman eignir og skuldir eða tekjur og gjöld innan einstakra liða.“ (13. gr. laga nr. 3/2006).

Í reglunum um ársreikninga lífeyrissjóða er klykkj út með eftirfarandi í 10. gr.: „Undir lið 4.5 Önnur fjárfestingargjöld skal færa gjöld af eignalið 2.3.6 Aðrar fjárfestingar og gjöld sem tengjast lánveitingum sjóðsins. Þá skal færa hér þóknunir verðbréfafyrirtækja vegna umsýslu og stjórnunar á fjárfestingum (leturbr. hér) samkvæmt 17. gr.“ Í skýrslu RNA er greint frá því að Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins hafi verið eini sjóðurinn sem sérgreindi þennan kostnað í afkomufirlitinu, en hann hætti því í ársreikningi fyrir árið 2008 en gat hans þó í skýringum og segir hann „bókfærðan á móti vaxtatekjum viðkomandi verðbréfa“. Ríkisendurskoðun gerði einmitt athugasemdir við það sem hún kallar „brúttófærslu þóknana“ í endurskoðunarskýrslu fyrir árið 2009 vegna ársreiknings sjóðsins (bls. 16). Tekið skal fram að hér getur verið um verulegar fjárhæðir að ræða. Í skýrslu RNA kemur fram að lítil eftirfylgni af hálfu Fjár-

málaeftirlitsins hafi gert lífeyrissjóðunum kleift að komast upp með þetta (bls. 74).

Til viðbótar við það sem hér hefur verið fjallað um í 10. gr. reglnanna þá segir í henni að „undir lið 4.1 Skrifstofu- og stjórnunarkostnaður skal færa kostnað á reikningsárinu við umsýslu og stjórnun vegna fjárfestinga sjóðsins“. Undarlegt er að færa þennan kostnað ekki með öðrum rekstrarkostnaði undir lið 5, sem fjallað er um í 11. gr. Þar segir: „Undir lið 5 Rekstrarkostnaður skal færa rekstrarkostnað sjóðsins, annan en skrifstofu- og stjórnunarkostnað samkvæmt lið 4.1 ...“. Það er ekki sá eðlismunur á þessum kostnaði að þessarar aðgreiningar sé þörf, þ.e. hvor í sinn efnisliðinn. Fremur má segja að hún sé beinlínis villandi. Flestir lífeyrissjóðir kaupa fyrrnefnda þjónustu, eða a.m.k. eitthvað af henni, af öðrum, s.s. verðbréfafyrirtækjum. Það breytir því samt ekki að hér er um skrifstofukostnað að ræða þótt hann tengist fjárfestingum. Dæmi finnst þó um að þetta er hvort tveggja sett undir einn hatt. Í ársreikningi Gildis fyrir 2009 og 2010 er í afkomufirlitinu sýndur efnisliðurinn „skrifstofu- og stjórnunarkostnaður“. Þar undir koma svo tvær línur: fjárfestingargjöld og rekstrarkostnaður. Þetta er til bóta. Við útreikning kennitalna í ársreikningum sumra lífeyrissjóða hefur tíðkast að sýna kennitölurnar rekstrarkostnaður sem hlutfall af iðgjöldum og sem hlutfall af eignum, þótt þess sé raunar ekki krafist í reglum þessum. Svo er að sjá sem þá sé alltaf aðeins síðarnefndi skrifstofu- og stjórnunarkostnaðurinn tekinn, þótt sá fyrrnefndi geti numið áþekkri fjárhæð. Meira um það hér aftar í umfjöllun um kennitölurnar. Hér er alls ekki lagst gegn því að sýna skrifstofu- og stjórnunarkostnað í tvennu lagi, heldur aðeins því að dreifa honum á tvo efnisliði eins og reglurnar mæla fyrir um. Hafa verður í huga að athygli lesenda beinist mjög að rekstrarkostnaði lífeyrissjóða. Sá háttur sem hér hefur verið lýst veldur því að hlutfall rekstrarkostnaðar sýnist lægra en það er í raun og veru. Almennt virðist líka skorta á að rekstrarkostnaður sé nægilega vel sundurliðaður í skýringum í ársreikningunum.

Hvað varðar 17. gr. sem fjallar um fjárfestingar er nauðsynlegt að endurskoða liði 2.3.1-2.3.6 frá grunni. Reglurnar eru barn síns tíma og samdar fyrir innleiðingu alþjóðlegu reikningssskilastaðlanna. Verðbréf og aðra fjármálagerninga ætti að flokka í samræmi við IAS 32 – *Fjármálagerningar: framsetn-*

ing. Megininntak þess staðals er að efni en ekki form gerningsins ráði flokkun hans. Einnig þarf hér líka að líta til IAS 39 – *Fjármálagæringar: skráning og mat*. Þar eru tilgreindar meginreglur um skráningu, afskráningu og mat á fjáreignum og fjárskuldum, þ.m.t. á afleiðum.

V. kafli reglnanna fjallar um matsreglur. Þennan kafla ætti fortakslaust að samræma alþjóðlegu reikningsskilastöðlunum, fyrst og fremst IAS 39. Sá staðall er reyndar ærið flókinn og hefur sætt gagnrýni fyrir það. Það á þó ekki að koma í veg fyrir að anda hans verði beitt við mat á eignum lífeyrissjóða.

VI. kafli fjallar um skýringar í ársreikningnum. Almenn skal um þennan kafla sagt að hann þyrfti að samræma ákvæðum alþjóðlega reikningsskilastöðalsins IFRS 7 – *Fjármálagæringar: skýringar* eftir því sem við getur átt. Í 36. gr. eru taldir upp þeir liðir í yfirliti um breytingu á eigin fé til greiðslu lífeyris og í efnahagsreikningi sem veittar skulu upplýsingar um. Þarna ætti að bæta við skrifstofu- og stjórnunarkostnaði. Um hann er full þörf á að upplýsa lesendur. Að vísu gaf Fjármálaeftirlitið út viðauka við 36. gr. í desember 2004 (Rgl. 1067/2004) þar sem gert er skylt að upplýsa um laun og þóknunir til einstakra stjórnarmanna og framkvæmdastjóra vegna starfa í þágu sjóðsins og einnig um þóknun til endurskoðanda/endurskoðunarfélags sem annast ytri endurskoðun sjóðsins, sundurliðað í þóknun fyrir endurskoðun annars vegar og fyrir aðra þjónustu hins vegar. Þetta var vissulega til bóta og er í samræmi við ákvæði alþjóðlegu reikningsskilastöðlanna, IAS 1 – *Framsetning reikningsskila*.

Í 39. gr. er krafa um upplýsingar sem bundnar eru við lífeyrissjóði, en það er um lífeyrisskuldbindingar skv. niðurstöðu tryggingafræðilegrar athugunar. Framsetningin í reglunum er prýðileg, því þarna kemur fram sundurliðun á áfallinni- og framtíðarskuldbindingu sem til samans mynda heildarskuldbindingu sjóðsins. Vel mætti reglubinda það að láta fylgja þessari sundurliðun útskýringu fyrir lesandann á því hver munurinn á áfallinni- og framtíðarskuldbindingu er.

Efni 44. gr. þarfnast athugasemdar. Í 1. mgr. segir að tilgreina skuli „heilðarfjárhæð lána og ábyrgða sem veittar hafa verið stjórn, framkvæmdastjóra og öðrum stjórnendum sjóðsins og einstaklingum nátengdum

þeim.“ Síðan segir í 2. mgr.: „Ákvæði 1. mgr. eiga ekki við ef eingöngu er um að ræða lán sambærileg þeim sem sjóðfélagar hafa fengið hvað varðar fjárhæð og kjör.“ Hér er því greinilega átt við einhver önnur lán. Vandséð er hvaða lán hér getur verið um að ræða, því í 4. mgr. 38. gr. laga nr. 129/1997 segir að lífeyrissjóði sé „óheimilt að veita lán til stjórnarmanna, varamanna þeirra, starfsmanna sjóðsins, endurskoðenda, eftirlitsaðila, þeirra er framkvæma tryggingafræðilega athugun á hag sjóðsins eða maka þessara aðila, nema þeir séu félagar í viðkomandi sjóði og þá eftir þeim reglum sem gilda um lán til sjóðfélaga almennt“. Ber þá að skilja samhengið í þessu svo, að hafi lögin verið brotin og svona lán veitt þá skuli þó alltént greina frá þeim í skýringum?

Hér virðist vera um hliðstæða þversögn að ræða og er að finna milli laga um ársreikninga og laga um hlutafélög. Í 104. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög segir: „Hlutafélagi er hvorki heimilt að veita hluthöfum, stjórnarmönnum eða framkvæmdastjórum félagsins eða móðurfélags þess lán né setja tryggingu fyrir þá. [...] Ákvæði þessarar málsgreinar taka þó ekki til venjulegra viðskiptalána. Hlutafélag má ekki veita lán til að fjármagna kaup á hlutum í félaginu eða móðurfélagi þess [...]“. En í 53. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga segir aftur á móti: „Tilgreina skal fjárhæðir lána, svo og veðsetningar, ábyrgðir og tryggingar sem veittar hafa verið félagsaðilum eða stjórnendum félags eða móðurfélags þess vegna tengsla þessara aðila við félögin, sundurliðað ásamt upplýsingum um vexti, greiðslukjör og aðra helstu skilmála“.

Í 49. gr. er kveðið á um að ársreikningurinn skuli hafa að geyma fimm ára yfirlit með helstu niðurstöðutölum og kennitölum úr rekstri og efnahag sjóðsins. Greinin tilfærir hvaða upplýsingar skuli þar sýndar að lágmarki. Upplýsingar um flest þessi atriði koma yfirlétt fram annars staðar í skýringunum eða ársskýrslunni. Hér er þó munurinn sá að í þessu yfirliti skulu sýnd fimm ár, í stað eins eða tveggja, og að allt eru þetta hlutfallstölur (í %) nema fjöldi sjóðfélaga og lífeyrisþega. Þetta yfirlit hefur þannig mikið upplýsingagildi fyrir lesanda ársreikningsins og gerir honum kleift að átta sig á þróuninni í starfsemi viðkomandi lífeyrissjóðs. Margir lífeyrissjóðir bæta við þetta yfirlit upplýsingum um rekstrarkostnað sem

hlutfall af iðgjöldum og/eða sem hlutfall af eignum (eða hreinni eign). Lífeyrissjóður verslunarmanna sýnir t.d. einnig að auki hlutfall lífeyris af iðgjöldum og fjölda stöðugilda á árinu. Allt er þetta til bóta og ætti í rauninni að vera skylt að hafa þessar upplýsingar með í fimm ára yfirlitinu.

Áður var minnst á óheppilega skiptingu skrifstofu- og stjórnunarkostnaðar á milli tveggja efnisliða; fjárfestingargjalda og rekstrarkostnaðar. Enda þótt fyrrtalda efnisliðnum sé ætlað að halda utan um kostnað við eignausýslu en þeim síðartalda kostnað við innheimtu iðgjalda og greiðslu lífeyris er þetta þó hvort tveggja kostnaður vegna starfrækslu lífeyrissjóðsins. Út af fyrir sig er ágætt að sýna þessa skiptingu, en með því að telja þann fyrrnefnda ekki með í rekstrarkostnaði er eiginlega verið að blekkja lesanda ársreikningsins; starfsemin sýnist kosta minna en hún gerir í raun. Þeir lífeyrissjóðir sem sýna nefndan kostnað bæði sem hlutfall af iðgjöldum og af eignum gera það samt á heldur ógagnsæjan hátt. Þegar hlutfallið er reiknað af iðgjöldunum þá er rekstrarkostnaðurinn hafður í teljara, en þegar reiknað er sem hlutfall af eignum (stundum hreinni eign, og stundum í árslok eða stundum meðaleign) eru fjárfestingargjöldin notuð í teljara, enda þótt talað sé um rekstrarkostnað sem % af eignum! Rökin fyrir þessari fjölbreytni eru vandséð. Ef ástæða er til að setja fjárfestingargjöldin í samband við einhverja aðra tölu þá væri eðlilegast að sýna þau sem hlutfall af fjárfestingartekjum.

Lesanda ársreiknings er án efa akkur í að sjá fimm ára þróun helstu afkomutalna á föstu verðlagi (þ.e. á verðlagi nýliðins árs). Forvitnilegustu stærðir í þessu sambandi eru iðgjöldin, lífeyririnn, fjárfestingartekjur, skrifstofu- og stjórnunarkostnaður og breyting á hreinni eign.

Samandregið er hér því lagt til að eftirfarandi níu kennitölum verði bætt við í fimm ára yfirlitið:

- Stöðugildi (meðaltal)
- Iðgjöld alls (á föstu verðlagi)
- Lífeyrir alls (á föstu verðlagi)
- Fjárfestingartekjur alls (á föstu verðlagi)
- Skrifstofu- og stjórnunarkostnaður alls (á föstu verðlagi)
- Hækkun (lækkun) á hreinni eign (á föstu verðlagi)

- Lífeyrir í % af iðgjöldum
- Skrifstofu- og stjórnunarkostnaður (alls) í % af iðgjöldum
- Fjárfestingargjöld í % af fjárfestingartekjum

Um skýringarnar í heild má segja að þær eru fremur óaðlaðandi kafli í ársreikningnum og lítt „lesendavænar“, þótt þær séu vissulega nauðsynlegur og lögboðinn hluti hans. Flestir lífeyrissjóðir starfa í tveimur deildum, sameignardeild og séreignardeild, og algengt að séreignardeild skiptist í þrjár eða fleiri deildir eftir ávöxtunarleiðum. Þetta eykur flækjustigið á skýringunum til muna. Fjölmargt af því sem þær innihalda kemur einnig fram í frásagnarkaflanum eða ársskýrslunni framan við ársreikninginn sjálfan, sem stundum er ranglega kallaður „Skýrsla stjórnar“. Fimm ára yfirlitinu og kennitölunum hættir til að drukna í öllu þessu talnaflóði. Hér er því lagt til að kennitölunum verði á einhvern hátt gert hærra undir höfði, t.d. með því að gera þær að sérstökum kafla í ársreikningnum í stað þess að hafa þær sem einn af liðunum í skýringunum. Þessi kafli gæti hvort heldur sem er staðið á undan skýringunum eða á eftir þeim.

Að öllu samantöldu yrðu kaflar ársreikningsins því þessir og í þessari röð:

- Skýrsla og yfirlýsing stjórnar og framkvæmdastjóra
- Áritun endurskoðanda
- Yfirlit um afkomu ársins
- Efnahagsreikningur
- Sjóðstreymi
- Kennitölur – fimm ára yfirlit
- Skýringar

3.3.3 Viðaukar við reglurnar

Reglunum fylgja þrjú viðaukar. Í þeim fyrsta er sýnt hvernig uppsetningin skal vera á Yfirliti um breytingu á hreinni eign til greiðslu lífeyris, Efnahagsreikningi og Sjóðstreymi (þarna nefnt svo). Í Viðauka II eru „skilgreiningar á hugtökum í sjóðstreymisyfirliti sbr. 4. gr. reglnanna“. Hér framar var bent á að efni þessa viðauka ætti fortakslaust að fella inn í reglurnar sjálfar og þá sem sjálfstæðan V. kafla og skal það ítrekað hér.

Fyrsta hugtakið sem þarna er skilgreint er *sjóður og veltiinnlán*. Skilgreiningin tekur af allan vafa um að þetta er nákvæmlega það sama og kallast *hand-*

bert fé í öðrum ársreikningum. Engin ástæða er til að hafa þetta með öðrum hætti í ársreikningi lífeyrissjóðs og er því lagt til að nota heitið handbært fé. Benda má á að hjá Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins hefur a.m.k. frá 2005 verið notað heitið handbært fé í sjóðstreyminu. Þar að auki hafa endurskoðendur ekki séð ástæðu til að breyta hefðbundinni áritun sinni á reikningsskilin vegna þessa, því álit þeirra er almennt orðað svo:

Það er álit okkar að ársreikningurinn gefa glögga mynd af afkomu sjóðsins á árinu [xxxx], fjárhagsstöðu hans 31. desember [xxxx] og breytingu á handbæru fé á árinu [xxxx], í samræmi við lög um ársreikninga og reglur um ársreikninga lífeyrissjóða.

Við fyrstu sýn virðist sjóðstreymi í ársreikningi lífeyrissjóðs vera nokkuð frábrugðið sjóðstreymi í hefðbundnum ársreikningi, sem skiptist í þrjá kafla: rekstrarhreyfingar, fjárfestingarhreyfingar og fjármögnunarhreyfingar. Þótt þessar kaflafyrirsagnir sjáist ekki hér er eðli sjóðstreymisins samt nákvæmlega það sama. Tilgangur með sjóðstreymi er að gera grein fyrir uppruna og ráðstöfun handbærs fjár, þ.e. inn-

greiðslum og útgreiðslum. Mismunur á þessu tvennu sýnir þá breytingu á handbæru fé á árinu. Á mynd 3.1 eru borin saman sjóðstreymi lífeyrissjóðs og sjóðstreymi hlutafélags.

Hjá lífeyrissjóði er tæpast þörf fyrir sérstakan kafla um fjármögnun, því hann stendur yfirleitt ekki í lántökum af neinu tagi og ekki er um neitt hlutafé eða arðsúthlutun að ræða. Til rekstrarhreyfinga heyra einkum þessar inngreiðslur: iðgjöld, fjárfestingartekjur, afborganir af verðbréfum og söluandvirði verðbréfa; og síðan þessar útgreiðslur: lífeyrir, fjárfestingargjöld og rekstrarkostnaður án afskrifta (tveir síðasttöldu liðirnir ættu að kallast einu lagi skrifstofu- og stjórnunarkostnaður). Mismunurinn er þá ráðstöfunarfé til kaupa á fjárfestingum. Því næst eru útgreiðslur vegna fjárfestingar sýndar: kaup á hvers kyns verðbréfum, bundin innlán og ný útlán. Til þess að um beina samsvörun við fjárfestingarhreyfinga-kaflann í hefðbundnu sjóðstreymi sé að ræða væri eðlilegt að inngreiðslur vegna afborgana af og sölu á hvers kyns verðbréfum yrðu sýndar strax á undan útgreiðslum vegna fjárfestingar. Í eðli sínu er þarna um að ræða fjárfestingar sem verið er að vinna ofan af. Þetta er sýnt með ör á mynd 3.1. Millisumman „ráð-

Mynd 3.1 Sjóðstreymi lífeyrissjóðs og hlutafélags borin saman

Sjóðstreymi lífeyrissjóðs fyrir árið 2010		Sjóðstreymi hlutafélags fyrir árið 2010	
Inngreiðslur:		Rekstrarhreyfingar:	
Iðgjöld	x	Innborgaðar tekjur	xx
Fjárfestingartekjur	x	Útborguð gjöld	(xx)
Afborganir verðbréfa	x	Handbært fé frá rekstri	x
Seld verðbréf	x	Fjárfestingarhreyfingar:	
Aðrar inngreiðslur	x	Sala fastafjármuna	yy
Útgreiðslur:		Kaup fastafjármuna	(yy) y
Lífeyrir	(x)	Fjármögnunarhreyfingar:	
Fjárfestingargjöld	(x)	Ný lántaka	zz
Rekstrarkostn. (án afskrifta)	(x)	Nýtt hlutafé	z
Aðrar útgreiðslur	(x)	Afborganir lána	(zz)
Ráðstöfunarfé til fjárfestinga	xx	Greiddur arður	[z] z
Kaup á verðbréfum	(y)	Breyting +/- á handbæru fé	xyz
Bundin innlán	(y)	Handbært fé 1.1.	xyz1
Ný útlán	(y)	Handbært fé 31.12.	xyz2
Aðrar fjárfestingar	(y) (yy)		
Breyting +/- á handbæru fé	xy		
Handbært fé 1.1.	xy1		
Handbært fé 31.12.	xy2		

Stemmir við Efnahagsreikning

stöfunarfé til fjárfestinga“ mundi þá alveg samsvara „handbæru fé frá rekstri“ í sjóðstreymi hlutafélags. Af myndinni sést greinilega að munurinn liggur þá aðeins í því að fjármögnunarhreyfingar eru engar hjá lífeyrissjóðnum, eðli málsins samkvæmt.

Þótt hér hafi verið sýnt hvernig auðveldlega er unnt að samræma sjóðstreymi í ársreikningi lífeyrissjóðs sjóðstreymi hjá hlutafélagi er ekki endilega þar með sagt að nauðsyn beri til þess. Sjóðstreymi samið samkvæmt umræddum reglum er út af fyrir sig vel gagnsætt. Ef aftur á móti verður tekin ákvörðun um að lífeyrissjóðir geri reikningsskil sín í samræmi við alþjóðlega reikningsskilastaðla er eðlilegt að þessi samræming eigi sér stað.

Í Viðauka III eru „skilgreiningar á kennitölum sbr. 49. gr. reglnanna“. Hér verða engar athugasemdir gerðar við þær, en vakin athygli á athugasemdum hér frammar um 49. gr. reglnanna þar sem lagt er til að bæta níu kennitölum við þær sem þegar er áskilið að sýna í fimm ára yfirlitinu.

Heimildir

- Gildi - lífeyrissjóður. (2011). Ársskýrsla Gildis 2010.
- IAS 1. International Accounting Standard no. 1. *Presentation of Financial Statements*. IASB, 2008.
- IAS 7. International Accounting Standard no. 7. *Statement of Cash Flows*. IASB, 2007.
- IAS 26. International Accounting Standard no. 26. *Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans*. IASC, 1987.
- IAS 32. International Accounting Standard no. 32. *Financial Instruments: Presentation*. IASB, 2004.
- IAS 39. International Accounting Standard no. 39. *Financial Instruments: Recognition and Measurement*. IASB, 2004.
- IASB. (2001). International Accounting Standards Board: *Framework for the preparation and presentation of financial statements*.
- IFRS 7. International Financial Reporting Standard no. 7. *Financial Instruments: Disclosures*. IASB, 2004.
- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins. (2009). *Ársskýrsla LSR 2008*.
- Lífeyrissjóður verslunarmanna. (2011). *Ársskýrsla LV 2010*.
- Lög um skylduþryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997, með síðari breytingum.
- Lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998.
- Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002.
- Lög um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði nr. 30/2003.
- Lög um ársreikninga nr. 3/2006, með síðari breytingum.
- Lög um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007.
- Lög um endurskoðendur nr. 79/2008.
- Lög um váttryggingastarfsemi nr. 56/2010.
- Rannsóknarnefnd Alþingis. (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008*. 8. bindi, bls. 68-77.
- Reglugerð (EB) nr. 1606/2002.
- Reglur Fjármálaeftirlitsins um ársreikninga lífeyrissjóða nr. 55/2000, með síðari breytingum nr. 765/2002 og nr. 1067/2004.
- Reglur um endurskoðun lífeyrissjóða nr. 685/2001.
- Reglur um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða nr. 687/2001.
- Ríkisendurskoðun. (1998). *Innra eftirlit*. Leiðbeiningarrit.
- Ríkisendurskoðun. (1999). *Innri endurskoðun*. Leiðbeiningarrit.
- Ríkisendurskoðun. (apríl 2010). *Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga. Endurskoðunarskýrsla fyrir árið 2009*.
- Síðareglur fyrir endurskoðendur samþykktar á aðalfundi FLE 5. nóvember 2010.
- Skýrsla nefndar um málefni endurskoðenda. Janúar 2011. Efnahags- og viðskiptaráðuneytið

Viðauki II

Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarbúskapur

Apríl 2011

Katrín Ólafsdóttir, PhD, lektor
Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík

Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarbúskapur	133
Inngangur	133
1. Lífeyrissjóðir	133
Uppbygging lífeyriskerfa	133
Sjóðssöfnun eða gegnumstreymiskerfi	134
Almennt um lífeyrissjóði	135
Hvers vegna skylduaðild?	135
Ávöxtun lífeyrissjóða og sparnaður	136
2. Íslenskir lífeyrissjóðir	137
Íslenska lífeyriskerfið	137
Aldursdreifing og þróun á Íslandi	137
Umsvif lífeyrissjóða í íslenskum þjóðarbúskap	139
Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða	140
Fjárfesting íslenskra lífeyrissjóða	141
3. Íslenska lífeyriskerfið í alþjóðlegum samanburði	145
Lífeyrissjóðir í fjármálakreppu	145
Greiðslur til ellilífeyrisþega	150
Lífeyrissjóðir	154
4. Lokaorð	159
Heimildir	160

Íslenska lífeyriskerfið og íslenskur þjóðarbúskapur

Inngangur

Í þessari greinargerð er varpað ljósi á lífeyrissjóði og lífeyriskerfi, tilgang þeirra og hvernig gæði þeirra eru metin. Þá er rætt um lífeyrissjóði hér á landi og

umsvif þeirra í íslenskum þjóðarbúskap. Að lokum er lífeyriskerfi Íslendinga borið saman við kerfi annarra OECD-ríkja.

1. Lífeyrissjóðir

Uppbygging lífeyrskerfa

Ein aðalástæða þess að lífeyriskerfi þjóða hafa verið svo mikið til umræðu undanfarin ár eru auknar lífslíkur. Færri deyja ungir af völdum sjúkdóma og einstaklingar lifa lengur eftir að þeir hafa náð háum aldri. Á sama tíma hefur frjósemi minnkað og konur eignast færri börn en áður. Æ fleiri ná háum aldri og æ færri eru á vinnualdri til að greiða fyrir þá eldri.

Mikilvægasta hlutverk lífeyrskerfa er að tryggja eldra fólki tekjur eftir að starfsævinni lýkur. Þetta hlutverk er meðal annars rækt með sparnaði sem ætlaður er til að standa undir tekjum eftir starfslok. Enginn veit sína ævina fyrr en öll er og því engin leið fyrir hvern og einn einstakling að vita með vissu hversu mikið hann þarf að leggja fyrir til að eiga nægan sjóð ævina á enda. Það er því eitt mikilvægasta hlutverk lífeyrskerfa að veita afkomutryggingu vegna hugsanlegs langlífis. Afkomutrygginguna er hægt að veita í gegnum lífeyriskerfi þar sem þau geta boðið upp áhættudreifingu í gegnum samtryggingu. Sumir einstaklingar lifa skemur og aðrir lengur en með fjöldanum er hægt að áætla líklega ævilengd hópsins í heild. Lífeyriskerfi geta einnig stuðlað að tekjujöfnun. Annaðhvort með því að jafna tekjur yfir ævina, eða jafna tekjur einstaklinga á eftirlaunaaldri. Þá geta lífeyriskerfi stuðlað að langtímahugsun þar sem litið er til breytinga á hagrænum og lýðfræðilegum breytum.

Alþjóðabankinn (e. World Bank) hefur fjallað töluvert um lífeyriskerfi og lagt fram mat um hvernig lífeyriskerfum er best fyrir komið. Í ritinu *Old-Age Income Support in the 21st Century* (Holzmann og Hinz, 2005) eru skilgreindar fimm stoðir sem lífeyriskerfi byggja á og eru stoðirnar einkenndar með númerum

frá núll upp í fjóra. Skilgreining þessi er útvíkkun á því þriggja stoða lífeyriskerfi sem Alþjóðabankinn byggði á í fyrri ritum og OECD byggir einnig á og rætt verður um hér á eftir.

Svokölluð núllstoð í skilgreiningu Alþjóðabankans byggist á tekjutryggingu í einhverju formi til handa þeim sem komnir eru á eftirlaunaaldur. Tekjutrygging þessi er greidd af opinberum aðilum, oftast með skatttekjum. Fyrsta stoðin er lífeyrisgreiðsla sem er tekjutengd að minnsta kosti að hluta og fjármögnuð annaðhvort af lífeyrissjóði sem er með sjóðssöfnun að hluta eða í gegnum gegnumstreymiskerfi. Önnur stoðin er síðan lögbundinn sparnaður einstaklinga í einhverju formi. Þarna er um að ræða fulla sjóðssöfnun og réttindaávinnslu að gefnum iðgjöldum. Þriðja stoðin í skilgreiningu Alþjóðabankans er valkvæð söfnun í lífeyrissjóð og formið getur verið margs konar, en miðað er við fulla sjóðssöfnun. Undir fjórðu stoðina fellur síðan óformleg aðstoð ættingja og vina sem getur verið fjárhagsleg eða af öðrum toga.

Eins og nefnt var að ofan hafa OECD og Alþjóðabankinn gjarnan rætt um þriggja stoða kerfi. Í þeirri skilgreiningu eru opinber gegnumstreymiskerfi fyrsta stoðin. Þar er um að ræða almannatryggingar sem greiddar eru af opinberu fé. Slík kerfi greiða gjarnan flatan grunnlífeyri eða tekjutengdan lágmarkslífeyri. Meginmarkmið kerfis sem þessa er tekjujöfnun og samtrygging. Þau ríki þar sem lífeyrisgreiðslur fara að meirihluta í gegnum slíkt kerfi standa frammi fyrir því að sífellt stærri hluta af opinberu fé er varið til að fjármagna almannatryggingar. Þetta stafar af því að öldruðum fjölgar mjög, ekki síst vegna meira langlífis á meðan fólki á vinnualdri fækkar stöðugt.

Undir aðra stoð heyra lífeyrissjóðir. Hér er um að ræða söfnunarsjóði þar sem einstaklingar leggja fé í sameiginlegan sjóð sem lífeyrissjóðurinn ávaxtar með fjárfestingum. Einstaklingarnir fá síðan reglubundnar greiðslur úr sjóðnum að lokinni starfsævi. Aðild að lífeyrissjóðum er skylda og eru sjóðirnir reknir utan opinbera geirans en þó undir opinberu eftirliti og byggja þeir á fullri sjóðssöfnun. Meginmarkmið lífeyrissjóða er samtrygging og sparnaður til að standa undir ellilífeyri óháð ævilengd.

Þriðja stoðin er loks frjáls einstaklingsbundinn lífeyrissparnaður með fullri sjóðssöfnun. Telji einstaklingar sig ekki fá næga tryggingavernd undir stoðum eitt og tvö, er þeim frjálst að leggja í sérstakan sjóð til að dreifa áhættunni enn frekar.

Mat á gæðum lífeyriskerfa byggist á því á hverri þessara stoða lífeyriskerfið byggir. Að teknu tilliti til áhættudreifingar þykir æskilegast að lífeyriskerfi byggji á öllum þessum þáttum. Hér gildir gamla viðkvæðið að setja ekki öll egginn í sömu körfuna. Auk þessa byggist mat á gæðum lífeyriskerfa á öðrum þáttum eins og hvort það sé nægjanlegt, hvort þjóðin hafi efni á kerfinu, hvort það sé sjálfbært og hvort það sé réttlátt, fyrirsjáanlegt og stöðugt (Holzmann og Hinz, 2008). Þessi atriði verða rædd hér á eftir.

Lífeyriskerfi er talið nægjanlegt ef það kemur í veg fyrir fátækt eldra fólks jafnframt því að stuðla að því að jafna neyslu fólks yfir ævina. Einn mælikvarði á gæði lífeyriskerfa er hvort viðkomandi þjóð hafi efni á lífeyriskerfinu, þ.e. hvort hægt sé að fjármagna lífeyriskerfið án þess að það hafi afgerandi áhrif á fjárhag hins opinbera eða þjóðarbúskapinn í heild. Lífeyriskerfi er talið sjálfbært ef það stendur á fjárhagslega sterkum fótum og miðað við eðlilegar forsendur ætti það að standa áfram á fjárhagslega sterkum fótum. Lífeyriskerfi eru skilgreind sem réttlát ef þau stuðla að tekjujöfnun á þann hátt sem samfélagið telur eðlilegast með því að endurdreifa tekjum frá þeim efnameiri til þeirra efnaminni, jafnframt því að gæta þess að tveir aðilar sem greitt hafa sömu upphæð í iðgjöld fái sömu upphæð greidda í lífeyri. Fyrirsjáanleg lífeyriskerfi byggja á því að auðvelt er að sjá fyrir eigin greiðslur úr lífeyrissjóði enda gildi um þær reikniregla sem hafi gildi samkvæmt lögum og taki tillit til launa- og verðbólguþróunar. Einnig sé leitast við að sveiflur í eignaverði hafi sem minnst áhrif á lífeyris-

tekjur. Stöðugt lífeyriskerfi miðast við að það geti staðist áföll hvort sem þau stafa af efnahagslegum, lýðfræðilegum eða pólitískum ástæðum.

Önnur markmið lífeyriskerfa lúta að þjóðarbúskapnum í heild, þ.e. að áhrif þeirra á vinnumarkað séu sem minnst, að þau stuðli að hreyfanleika sparnaðar svo fjármagnið leiti þangað sem ávöxtunin er mest og styðji við þróun fjármagnsmarkaða. Lífeyrisréttindi eru ávísun á hagvöxt framtíðar og því er nauðsynlegt að greiðslur í lífeyrissjóði hvetji til aukinnar framleiðslu og þar með að meiri hagvexti til að tryggja lífeyrisréttindi til framtíðar (Holzmann og Hinz, 2008).

Sjóðssöfnun eða gegnumstreymiskerfi

Lífeyrissjóðir hér á landi byggja ýmist á fullri sjóðssöfnun eða sjóðssöfnun að hluta með ábyrgð vinnuveitenda. Viða annars staðar eru lífeyrisgreiðslur greiddar af almannafé líkt og grunnlífeyrir hér á landi og greiddar af skatttekjum hverju sinni. Í fyrra tilfellinu er um að ræða sjóðssöfnun til framtíðar en í seinna tilfellinu er um að ræða svokallað gegnumstreymiskerfi.

Ekki er hægt að segja að annað kerfið hafi algjöra yfirburði yfir hitt. Það fer allt eftir aðstæðum hvort kerfið hentar betur, sjóðssöfnun eða gegnumstreymiskerfi. Skoða þarf hvort kerfið veitir hærri lífeyri og hvort kerfið veitir betri tryggingu. Einnig þarf að skoða þjóðhagsleg áhrif eins og áhrif á sparnað, framboð vinnuafis og hagvöxt. Þá skipta lýðfræðilegar breytur einnig miklu máli, ekki síst þróun fólksfjölda og aldursdreifing. Launaþróun og ávöxtun skipta einnig miklu máli. Ef fólksfjölgun ásamt hækkun raunlauna er meiri en ávöxtun hefur gegnumstreymiskerfi kosti umfram sjóðssöfnun, en öfugt ef ávöxtunin er meiri. Með minnkandi fólksfjölgun í vestrænum ríkjum hafa erfiðleikar við gegnumstreymiskerfi komið sífellt betur í ljós. Gegnumstreymiskerfi virka vel ef kynslóðir eru allar jafnstórar, en reyndin undanfarna áratugi hefur verið að yngri kynslóðir eru fámennari en þær eldri. Í gegnumstreymiskerfi þurfa fámennari kynslóðir að greiða meira en fjölmennari kynslóðir.

Gegnumstreymiskerfi byggjast á því að þeir sem eru á vinnumarkaði hverju sinni greiða með skattgreiðslum sínum fyrir lífeyri þeirra sem komnir eru af vinnumarkaði vegna aldurs. Til þess að kerfið

virki til framtíðar þurfa þeir sem eru á vinnumarkaði hverju sinni að geta treyst því að þegar þeir fara af vinnumarkaði muni þeir sem yngri eru greiða lífeyri þeirra með skattgreiðslum sínum.

Sjóðssöfnunarkerfi byggir aftur á móti á því að þeir sem eru á vinnumarkaði greiði hluta tekna sinna í lífeyrissjóð. Upphæðin sem þeir greiða safnast þar saman og sér lífeyrissjóðurinn um að ávaxta féð þar til sjóðfélaginn fer á eftirlaun. Mikilvægt er því að sjóðfélagi geti treyst því að iðgjöldin í lífeyrissjóðinn séu ávöxtuð á öruggan hátt og hægt sé að ganga að því sem vísu að fjármunirnir séu til staðar þegar kemur að því að hefja töku lífeyris.

Lífeyriskerfi þjóða heims standa frammi fyrir því að öldruðum fjölgar mjög, ekki síst vegna meira langlífis á meðan fólki á vinnualdri fækkar. Þar sem gegnumstreymiskerfi eru við lýði fer sífellt stærri hluti af opinberu fé til að fjármagna almannatryggingar og gegnumstreymiskerfið. Sýnt hefur verið fram á að núvirði skuldbindinga umfram eignir og framtíðariðgjöld er neikvætt í mörgum löndum. Í rannsókn sem OECD vann úr gögnum frá Thomson Financial Datastream á lífeyrisskuldbindingum 2500 fyrirtækja í 28 löndum kom í ljós að eignir umfram skuldbindingar voru einungis í þremur þessara landa, Suður-Afríku, Kína og Ástralíu. Að meðaltali vantaði 24% upp á að eignir lífeyrissjóðanna dygðu fyrir skuldbindingum (OECD, 2008).

Almennt um lífeyrissjóði

Með lífeyrissjóðum er átt við söfnunarsjóði þar sem einstaklingar leggja fé í pott sem sjóðurinn ávaxtar með fjárfestingum. Þeir sem greiða iðgjald til sjóðsins fá síðan greiðslu úr sjóðnum að lokinni starfsævi. Flestir lífeyrissjóðir eru reknir utan opinbera geirans, en starfa undir opinberu eftirliti. Meginmarkið lífeyrissjóða er samtrygging og sparnaður til að standa undir ellilífeyri, óháð ævilengd.

Hvað varðar útgreiðslu úr lífeyrissjóðum getur sú greiðsla byggst annaðhvort á gefnum réttindum eða gefnum iðgjöldum. Ef greiðslan byggist á gefnum réttindum, þ.e. í fastréttindasjóðum, þá lofar sjóðurinn ákveðnum réttindum á grundvelli fyrirfram ákveðins iðgjalds. Ef um er að ræða greiðslu að gefnum iðgjöldum, þ.e. í fastiðgjaldasjóðum, þá ráðast réttindi sjóðfélaga af þeirri ávöxtun sem fæst á

iðgjöldin sem greidd eru í sjóðinn. Munurinn liggur aðallega í því hver ber áhættuna af því að viðunandi ávöxtun sjóðsins náist ekki. Í fastréttindasjóðum er það jafnan atvinnurekandi sem ber áhættuna, en í fastiðgjaldasjóðum eru það sjóðfélagar sem sameiginlega bera áhættuna.

Þó flestir lífeyrissjóðir byggja á fullri sjóðssöfnun getur sjóðssöfnun lífeyrissjóða verið mismunandi. Með fullri sjóðssöfnun er átt við að þar fer saman fjármagnið sem greitt er í sjóðinn og fjármagnið sem greitt er úr sjóðnum. Fastiðgjaldasjóðir eru jafnan með fulla sjóðssöfnun, þ.e. eignir sjóðsins eiga að duga fyrir framtíðarskuldbindingum og sjóðfélagar bera því hallann ef illa gengur. Fastréttindasjóðir eru aftur á móti jafnan með bakabyrgð launagreiðanda sem tryggja lífeyrisgreiðslu. Þeir eru því undanskildir kröfu um fulla sjóðssöfnun. Aðeins ríkið, sveitarfélög og bankar mega veita lífeyrissjóðum slíka ábyrgð hér á landi (Már Guðmundsson, 2004).

Lífeyrissjóðir geta ýmist verið sameignarsjóðir eða séreignarsjóðir. Í sameignarsjóðum myndar iðgjaldið ákveðin réttindi til lífeyris en ekki peningalega eign í sjóðnum. Það fer svo eftir aðstæðum hversu mikið hver og einn sjóðfélagi fær út úr sjóðnum, en í því felst samtrygging sameignarsjóðanna. Í séreignarsjóði er hver sjóðfélagi með eigin reikning og fær ekki greitt umfram það sem greitt var inn í sjóðinn að viðbætti ávöxtun.

Hvers vegna skylduaðild?

Í mörgum ríkjum er skylda að eiga aðild að lífeyrissjóðum. Þetta þykir nauðsynlegt þar sem ekki er hægt að treysta á að allir spari til elliáranna. Án skylduaðildar er hætt við að einstaklingar spari ekki nóg og margir lendi þar með á framfæri hins opinbera þegar starfsævinni lýkur. Samtrygging þykir einnig nauðsynleg þar sem erfitt er fyrir einstaklinga að tryggja sig fyrir því að þeir lifi lengur en sparnaðurinn dugir. Ef hið opinbera hleypur ætíð undir bagga með þeim sem enga tryggingu hafa má spyrja hvaða hvata aðrir hafi til að tryggja sig.

Ekki er heldur hægt að reiða sig á frjálsa markaðinn hvað varðar lífeyristryggingar vegna upplýsingavanda. Tryggingafélögin hafa takmarkaðar upplýsingar um þá sem vilja kaupa tryggingar og geta ekki greint á milli þeirra sem munu þiggja minni

upphæðir frá þeim sem munu þiggja hærri upphæðir og bjóða því upphaflega tryggingar miðað við meðalmanninn. Einstaklingurinn hefur meiri upplýsingar um sjálfan sig og einungis þeir sem telja sig munu þiggja meiri upphæðir en meðalmaðurinn munu kaupa slíka tryggingu. Við það hækkar tryggingin í verði og þeim fækkar enn sem kaupa tryggingarnar. Þessi þróun heldur áfram þar til markaðurinn brotnar niður vegna þess sem kallað hefur verið hrakval (Már Guðmundsson, 2000).

Lífeyrissjóðir eru hagkvæm leið til að bjóða slíka tryggingu svo framarlega sem aðild að lífeyrissjóðum er gerð að skyldu. Með þeirri samtryggingu sem lífeyrissjóðir bjóða er hægt að veða á móti hrakvalinu. Skylda, stærðarhagkvæmni og samtrygging koma í veg fyrir þau upplýsingavandamál sem eru fyrir hendi á almennum markaði. Lífeyrissjóðir geta einnig lágmarkað kostnað við rekstur kerfisins í heild og lágmarkað kostnað hins opinbera vegna þeirra sem ekki hafa nægan lífeyrissparnað.

Þótt eflaust séu ætíð margir sem ekki myndu spara nægilega til efri árána ef ekki væri skylduáðild að lífeyrissjóðum þá eru þeir margir sem velja séreignarsparnað án þess að vera skyldaðir til þess og sýna með því að þeir telji lögboðinn lífeyrissparnað ekki nægan.

Ávöxtun lífeyrissjóða og sparnaður

Fjárfesting lífeyrissjóða er í eðli sínu fjárfesting til langframa. Einstaklingar sem leggja fé í lífeyrissjóð vilja ganga að fénu þegar kemur að því að setjast í helgan stein. Það eru því hagsmunir iðgjaldagreiddenda að lífeyrisgreiðslurnar séu ávaxtaðar með öruggum hætti og ávöxtunin skili sér jafnt og þétt þangað til þeir hefja töku lífeyris. Í sjóðum sem byggja á sjóðssöfnun er sérstaklega mikilvægt að þeir séu tryggilega varðveittir og ávaxtaðir svo sjóðfélagar hafi sem traustasta lífsafkomu. Stjórnendur verða að vera meðvitaðir um að þeir fari með lífeyrissparnað sjóðfélaga sem sjóðfélagar treysta á þegar aldurinn færast yfir eða þeir missa heilsuna.

Því ætti markmið þeirra sem ávaxta fé lífeyrissjóða að vera örugg langtímafjárfesting með góðri áhættudreifingu. Tiltölulega auðvelt er fyrir lífeyrissjóði að sjá fyrir hvernig fjárstreymi er úr sjóðnum til framtíðar og því auðveldara því stærri sem sjóðurinn

er. Það auðveldar áhættudreifingu sjóðsins. Ávöxtun lífeyrissjóða byggist meðal annars á raunvöxtum, hagvexti, fjólsfjölgun, dánarlíkum og tekjudreifingu eftir aldri (Guðmundur Guðmundsson, 1998).

Lífeyriskerfi sem byggja á sjóðssöfnun gera miklar kröfur til fjármálamarkaða þar sem aðgangur að fjárfestingu til langs tíma er nauðsynlegur. Innendar eignir lífeyrissjóða eru helst í formi hlutdeildar í framtíðarhagnaði fyrirtækja í gegnum kaup á hlutabréfum og skuldabréfum einstakra fyrirtækja, í formi hlutdeildar í skatttekjum hins opinbera til framtíðar með kaupum á skuldabréfum sem gefin eru út á vegum hins opinbera og í formi hlutdeildar í framtíðartekjum einstaklinga í formi sjóðfélagalána. Erlendar eignir lífeyrissjóða eru fyrst og fremst í formi hlutdeildar í framtíðarhagnaði erlendra fyrirtækja með kaupum á hlutabréfum einstakra fyrirtækja (Gylfi Magnússon, 2006).

Auk þess að veita fólki á eftirlaunaaldri tekjur ævina á enda geta lífeyrissjóðir gegnt stóru hlutverki á fjármálamörkuðum, ekki síst í gegnum áhrif lífeyrissjóða á sparnað. Uppbygging lífeyrissjóðskerfa hefur stuðlað að auknu framboði af langtímafjármagni á fjármagnsmarkaði sem stutt hefur við langtímahugsun á fjármálamarkaði. Í gegnum áhrif á sparnað geta lífeyrissjóðir haft áhrif á raunvaxtastig, fjárfestingu og þar með hagvöxt. Aukinn sparnaður leiðir að öðru jöfnu til lægri raunvaxta í lokuðu hagkerfi. Lægri vextir leiða að jafnaði til meiri fjárfestingar og þar með aukins hagvaxtar.

Áhrifin af lífeyriskerfum á sparnað ákvarðast fyrst og fremst af því hver sparnaðurinn væri ef ekki væri skylduáðild að lífeyrissjóðum. Þar sem lífeyrissparnaður er skylda flokkast hann undir bundinn sparnað. Hann getur annaðhvort komið í staðinn fyrir frjálsum sparnað eða komið til viðbótar honum. Ef lífeyrissparnaður kemur til viðbótar frjálsum sparnaði hefur hann jákvæð áhrif á sparnað, en ef hann kemur alfarið í staðinn fyrir frjálsum sparnað eru áhrifin engin.

Til eru kenningar um að einstaklingar reyni að jafna neyslu sína yfir æviskeiðið og því séu breytingar í neyslu á ævinni minni en breytingar í tekjum. Við þessar aðstæður má búast við að sparnaður verði mestur um miðbik ævinnar þegar tekjurnar eru sem mestar til að eiga fyrir elliárnum. Ef þetta er tilfellið má búast við að gegnumstreymiskerfi hefði neikvæð

áhrif á sparnað. Fyrstu kynslóðirnar í slíku kerfi fá óvæntan glaðning í lok ævinnar án þess að spara fyrir honum. Aðrar kynslóðir breyta í engu neyslu sinni þar sem skattlagning kemur nú í stað frjáls sparnaðar á miðri ævi. Gera má ráð fyrir að sparnaður sé meiri þar sem lífeyriskerfi byggja á fullri sjóðssöfnun en þar sem um gegnumstreymiskerfi er að ræða (Már Guðmundsson, 2000).

Skattaleg meðferð greiðslna í lífeyrissjóð er víða ívilnandi, þ.e. framlög eru ýmist undanþegin skatti eða veitt undanþága af hluta framlaga eða skattafsláttur. Þetta er gert til að koma í veg fyrir tvísköttun, þ.e. að koma í veg fyrir að sparnaðurinn sé skattlagður bæði áður en hann er lagður inn í lífeyrissjóð og

einnig þegar hann er tekinn út úr lífeyrissjóði. Þá eru skattaívilnanir veittar til að hvetja til aukins sparnaðar, en kostnaður við ívilnunina skilar sér í því að framtíðarútgjöld vegna opinberra framlaga í gegnum fyrstu stoð lífeyriskerfisins verða væntanlega minni.

Í löndum þar sem fjármálakerfi er rýrt og skattkerfið virkar illa er erfitt að byggja upp lífeyriskerfi hvort sem um er að ræða gegnumstreymiskerfi eða lífeyrissjóði með sjóðssöfnun. Þar reiðir eldra fólk og öryrkjar sig oftast á velvilja og/eða skyldurækni ættingja og vina, þ.e. fjórðu stoðina í skilgreiningu Alþjóðabankans.

2. Íslenskir lífeyrissjóðir

Íslenska lífeyriskerfið

Lífeyriskerfi Íslendinga byggist aðallega á þremur stoðum sem samræmast þeim þremur stoðum sem ræddar voru hér að framan. Fyrsta stoðin er opinbert gegnumstreymiskerfi þar sem einstaklingum á eftirlaunaaldri er tryggð lágmarksframfærsla í gegnum almannatryggingar og greiddar eru af opinberu fé. Þá er skylduaðild að lífeyrissjóðum sem flestir byggja á fullri sjóðssöfnun, en einstakir opinberir sjóðir eru þar undantekning og byggja á sjóðssöfnun að hluta. Þriðja stoðin er síðan frjáls einstaklingsbundinn lífeyrissparnaður, séreignarsparnaður. Telji einstaklingar sig ekki fá næga tryggingavernd undir fyrstu og annarri stoð er þeim frjálst að leggja í sérstakan sjóð til að dreifa áhættunni enn frekar (OECD, 1999).

Grundvöllur að núverandi lífeyrissjóðskerfi var lagður í kjarasamningum sem gerðir voru á árinu 1969. Þá var samið um að setja upp atvinnutengda lífeyrissjóði með skylduaðild og fullri sjóðssöfnun frá og með árinu 1970. Á árinu 1974 voru sett lög sem skylduðu alla launamenn og atvinnurekendur þeirra til að greiða að minnsta kosti 10% af launum í iðgjald í lífeyrissjóð. Frá árinu 1980 hefur einyrkjum einnig verið skylt að greiða í lífeyrissjóð. Í upphafi miðaðist greiðsla við dagvinnulaun en á árunum 1987 til 1990 var þessu breytt og nú ná greiðslur almennt til allra atvinnutekna (Már Guðmundsson, 2000). Meginreglan er að einstaklingar hefji töku líf-

eyris um 67 ára aldur. Sögu og þróun lífeyrismála á Íslandi eru gerð góð skil í greininni *Skipan lífeyrismála á almennum vinnumarkaði* eftir Ólaf Ísleifsson (2007). Iðgjald til skyldutryggingar lífeyrisréttinda er skattfrjálst sem og ávöxtun lífeyrissjóðanna. Aftur á móti er greiddur lífeyrir skattlagður hjá lífeyrisþegum eins og launatekjur. Um starfemi lífeyrissjóða gilda *Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða* (lög nr. 129/1997).

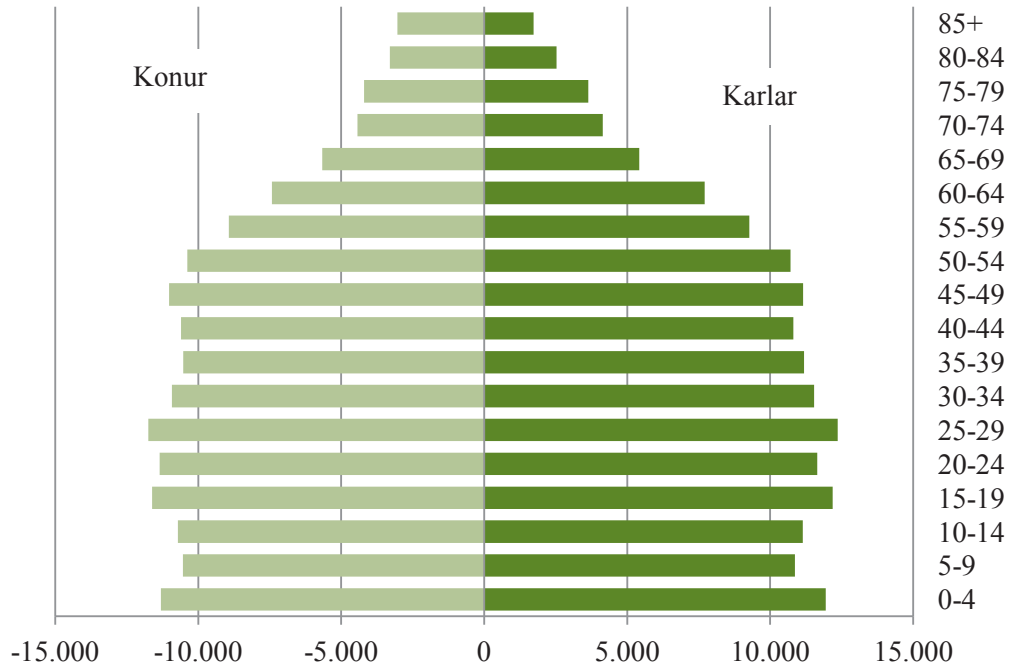
Einstaklingur sem greitt hefur í lífeyrissjóð alla sína starfævi og fer á eftirlaun 69 ára, getur átt von á því að fá 50-60% af launatekjum þeirra sem þá eru í fullu starfi á vinnumarkaði. Við þetta bætist grunnlífeyrir almannatrygginga og við það fer hlutfallið í 60-70% (Guðmundur Guðmundsson, 2000).

Aldursdreifing og þróun á Íslandi

Aldursþróun skiptir miklu máli við að meta lífeyrisbyrði framtíðarinnar. Á myndum 1 og 2 má sjá aldersdreifingu íslensku þjóðarinnar á árinu 2010 og spá fyrir árið 2050.

Mynd 1. Aldursdreifing á Íslandi 2010

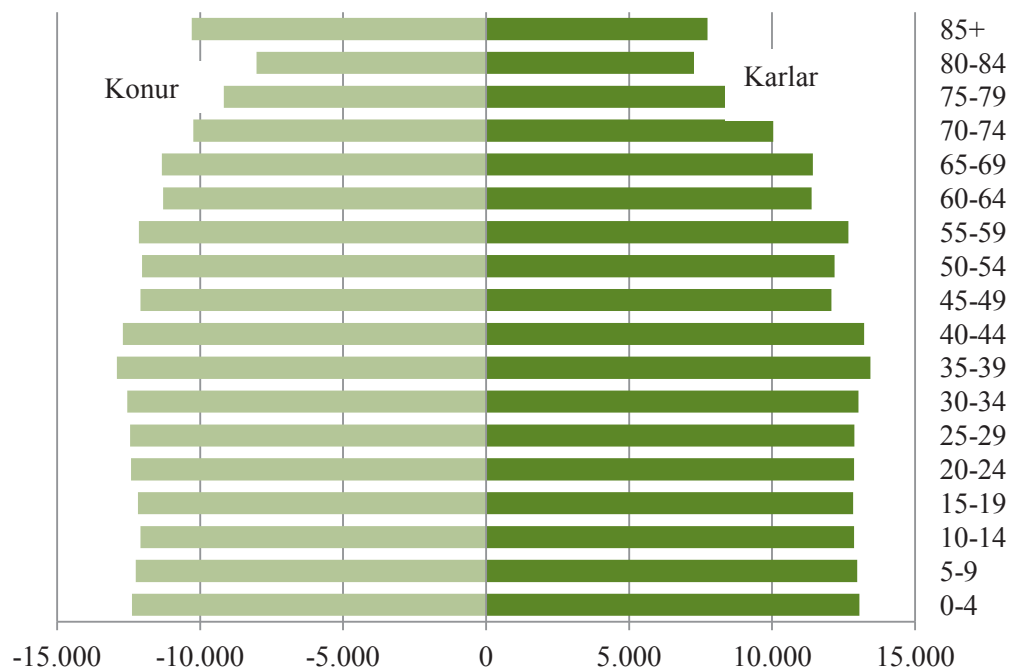
Súturnar sýna fjölda á hverju aldursbili.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2. Aldursdreifing á Íslandi, spá 2050

Súturnar sýna fjölda á hverju aldursbili.



Heimild: Hagstofa Íslands.

Eins og staðan er í dag eru eldri kynslóðir mun fámennari en þær yngri, en þetta breytist til muna þegar komið er fram á árið 2050. Þá eru eldri kynslóðirnar álíka fjölmennar og þær yngri og því eykst lífeyrisbyrði til muna, þ.e. fjöldi eldra fólks sem hlutfall af heildarfjölda. Þegar kemur fram á árið 2050 munu hlutfallslega mun fleiri þiggja lífeyri en gera það í dag.

Umsvif lífeyrissjóða í íslenskum þjóðarbúskap

Frá því aðild að lífeyrissjóðum var gerð að skyldu hafa lífeyrissjóðir verið í uppbyggingu og mun sú þróun halda áfram þar til allir lifandi einstaklingar hafa greitt í lífeyrissjóð alla starfsævina. Næstu árin verður innstreymi sparnaðar meira en útstreymi úr lífeyrissjóðum á almenna markaðnum þar til þeir ná jafnvægi í kringum árið 2040. Reiknað er með að þeir hafi náð 95% af endanlegri stærð sem hlutfall af landsframleiðslu á árinu 2028. Endanleg stærð lífeyrissjóða hefur verið metin á bilinu 1,5-1,75-föld landsframleiðsla (Guðmundur Guðmundsson, 2000). Lífeyrissjóðir gegna því afar stóru hlutverki í íslenskum þjóðarbúskap.

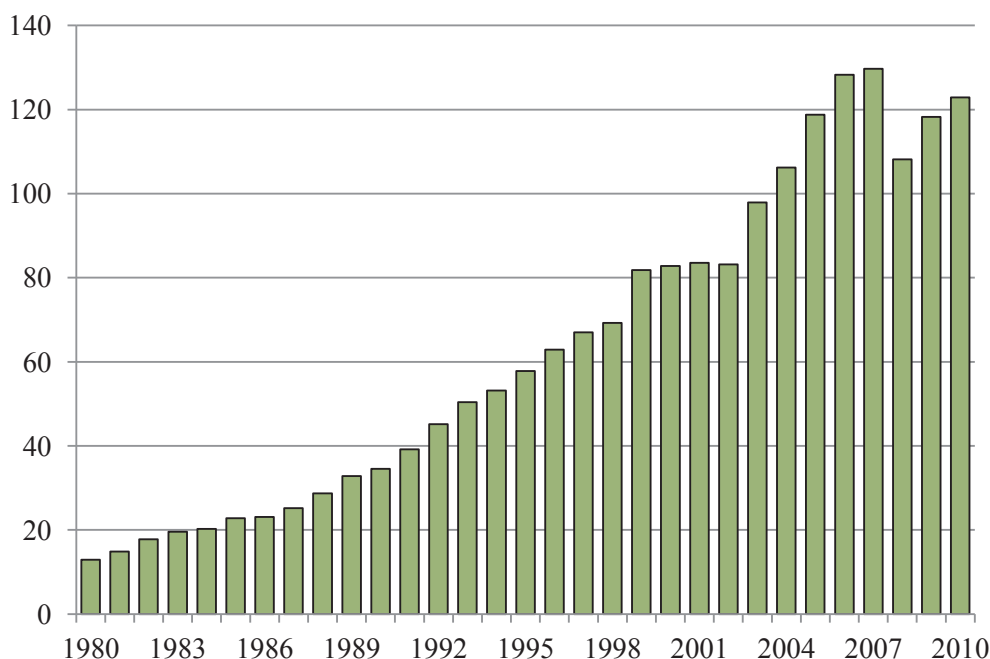
Á mynd 3 hér að neðan má sjá hvernig hrein eign lífeyrissjóða hefur vaxið jafnt og þétt frá árinu 1980

í hlutfalli af landsframleiðslu. Eignir hafa vaxið bæði vegna greiðslu iðgjalda sjóðsfélaga sem og vegna ávöxtunar eigna lífeyrissjóðanna. Hrein eign lífeyrissjóðanna nam á árinu 2010 upphæð sem svarar ríflega 120% af landsframleiðslu.

Raunávöxtun eigna lífeyrissjóða má sjá á mynd 4. Þar sést að raunávöxtun lífeyrissjóðanna var neikvæð á árunum 2000-2002 og aftur á árinu 2008. Áhrifa þessa gætir glöggt á mynd 3, en vöxtur hreinnar eignar stöðvaðist á árunum 2000-2002 og dróst saman á árinu 2008. Á mynd 3 sést einnig glögglega að sjóðirnir taka að vaxa til muna eftir að verðtryggingu er komið á og raunvextir þar með orðnir jákvæðir á fyrri hluti níunda áratugarins og farið er að greiða iðgjald af öllum launum um 1990.

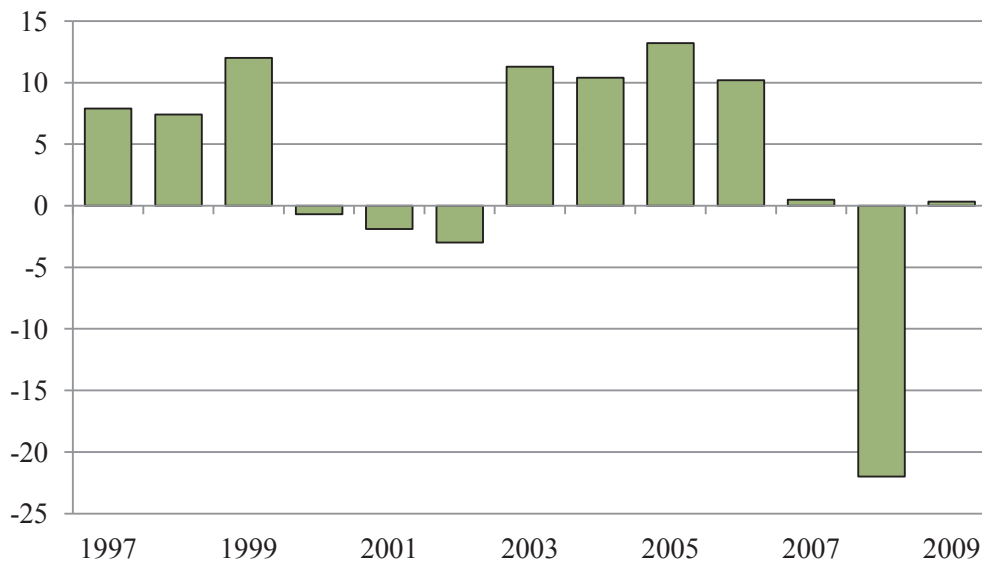
Raunávöxtun lífeyrissjóðanna hefur verið töluverð undanfarin ár eða um 3% á ári að meðaltali frá 1996-2009. Hún fór hæst í 13,2% á árinu 2005 og nam 11,3% að meðaltali á uppgangsárunum 2003-2006. Þessi mynd snerist við á árinu 2008 þegar tap lífeyrissjóðanna nam ríflega 20% í kjölfar hruns fjármálakerfisins hér á landi, líkt og sjá má á mynd 4.

Mynd 3. Hrein eign lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4. Raunávöxtun lífeyrissjóða



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Þar sem stærð lífeyrissjóða er mikil miðað við stærð þjóðarþúskaþarins, þá getur þróun lífeyrissjóða haft áhrif á eignaverð. Á meðan lífeyrissjóðirnir eru í uppbyggingu er spurn þeirra eftir eignum til fjárfestingar mikil og því hugsanlegt að eignaverð sé hærra en ella og má reikna með því að eignaverð lækki þegar sjóðirnir hafa náð fullri stærð.

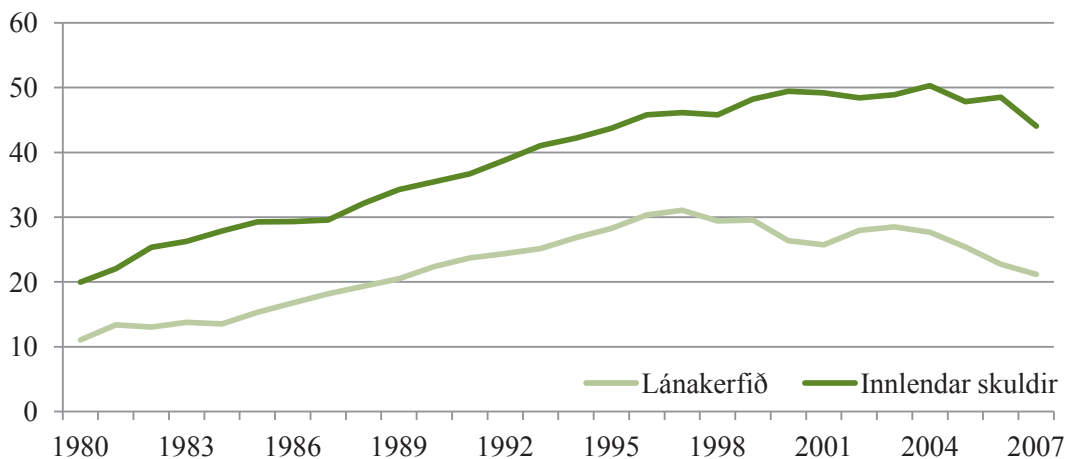
Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða

Hlutdeild lífeyrissjóða á íslenskum lánamarkaði hefur farið vaxandi eftir því sem stærð lífeyrissjóða hefur vaxið þrátt fyrir að stærð íslensks lánamarkaðar hafi einnig vaxið hratt. Á mynd 5 má sjá annars vegar

eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af lánakerfinu í heild og hins vegar sem hlutfall af innlendum skuldum.

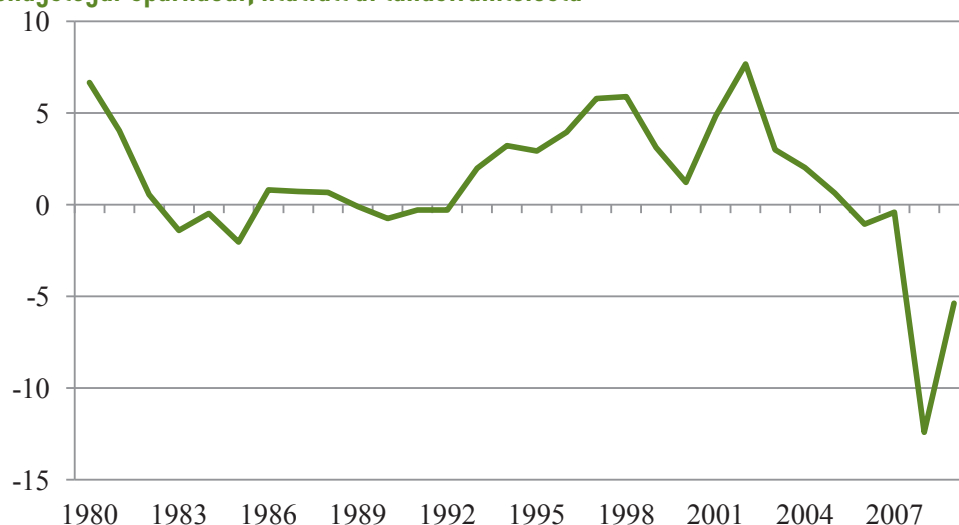
Áður var rætt um áhrif skylduaðildar að lífeyrissjóðum á sparnað. Ef lífeyrissparnaður kemur alfarið í stað frjáls sparnaðar eru áhrif af lífeyrissjóðum á sparnað engin, en ef skylduaðildin verður til þess að sparnaður í heild eykst, þá eru áhrifin jákvæð. Erfitt er að meta með nokkurri nákvæmni hver áhrifin eru, en hér á landi er þjóðhagslegur sparnaður að jafnaði lágur eins og sjá má á mynd 6 og því erfitt að færa rök fyrir því að skylduaðild hafi haft jákvæð áhrif á þjóðhagslegan sparnað.

Mynd 5. Eignir lífeyrissjóða í hlutfalli við innlent lánakerfi og skuldir þess



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6. Þjóðhagslegur sparnaður, hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Fjárfesting íslenskra lífeyrissjóða

Eins og áður sagði er fjárfesting lífeyrissjóða í eðli sínu fjárfesting til langframa og markmið þeirra sem ávaxta fé lífeyrissjóða á að vera örugg langtímafjárfesting með góðri áhættudreifingu. Við þetta bætist að fjárfesting lífeyrissjóða er stór hluti af fjármagnsmarkaði Íslands og því þurfa lífeyrissjóðir einnig að hafa auga með hugsanlegum áhrifum þeirra á fjármagnsmarkaðinn þar sem þeir geta auðveldlega haft áhrif á ávöxtun á markaði og þar með á eigin afkomu. Það er hins vegar ólíklegt að fjárfesting íslenskra lífeyrissjóða geti haft mikil áhrif á gengi verðbréfa á erlendum markaði. Á hinn bóginn geta lífeyrissjóðir haft töluverð áhrif á gengi íslensku krónunnar í viðskiptum sínum á gengismarkaði og því verður að gæta að því í fjárfestingum lífeyrissjóðanna.

Það ber hins vegar að gæta að því að lífeyrissjóðir eru ekki hagstjórnartæki, heldur eiga lífeyrissjóðir að taka ákvarðanir um fjárfestingar einungis með hagsmuni tilvonandi lífeyrisþega að leiðarljósi (Gylfi Magnússon, 2006).

Það er lífeyrissjóðum nauðsynlegt að ávaxta eignir þeirra og í heild þarf ávöxtun á eignum lífeyrissjóða að vera að minnsta kosti jafngild hækkun raunlauna að viðbættri fólksfjölgun til að tryggja að kaupmáttur lífeyrisgreiðslna minnki ekki. En það er ekki síður nauðsynlegt að sú ákvöxtun sé trygg. Þeir sem greiða í lífeyrissjóð treysta á að sá sparnaður verði til staðar þegar kemur að því að setjast í helgan stein og því

er umfram flestar aðrar fjárfestingar mikilvægt að leitast sé við að ávöxtun lífeyrissjóða sé eins örugg og mögulegt er, að því gefnu að viðunandi ávöxtun fái.

Eignastýring lífeyrissjóða þarf að miða að dreifingu yfir fjárfestingakosti, þ.e. skuldabréf, hlutabréf o.þ.h. og dreifingu yfir tíma, þ.e. skynsamleg samsetning skammtíma- og langtímabréfa. Í eðli sínu er sparnaður í lífeyrissjóðum langtímasparnaður og ættu fjárfestingar sjóðanna að endurspeglja það. Í stærri lífeyrissjóðum er hægt að gera áreiðanlegar áætlanir um útgreiðslur úr sjóðnum, bæði upphæðir og tímasetningar. Eðlilegt er að tímalengd fjárfestinga taki mið af því.

Ekki er hægt að segja að nokkur fjárfesting sé áhættulaus, en jafnan er gert ráð fyrir að skuldabréf gefin út af opinberum aðilum með ríkisábyrgð séu nánast laus við áhættu, enda afar sjaldgæft að ríki standi ekki í skilum. Það er aftur á móti jafnan neikvætt samband á milli áhættu og væntrar ávöxtunar á fjárfestingum. Þannig má gera ráð fyrir að áhættulítill fjárfesting hafi lægri ávöxtun en fjárfesting sem felur í sér meiri áhættu. Með því að blanda saman áhættulausum eignum og áhættusömum má tryggja að öruggt verði að eignasafnið beri ekki neikvæða ávöxtun á ákveðnu tímabili (Gylfi Magnússon, 2002).

Áhættu sem fylgir hlutabréfum er gjarnan skipt í tvennt. Annars vegar fyrirtækjaáhættu og hins vegar kerfislæga áhættu. Hægt er að lágmarka fyrir-

tækjaáhættuna með fjölbreyttu eignasafni, þ.e. með því að kaupa hlutabréf í mismunandi fyrirtækjum í mismunandi atvinnugreinum, en með því dregur úr vægi einstakra bréfa. Kerfislæga áhættan, aftur á móti, er alltaf fyrir hendi. (Gylfi Magnússon, 2002). Dæmi um kerfislæga áhættu er áfall sem dynur yfir hagkerfi í heild, líkt og gerðist hér á landi haustið 2008.

Hægt er að minnka kerfislæga áhættu með því að fjárfesta í mismunandi löndum. Ekki er þó hægt að losna við kerfislæga áhættu alveg þar sem tengsl eru á milli efnahags mismunandi ríkja og getur hlutabréfamarkaður í einu ríki haft áhrif á hlutabréfamarkað í öðru ríki. Þrátt fyrir þetta er nokkurt svigrúm til að minnka áhættu með því að fjárfesta í öðrum ríkjum. Þá þarf að huga að dreifingu milli landa og myntsvæða. Ef dreifa á áhættu með því að fjárfesta í hlutfalli við landsframleiðslu einstakra ríkja, ætti að fjárfesta 20% í Bandaríkjunum, 15% á Evrusvæðinu, 14% í Kína og 5% í Indlandi, ef miðað er við landsframleiðslu heimsins. Einungis örlítið brot af eignum lífeyrissjóða ætti samkvæmt þessu að fjárfesta hér á landi.

En við erlenda fjárfestingu verður að gæta þess að á móti vegur að við slíka fjárfestingu bætist gengisáhætta. Hægt er að verjast gengisáhættu, að minnsta kosti að hluta, með því að kaupa bréf í ýmsum löndum í mismunandi gjaldmiðlum. Eftir situr aftur á móti áhætta af breytingum á meðalgengi íslensku krónunnar. Hægt er að vinna gegn þeirri gengisáhættu með því til dæmis að gera framvirka samninga um viðskipti með gjaldeyri.

Í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru þeim sett nokkur takmörk varðandi fjárfestingar og miða þau við að takmarka áhættu í fjárfestingum lífeyrissjóða. Eðlilegt er að endurskoða slíkar reglur reglulega en jafnframt má velta því fyrir sér hvað taka eigi fram í slíkum reglum og hvað á að fela stjórnnum lífeyrissjóða að ákveða og hvaða kröfur á að gera til stjórnenda lífeyrissjóða.

Í 36. grein laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða er fjallað um áhættudreifingu í fjárfestingum lífeyrissjóða. Í greininni er kveðið á um að setja skuli lífeyrissjóðum fjárfestingastefnu en jafnframt að henni séu nokkrar skorður settar. Lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í ríkisvixlum,

ríkisskuldabréfum og skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs, og einnig í skuldabréfum og vixlum sveitarfélaga og annarra sem bera ábyrgð sveitarfélaga. Einnig mega lífeyrissjóðir fjárfesta í skuldabréfum og vixlum banka, sparissjóða og annarra lánastofnana sem eru undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Lífeyrissjóðum er einnig heimilt að fjárfesta í skuldabréfum tryggðum með veði í fasteign upp að vissu marki. Lífeyrissjóðir mega einnig fjárfesta í hlutabréfum fyrirtækja, hlutdeildarskírteinum og öðrum verðbréfum. Einnig er lífeyrissjóðum heimilt að ávaxta fé sitt með innlánnum í bönkum og sparissjóðum. Gerð er almenn krafa um að verðbréf séu skráð á skipulegum markaði og lúti þar með ákveðinni upplýsingaskyldu, þó heimilaðar séu ákveðnar undantekningar. Áhættusömum fjárfestingum lífeyrissjóða eru settar ákveðnar skorður þar sem þeim er til dæmis ekki leyft að eiga í fjárfestingasjóðum sem fjármagna sig með lántöku eða skortsölu (Lög nr. 129/1997).

Þá eru ýmsar takmarkanir á hversu mikið af fé lífeyrissjóða er ávaxtað í einstökum tegundum verðbréfa. Þannig má eign lífeyrissjóðs í hlutabréfum fyrirtækja ekki vera meiri en 60% af hreinni eign sjóðsins. Þá má samanlögð eign sjóðsins í verðbréfum útgefnum af sama aðila ekki vera meiri en 10% af hreinni eign sjóðsins og þá er lífeyrissjóði ekki heimilt að eiga meira en 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki. Erlend eign lífeyrissjóða má heldur ekki fara yfir 50% af hreinni eign.

Í heild er þess gætt í lögum um lífeyrissjóði að ekki sé tekin óhófleg áhætta í fjárfestingum lífeyrissjóða og lögin tryggja að fjárfesting lífeyrissjóða er dreifð. Ákvæði 36. greinar miða að því að minnka áhættu, bæði með áhættudreifingu og að leyfa aðeins fjárfestingu í skráðum bréfum, þ.e. bréfum sem fylgir ákveðin upplýsingaskylda og áhættu vegna upplýsingaskorts því haldið í lágmarki.

Fjárfestingar lífeyrissjóða hafa breyst töluvert síðustu áratugi eftir því sem fjármálamarkaður hér á landi hefur þróast og opnað hefur verið fyrir viðskipti við önnur lönd eins og sjá má í töflu 1 hér að neðan.

Tafla 1. Hlutfallsleg samsetning eigna lífeyrissjóða

	1980	1990	2000	2007	2008	2009
Verðbréf með föstum tekjum	81,8	90,5	59,1	47,7	56,6	59,3
Markaðsskuldabréf	1,7	21,5	36,7	34,2	42,6	45,8
Opinberir aðilar	1,7	6,4	5,3	3,2	8,2	11,7
Innlánsstofnanir og lánaþyrirtæki	0,0	13,1	28,0	21,6	25,6	27,5
Fyrirtæki	0,0	2,0	2,9	8,0	7,1	5,3
Erlend skuldabréf	0,0	0,0	0,5	1,4	1,8	1,3
Önnur skuldabréf	80,2	68,9	22,4	13,5	14,0	13,5
Opinberir aðilar	1,0	3,0	0,9	1,9	0,5	0,4
Innlánsstofnanir og lánaþyrirtæki	36,8	41,9	6,9	2,0	1,3	1,2
Fyrirtæki	1,6	2,2	4,7	2,0	2,0	2,1
Einstaklingar (sjóðfélagalán)	40,8	21,8	9,9	7,6	10,2	9,8
Verðbréf með breytilegum tekjum	0,0	1,3	38,5	49,0	35,8	34,7
Innlend verðbréf	0,0	1,3	16,5	23,4	3,8	6,1
Erlend verðbréf	0,0	0,0	22,1	25,6	41,7	28,6
Bankainnstæður	10,5	2,5	1,6	2,6	10,6	9,2
Annað	7,6	5,7	0,8	0,7	-3,0	-3,2
Hrein eign til greiðslu lífeyris	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Heimild: Seðlabanki Íslands.

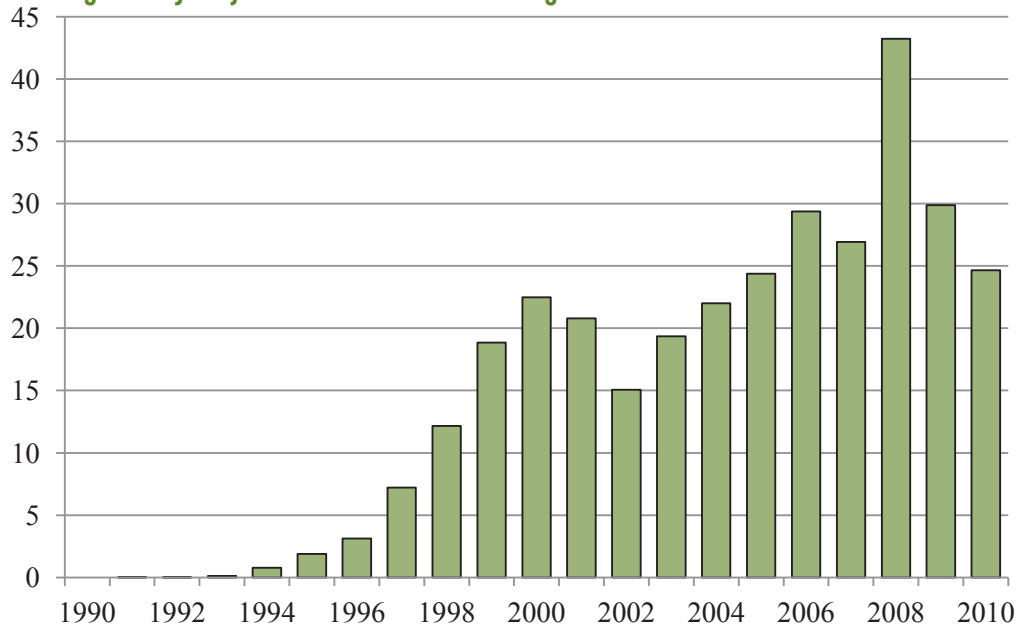
Á árinu 1980 var stór hluti eigna lífeyrissjóða í formi sjóðfélagalána, eða 40%. Hæst fór hlutdeild sjóðfélagalána í 46% á árunum 1983-1984 (Kristína Baldursdóttir, 2000). Á árinu 1980 voru 35% eigna í formi svokallaðra annarra skuldabréfa útgefinna af opinberum aðilum. Þar er um að ræða bein útlán og skuldabréf önnur en markaðsskuldabréf (Kristína Baldursdóttir, 2000). Þegar kemur fram á árið 1990 hafði hlutdeild sjóðfélagalána minnkað niður í 20%, hlutdeild annarra skuldabréfa opinberra aðila var um 40%, en hluti eigna var á þessum tíma komið í markaðsskuldabréf. Á árinu 2000 var hlutdeild sjóðfélagalána komið niður í 10% og hlutdeild annarra skuldabréfa opinberra aðila komin úr 40% í 7%. Þess í stað hafði hlutdeild markaðsskuldabréfa opinberra aðila aukist í 30% og hlutdeild innlendra verðbréfa í 17% og erlendra verðbréfa í 22%. Á árunum eftir 2000 hélst hlutdeild sjóðfélagalána nokkuð stöðug um 10%, hlutdeild erlendra verðbréfa jókst fram á árið 2008 og náði þá yfir 40%, en minnkaði aftur á árinu 2009. Hlutdeild markaðsskuldabréfa lánastofnana hefur haldist á milli 20 og 30%.

Við inngöngu Íslands í Evrópska efnahagssvæðið opnuðust alþjóðlegir fjármálamarkaðir og lífeyrissjóðir tóku að fjárfesta erlendis. Þróunin var hæð fyrstu árin, en erlendar eignir sem hlutfall af heildareignum lífeyrissjóða fóru yfir 20% á árinu 2000 og fóru hæst yfir 40% á árinu 2008, eins og mynd 7 sýnir. Megnið af erlendum eignum lífeyrissjóða er í erlendum hlutabréfum og hlutdeildarskírteinum

í erlendum verðbréfasjóðum. Litlar líkur eru á því að lífeyrissjóðir geti haft áhrif á gengi erlendra hlutabréfa en þeir geta aftur á móti haft áhrif á erlenda eignastöðu þjóðarbúsins og geta auðveldlega haft á áhrif á gengi íslensku krónunnar ef þeir eiga mikil viðskipti með erlendar eignir á stuttum tíma (Gylfi Magnússon, 2006).

Hlutdeild ríkistryggðra eigna, þ.e. ríkisverðbréfa, ríkistryggðra íbúðabréfa og innlána, var í lok árs 2000 20% af eignum lífeyrissjóða og í september 2008 var hlutfallið 25%. Í kjölfar þrots bankanna, með tilkomu gjaldeyrishafta sem takmarkar fjárfestingarmöguleika lífeyrissjóða, auk þess sem áhættufærni hefur væntanlega aukist hefur hlutfall þetta farið stigvaxandi og var í árslok 2010 komið í 45% af heildareignum lífeyrissjóða (Svava Óskarsdóttir, 2011).

Eðlilegt er að spurt sé að hvaða leyti eigi að ákvarða fjárfestingar lífeyrissjóða í lögum og að hvaða leyti það skuli gert í fjárfestingastefnu stjórnna sjóðanna. Hvað varðar lagabókstafinn hefur helst verið gagnrýnt að til að tryggja betri áhættudreifingu ætti að leyfa mun meiri erlenda fjárfestingu, enda fjármagnsmarkaður hér á landi örsmár í samanburði við fjármagnsmarkaði annarra ríkja. Ef til vill mætti víkka þessa heimild og setja í staðinn reglur um áhættudreifingu erlendis og reglur sem draga úr gengisáhættu. Einnig hefur verið gagnrýnt að lífeyrissjóðum er ekki heimilt að fjárfesta í húsnæði, hvorki íbúðarhúsnæði né atvinnuhúsnæði, utan húsnæðis utan um starfsemi

Mynd 7. Erlendar eignir lífeyrissjóða í hlutfalli við heildareignir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

viðkomandi sjóðs. Í fljótu bragði er erfitt að sjá hvers vegna þessi gerð fjárfestingar er undanskilin.

Á undanförunum árum hefur verið gerð æ meiri krafa til stjórnenda lífeyrissjóða, enda er ábyrgð þeirra mikil. Gæta þarf þess að stjórnendur, hvort sem þeir eiga sæti í stjórn eða framkvæmdastjórn, hafi næga faglega þekkingu og að hagsmunir þeirra stangist ekki á við hagsmuni sjóðfélaga.

Íslenskir lífeyrissjóðir eru undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Gerðar eru kröfur um tryggingafræðilega stöðu sjóðanna. Það felur í sér mat á fjárskuldbindingum lífeyrissjóðs miðað við áunnin lífeyrisréttindi sjóðfélaga og eru þær bornar saman við eignir lífeyrissjóðsins og væntanlegar iðgjaldtekjur sem og vaxtatekjur af núverandi eignum og væntanlegum iðgjöldum. Samkvæmt lögum á að ríkja jafnvægi á milli þessara tveggja stærða. Komi í ljós misræmi þar á milli ber lífeyrissjóði með fulla sjóðssöfnun að grípa til viðeigandi ráðstafana til að ná aftur jafnvægi. Miðað er við 10% mun eða 5% mun samfelt í fimm ár. Nú er í gildi bráðabirgðaákvæði sem heimilar allt að 15% mun á einu ári (Lög nr. 129/1997).

Á árinu 2009 sýndu þrír lífeyrissjóðir með fulla sjóðssöfnun jákvæða stöðu, níu sýndu stöðu á bilinu 0-10% halla á meðan 13 sjóðir voru með halla á bilinu 10-15%. Þessir 13 lífeyrissjóðir njóta því

bráðabirgðaákvæðisins. Aftur á móti eru þrír lífeyrissjóðir sem sýndu halla umfram 15% og þurfa þeir því að skerða réttindi þeirra sjóðfélaga sem komnir eru á eftirlaun. Myndin var allt önnur á árinu 2007, en þá sýndu 22 lífeyrissjóðir jákvæða stöðu, fjórir voru með halla á bilinu 0-5% og þrír á bilinu 5-10%. Enginn lífeyrissjóður sýndi meiri halla en 10%. Það er því ljóst að tryggingafræðileg staða sjóðanna breyttist til muna við fjármálakreppuna og ef bráðabirgðaákvæðisins nyti ekki við þyrfti að skera réttindi mun fleiri eftirlaunaþega en raunin er (Fjármálaeftirlitið, 2008 og 2010).

3. Íslenska lífeyriskerfið í alþjóðlegum samanburði.

Flest OECD-ríki eru með lífeyrissjóði, en einungis um helmingur þeirra er með skylduaðild að einkareknum lífeyrissjóðum. Ísland er þeirra á meðal, en auk Íslands eru Holland og Sviss með fastiðgjaldasjóði. Aðrar þjóðir eru með fastréttindasjóði eins og til dæmis Ástralía, Danmörk, Mexíkó, Pólland, Síle og Slóvakía (OECD, 2011).

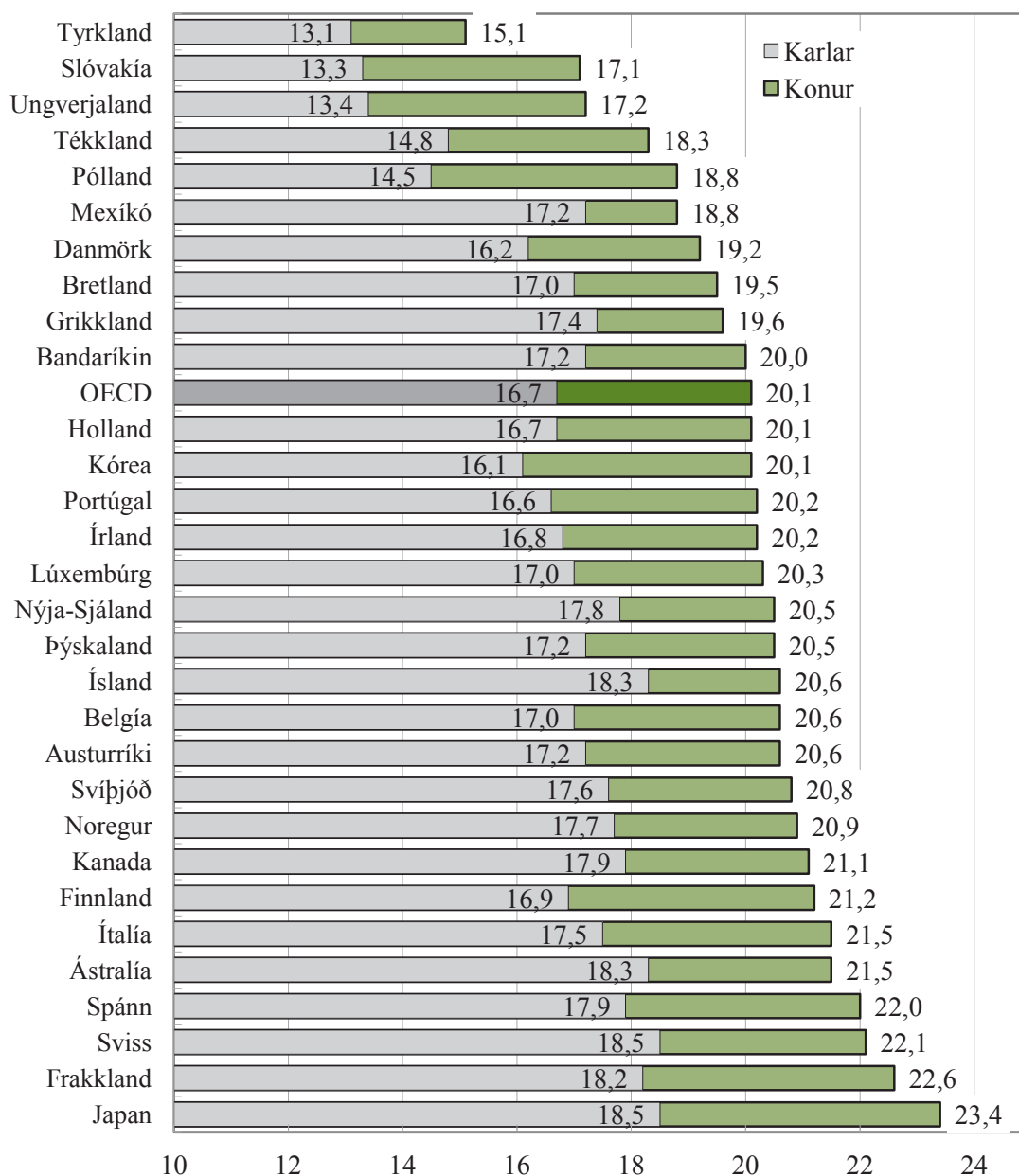
Í þessum kafla er íslenska lífeyriskerfið borið saman við lífeyriskerfi annarra OECD-ríkja, bæði að því er varðar sjóðfélaga og greiðslur úr lífeyrissjóðum sem

og stöðu íslenskra lífeyrissjóða í samanburði við aðra í ríkjum OECD. OECD skilgreinir aldraða sem þá sem eru 65 ára og eldri og verður stuðst við þá skilgreiningu í umfjölluninni hér á eftir.

Lífeyrissjóðir í fjármálakreppu

Það voru ekki einungis íslenskir lífeyrissjóðir sem urðu fyrir áfalli þegar fjármálakreppan reið yfir. Áfallið var á alþjóðavísu og hefur OECD lagt mat á áhrif kreppunnar á eignir lífeyrissjóða á árinu 2008 (OECD,

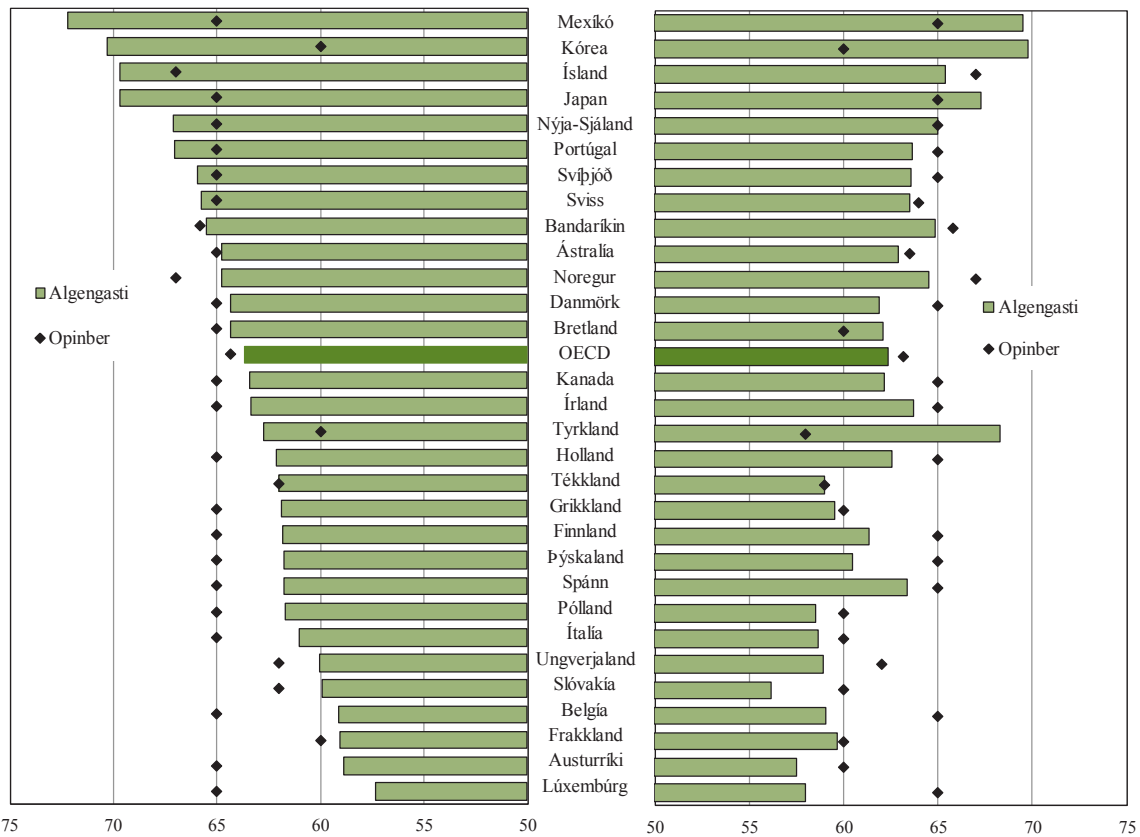
Mynd 8. Lífslíkur við 65 ára aldur á árinu 2006



Heimild: OECD (2009).

Mynd 9. Opinber eftirlaunaaldur og algengasti eftirlaunaaldur í OECD-ríkjunum

Raðað eftir algengasta eftirlaunaaldri meðal karla.



Heimild: OECD (2011).

2009). Tap lífeyrissjóða meðal OECD-ríkja reyndist 23% þegar miðað er við vegið meðaltal. Lífeyrissjóðir á Írlandi töpuðu hlutfallslega mestu, eða 38%. Næstir komu lífeyrissjóðir í Ástralíu, en tap þeirra reyndist 27% og þar á eftir lífeyrissjóðir í Bandaríkjunum með 26% tap, en þeir vega langþýngst í vagnu meðaltali. Ísland kemur næst á eftir, með tap upp á 22% og því nálægt meðaltalinu. Á hinum enda skalans með tap upp á 10% eða minna eru lífeyrissjóðir í löndum á borð við Noreg, Þýskaland, Slóvakíu, Spánn, Sviss, Tékkland og Mexíkó (OECD, 2009). Tap lífeyrissjóða var því mjög misjafnt eftir ríkjunum og þó það hafi verið mikið hér á landi, þá var tap annarra ríkja enn meira.

Einnig lagði OECD mat á það hvaða áhrif fjármálakreppan gæti haft á einstaka hópa fólks hvað varðar lífeyrisgreiðslur. Sá hópur sem líklegastur er til að verða fyrir mestum áhrifum er eldra fólk sem enn er á vinnuþrengi, en stefnir á að hætta fljótlega. Það er hugsanlegt að skerða þurfi lífeyrisgreiðslur til þessa hóps. Gera má ráð fyrir að eldri einstaklingar sem þegar

hafa hafið töku lífeyris verði fyrir heldur minni áhrifum, enda lífeyrisgreiðslur gjarnan verðtryggðar og takmörk á því hversu mikið er hægt að breyta greiðslum eftir að taka lífeyris er hafin. Yngra fólk verður væntanlega fyrir minnstum áhrifum þar sem það hefur lengri tíma til að vinna upp tapið sem varð vegna fjármálakreppunnar (OECD, 2009).

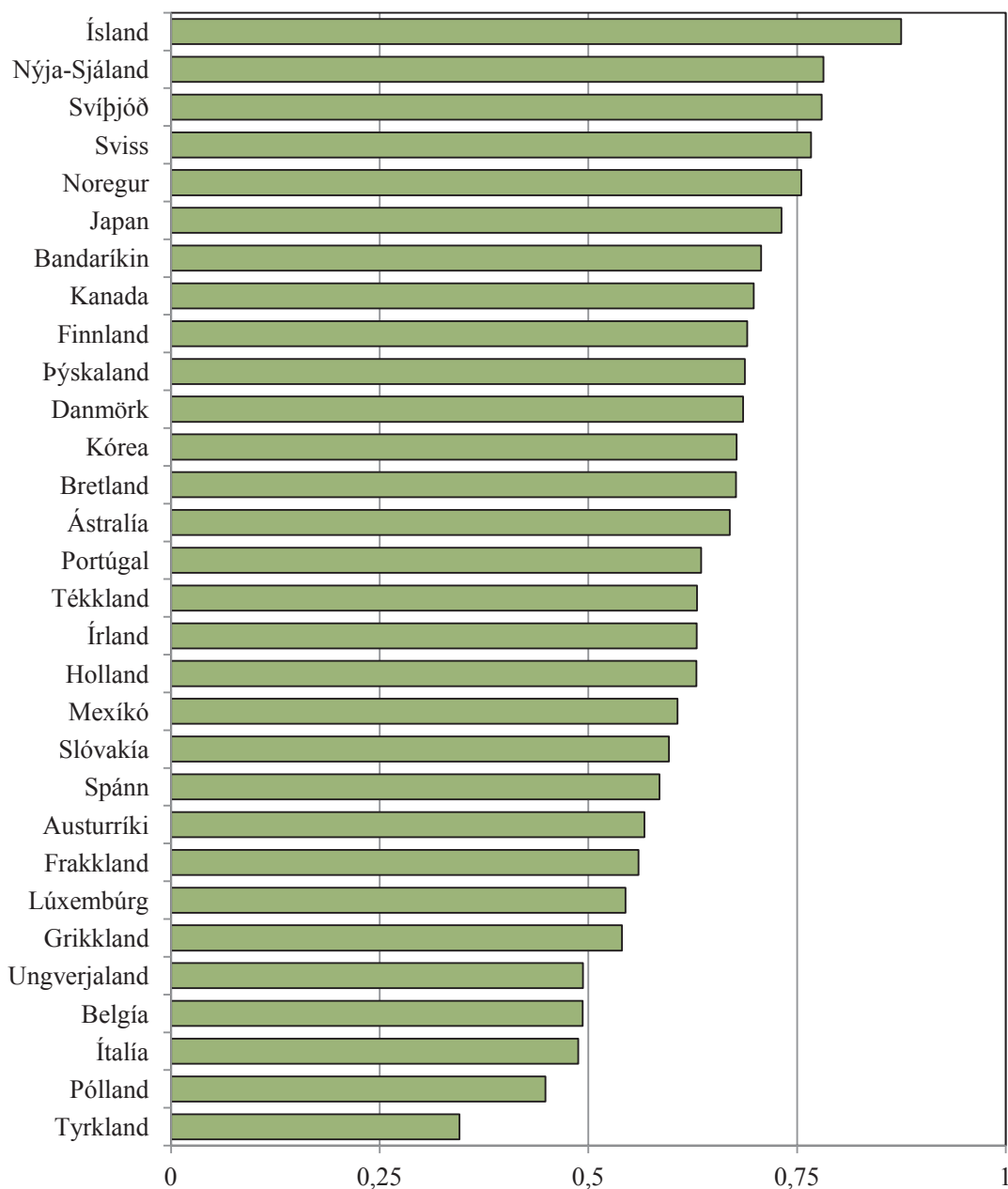
Eldri borgarar

Lífslíkur fólks við 65 ára aldur er mismunandi milli OECD-ríkjanna eins og mynd 8 ber með sér. Því hærri sem lífslíkurnar eru, því meiri verða greiðslur í lífeyri til þessara einstaklinga. Konur lifa jafnan lengur en karlar. Að meðaltali eru lífslíkur 65 ára gamals karls sem búsettur er í einhverju ríkja OECD 16,7 ár, þ.e. hann getur búist við að ná 82 ára aldri. Lífslíkur kvenna eru meiri, en kona sem náð hefur 65 ára aldri í einhverju OECD-ríkja getur búist við að verða 85 ára.

Hér á landi eru lífslíkur karla og kvenna yfir meðaltali OECD-ríkjanna. Lífslíkur karla eru meðal þeirra

Mynd 10. Atvinnuþátttaka fólks á aldrinum 50-64 ára

Hlutfall af fólksjölda á sama aldri.



Heimild: OECD (2011).

hæstu, eða 18,3 ár við 65 ára aldur og geta íslenskir karlmenn sem hafa náð 65 ára aldri búist við að verða 83 ára. Lífslíkur kvenna við 65 ára aldur eru 20,6 ár og því geta íslenskar konur sem náð hafa 65 ára aldri búist við að ná 86 ára aldri. Karlar og konur verða elst í Japan og geta japanskir karlar sem náð hafa 65 ára aldri búist við að verða 84 ára og konur sem náð hafa 65 ára aldri í Japan geta búist við að verða 88 ára.

Íslendingar lifa ekki einungis lengur en aðrir í ríkjum OECD, heldur fara þeir einnig síðar á eftirlaun. Sam-

kvæmt upplýsingum sem OECD hefur tekið saman er algengast að einstaklingar í aðildarríkjunum fari á eftirlaun þremur til fimm árum fyrr en opinber eftirlaunaaldur segir til um eins og mynd 9 sýnir. Opinber eftirlaunaaldur er í flestum OECD-ríkjum 65 ár, en algengasti eftirlaunaaldur er á bilinu frá 61 til 67 ára. Hér á landi er algengasti eftirlaunaaldur hærri en opinber eftirlaunaaldur. Hér er algengasti eftirlaunaaldur karla 70 ár, sá þriðji hæsti á eftir Mexíkó og Kóreu, og þremur árum eftir opinberan eftirlaunaaldur. Algengasti eftir-

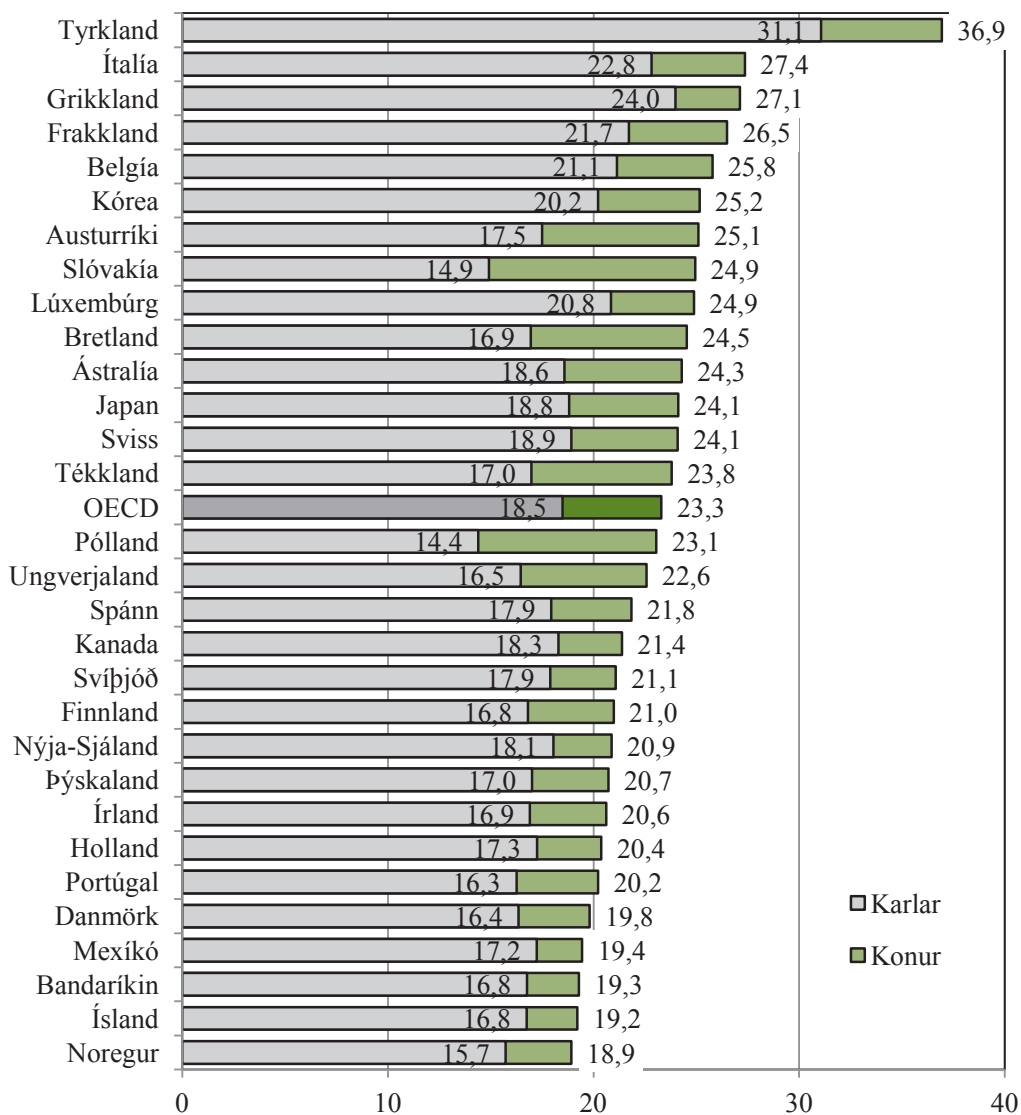
launaaldur kvenna á Íslandi er aðeins lægri, eða 65 ár, sá fimmti hæsti í röðinni af ríkjum OECD á eftir Kóreu, Mexíkó, Tyrklandi og Japan. Algengasti eftirlaunaaldur kvenna í OECD-ríkjunum er frá 59 til 65 ára (OECD, 2011).

Það að við förum síðar á eftirlaun en jafnaldrar okkar í öðrum ríkjum OECD bendir til þess að þátttaka á vinnumarkaði sé meiri fram eftir aldri en annars staðar. Þetta er raunin þar sem atvinnuþátttaka þeirra sem eru eldri en 65 ára er meiri hér á landi en í öðrum ríkjum OECD (OECD, 2011). Atvinnuþátttaka fólks á aldrinum 65-74 ára hér á landi er yfir þriðjungur. Helmingur karla á þessum aldri er á vinnumarkaði og ein af hverjum fjórum konum (Hagstofa Íslands, e.d.). Ef við

lítum á aldurshópinn frá 50-64 ára, þá er um 65% fólks á þeim aldri að meðaltali á vinnumarkaði í OECD-ríkjunum. Á Íslandi er atvinnuþátttaka fólks á þessum aldri nálægt 90%. Í Þýskalandi og í Danmörku eru um 70% fólks á aldrinum 50-64 ára á vinnumarkaði, 60% á Írlandi og um helmingur fólks á þessum aldri er á vinnumarkaði á Ítalíu eins og sjá má á mynd 10.

Bæði lífslíkur og algengasti eftirlaunaaldur skipta máli þegar meta á þann hóp sem þiggur greiðslur úr lífeyrissjóðum. Eins og kom fram hér að ofan, þá verða Íslendingar eldri en íbúar margra annarra ríkja en vinna að sama skapi lengur. Konur fara gjarnan fyrr á eftirlaun en karlar, oft vegna þess að algengt er að eiginmenn þeirra séu eldri. Þær lifa líka gjarnan lengur og eru því

Mynd 11. Áætluð tímalengd fólks á eftirlaunum eftir löndum



Heimild: OECD (2011)

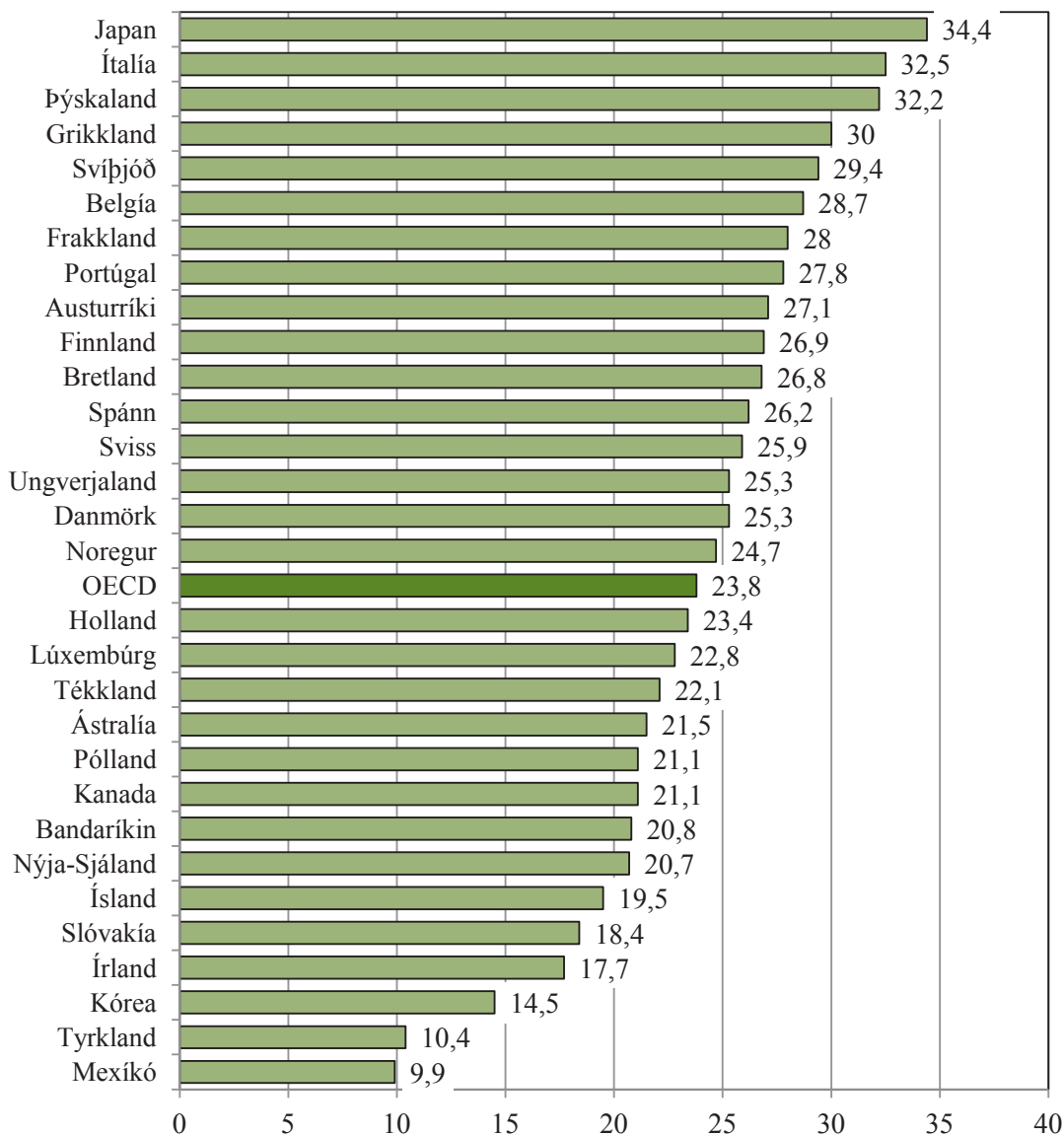
lengur á eftirlaunum en karlar. Á mynd 11 má sjá hversu lengi má búast við að meðalmaður og meðalkona verði á eftirlaunum í ríkjum OECD (OECD, 2011). Gera má ráð fyrir að íslenskur karlmaður þiggi lífeyrissjóðsgreiðslur í 16,8 ár á meðan karlmaður á Ítalíu mun væntanlega þiggja eftirlaunagreiðslur í 22,8 ár. Búast má við að ítalskar konur muni þiggja eftirlaunagreiðslur í 27,4 ár á meðan íslenskar konur geta átt von á að þiggja eftirlaunagreiðslur í 19,2 ár. Að meðaltali munu karlar verja 18,5 árum á eftirlaunum í ríkjum OECD en konur 23,3 árum. Reikna má með að aðeins Norðmenn verji styttri tíma á eftirlaunum en Íslendingar.

Hér að framan var sýnt hvernig gert er ráð fyrir að öldruðum Íslendingum fjölgi hlutfallslega á næstu áratugum. Flestar þjóðir Evrópu eru eldri en við Íslendingar. Einn mælikvarði á öldrun þjóða er svokölluð öldrunarbyrði. Öldrunarbyrði sem sýnir fjölda þeirra sem eru 65 ára og eldri sem hlutfall af heildarvinnuafli, þ.e. öllum sem eru á vinnumarkaði.

Samanburður meðal ríkja OECD sýnir að öldrunarbyrðin er mest í Japan þar sem fjöldi þeirra sem komnir eru yfir 65 ár aldur samsvarar þriðjungi af þeim sem eru á vinnumarkaði (OECD, 2009). Á hinum enda skalans er Mexíkó þar sem fjöldi aldraðra samsvarar tíunda hluta þeirra sem er á vinnumarkaði. Öldrunarbyrðin í

Mynd 12. Öldrunarbyrði

Fjöldi þeirra sem eru eldri en 65 ára sem hlutfall af heildarfjölda á vinnumarkaði.



Heimild: OECD (2009)

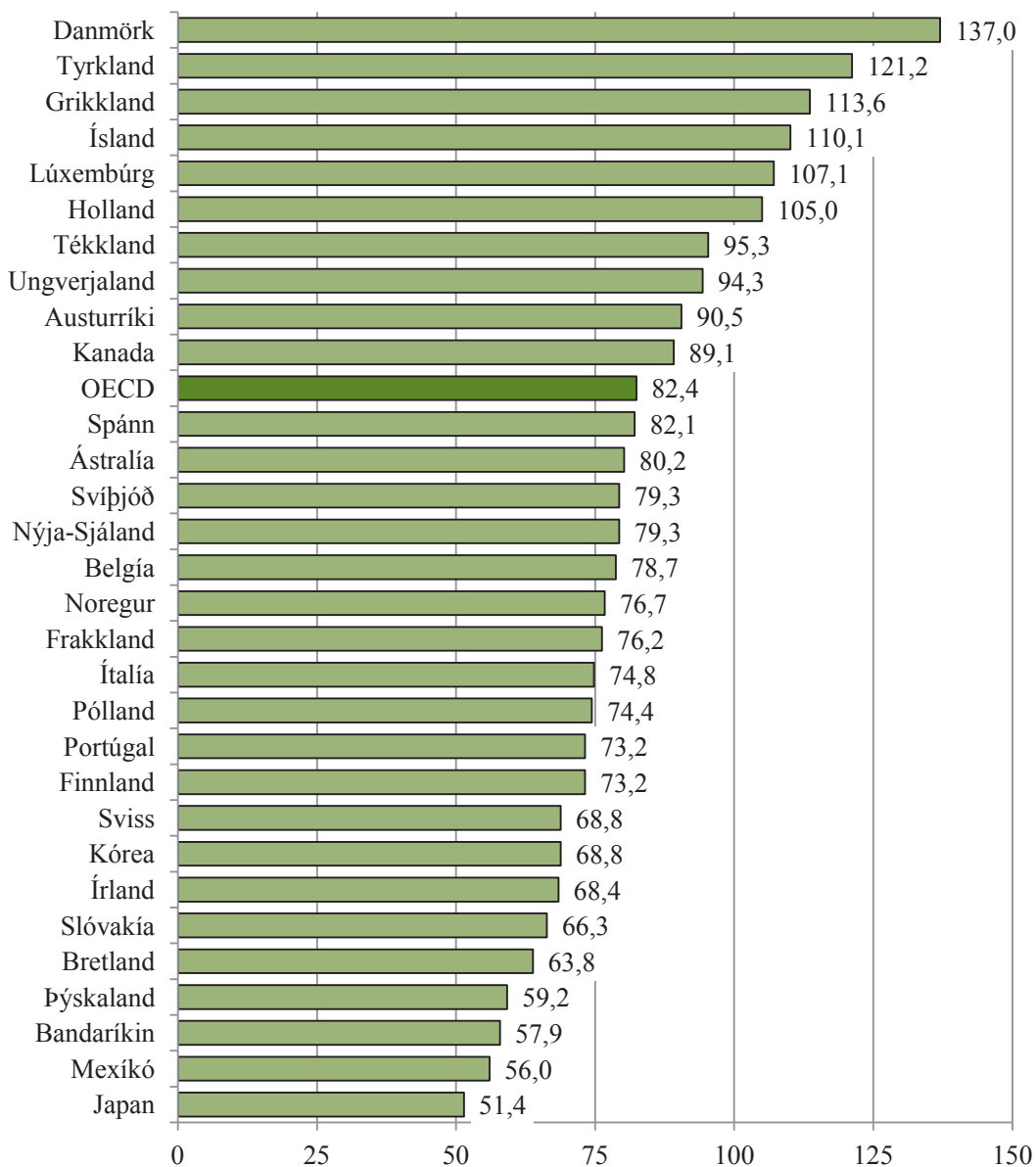
ríkjum OECD er að meðaltali um fjórðungur, þ.e. fyrir hvern aldraðan einstakling eru um fjórir á vinnumarkaði. Öldrunarbyrðin hér á landi er undir meðaltalinu, þ.e. fyrir hvern aldraðan einstakling hér á landi eru fimm á vinnumarkaði. Hér á landi eru því fimm manns á vinnumarkaði sem greiða skatt til að greiða fyrir hvern einstakling sem þiggur lífeyri frá hinu opinbera. Í OECD-ríkjum að meðaltali eru þeir einungis fjórir.

Greiðslur til ellilífeyrisþega

Hvað bera þeir úr bótum sem komnir eru á eftirlaunaaldur í ríkjum OECD? Á mynd 13 hér að neðan

eru skoðaðar tekjur tekjulágs einstaklings sem farinn er á eftirlaun. Tekinn er einstaklingur sem áður hafði í laun helming meðallauna viðkomandi ríkis fyrir fullt starf og kannað hvaða tekjur hann getur búist við að hafa eftir að hann fer á eftirlaun. Í sex ríkjum OECD, þar á meðal hér á landi eru tekjur tekjulágra einstaklinga að lokinni vinnuævi hærri en á meðan viðkomandi var á vinnumarkaði og hlutfallið þar með yfir 100%. Á Íslandi er hlutfallið 110%, þ.e. meðalgreiðslur úr lífeyrissjóði eru 10% hærri en hálf meðallaun. Einstaklingur sem er tekjulágur getur því átt von á að tekjur hans hækki þegar hann fer á eftirlaun. Í níu ríkjum OECD

Mynd 13. Lífeyrisgreiðslur sem hlutfall af hálfum meðallaunum fyrir fullt starf



Heimild: OECD (2009).

er hlutfall þetta á bilinu 50-70%, þ.e. einstaklingur sem var með lág laun á vinnumarkaði þarf að láta sér nægja ríflega helming af fyrri tekjum þegar hann fer af vinnumarkaði (OECD, 2009).

Af þessum sökum má búast við að fáir einstaklingar meðal þeirra sem eru 65 ára og eldri hér á landi teljist undir fátæktarmörkum. Fátæktarmörk hér eru skilgreind sem tekjur lægri en helmingur af miðgildi tekna fólks í viðkomandi landi.

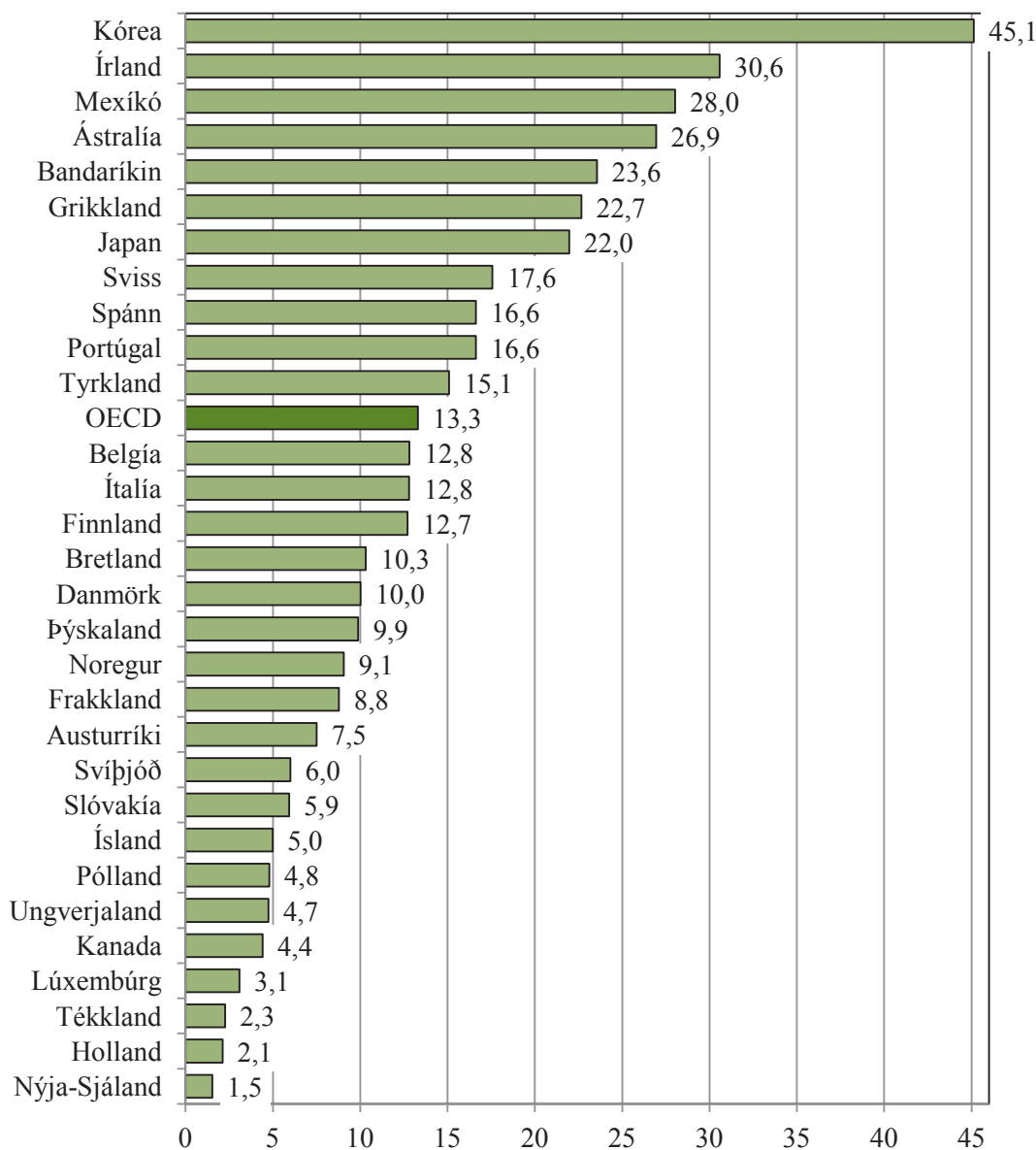
Að meðaltali eru 13% þeirra sem eldri eru en 65 ára undir fátæktarmörkum í ríkjum OECD eins og

sjá má á mynd 14. Hér á landi er hlutfallið 5%, en lægra hlutfall er að finna til dæmis í Lúxembúrg, Hollandi og Nýja-Sjálandi. Til samanburðar er fátæktarhlutfallið 6% í Svíþjóð, 9% í Noregi, 10% í Danmörku og 13% í Finnlandi.

Samkvæmt þessum upplýsingum þá búa Íslendingar vel að þeim tekjuminni þegar þeir fara á eftirlaun í samanburði við önnur ríki. Þeir tekjuminni lækka ekki í tekjum við það að fara af vinnumarkaði og fáir eru undir fátæktarmörkum.

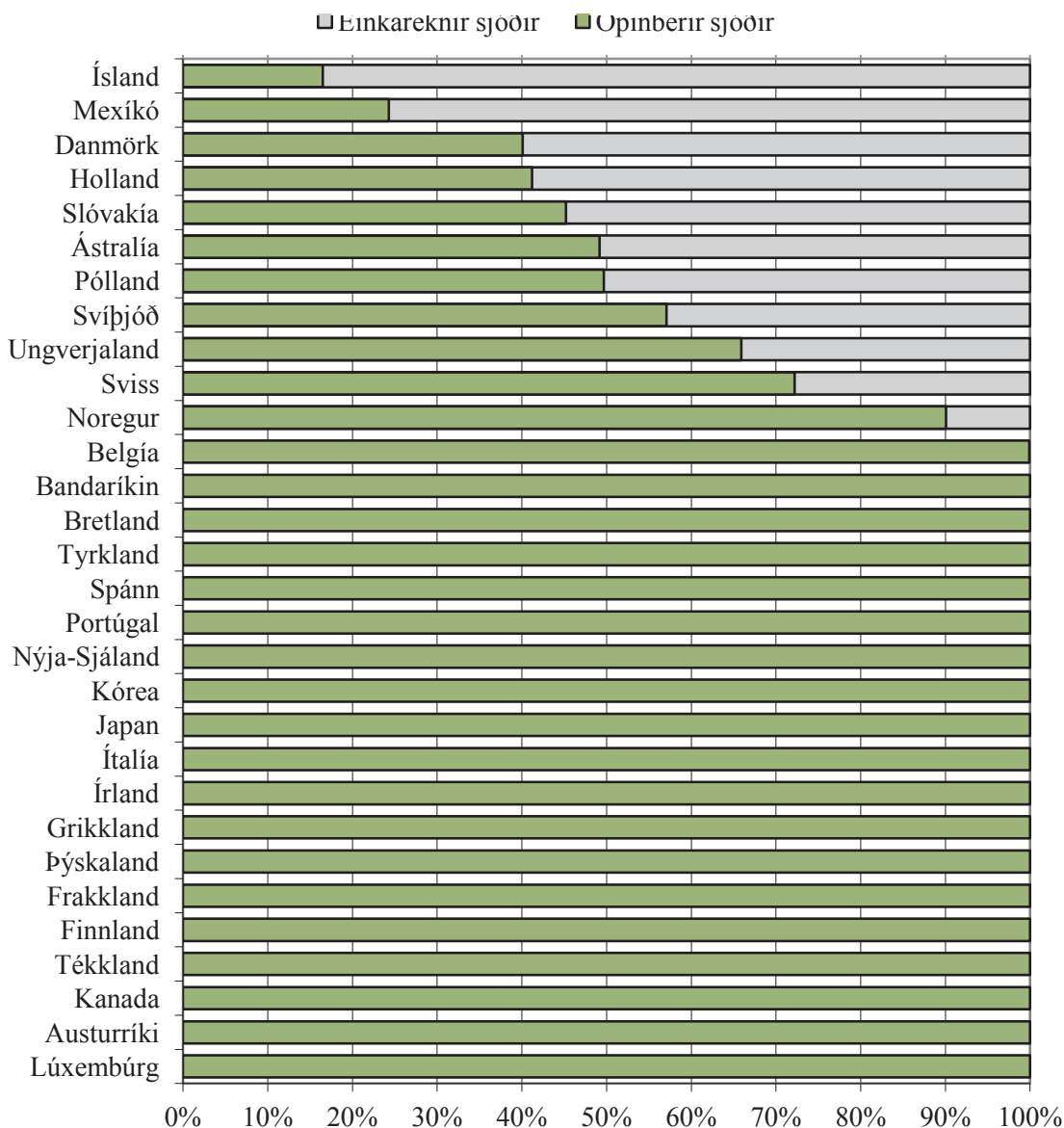
Mynd 14. Hlutfall fólks yfir 65 ára aldri sem er undir fátæktarmörkum

Fólk með tekjur lægri en helmingur af miðgildi tekna í viðkomandi landi.



Heimild: OECD (2009).

Mynd 15. Skipting lögbundinna lífeyrissjóðstekna milli opinberra sjóða og einkasjóða



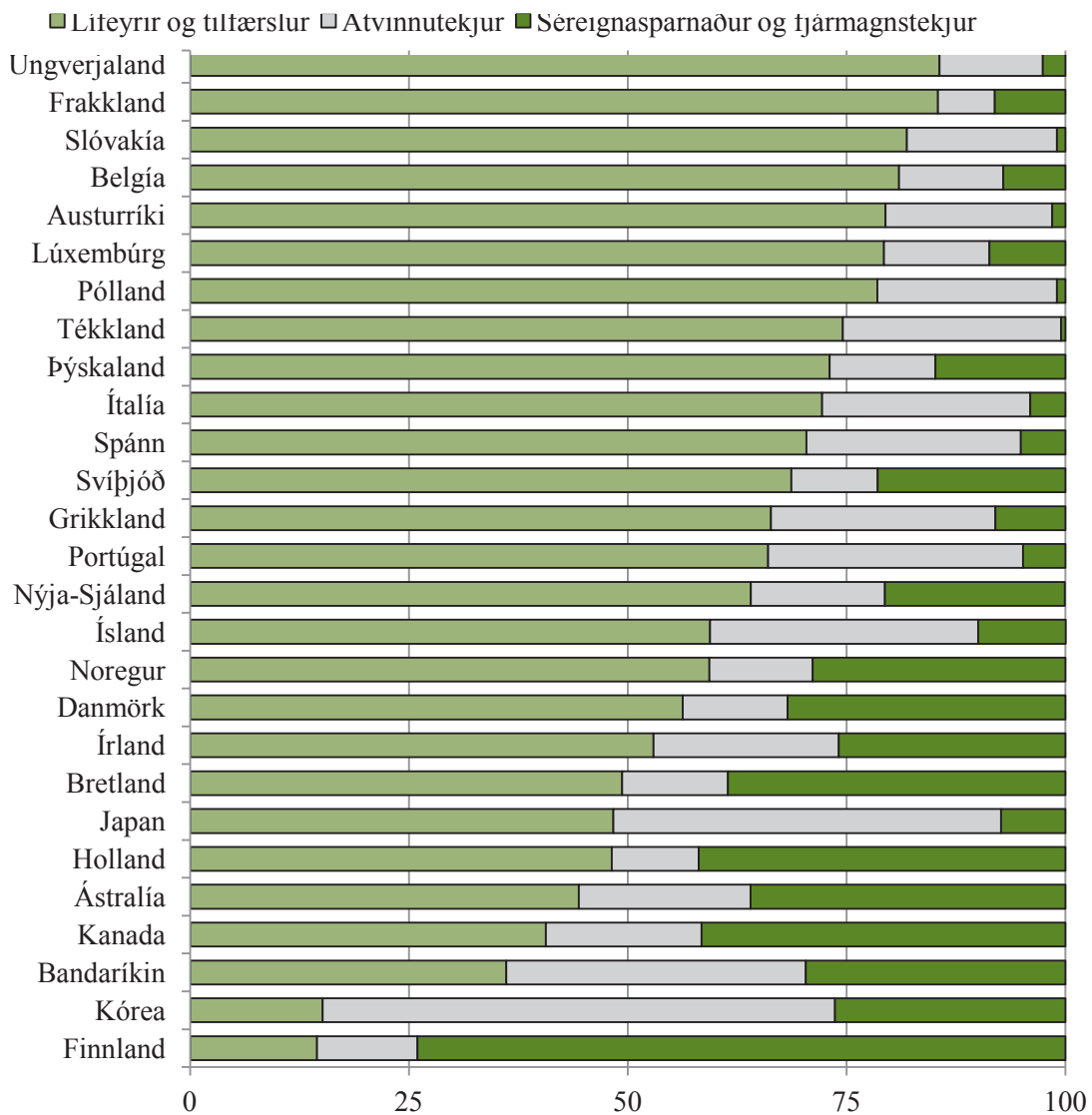
Heimild: OECD (2009).

Þegar kemur að lögbundum greiðslum þá geta þær ýmist verið úr opinberum sjóðum eða einkareknum lífeyrissjóðum með skylduaðild. Í flestum ríkjum OECD koma slíkar greiðslur alfarið úr opinberum sjóðum, en hér á landi er einungis 16,5% úr opinberum sjóðum en yfir 80% kemur úr lífeyrissjóðum eins og sjá á mynd 15.

Tekjur þeirra sem komnir eru yfir 65 ára aldurinn eru þó ekki allar vegna skyldubundinna greiðslna. Margir vinna fram yfir 65 ára aldur og afla sér því atvinnutekna. Sumir eiga sparnað umfram skyldubundinn lífeyrissjóð, þ.e. innistæður í séreignasjóðum

eða annan sparnað. Sjá má skiptingu tekna aldraðra á mynd 16. Hér á landi eru lífeyristryggingar og lífeyrissjóðsgreiðslur liðlega 60% af tekjum fólks eldra en 65 ára. Um þriðjungur tekna eru tekjur af atvinnu og 10% eru séreignasparnaður eða fjármagnstekjur.

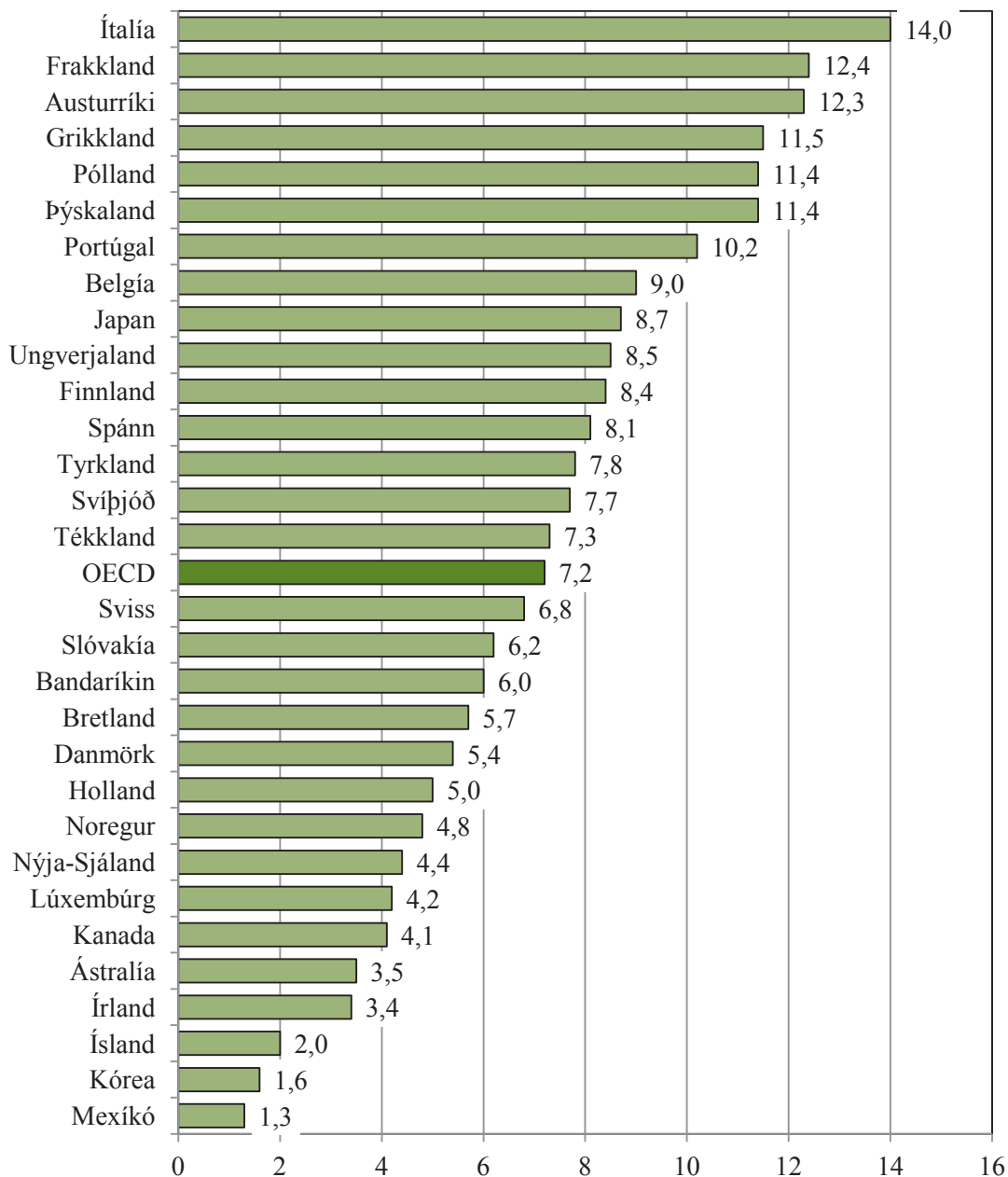
Mynd 16. Skipting tekna einstaklinga yfir 65 ára aldri



Heimild: OECD (2009).

Mynd 17. Framlög hins opinbera til greiðslu lífeyris

Hlutfall af landsframleiðslu.



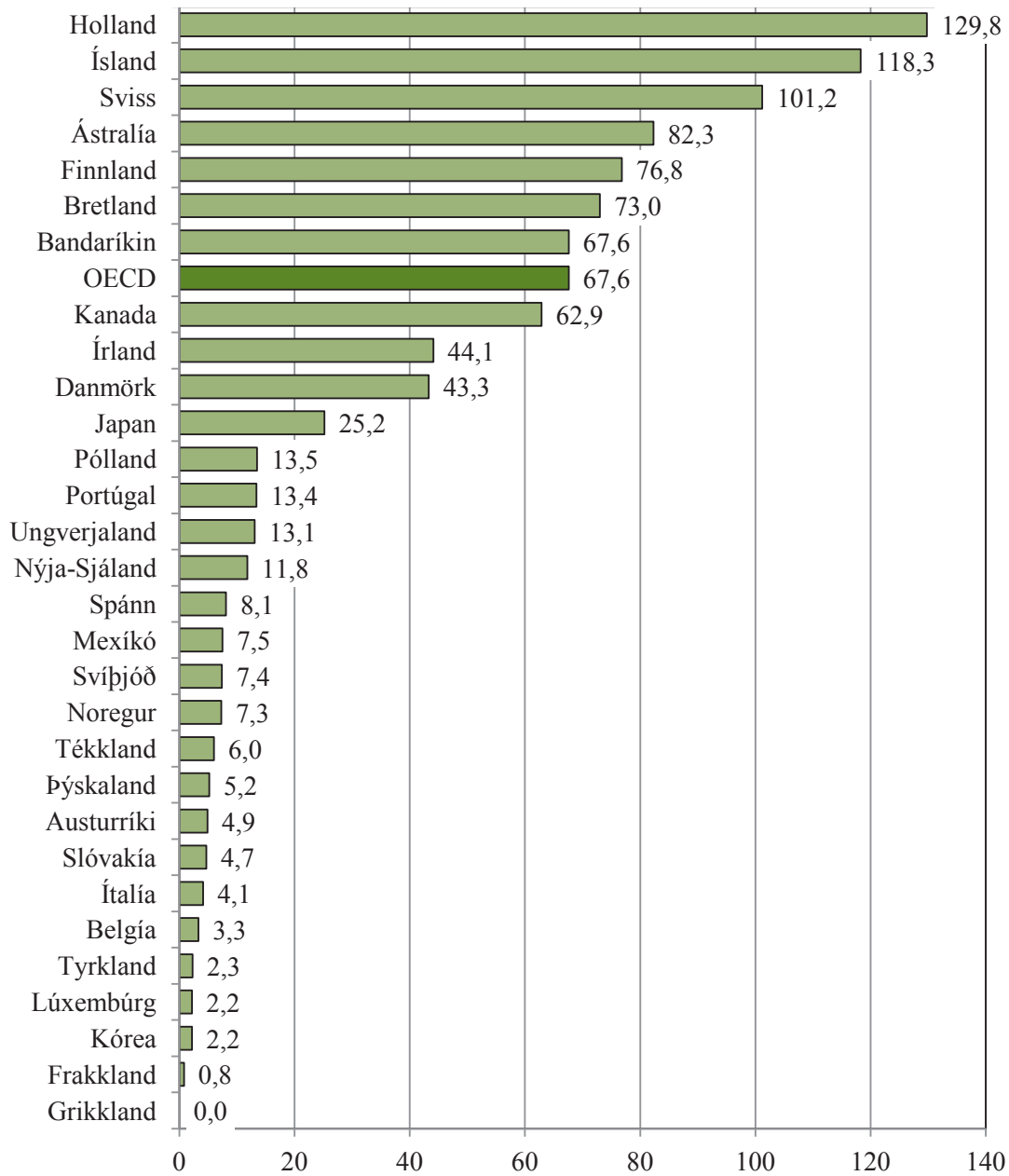
Heimild: OECD (2009).

Lífeyrissjóðir

Í ríkjum með gegnumstreymissjóði fer stór hluti af útgjöldum hins opinbera til að fjármagna lífeyriskerfi landanna. Mynd 17 sýnir útgjöld hins opinbera til greiðslu lífeyris sem hlutfall af landsframleiðslu. Á Ítalíu fer upphæð sem svarar til 14% af landsframleiðslu til greiðslu lífeyris aldraðra. Frakkland og Austurríki koma næst þar á eftir þar sem upphæð sem svarar til ríflega 12% af landsframleiðslu fer til greiðslu lífeyris aldraðra. Grikkland, Pólland

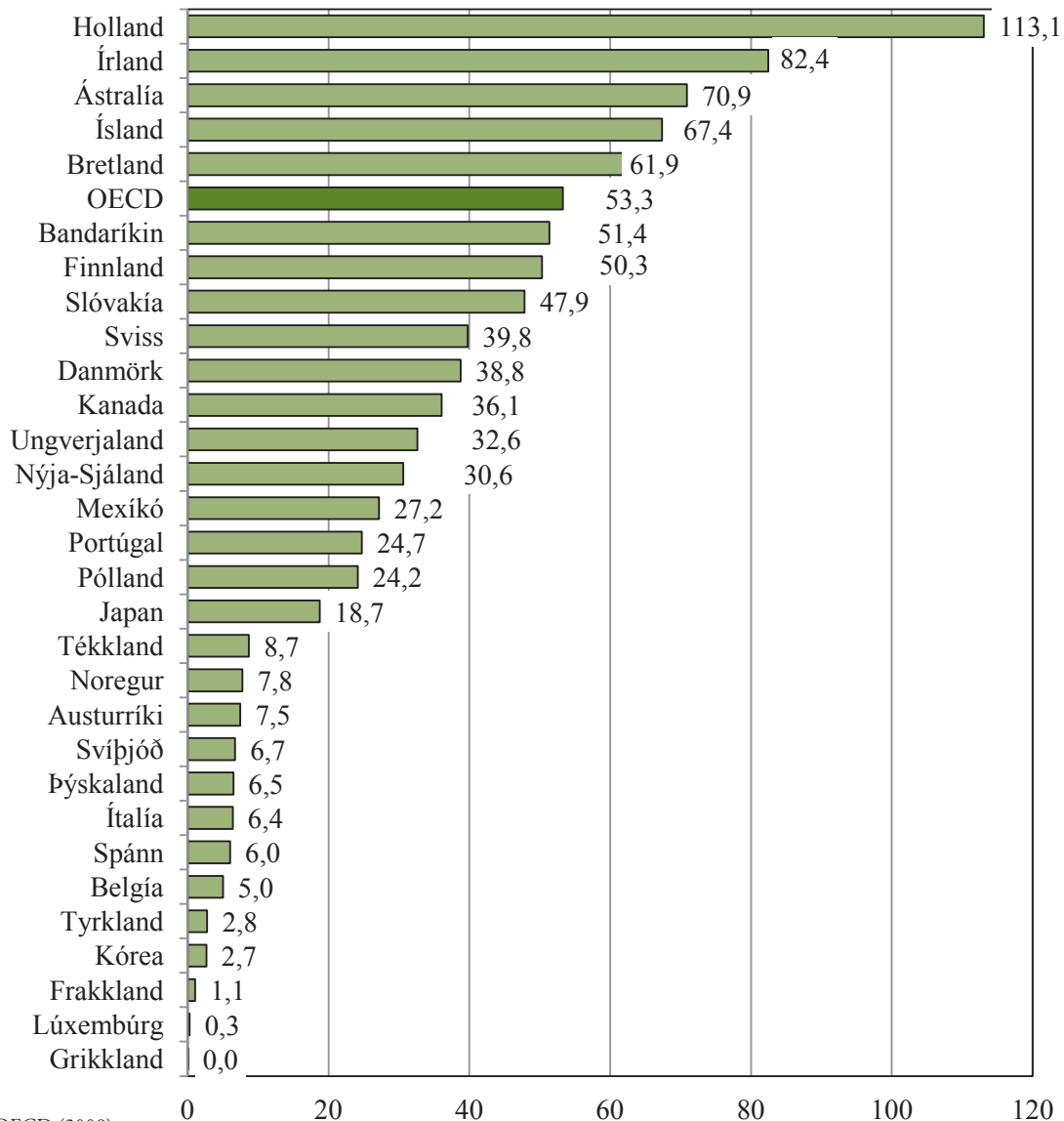
og Þýskaland koma þar á eftir. Öll þessi lönd eru með gegnumstreymiskerfi og því eru útgjöld hins opinbera til þessa málaflokks svo há. Hér á landi fer upphæð sem svarar til 2% af landsframleiðslu af opinberu fé til greiðslu lífeyris aldraðra og er upphæðin einungis lægri í Kóreu og Mexíkó. Í báðum þessum ríkjum ber þess að gæta að stór hluti aldraðra er undir fátæktarmörkum ólíkt því sem raunin er hér á landi eins og rætt var hér að framan.

Mynd 18. Eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu 2009



Heimild: OECD (2009).

Mynd 19. Eignir lífeyrissjóða í hlutfalli við stærð hlutabréfamarkaða 2007



Heimild: OECD (2008).

Í kaflanum hér á undan kom fram að eignir íslenskra lífeyrissjóða eru meiri en sem nemur landsframleiðslu eins árs. Á myndinni hér að neðan má sjá eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu í ríkjum OECD á árinu 2009. Eins og sjá má nemur hrein eign íslenskra lífeyrissjóða nálægt 120% af landsframleiðslu landsins og trónir Ísland þar með efst á þessum lista að Hollandi undanskildu. Næstir þeim koma Svisslendingar og Ástralir þar á eftir. Eins og sjá má á mynd 18 er hrein eign lífeyrissjóða 19 OECD-ríkja af 30 undir 20% af landsframleiðslu. Á því sést að flest ríkin treysta á gegnumstreymiskerfi til að fjármagna lífeyrisgreiðslur fremur en að safna í lífeyrissjóði.

Í þeim ríkjum þar sem eignir lífeyrissjóða eru nálægt landsframleiðslu viðkomandi þjóðar geta lífeyrissjóðirnir verið afar stórir kaupendur á hlutabréfamarkaði. Þannig er stærð lífeyrissjóða í Hollandi meiri en virði hlutabréfa á markaði. Hér á landi eru lífeyrissjóðir stórir miðað við virði félaga á hlutabréfamarkaði og jafnvel fyrir núverandi niðursveiflu, þ.e. á árinu 2007, samsvöruðu eignir lífeyrissjóðanna tveimur-þriðju af markaðsvirði félaga á hlutabréfamarkaði eins og mynd 19 sýnir. Í þeim löndum þar sem eignir lífeyrissjóða eru miklar í hlutfalli við virði félaga á markaði geta lífeyrissjóðir auðveldlega verið leiðandi á markaði.

Tafla 2. Reglur um hámark mismunandi fjárfestinga lífeyrissjóða

Land	Engin mörk	Eigið fé	Fasteignir	Skuldabréf	Fjárfestinga-sjóðir	Útlán	Banka-innistæður
Ástralía	Engin mörk						
Austurríki		50	20	-	-	-	10
Belgía	Engin mörk						
Kanada		-	15	-	-	-	-
Tékkland		25	10	-	25	0	10
Danmörk		70	-	-	70	-	-
Finnland		50	40	-	-	70	-
Þýskaland		35	25	50	35	50	50
Ungverjaland		50	5	30	50	0	-
Ísland		50	0	50	50	-	-
Írland	Engin mörk						
Ítalía		-	0	-	20	0	20
Japan	Engin mörk						
Lúxemborg	Engin mörk						
Mexíkó		0	0	-	0	0	Gefin upphæð
Holland	Engin mörk						
Nýja-Sjáland	Engin mörk						
Noregur		35	-	30	30	1	-
Portúgal		55	50	-	-	50	-
Slóvakía		25	10	-	20	0	-
Tyrkland		76	0	-	10	10	10
Bretland	Engin mörk						
Bandaríkin	Engin mörk						

Heimild: OECD (2004).

Reglur um leyfilegar fjárfestingar lífeyrissjóða eru eins mismunandi og löndin eru mörg. Tafla 2 sýnir dæmi um hámark á mismunandi tegundum fjárfestinga lífeyrissjóða í ýmsum OECD-ríkjum. Víða eru engin mörk um hámarkseignarhald á einstökum tegundum eigna eins og í Belgíu, Hollandi og Bretlandi. Hér á landi mega lífeyrissjóðir ekki eiga meira en 50% í eigin fé, eigi meira en 50% í skuldabréfum og eigi meira 50% í fjárfestingarsjóðum.

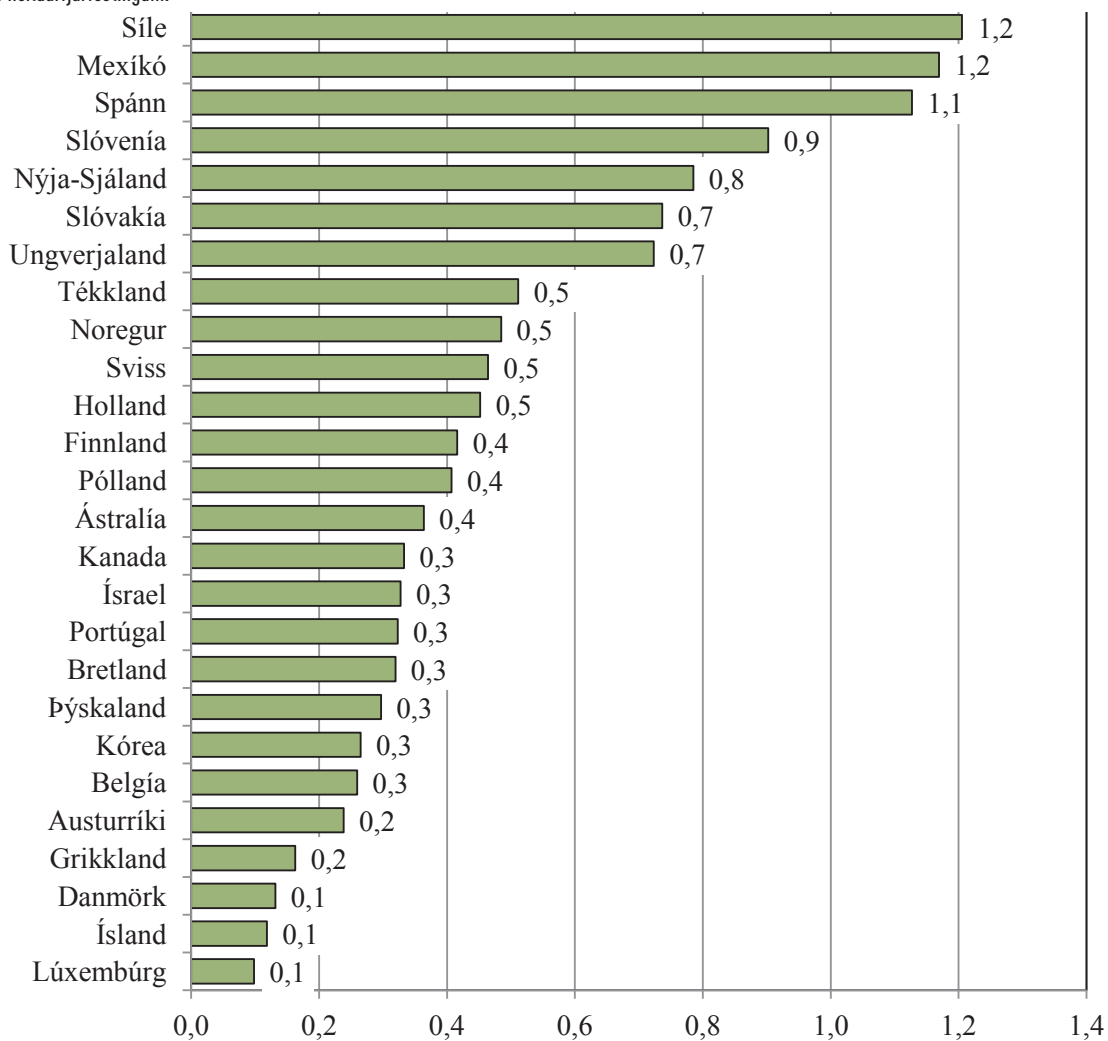
Þá mega íslenskir lífeyrissjóðir ekki eiga fasteignir umfram það sem þeir þurfa til eigin nota. Í Ungverjalandi eru svipaðar reglur og hér. Í Finnlandi mega lífeyrissjóðir eiga að hámarki 50% í eigin fé, 40% í fasteignum og ekki meira en 70% mega vera í útlánnum. Engin takmörk eru á eignum í skuldabréfum og fjárfestingarsjóðum (OECD, 2004).

Rekstrarkostnaður íslenskra lífeyrissjóða er um 0,1% af heildarfjárfestingum sjóðanna. Þetta er með því lægsta sem gerist meðal OECD-ríkja. Einungis Danmörk og Lúxembúrg eru með sambærilega lágan rekstrarkostnað, en önnur ríki eru með hærri rekstrarkostnað. Sem dæmi, þá er rekstrarkostnaður

lífeyrissjóða í Finnlandi 0,4% af heildarfjárfestingum og 0,5% í Noregi. Rekstrarkostnaðurinn reyndist hæstur í Síle og Mexíkó eða 1,2% af heildarvirði eigna (OECD, 2011).

Mynd 20. Rekstrarkostnaður lífeyrissjóða

Hlutfall af heildarfjárfestingum.



Heimild: OECD (2011)

4. Lokaorð

Í ljósi lýðfræðilegrar þróunar undanfarna áratuga, ekki síst vegna þess að fólk nær sífellt hærra aldri, eru söfnunarsjóðir betri valkostur en gegnumstreymis-sjóðir til lengri tíma litið. Íslenska lífeyriskerfið byggir á söfnunarsjóðum og stendur það mjög vel í alþjóðlegum samanburði. Eðlilegt er að endurskoða reglur um fjárfestingar með reglubundnum hætti, en gæta ber þess að í fjárfestingum lífeyrissjóðanna sé ekki tekin óþarfa áhætta.

Á þeim mælikvörðum sem ræddir voru í upphafi til að meta gæði lífeyriskerfa kemur íslenska lífeyriskerfið mjög vel út. Matið byggist meðal annars á því hvort það sé nægjanlegt, hvort þjóðin hafi efni á kerfinu, hvort það sé sjálfbært og hvort það sé réttlátt, fyrirsjáanlegt og stöðugt. Hér á landi er lágt hlutfall aldraðra undir fátæktarmörkum og upphæð bótagreiðslna miðað við tekjur tekjulágra einstaklinga hærri en víðast annars staðar. Í alþjóðlegum samanburði verður því að telja íslenskt lífeyriskerfi nægjanlegt. Þá er ekki annað að sjá en þjóðin hafi efni á kerfinu þar sem lágt hlutfall landsframleiðslu fer af opinberu fé til greiðslu lífeyris.

Erfitt er að meta hvort kerfið sé sjálfbært og réttlátt. Kerfið er enn í uppbyggingu en engin ástæða til að ætla annað en það geti staðið undir sér í framtíðinni. Ekki er hægt að dæma um réttlæti kerfisins þar sem ekki er til einhlítur mælikvarði á slíkt.

Íslenska lífeyriskerfið hlýtur að teljast fyrirsjáanlegt þar sem skýrar reglur um lífeyrisgreiðslur liggja fyrir. Að vísu er ákveðin óvissa þar sem sjóðfélagar í sjóðum með fulla sjóðssöfnun bera áhættu af tapi lífeyrissjóðs samanber lög sem skylda lífeyrissjóði til að skerða réttindi ef tryggingafræðileg staða sjóðanna er ekki viðunandi.

Vaðandi stöðugleika kerfisins má líta til þess að þrátt fyrir að mikið áfall hafi riðið yfir þá hlaut lífeyriskerfið þó ekki verri útreið en raun ber vitni og telja verður líklegt að lífeyriskerfið geti staðið undir sér í framtíðinni.

Heimildir

- Fjármálaeftirlitið (2010), *Lífeyrissjóðir: Ársreikningar 2009 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum*, Fjármálaeftirlitið.
- Fjármálaeftirlitið (2008), *Lífeyrissjóðir: Ársreikningar 2007 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum*, Fjármálaeftirlitið.
- Guðmundur Guðmundsson (2000), „Prospects of Icelandic Pension Funds“, *Central Bank of Iceland Working Papers No. 6*, Seðlabanki Íslands.
- Guðmundur Guðmundsson (1998), „Þróun lífeyrissjóða“, *Fjármálatíðindi*, 45/2, Seðlabanki Íslands.
- Gylfi Magnússon (2006), *Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og íslenskur fjármálamarkaður: Áhrif og ábyrgð*, Skýrsla nr. R06.01 Hagfræðistofnun HÍ.
- Gylfi Magnússon (2002), *Eignastýring*, Viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands.
- Hagstofa Íslands, e.d., www.hagstofa.is.
- Herbertsson, Tryggvi Þór, J. Michael Orzag og Peter R. Orzag (2000), *Retirement in the Nordic Countries: Prospects and Proposals for Reform*, A report prepared for the Nordic Council of Ministers.
- Holzmann, Robert og Richard Hinz (2005), *Old Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*, The World Bank, <http://go.worldbank.org/NOHR1Y9LU0>.
- Holzmann, Robert og Richard Hinz (2008), „Pension Systems and Reform Conceptual Framework“, *The World Bank Social Protection and Labor Discussion Paper, No. 0824*.
- Kristiana Baldursdóttir (2000), „Eignir og ávöxtun lífeyrissjóða“, *Peningamál 2000/3*
- Lög nr. 129/1997, *Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða*.
- Már Guðmundsson (2004), „Íslenska lífeyriskerfið: Uppbygging og lærdómar“, *Peningamál 2004/1*.
- Már Guðmundsson (2000), *Íslenska lífeyriskerfið*, Landsamtök lífeyrissjóða.
- OECD (2011), *Pensions at a Glance 2011*, OECD, París.
- OECD (2009), *Pensions at a Glance 2009*, OECD, París.
- OECD (2008), *Private Pensions Outlook 2008*, OECD, París.
- OECD (2004), *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, OECD, París.
- OECD (1999), *OECD Economic Surveys: Iceland*, OECD, París.
- Ólafur Ísleifsson (2007), „Skipan lífeyrismála á almennum vinnumarkaði“, *Stjórnsmál og stjórnsýsla*.
- Svava Óskarsdóttir (2011), „Þróun eigna og ávöxtun lífeyrissjóða 2000-2010“, *Seðlabanki Íslands*, Reykjavík, apríl 2011.

ISBN-13: 978-9979720997



9 789979 720997