

# 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 heyrdi 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 stjórnna 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 fyrir en á uppgjörsdegi. 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 Frímanna 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 grundvellingum 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 megji 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 bankahrún. 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 stjórnna 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 dagskrárlið.

- 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 velja 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 reglurvörð, 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 bankahrunið í

október 2008 og lagt í það töluverða 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.

#### Gjaldmiðlavarnir:

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 gjaldmiðlavarnir eru venjulega svonefndir ISDA-skilmálar, en þar er nákvæm útlistun 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 gjaldmiðlavarnir og hefðu sjóðirnir átt að leita



ráðgjafar um þetta atriði. Þá hefðu bankarnir í ljósi rammasamninga um gjaldmiðlavarnir 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 gjaldmiðlavarnarsamninga, 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 eiginfjárlutfall 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 ámælisvert af þeim sem fagfjárfestum að gæta þess ekki að sett væru í skuldabréf skilmálar um gjaldfellingu yrðu breytingar á eignarhaldi, eiginfjárlutfalli 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 fjármálfyrirtækja 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 ætti 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 ætti Fjármálaeftirlitið að sjá um að íslensku fjármálfyrirtækin 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 fjármálfyrirtæki. Lífeyrissjóðir falla ekki undir lög um fjármálfyrirtæki. Úttektarnefndin telur á hinn bóginn að stjórnendur lífeyrissjóðanna hefðu sem fagfjárfestar átt að vera kunnugir ákvæðum sem giltu um fjármálfyrirtæki 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 fjármálfyrirtækin 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 bankahrún. 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 lánshæfistengd skuldabréf. Um er að ræða skuldabréf þar sem greiðslur á samningstímanum eru yfirleitt á einhvern hátt tengdar skuldatryggingarálagi 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 lánshæfi Glitnis banka og Kaupþings banka en gjaldfella átti bréfið við nánar tilgreindar aðstæður, m.a. ef bankarnir yrðu gjaldþrota. Fjárfestingin tapaðist að mestu við hrún 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 reikningsskilum íslensku bankanna árin fyrir hrún. 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 leyttinu 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 tryggt 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.