



Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs

Skýrsla í janúar 2018



Efnisyfirlit

Efni	Bls.
Verkefnið	3
Um störf hópsins	4
Ágrip af niðurstöðum	5
Lífeyrissjóðir, hornsteinn eða vaxandi snjóbolti?	6
Lífeyrissjóðir eru mikilvægir	7
Lífeyrissjóðir í ársbyrjun 2017	8
Ellilífeyrir lífeyrissjóða og almannatrygginga	9
Lífeyrisgreiðslur og útborgun séreignar 2016	10
Ísland er í hópi þjóða sem eiga hvað mestan lífeyrissparnað	11
Iðgjöld í lífeyrissjóði í nokkrum löndum	12
Iðgjöld til lífeyrismála í fimm löndum	13
Eignir lífeyrissjóða 1997–2016	14
Lífeyrissjóðir fjárfesta mest í skuldabréfum og hlutabréfum	15
Sjóðstreymi lífeyrissjóða 2016	16
Spá um þróun lífeyrissjóða	17
Lífeyrissjóðir eiga stóran hluta skráðra eigna	18
Lífeyrissjóðir og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	19
Sprengja í beinum lánum til sjóðfélaga	20
Lífeyrissjóðir eiga helming af skráðum hlutafélögum	21
Eignarhlutur í skráðum hlutafélögum, sundurliðun	22
Eignarhlutur í skráðum hlutafélögum, samantekt	23
Virkir hluthafar	24
Samanburður á hlutahafastefnu fimm stærstu sjóðanna	25
Hvað verður um bankana?	26
Erlendar eignir aukast á ný	27
Erlendar eignir í alþjóðlegum samanburði með minnsta móti	28
Flestir lífeyrissjóðir stefna á að auka vægi erlendra eigna	29
Vægi innlendra hlutabréfa hækkaði í haftatímabili	30
Fagfjárfestar í lykilhlutverki	31
Eignir fagfjárfestasjóða í nokkrum löndum 2016	32
Ólíkar spár fyrir Holland og Ísland	33
Áhrif fagfjárfesta að aukast víða um heim	34
Erlend eignastýringarfyrirtæki eru virkir hluthafar	35
Umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi, Hagfræðistofnun í október 2017	36
Skýrsla um umsvif lífeyrissjóða	37
Mikill vöxtur síðastliðinn áratug	38

Efni	Bls.
Haldist ávöxtun góð vaxa lífeyrissjóðir hraðar en hagkerfi	39
Lífeyrissjóðir eiga þriðjung af heildarfjármunum	40
Erlendar eignir draga úr áhættu	41
Um eignarhlut lífeyrissjóða í fyrirtækjum og samkeppni	42
Ræður heimamarkaður við fjárfestingar sjóðanna?	43
Ógna erlendar fjárfestingar gengi krónunnar?	44
Margvísleg rök fyrir að ávaxta stærri hluta eigna erlendis	45
Erlendar fjárfestingar eru lykildreyta til framtíðar	46
Samkeppnisleg áhrif af víðtæku eignarhaldi, Landslög í október 2017	47
Álitsgerð um samkeppnisleg áhrif	48
Samkeppniseftirlitið um víðtækt eignarhald lífeyrissjóða	49
Minnihlutaeign í keppinautum og eignatengsl	50
Úrlausnir Samkeppniseftirlitsins	51
Er þörf á lagabreytingum?	52
Þarf að lögfesta samkeppnisskyldu?	53
Samstarf lífeyrissjóða	54
Greining á áhættu	55
Tvenns konar áhætta	56
Stórir lífeyrissjóðir í litlu hagkerfi	57
Fáir fagfjárfestar eiga stóran hluta peningalegra eigna	58
Minna fjármagn til smárra og meðalstórra fyrirtækja	59
Atvinnulífi stjórnað af fagfjárfestum í stað einkafjármagns	60
Hátt iðgjald til skyldusparnaðar	61
Lárétt eignarhald	62
Heimabjörgun	63
Helstu niðurstöður, tillögur og ábendingar	64
Helstu niðurstöður	65–67
Tillögur og ábendingar 1–7	68–76
Fylgiskjöl	
Umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi. Hagfræðistofnun , október 2017.	
Álitsgerð um samkeppnisleg áhrif af víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í atvinnulífinu. Landslög , október 2017.	

Rafræn útgáfa. Ef smellt er á kaflaheiti í efnisyfirlitinu opnast viðkomandi síða. Til þess að fara aftur í efnisyfirlit er smellt á . Ef smellt er á < eða > opnast næsta síða á undan eða eftir.



Verkefnið

Ráðherranefnd um efnahagsmál ákvað í júní 2017 að forsætisráðherra skyldi skipa starfshóp um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs.

Starfshópurinn skyldi meðal annars horfa til eftirfarandi viðfangsefna.

1. Hvert er vægi eigna lífeyrissjóða og annarra fjárfesta í skráðum og óskráðum verðbréfum nú og fyrir áratug síðan og hvernig er líklegt að það þróist á næstu árum og áratugum? Er þörf á að gera ráðstafanir til að draga úr vægi lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi?
2. Hvaða efnahagslegu og samkeppnislegu hættur felast í víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í atvinnufyrirtækjum? Er æskilegt að setja reglur eða gera lagabreytingar um eignarhald og aðkomu lífeyrissjóða að stjórnun atvinnufyrirtækja til að draga úr áhættu sjóðanna og tryggja samkeppni á markaði?
3. Hvernig hefur eignarhald fagfjárfesta í skráðum fyrirtækjum í nálægum ríkjum þróast? Getum við dregið lærdóm af umræðu innan annarra OECD-ríkja um áhættudreifingu og aðkomu lífeyris- og verðbréfasjóða að stjórnun atvinnufyrirtækja?

Í starfshópnum eiga sæti:

Gunnar Baldvinsson, formaður,
framkvæmdastjóri Almenna
lífeyrissjóðsins,
Áslaug Árnadóttir, lögmaður, og
Eggert Benedikt Guðmundsson,
verkfræðingur.

Hópurinn skilaði skýrslu til
forsætisráðherra í upphafi árs 2018.



Um störf hópsins

Starfshópurinn hélt þrjá undirbúningsfundi í júní 2017 til að kortleggja verkefnið. Á tímabilinu júlí 2017 til janúar 2018 fundaði hópurinn 16 sinnum, þar af sex sinnum með hagsmunaaðilum og álitsgjöfum. Með hópnum störfuðu Sigrún Ólafsdóttir, forsætisráðuneytinu, og Björn Z. Ásgrímsson, Fjármálaeftirlitinu. Einnig sat Benedikt Árnason, skrifstofustjóri í forsætisráðuneytinu, nokkra fundi starfshópsins.

Starfshópurinn samdi við Hagfræðistofnun um að kanna umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi og spá fyrir um líklega þróun þeirra á næstu árum og áratugum. Einnig var samið við Landslög – lögfræðistofu um að vinna álitsgerð um samkeppnislegar áhættur sem felast í víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi. Álitsgerðir Hagfræðistofnunar og Landslaga eru fylgiskjöl með skýrslu starfshópsins.

Starfshópurinn hélt fundi með hagsmunaaðilum og hlustaði á sjónarmið þeirra um umsvif, samkeppnismál og stjórnarhætti.

Fyrir starfshópinn komu fulltrúar Samkeppniseftirlitsins, Fjármálaeftirlitsins, lífeyrissjóða og Landssamtaka lífeyrissjóða, ASÍ, SA og opinberra starfsmanna, Kauphallarinnar, Viðskiptaráðs og Gylfi Magnússon, lektor í fjármálum.



Ágrip af niðurstöðum

Alþjóðlegur samanburður sýnir að íslensku lífeyrissjóðirnir eru hlutfallslega stórir miðað við hagkerfi landsins. Lífeyrissjóðirnir eiga um þriðjung af heildarfjármunum á Íslandi og spár gera ráð fyrir að eignarhlutur sjóðanna geti aukist á næstu árum.

Eignir lífeyrissjóðanna eru einsleitar sem stafar af því að erlendar eignir eru rétt um fjórðungur. Afar mikilvægt er að sjóðirnir auki vægi erlendra eigna á næstu árum. Það minnkar áhættu í eignasöfnum þeirra og dregur jafnframt úr umsvifum hér á landi.

Víðtækt eignarhald lífeyrissjóða getur haft áhrif á samkeppni og þar af leiðandi á verð og þjónustu við neytendur. Þess vegna er áriðandi að lífeyrissjóðir marki stefnu um það hvernig þeir beita sér sem hluthafar í fyrirtækjum sem þeir eiga hlut í. Þar sem sjóðirnir byggja á skylduaðild er eðlilegt að gera ríkar kröfur til þeirra um upplýsingaskyldu gagnvart sjóðfélögunum, eigendum sjóðanna.

Lífeyrissjóðirnir gæta mikilla hagsmuna og eru því virkir hluthafar í fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í. Sjóðirnir eiga að leggja metnað í að innleiða leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja og stuðla að því að stjórnarmenn fyrirtækja séu sjálfstæðir í störfum sínum og hafi engin tengsl við tiltekna hluthafa umfram aðra.

Starfshópurinn leggur því fram tillögur sem miða að því að

1. auka erlendar eignir í eignasöfnum lífeyrissjóða,
2. tryggja samkeppni milli fyrirtækja sem lífeyrissjóðir eiga eignarhlut í og milli lífeyrissjóða um hylli sjóðfélaga,
3. bæta stjórnarhætti í lífeyrissjóðum og fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í.

Sjá niðurstöður og helstu tillögur á síðu 64.





Lífeyrissjóðir

Hornsteinn eða vaxandi snjóbolti?

Lífeyrissjóðir eru mikilvægir

Hver kynslóð
sparar fyrir sig

Langtíma-
sparnaður

Ævilangur
ellilífeyrir

Áfallalífeyrir
(örorka, fráfall)

Hlutverk lífeyrissjóða er að taka við iðgjöldum sjóðfélaga og launagreiðenda, ávaxta þau og greiða ævilangan ellilífeyri eða áfallalífeyri við vissar aðstæður. Áfallalífeyrir er samheiti fyrir örorku-, maka- og barnalífeyri.

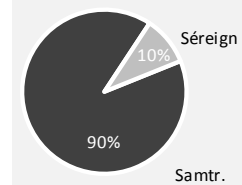
Lífeyrissjóðirnir byggja á sjóðsöfnun sem þýðir að hver kynslóð sparar og byggir upp sjóði til að standa undir eftirlaunum þegar hún hættir að vinna.

Lífeyrissjóðirnir geta bundið sparnað í verkefnum og atvinnufyrirtækjum til langs tíma sem er mikilvægt frá efnahagslegu sjónarmiði.



Lífeyrissjóðir í ársbyrjun 2017

Nr.	Lífeyrissjóður	Hrein eign ma.kr.	Vægi	Upp- safnað	Aukning 2016	Samtr. ma.kr.	Séreign ma.kr.
1.	Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins	720	20,4%	20%	23,6%	706	14
2.	Lífeyrissjóður verslunarmanna	602	17,0%	37%	3,2%	591	11
3.	Gildi lífeyrissjóður	472	13,3%	51%	3,7%	468	4
4.	Birta lífeyrissjóður	320	9,1%	60%	2,6%	307	13
5.	Stapi lífeyrissjóður	187	5,3%	65%	4,1%	182	5
6.	Frjálsi lífeyrissjóðurinn	186	5,3%	70%	6,7%	55	130
7.	Almenni lífeyrissjóðurinn	185	5,2%	76%	6,2%	88	97
8.	Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda	143	4,0%	80%	2,3%	141	2
9.	Brú - Lífeyrissjóður starfsmanna sveitarfélaga	128	3,6%	83%	12,3%	128	
10.	Festa lífeyrissjóður	119	3,4%	87%	6,3%	119	0
11.	Lífeyrissjóður starfsmanna Reykjavíkurborgar	74	2,1%	89%	2,5%	74	
12.	Lífsverk lífeyrissjóður	73	2,1%	91%	10,0%	63	10
13.	Lífeyrissjóður bankamanna	71	2,0%	93%	5,1%	71	
14.	Íslenski lífeyrissjóðurinn	61	1,7%	95%	11,6%	12	49
15.	Lífeyrissjóður Vestmannaeyja	46	1,3%	96%	0,7%	45	0
16.	Eftirlaunasjóður FÍÁ	32	0,9%	97%	6,1%	32	
17.	Lífeyrissjóður bænda	31	0,9%	98%	2,8%	31	
18.	Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga	26	0,7%	98%	-4,6%	26	
19.	Lífeyrissjóður starfsmanna Búnaðarbanka Íslands hf.	22	0,6%	99%	4,5%	22	
20.	Lífeyrissjóður starfsmanna Akureyrarbæjar	10	0,3%	99%	0,9%	10	
21.	Lífeyrissjóður Rangæinga	10	0,3%	100%	8,3%	10	
22.	Lífeyrissjóður Tannlæknafélags Íslands	5	0,1%	100%	7,0%	1	4
23.	Lífeyrissjóður starfsmanna Kópavogsbæjar	4	0,1%	100%	4,8%	4	
24.	Eftirlaunasjóður Reykjanesbæjar	4	0,1%	100%	1,8%	4	
25.	Eftirlaunasjóður starfsmanna Útvegsbanka Íslands	0	0,0%	100%	14,7%	0	
		3.533	100%			3.194	340



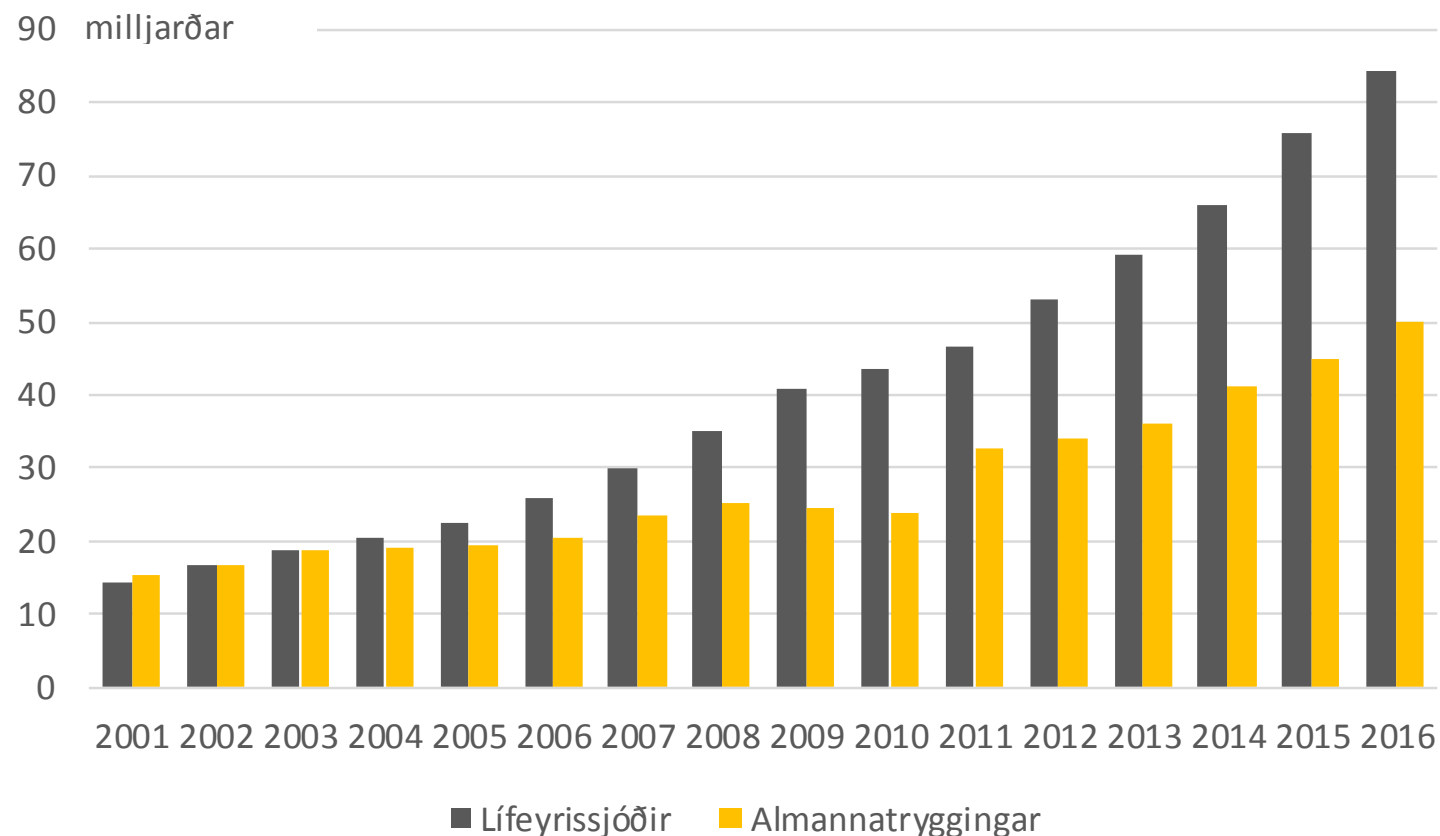
Í ársbyrjun 2017 voru starfandi 25 lífeyrissjóðir hér á landi. Þrír stærstu sjóðirnir eiga 51% af heildareign sjóðanna og samanlagðar eignir tíu stærstu sjóðanna nema 87% af heildareign þeirra.

Sjóðunum hefur fækkað á liðnum árum og áratugum með sameiningum en árið 1980 voru 96 lífeyrissjóðir starfandi hér á landi.

Megnið af eignum sjóðanna eða um 90% er í samtryggingardeildum sem greiða ævilangan ellilífeyri og áfallalífeyri. Sjóðirnir starfrækja einnig séreignardeildir sem taka við viðbótarlífeyrissparnaði og í vaxandi mæli séreignarhluta lágmarksiðgjalds.

Ellilífeyrir lífeyrissjóða og almannatrygginga

Ellilífeyrisgreiðslur á verðlagi hvers árs



Heimild: Fjármálaeftirlitið og Tryggingastofnun ríkisins

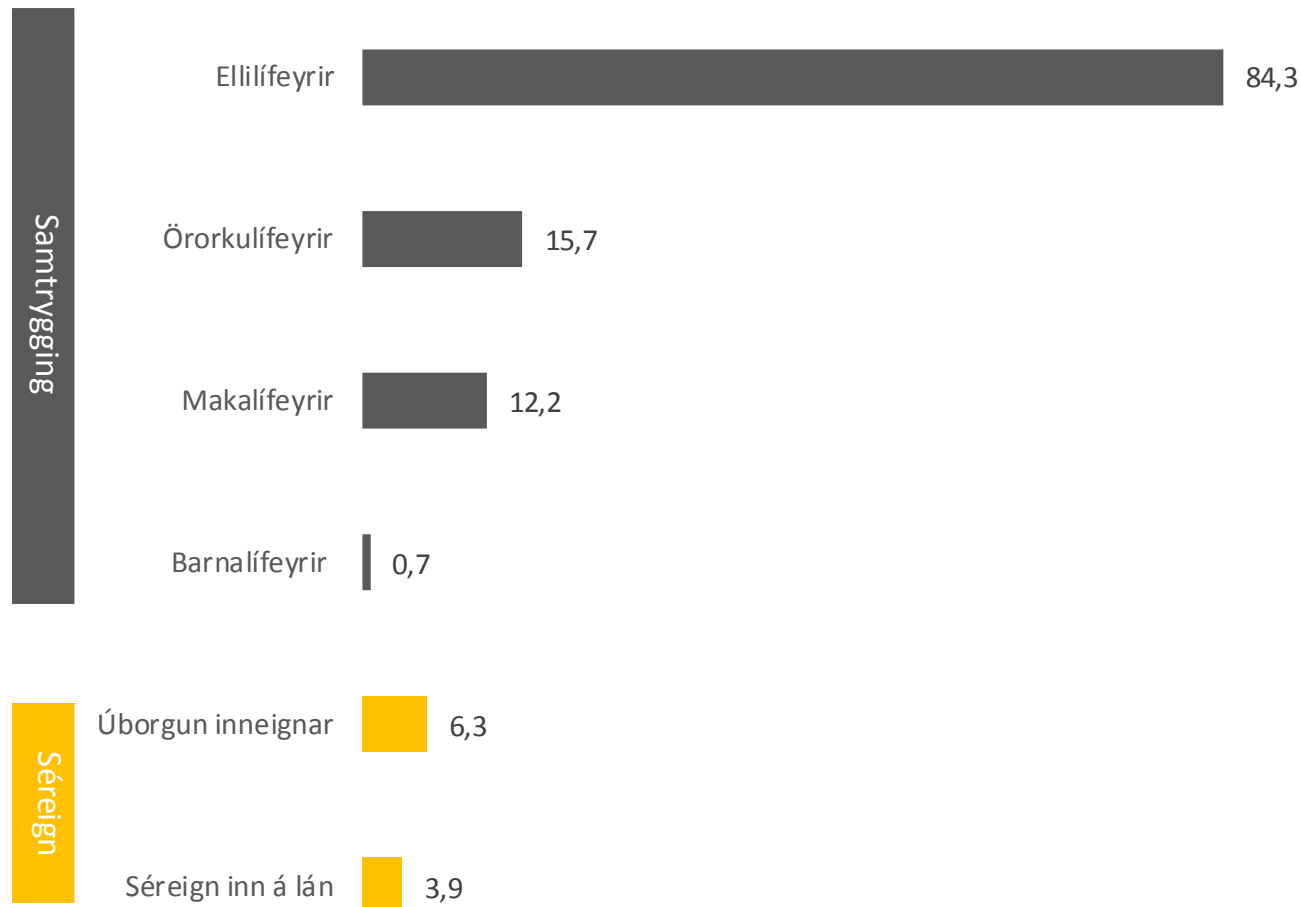
Meginhlutverk lífeyrissjóða er að greiða eftirlaun með ævilöngum ellilífeyri úr samtryggingadeildum og útborgun inneignar úr séreignardeildum

Ellilífeyrir lífeyrissjóða er uppistaðan í eftirlaunum landsmanna. Fjárhæð ellilífeyris ræðst af iðgjaldagreiðslum sjóðfélaga á starfsævinni og afkomu sjóðanna. Almannatryggingar greiða hins vegar tekjutengdan lífeyri og tryggja þannig að allir fái lágmarkslífeyri eftir að látið er af störfum.

Frá árinu 2004 hafa lífeyrissjóðirnir greitt meiri ellilífeyri en almannatryggingar. Í framtíðinni, þegar sífellt fleiri fara á lífeyri sem hafa greitt alla starfsævina í lífeyris-sjóð af heildarlaunum, mun hlutdeild lífeyrissjóðanna aukast enn frekar. Það er sérstaða Íslands innan OECD landanna að stærstur hluti ellilífeyris kemur frá lífeyrissjóðum.



Lífeyrir og útgreiðslur séreignar 2016

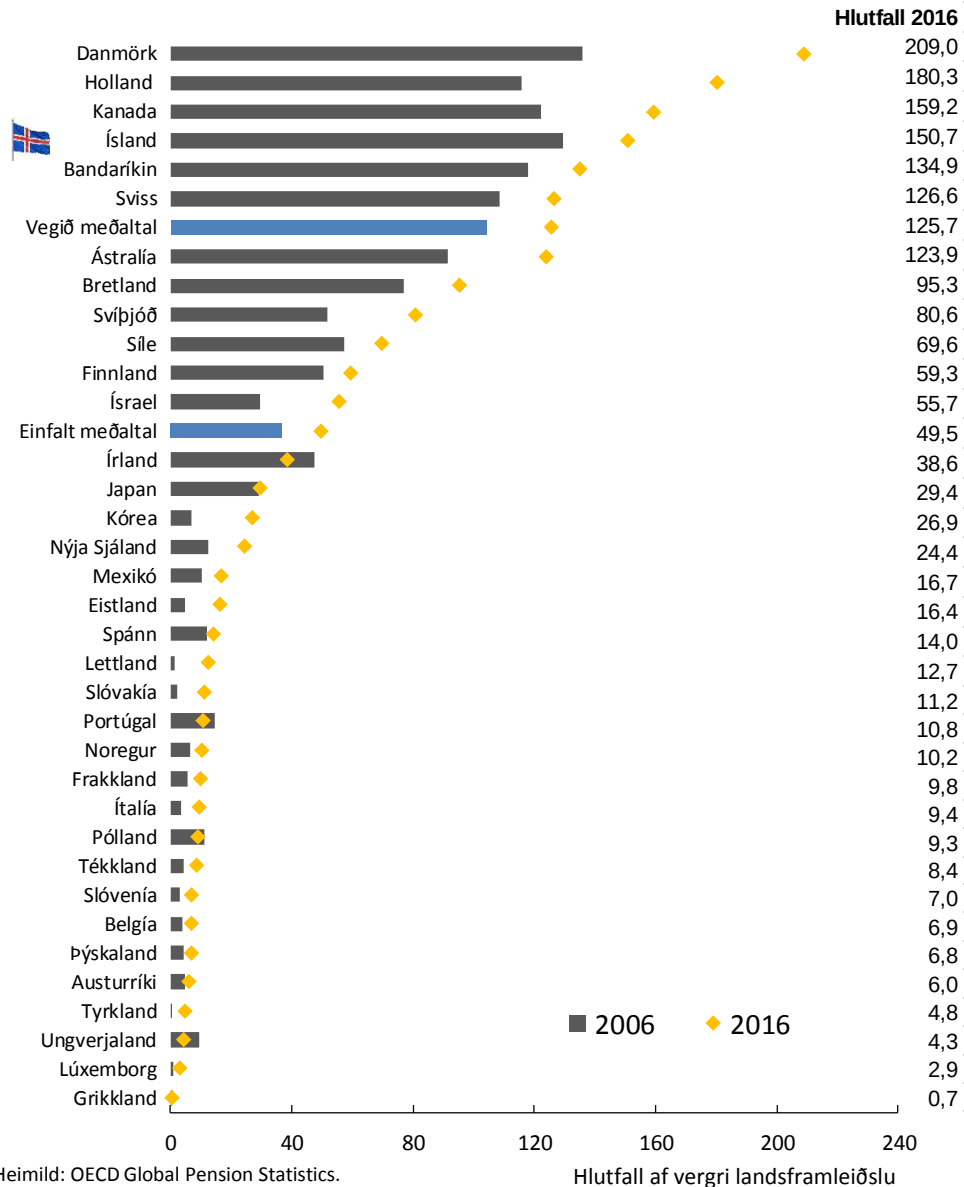


Heildarútgreiðslur lífeyrissjóða til sjóðfélaga námu 123 milljörðum króna árið 2016. Samtryggingardeildir greiddu samtals 113 milljarða króna í lífeyri en séreignardeildir 10 milljarða króna í úttekt.

Þrír fjórðu af lífeyrisgreiðslum samtryggingardeilda var ellilífeyrir en fjórðungur var greiddur í áfallalífeyri. Séreignardeildir greiddu 6,3 milljarða króna í hefðbundna útborgun en 3,9 milljarðar króna voru greiddir inn á húsnæðislán. Hefðbundin útborgun séreignar er mest vegna aldurs en einnig losnar inneign við örorku eða er greidd út við fráfall sjóðfélaga.



Ísland er í hópi þjóða sem eiga mestan lífeyrissparnað

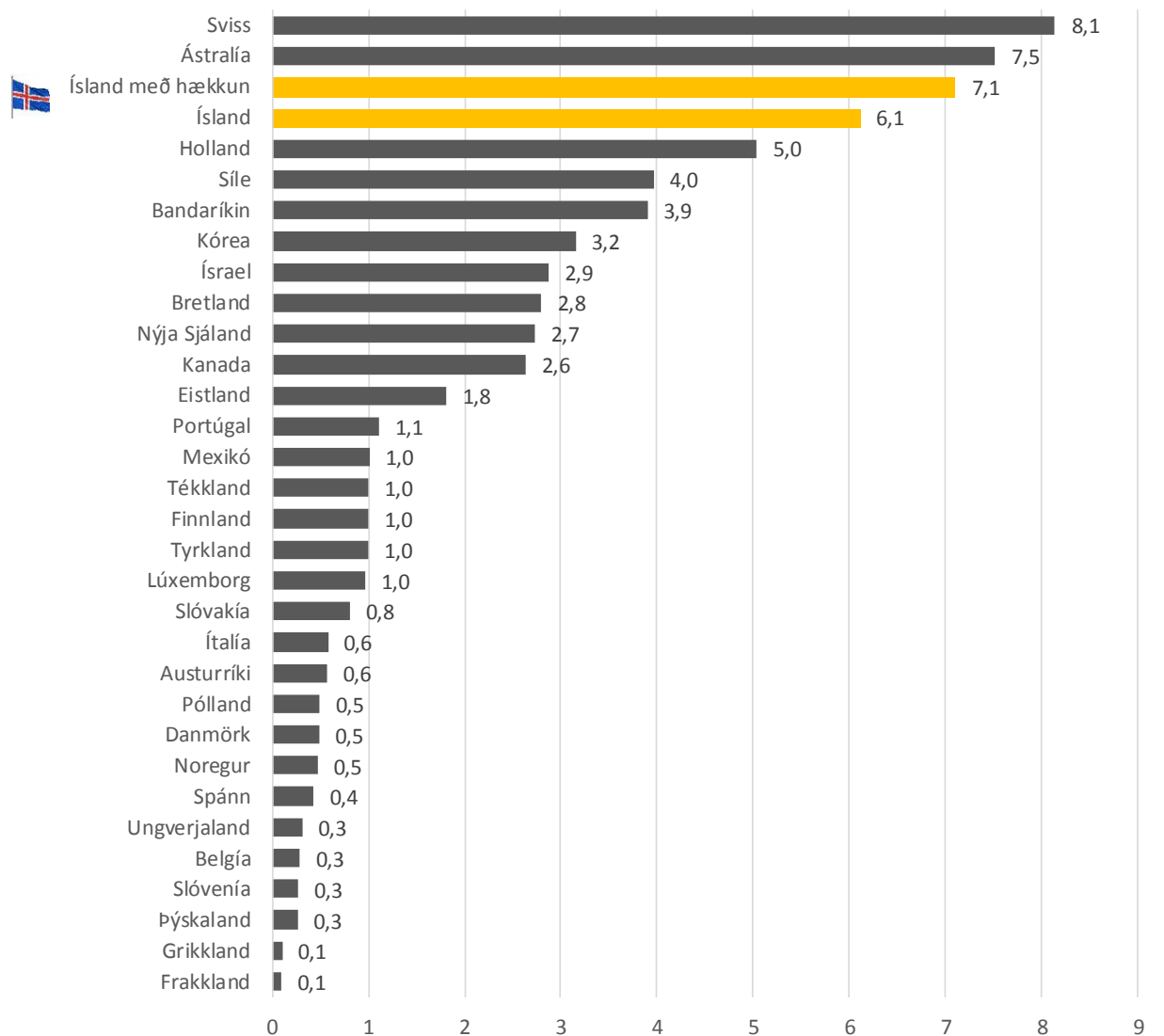


Heimild: OECD Global Pension Statistics.

Uppsafnaður lífeyrissparnaður (eignir lífeyrissjóða og annarra vörsluaðila séreignarsparnaðar) á Íslandi er mikill í alþjóðlegum samanburði. Ef samantlagður lífeyrissparnaður í löndum OECD er borinn saman við landsframleiðslu er Ísland í fjórða sæti á eftir Danmörku, Hollandi og Kanada.

Lífeyrissparnaður óx hraðar en landsframleiðsla á árunum 2006 til 2016 í flestum löndum OECD og fór að meðaltali úr 37% í 50% af landsframleiðslu. Til samanburðar jukust eignir lífeyrissjóða og annarra vörsluaðila lífeyrissparnaðar á Íslandi úr 130% í 151% af landsframleiðslu.

Iðgjöld í lífeyrissjóði í nokkrum löndum



Heimild: OECD Global Pension Statistics.

Iðgjöld sem hlutfall af vergri landsframleiðslu árið 2014

Samkvæmt samantekt OECD voru iðgjöld til lífeyrissjóða á Íslandi með mesta móti árið 2014 í alþjóðlegum samanburði eða 6,1% af vergri landsframleiðslu. Aðeins tvær þjóðir, Svisslendingar og Ástralir, lögðu meira fyrir en hlutfallið var 8,1% í Sviss og 7,5% í Ástralíu.

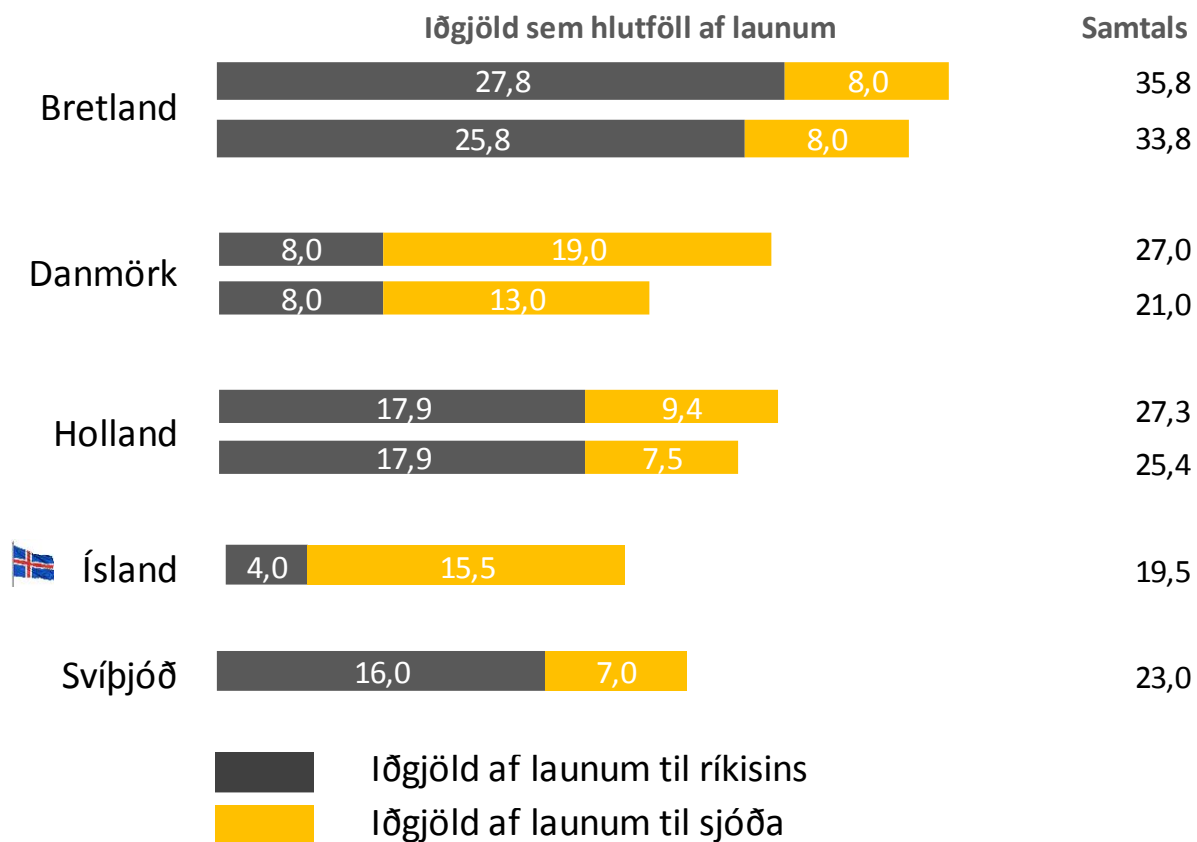
Ef reiknað er með að fyrirhuguð hækkun á lífeyririðgjöldum á almennum vinnu-markaði nái til 55% af heildarvinnu-markaði hefði hlutfallið verið 7,1% á Íslandi sem er 16% hækkun. Ef fyrirhuguð hækkun verður almenn og nær til allra annarra en opinberra starfsmanna hefði hlutfallið verið 7,6% og Ísland verið í öðru sæti.

Í þessum tölum er ekki reiknað með viðbótarlífeyrissparnaði en rúmlega helmingur launþega leggur fyrir 4% til 6% af launum með þeim hætti.



Iðgjöld til lífeyrismála í fimm löndum

Iðgjöld til ríkisins og lífeyrissjóða



Á Íslandi eru iðgjöld til lífeyrissjóða sýnd sem 15,5% af launum eins og þau eru hjá opinberum starfsmönnum og eins og stefnt er að á almennum vinnu-markaði. Iðgjald til ríkisins er sá hluti tryggingagjalds sem greiðist til almanna-trygginga eða 4% af launum.

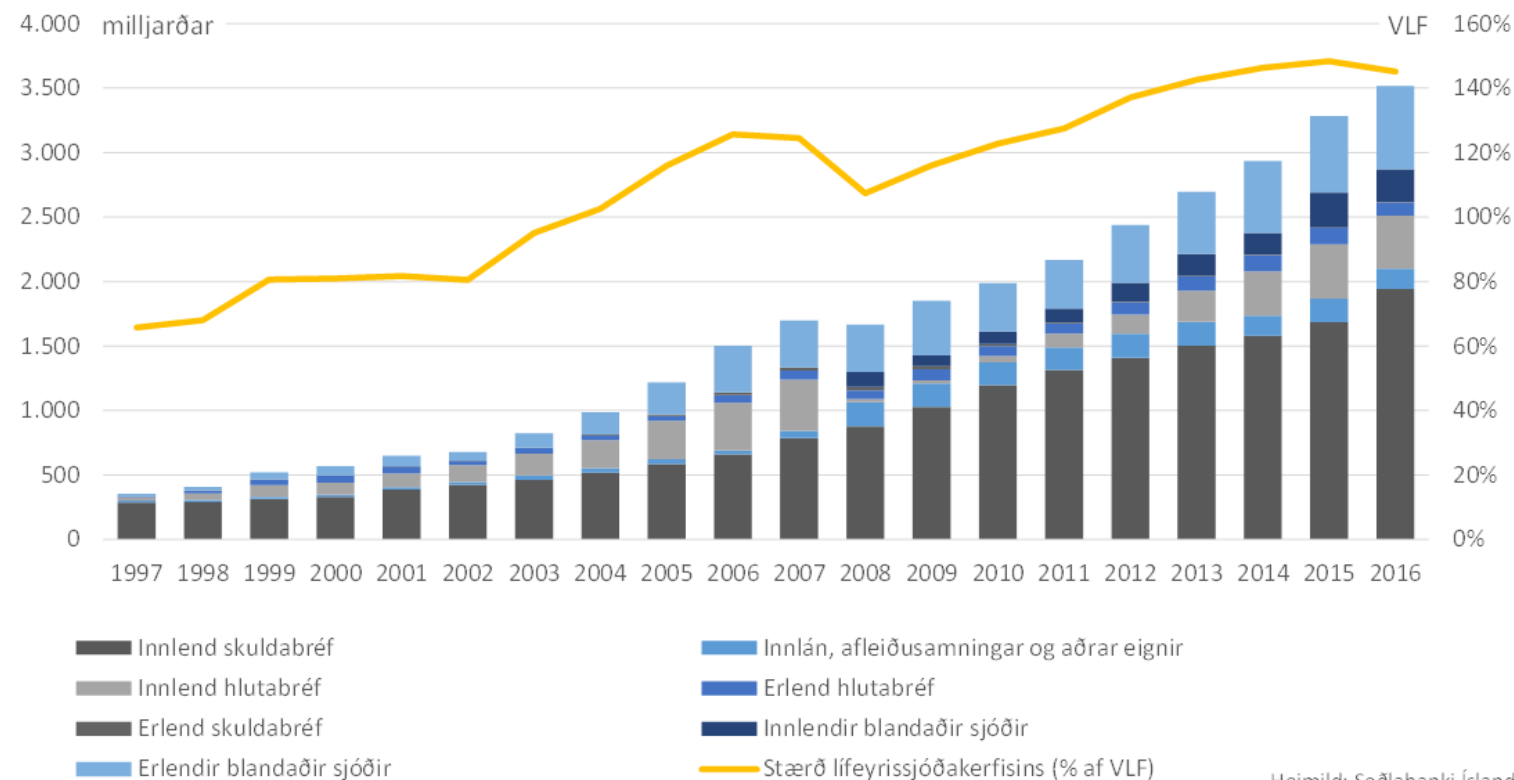
Þar sem meðalaldur á Íslandi er lágur í samanburði við aðrar OECD þjóðir eru iðgjöld sem hlutfall af landsframleiðslu með mesta móti. Önnur leið til að bera saman iðgjöld er að skoða skylduiðgjöld til lífeyrissparnaðar og/eða til lífeyris-greiðslna almannatryggingakerfa sem hlutfall af launagreiðslum.

Myndin sýnir samanburð á iðgjöldum til ríkisins og sjóða í fimm löndum. Iðgjöld í Bretlandi, Danmörku og Hollandi eru breytileg og eru sýndar tvær súlur fyrir þessi lönd, hæstu og lægstu iðgjöld.

Launatengd gjöld til lífeyrismála, greidd af launþega og launagreiðanda, eru nokkuð lægri á Íslandi en í hinum löndunum fjórum.

Eignir lífeyrissjóða hafa tífoldast frá 1997

Eignir lífeyrissjóða 1997-2016



Eignir lífeyrissjóða hafa tífoldast frá árslokum 1997 og fjórfaldast að raungildi ef tekið er tillit til verðbólgu.

Heildareignir lífeyrissjóða námu 3.534 milljörðum króna í árslok 2016 eða um 144% af landsframleiðslu. Eignir sem hlutfall af landsframleiðslu hafa hækkað úr 66% af VLF í lok árs 1997 í 144% í lok árs 2016.

Innlend skuldabréf eru stærsti einstaki eignaflokkurinn en þau veita 55% af heildareignum. Þar munar mest um ríkisskuldabréf og lán til sjóðfélaga. Erlendir sjóðir eru annar stærsti eignaflokkurinn og veita hann um 18% af eignum en innlend hlutabréf veita 12% af eignum.



Lífeyrissjóðir fjárfesta mest í skuldabréfum og hlutabréfum

Eignasamsetning lífeyrissjóða eða vörsluaðila lífeyrissparnaðar í nokkrum löndum

Eignaflokkar sem % af heildareignum í árslok 2016

	Innlán	Skuldabréf	Lán	Hlutabréf	Fasteignir og lóðir	Verðbréfasjóðir (CIS)	Trygginga-samningar	Vogunar-sjóðir	Framtaks-sjóðir	Afleiður	Annað
OECD þjóðir											
Ástralía	17	10	1	51	7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.	14
Austurríki	9	46	1	33	4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8	0
Belgía	3	12	1	9	0	72	2	n.d.	n.d.	1	1
Kanada	4	23	0	23	6	38	n.d.	n.d.	n.d.	n.	6
Síle	0	54	0	8	n.d.	38	n.d.	n.d.	n.d.	n.	0
Tékkland	8	88	n.d.	0	0	2	n.d.	n.d.	n.d.	1	0
Danmörk	1	31	2	22	1	8	n.d.	n.d.	n.d.	n.	36
Eistland	23	18	0	3	0	55	n.d.	0	n.d.	n.	0
Finnland	3	31	3	37	10	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.	17
Þýskaland	1	35	12	0	3	45	n.d.	0	1	0	3
Grikkland	4	61	n.d.	7	n.d.	25	n.d.	n.d.	n.d.	n.	2
Ungverjaland	4	61	n.d.	8	n.d.	26	n.d.	n.d.	n.d.	n.	2
Ísland	7	48	6	16	0	18	n.d.	n.d.	4	n.	0
Írland	3	42	n.d.	33	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.	22
Ísrael	6	65	4	8	1	4	n.d.	0	2	0	9
Ítalía	5	43	n.d.	13	2	11	21	n.d.	n.d.	n.	4
Japan	8	32	n.d.	9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.	51
Kórea	18	45	11	3	1	5	14	0	0	0	3
Lettland	13	47	0	1	0	38	n.d.	n.d.	n.d.	n.	1
Lúxemborg	3	44	0	0	0	50	0	0	0	0	2
Mexíkó	1	75	n.d.	10	n.d.	14	n.d.	n.d.	n.d.	n.	n.d.
Holland	0	25	1	14	1	53	n.d.	n.d.	0	n.	6
Nýja Sjáland	7	18	0	20	n.d.	32	n.d.	n.d.	n.d.	n.	23
Noregur	2	41	1	15	3	36	n.d.	n.d.	n.d.	n.	2
Pólland	7	10	0	83	0	0	0	0	0	0	0
Portúgal	7	47	0	7	8	28	0	0	0	3	0
Slóvakía	10	64	0	2	0	19	n.d.	n.d.	n.d.	n.	4
Slóvenía	14	62	0	1	1	21	0	0	0	0	0
Spánn	12	51	0	11	0	18	7	0	1	0	0
Svíþjóð	1	17	1	15	1	62	n.d.	n.d.	n.d.	n.	2
Sviss	4	14	3	9	9	56	n.d.	2	2	n.	0
Tyrkland	25	54	n.d.	12	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.	10
Bretland	2	25	1	14	2	27	7	n.d.	n.d.	n.	22
Bandaríkin	3	24	1	31	1	33	3	n.d.	n.d.	n.	5

Lífeyrissjóðir í flestum löndum OECD fjárfesta mest í skuldabréfum þar sem þau eru talin öruggasti fjárfestinga-kosturinn auk þess sem skuldabréf henta vel til að stuðla að eigna- og skuldbindingajöfnun. Í árslok 2016 eru skuldabréf stærsti eignaflokkurinn í 18 af 34 löndum.

Annar stærsti eignaflokkurinn eru verðbréfasjóðir sem eru meira en helmingur eigna í sex löndum, meðal annars í Hollandi. Fjárfestingar verðbréfasjóða eru mest í skuldabréfum og hlutabréfum. Þriðji stærsti eignaflokkurinn eru beinar fjárfestingar í hlutabréfum.

Eignasamsetning íslenskra lífeyrissjóða er svipuð og hjá öðrum þjóðum nema að því leyti að 6% eigna eru veðlán sem er eignaflokkur í aðeins sjö löndum. Verðbréfasjóðir veiga 18,3% af eignum íslensku sjóðanna, þar af eru hlutabréf 15,3%.



Sjóðstreymi lífeyrissjóða 2016

Úr ársreikningum lífeyrissjóða, 2016

Lífeyrissjóðir samtals Milljarðar

Inngreiðslur 795

Iðgjöld 182

Afborganir skuldabréfa 171

Arðgreiðslur 39

Seld verðbréf 361

Annað 42

Útgreiðslur -809

Lífeyrir -122

Keypt hlutabréf og sjóðir -317

Keypt skuldabréf -358

Rekstrarkosntaður -7

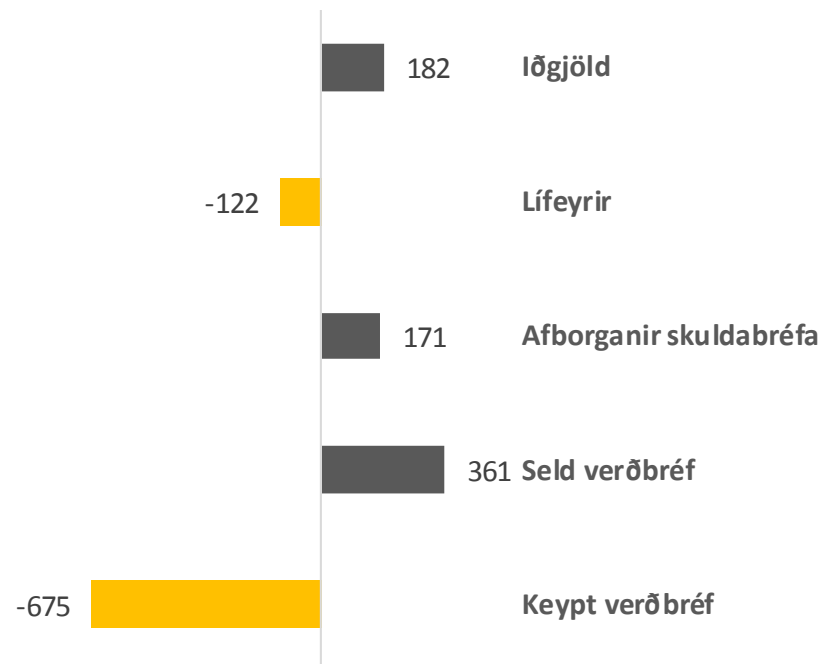
Aðrar útgreiðslur -5

Breyting á handbæru fé á árinu -14

Sjóður og innlán í ársbyrjun 98

Sjóður og innlán í árslok 83

Lykiltölur



Árlegt ráðstöfunarfé lífeyrissjóða ræðst af iðgjöldum, lífeyri, afborgunum, arði og tekjum af sjóðum og loks af seldum verðbréfum.

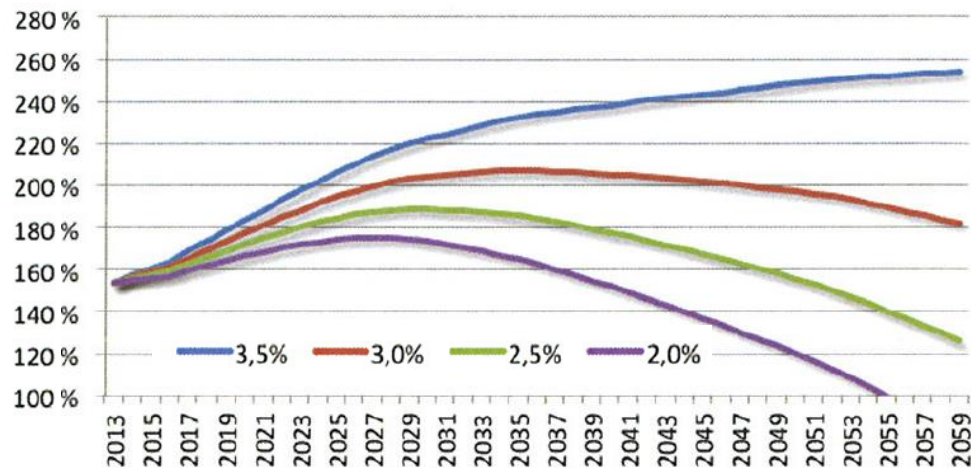
Á árinu 2016 höfðu lífeyrissjóðir um 800 milljarða króna til ráðstöfunar. Af þeirri fjárhæð greiddu sjóðirnir 122 milljarða í lífeyrisgreiðslur og vörðu 675 milljörðum til fjárfestinga.

Lífeyrissjóðirnir fengu undanþágu frá gjaldeyrishöftum og máttu fjárfesta 85 milljarða erlendis á árinu 2016. Í ársbyrjun 2017 var höftunum svo aflétt gagnvart sjóðunum og geta þeir nú fjárfest erlendis án takmarkana. Búast má við að umtalsverðum hluta af ráðstöfunarfé sjóðanna verði á næstu árum varið til erlendra fjárfestinga.

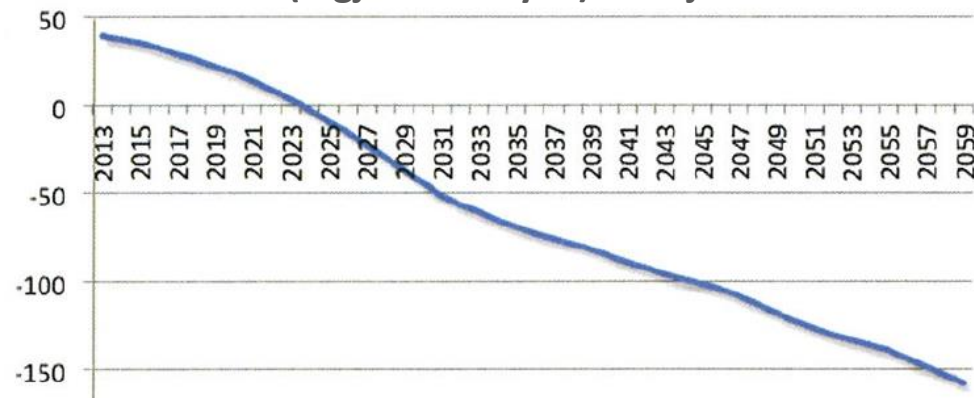


Spá um þróun eigna lífeyrissjóða

Eignir sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Hreint innflæði (iðgjöld – lífeyrir) í milljörðum króna



Í maí 2014 birtist grein í Vísbendingu byggð á útreikningum Talnakönnunar um þróun eigna lífeyrissjóða til ársins 2060. Í skýrslunni er því spáð að eignir sjóðanna sem hlutfall af vergri landsframleiðslu hækki allt tímabilið þrátt fyrir að hreint innstreymi (iðgjöld að frádregnum lífeyri) verði neikvætt árið 2025. Grunnforsendan er að raunávöxtun verði 3,5% til lengdar en þá mun hlutfall eigna af landsframleiðslu hækka úr 150% í 250%. Þróunin verður önnur ef raunávöxtun verður lægri, sjá mynd.

Skýrsla Talnakönnunnar var gerð áður en samið var um hækkun iðgjalda úr 12% af launum í 15,5%.



Lífeyrissjóðir eiga stóran hluta skráðra eigna

	Milljarðar	Hlutfall
Markaðsverðbréf og lífeyrissjóðir	króna	af VLF
Markaðsskuldabréf	2.390	98,7
Markaðsvíxlar	54	2,2
Skráð hlutabréf	993	41,0
Markaðsverðbréf alls	3.437	141,9
Hlutdeildarskírteini sjóða	595	24,6
Innlendar eignir lífeyrissjóða	2.750	113,6
Erlendar eignir lífeyrissjóða	764	31,6
Eignir lífeyrissjóða samtals	3.514	145,1
Sjóðfélagalán (áætluð)	237	9,8

Hlutdeildarskírteini sjóða teljast til markaðsverðbréfa en í því felst talsverð tvítalning því að helstu eignir þeirra flestra eru önnur markaðsverðbréf. Þeim er því sleppt hér úr samtölu fyrir markaðsverðbréf

Heimild: Skýrsla starfshóps um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða í apríl 2017

Lífeyrissjóðir eiga stóran hluta skráðra verðbréfa á Íslandi. Auk þess eiga þeir óskráðar eignir, til dæmis lán til sjóðfélaga.

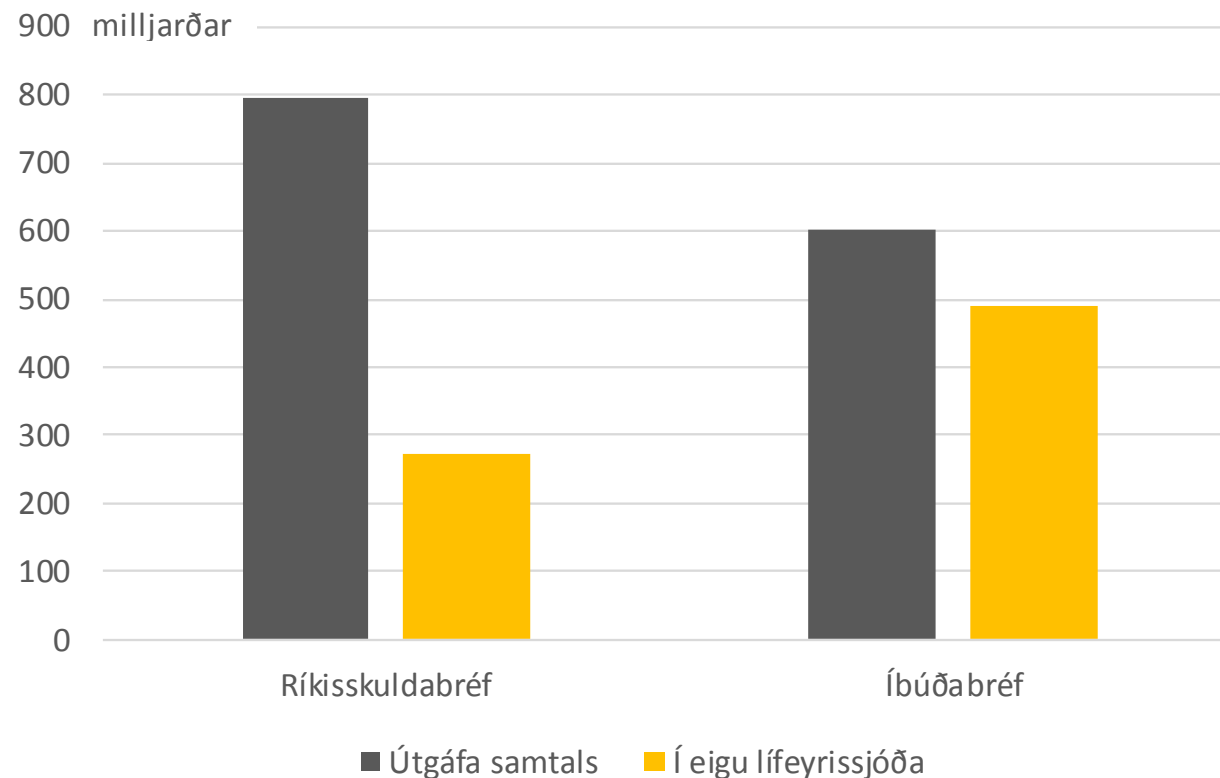
Í árslok 2016 áttu sjóðirnir eignir að verðmæti 3.514 milljarðar króna en á sama tíma var markaðsvirði skráðra innlendra verðbréfa 3.437 milljarðar króna. Eignir lífeyrissjóðanna myndu því duga til að kaupa öll skráð skuldabréf, víxla og hlutabréf á Íslandi.

Innlendar eignir lífeyrissjóða, að fráðregnum sjóðfélagalánunum, nema um 104% af VLF en markaðsverðbréf alls um 142%. Svigrúm sjóðanna til að bæta við sig innlendum markaðsverðbréfum er því takmarkað nema markaðurinn stækki samhliða.



Lífeyrissjóðir og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs

Útgefin ríkisskuldabréf og íbúðabréf



Heimild: Íbúðalánasjóður og Lánamál ríkisins.

Stærsti eignaflokkur lífeyrissjóða eru skuldabréf. Af þeim vega íbúðabréf þyngst en um áramót áttu sjóðirnir um 490 milljarða króna eða um 81% af útgefnum íbúðabréfum. Á síðustu tveimur árum hefur húsnæðislánmarkaður breyst en í staðinn fyrir að fjármagna húsnæðislán með kaupum á skuldabréfum lánveitenda fjármagna lífeyrissjóðir nú fasteignaviðskipti mest með beinum lánveitingum til einstaklinga, sjá næstu blaðsíðu.

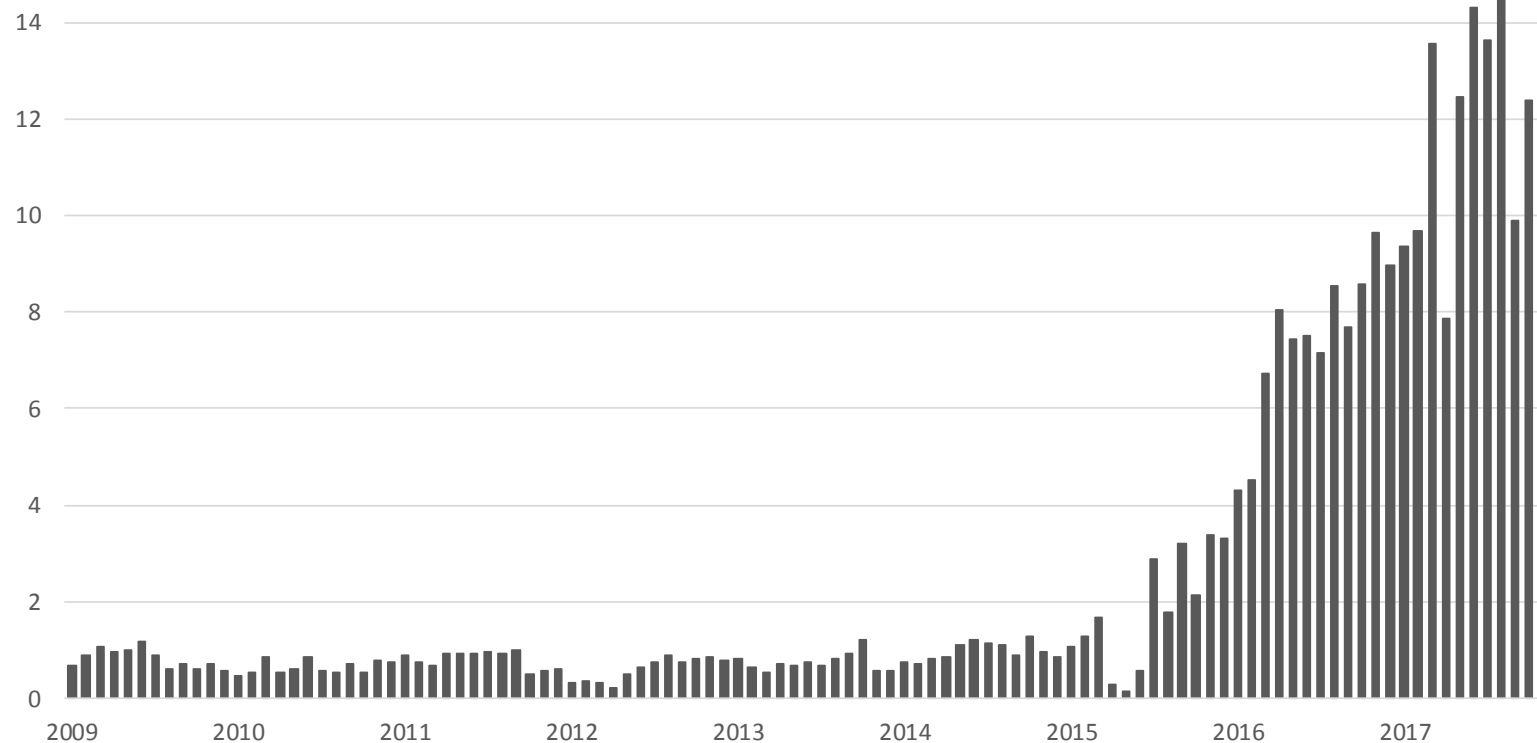
Hluttur lífeyrissjóða í ríkisskuldabréfum er minni eða um 34%. Aðrir eigendur ríkisskuldabréfa eru bankar og sparisjóðir (20%) og erlendir aðilar (19%). Lífeyrissjóðir eiga hlutfallslega meira í löngum ríkisskuldabréfum og má sem dæmi nefna að sjóðirnir eiga samtals 62% af RIKS30 sem er verðtryggður skuldabréfaflokkur með lokagjalddaga árið 2030.



Sprengja í beinum lánum til einstaklinga

Ný útlán lífeyrissjóða á mánuði

16 milljarðarkróna



Heimild: Seðlabanki Íslands

Á árunum 2009 til 2013 lánuðu lífeyrissjóðirnir að meðaltali tæpa níu milljarða króna á ári til sjóðfélaga. Lánin tóku að aukast á árinu 2014 en þá voru veitt lán samtals 12 milljarðar króna. Árið 2015 lánuðu sjóðirnir 22 milljarða króna en síðustu tvö ár hefur orðið alger sprengja í útlánum. Á árinu 2016 var fjárhæð veittra lána 89 milljarðar króna og á fyrstu ellefu mánuðum ársins 2017 hafa sjóðirnir lánað samtals 132 milljarða króna. Í raun hefur orðið tilfærsla á lánveitingum lífeyrissjóðanna til fasteignalána sem áður fóru fram með milligöngu Íbúðalánasjóðs.

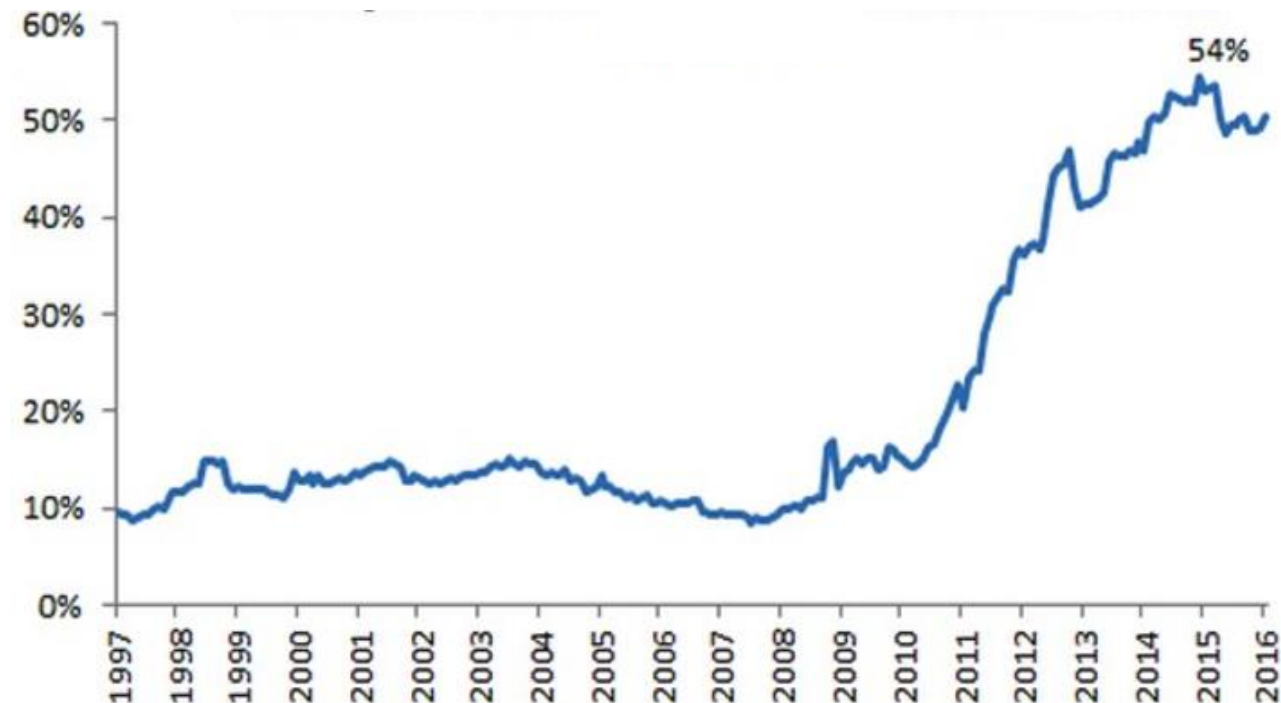
Markaðshlutdeild lífeyrissjóða í fasteignalánum er um 18% en auk þess eru sjóðirnir helstu kaupendur á skuldabréfum Íbúðalánasjóðs og stórir kaupendur að sértryggðum skuldabréfum bankanna.



Lífeyrissjóðirnir eiga helming af skráðum hlutafélögum

Lífeyrissjóðir með stóra stöðu

Hlutfall eignar í skráðum innlendum hlutabréfum af markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöll Íslands



Samanlagðar eignir lífeyrissjóða í skráðum hlutabréfum sem hlutfall af markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöll Íslands jukust úr 17% árið 2010 í 50% árið 2015. Í þessum tölum er ekki tekið tillit til þess að lífeyrissjóðir eiga einnig óbeinan eignarhlut í gegnum verðbréfasjóði.

Ef litið er á hluthafalista einstakra félaga má sjá að lífeyrissjóðirnir eiga hlut í nánast öllum hlutafélögum í Kauphöll Íslands. Sjóðirnir eiga til dæmis yfir 45% eign í skráðum fasteignafélögum, yfir 43% í öllum tryggingafélögum og yfir 50% í fjarskiptafyrirtækjum á markaði.

Á næstu síðu er tafla sem sýnir eignir einstakra lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum.

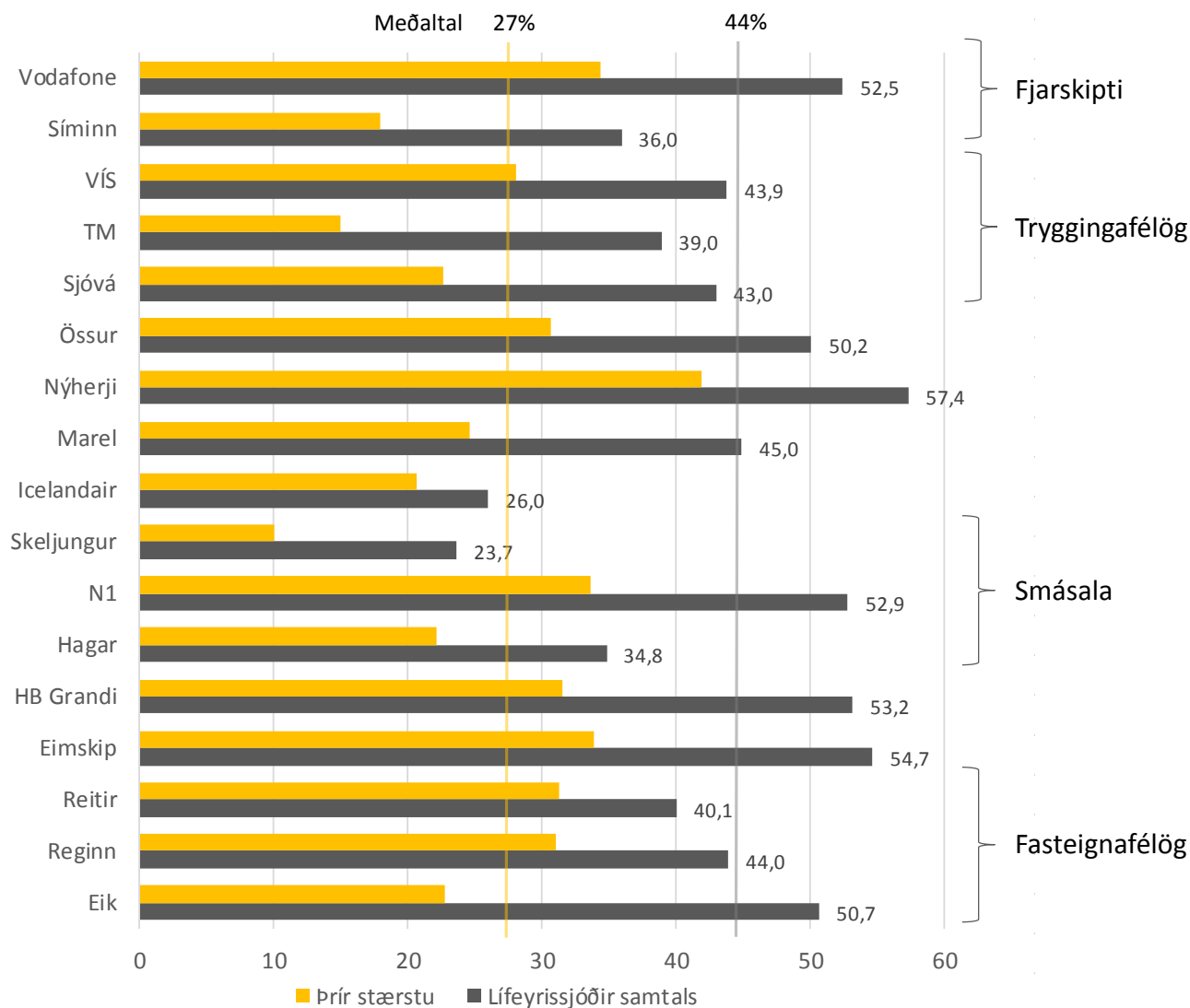


Eignarhlutur lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum, sundurliðun

Hlutafélag	Eik	Reginn	Reitir	Eimskip	Grandi	Hagar	N1 Skeljungur	Icelandair	Marel	Nýherji	Össur	Sjóvá	TM	VÍS	Síminn	Vodafone	
Atvinnugrein	Fasteignir	Fasteignir	Fasteignir	Skipafélag	Sjárvarútv.	Smásala	Smásala	Smásala	Flugfélag	Framleiðsla	Tækni	Heilbr.mál	Tryggingar	Tryggingar	Tryggingar	Fjarskipti	Fjarskipti
Nr. Lífeyrissjóður	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
1. LSR	7,4	4,4	13,4	8,1	9,2	13,8	11,1	7,9	9,5	6,2		6,3	8,0	9,0	5,2	9,1	9,4
1. Lífeyrissj.starfsm.rík. A-deild	5,5	4,4	9,9	6,0	6,8	10,2	8,2	5,4	7,0	4,6		4,7	6,0	6,7	5,2	6,8	7,0
1. Lífeyrissj.starfsm.rík. B-deild	1,9		3,4	2,1	2,4	3,5	2,8	2,5	2,4	1,6		1,6	2,1	2,3		2,3	2,4
2. Lífeyrissjóður verslunarmanna	10,5	12,9	14,1	13,5	13,1	7,2	13,3		14,7	9,4		10,1	8,4	4,8	10,0	10,0	12,5
3. Gildi	4,9	7,3	14,5	9,4	9,1	13,0	9,2	7,1	7,4	6,5		6,0	9,9	9,1	2,8	9,1	13,3
4. Birta	6,5	4,6		3,7	2,7	5,4	6,8	4,1	6,8	4,2	9,4	2,5	3,7	8,0	2,8	3,8	4,9
5. Stapi	5,9	6,0	4,0	4,8	1,2	5,4	4,1	2,5	3,4	2,0	1,9		2,4	3,2	3,0	5,8	7,4
6. Frjálsi		1,6	3,5		0,5	3,3		5,6	3,8	1,4		0,2	8,9	3,0	5,6	3,3	
7. Almenni	7,9			1,5	1,1		5,0		1,7	1,3		0,5		1,5			
8. Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda		3,1	1,6	1,4	1,9	2,3	2,2	3,1	2,0	1,0		0,5				3,1	2,0
9. Brú			1,6					1,8	2,4	1,3		0,3	2,3		3,7	1,9	
10. Festa	2,1	1,9	1,5	1,6	1,3	2,9		2,7	1,5	1,7	0,8	0,4	2,1			1,7	2,1
11. Lsj. starfsmanna Rvk.			1,3			0		1,2				0,2			1,3		0
12. Lífsverk	5,6	3,1	2,1			1,6					1,5						1,7
13. Lífeyrissjóður bankamanna																	
14. Íslenski							1,2										
15. Lífeyrissjóður Vestmannaeyja								1,5				0,4					
16. Eftirlaunasj. atvinnuflugmanna								1,5				0,2	1,0		1,5		
17. Lífeyrissjóður bænda												0					
18. Lífeyrissjóður hjúkrun.fræðinga												0,2					
Lífeyrissjóðir samtals	50,7	45,0	57,4	44,0	40,1	54,7	52,9	39,0	53,2	34,8	23,7	26,0	43,0	43,9	36,0	50,2	52,5
Þrír stærstu	22,8	24,6	41,9	31,1	31,3	33,9	33,6	15,0	31,5	22,1	10,1	20,6	22,7	28,1	18,0	30,7	34,4
Fimm stærstu	35,1	35,3	45,9	39,5	35,2	44,7	44,5	21,6	41,8	28,3	21,3	23,2	28,8	39,4	23,8	40,2	46,7
Tíu stærstu	45,2	41,9	54,0	44,0	40,1	53,2	51,7	34,7	53,2	34,8	22,1	25,0	42,0	43,9	33,1	50,2	50,8



Eignarhlutur lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum, samantekt



Heimild: Arion banki. Byggt á upplýsingum um 20 stærstu hluthafa úr hluthafaskrá 20. júlí 2017

Lífeyrissjóðirnir eiga samtals frá 24% upp í 57% af útgefnum hlutabréfum í skráðum hlutafélögum í Kauphöll Íslands. Að meðaltali eiga sjóðirnir samtals 44% eignarhlut og þrír stærstu sjóðirnir 27%. Ef litið er á atvinnugreinar má sjá að sjóðirnir eiga stóra eignarhluti í samskeppnisfyrirtækjum.

Helsti kosturinn við stóran eignarhlut lífeyrissjóða er að sjóðirnir eru í eigu sjóðfélaganna og því má segja að fyrirtækin séu almenningshlutafélög með dreift eignarhald.

Margir hafa hins vegar áhyggjur af því hversu stór eignarhlutur lífeyrissjóða er. Bent er á að sjóðunum sé í raun stjórnað af fámennum hópi stjórnarmanna og að eignarhald þeirra í fyrirtækjum á samkeppnismarkaði geti leitt til minni framleiðslu og hærri vöruverðs.



Virkir hluthafar

Eftir efnahagshrunið 2008 hafa flestir lífeyrissjóðir markað þá stefnu að vera virkir hluthafar í fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í.

Lífeyrissjóðirnir hafa flestir gefið út og staðfest sérstaka hluthafa- eða eigendastefnu. Í henni koma fram markmið og hvernig sjóður beitir sér sem hluthafi.

Sjóðirnir taka þátt í atkvæðagreiðslum og tilnefna fulltrúa í stjórnir hlutafélaga. Hjá flestum lífeyrissjóðum er starfandi valnefnd sem velur einstaklinga sem sjóður tilnefnir til stjórnarstarfa.

Sumir sjóðir birta opinberlega afstöðu í stjórnarkjöri og atkvæðagreiðslum á hluthafafundum.

Fyrir efnahagshrunið árið 2008 voru flestir lífeyrissjóðir með þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar. Sem slíkir tóku þeir ekki þátt í atkvæðagreiðslum á hluthafafundum eða beittu sér á annan hátt varðandi rekstur fyrirtækjanna.

Eftir hrunið hafa áherslur sjóðanna breyst og eru þeir nú virkir hluthafar. Sjóðirnir eiga oftast það stóran eignarhlut að þeir telja það skyldu sína að líta eftir fjárfestingum sínum auk þess sem þeir vilja beita áhrifum sínum til að leggja áherslu á langtímasjónarmið og góða stjórnarhætti.

Á næstu glæru er tafla sem sýnir nokkur atriði úr hluthafastefnum fimm stærstu lífeyrissjóðanna.



Samanburður á hluthafastefnu fimm stærstu sjóðanna

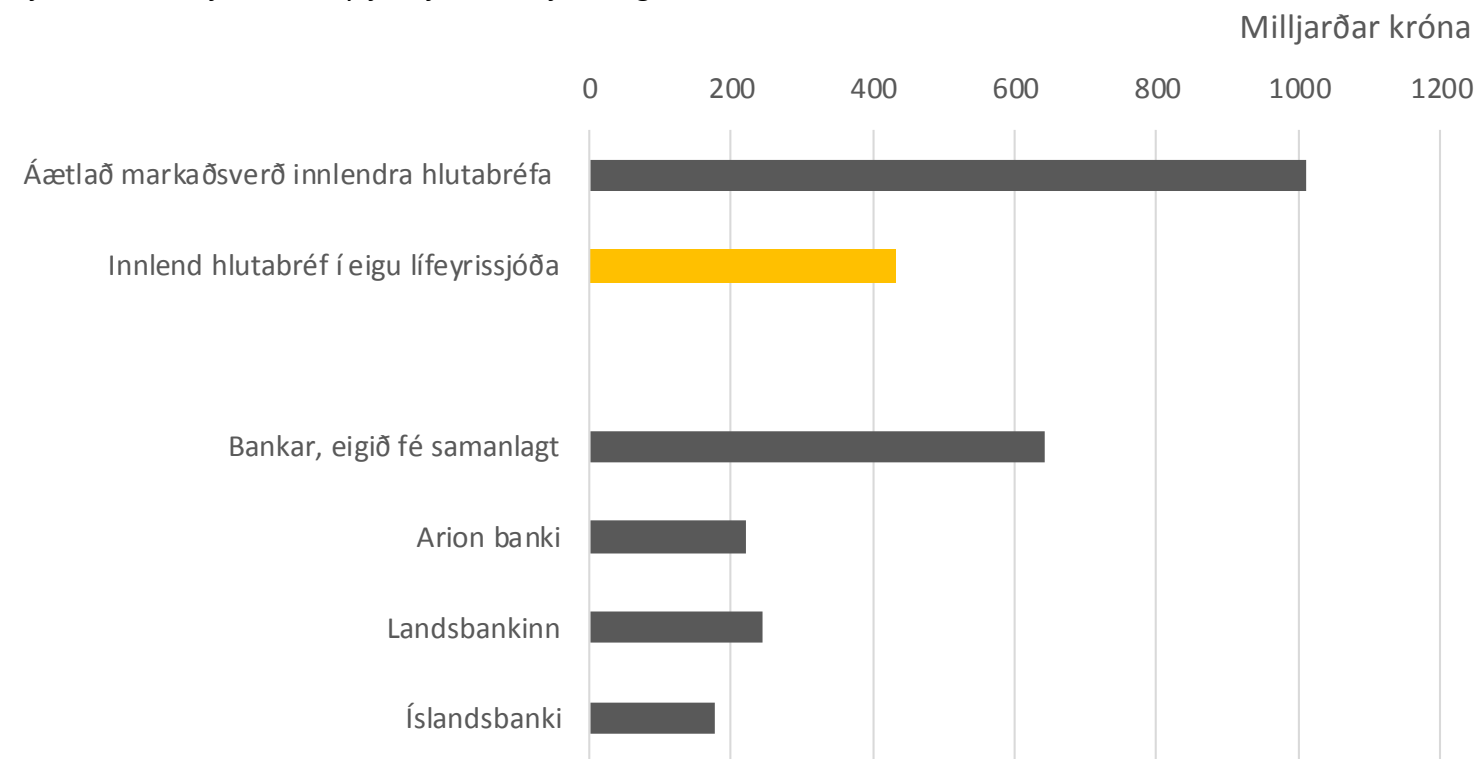
Sjóður	LSR	Lífeyrissjóður verslunarmanna (Live)	Gildi	Birta	Stapi
Er sjóður virkur hluthafi?	Já	Já	Já.	Já.	Já.
Hver tekur ákvörðun um afstöðu á hluthafafundum?	Framkvæmdastjóri og forstöðumaður eignastýringar og eftir atvikum form. stjórnar.	Framkvæmdastjóri ákveður hver skuli fara með atkvæði sjóðsins á hluthafafundum.	Framkvæmdastjóri og starfsmenn yfirfara tillögur. Framkvæmdastjóri annast tillögugerð og meðferð atkvæðisréttar.	Framkvæmdastjóri fer með atkvæði sjóðsins á hluthafafundum eða annar sá aðili sem hann veitir umboð. Framkvæmdastjóri og/eða fjárf.ráð yfirfara tillögur og gera grein fyrir afstöðu sjóðs á fundum.	Framkvæmdastjóri fer með atkvæði sjóðsins nema stjórn sjóðsins ákveði annað. Hann hefur heimild til að veita öðrum aðila umboð.
Tilnefni sjóður stjórnarmenn?	Sjóður metur í hverju tilviki. Sé gerð tillaga er valnefnd falið að leggja tillögu fyrir stjórn.	Ekki tiltekið en í stefnu eru almenn ákvæði um samsetningu stjórna.	Gildi tilnefni sjóður félaga, annaðhvort einn og sér, í samstarfi við aðra aðila eða með þátttöku í valnefnd.	Sjóðurinn leitast við að tilnefna fulltrúa í stjórnir eigi hann þess kost í krafti eignarhalds, ýmist einn eða í samstarfi við aðra hluthafa.	Stapi kann einn, eða í samstarfi við aðra, að standa að tilnefningu stjórnarmanns fyrir stjórnarkjör.
Valnefnd	Tveir stjórnarmenn, framkvæmdastjóri og forstöðumaður Eignastýringar	Ekki tiltekið í hluthafastefnu.	Framkvæmdastjóri, stjórnarformaður og varaformaður stjórnar mynda valnefnd.	Tilnefning í stjórn er gerð í samráði við formann og varaformann stjórnar.	Standi Stapi einn að tilnefningunni skal það ákveðið sameiginlega af framkvæmdastjóra, formanni og varaformanni stjórnar.
Er afstaða sjóðs skráð og birt opinberlega?	Já og upplýsingar eru birtar á heimasíðu.	Kemur ekki fram í stefnu.	Framkvæmdastjóri heldur skrá yfir samskipti og atkvæðagreiðslur. Í stefnu kemur ekki fram að afstaða sé birt opinberlega.	Kemur ekki fram í stefnu.	Sjóðurinn mun árlega birta skýrslu um samskipti sín við hlutafélög og mat á stjórnarhættum í samræmi við stefnuna.
Samskipti við stjórnir fyrirtækja	Engin samskipti við einstaka stjórnarmenn. Samskipti við stjórn í samræmi við reglur fyrirtækis.	Live kynnir hluthafastefnu fyrir fyrirtækjum sem sjóður fjárfestir í. Samskipti eru við stjórn og/eða forstjóra ef sjóður telur tilefni til.	Samskipti við stjórnir fara fram á fundum, þar með talið hluthafafundum, eða í formi erinda sem send eru til stjórna.	Sjóðurinn hefur ekki afskipti af stjórnarstörfum þess sem kosinn hefur verið í stjórn með þátttöku sjóðsins en leggur áherslu á góða upplýsingagjöf frá félaginu í samræmi við lög og reglur.	Stapi kynnir hluthafastefnu fyrir þeim félögum sem hann fjárfestir í og fer fram á að hluti af starfsemi séu reglubundin samskipti við fjárfesta um stjórnarhætti og aðra þætti sem skipta máli.
Starfskjör	Gæta skal hófs og líta til stærðar og starfskjara sem almennt bjóðast. Hluthafar skulu upplýstir um kaupréttarsamninga og kaupauka.	Hlutverk starfskjaranefndar félags. Starfskjör skulu vera í samræmi við langtímamarkmið félags í þágu hluthafa.	Stjórn. Líta til umfangs og ábyrgðar stjórnarmanna. Forstjóri. Líta til innri þátta og launadreifingar. Ávallt skulu liggja fyrir upplýsingar um starfskjör.	Horfa til stærðar og umfangs og kjara sem almennt bjóðast á sama markaði. Árangurstengdar greiðslur og/eða kaupréttir hafi langtíma-hagsmuni hluthafa að leiðarljósi.	Stjórn skal setja félaginu starfskjarastefnu í samræmi við lög og góða stjórnarhætti. Við gerð stefnunnar skal leggja áherslu á skýrleika, sjálfbærni og langtímahagsmuni félagsins.



Hvað verður um bankana?

Innlendur hlutabréfamarkaður og eigið fé viðskiptabankanna

Fjárhæðir í milljörðum í byrjun fjórða ársfjórðungs 2017



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Fjármálaeftirlitið og ársreikningar Arion banka, Landsbankans og Íslandsbanka.

Á næstu árum er líklegt að reynt verði að koma bankakerfinu úr ríkiseigu. Það er afar umfangsmikið verkefni og mun stærra en einkavæðing bankanna fyrir 15–20 árum enda eigið fé bankanna tuttugufalt meira nú en þá. Til að átta sig á umfanginu má benda á að samanlagt eigið fé bankanna er meira en markaðsverð innlendra hlutabréfa í eigu lífeyrissjóðanna.

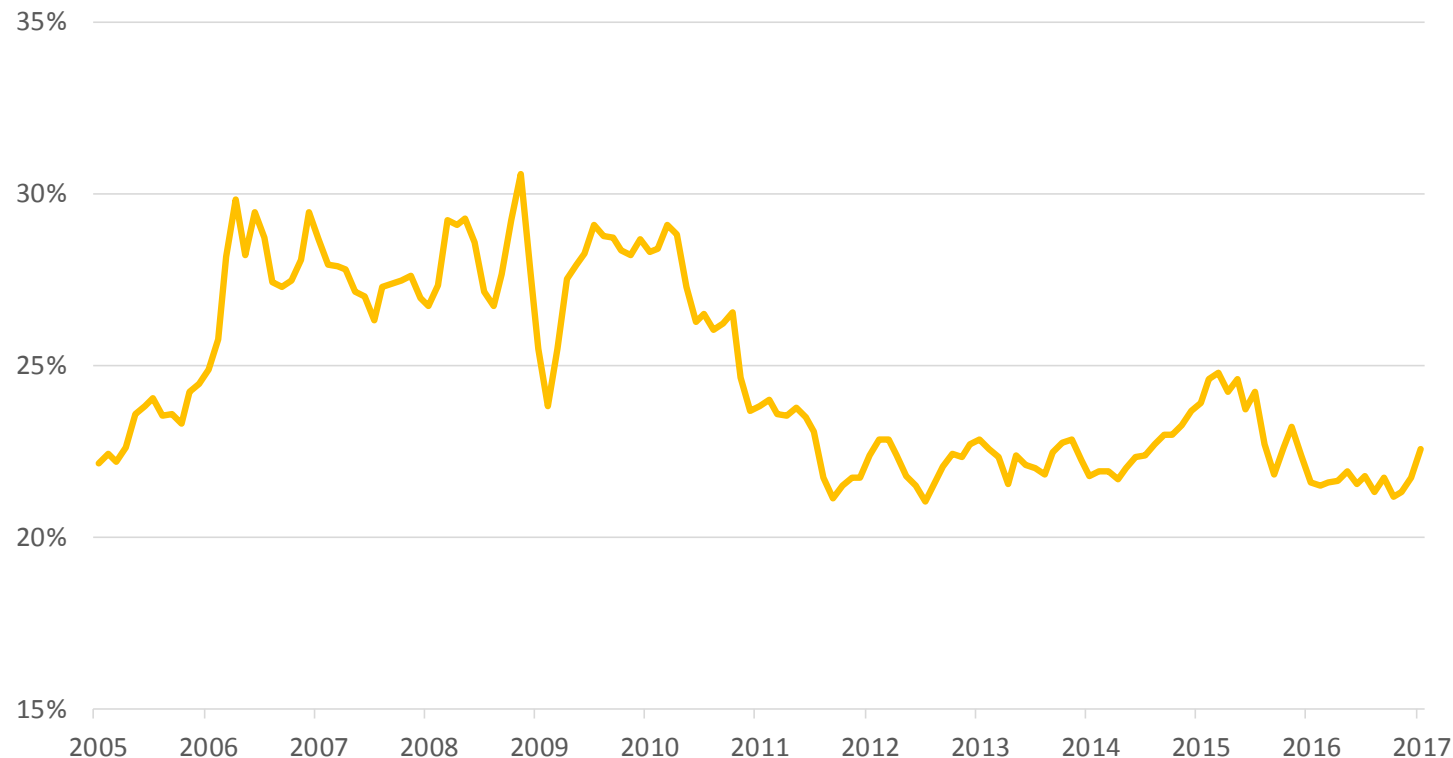
Takist ekki að selja banka í alþjóðlegum útboðum er ekki fyrirsjáanlegt að unnt sé að koma bönkum í einkaeigu nema með sölu smátt og smátt til lífeyrissjóða og annarra fagfjárfesta sem þá ættu, að öðru jöfnu, hluti í öllum bönkum. Fari svo að lífeyrissjóðir eignist helmingshlut í bönkunum eða meira mun innlend hlutabréfaeign sjóðanna aukast verulega og umsvif þeirra í atvinnulífi vaxa að sama skapi. Til þess að eignast bankana þyrftu sjóðirnir að verja umtalsverðum hluta af ráðstöfunarfé næstu ára og/eða selja aðrar eignir.



Erlendar eignir aukast á ný

Erlendar eignir sem hlutfall af eignum lífeyrissjóða

Hlutfall af heildareignum



Heimild: Seðlabanki Íslands

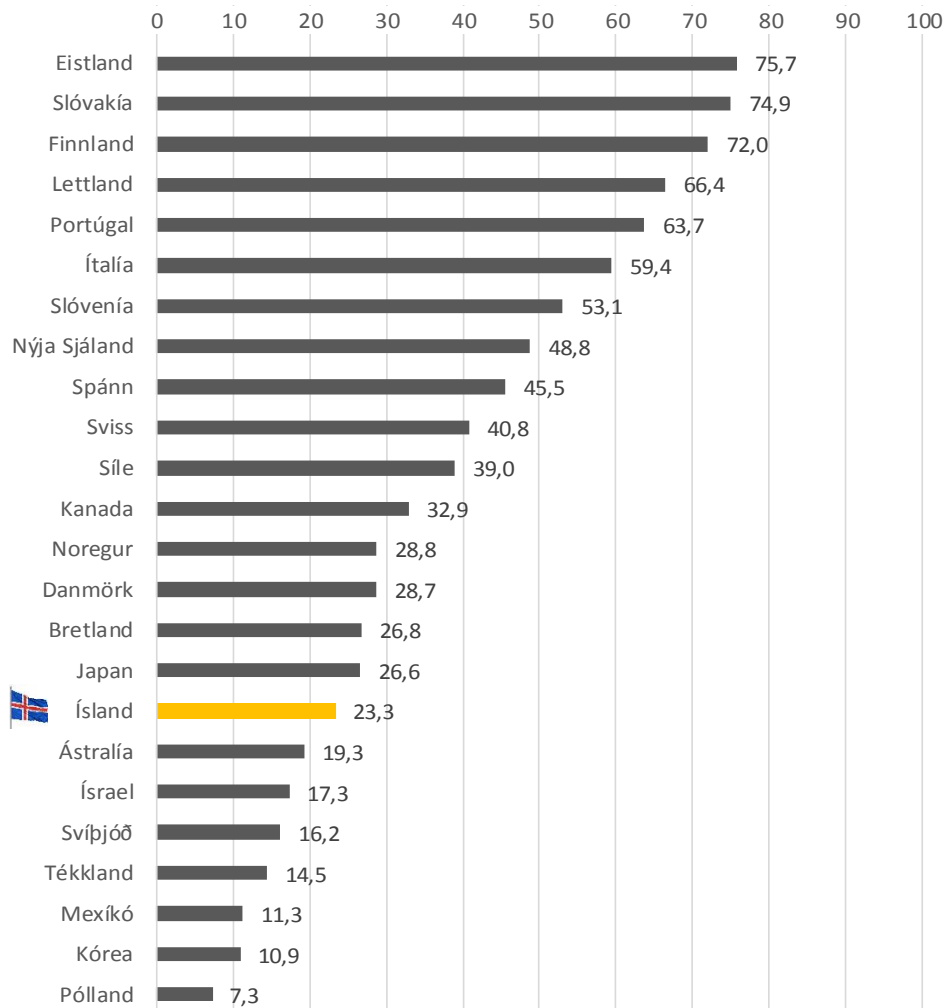
Íslenskir lífeyrissjóðir hófu að fjárfesta í erlendum verðbréfum í kjölfar gildistöku EES-samningsins árið 1994. Sjóðirnir fjárfestu erlendis af talsverðum krafti á næstu árum og um aldamót var vægi erlendra eigna tæpur fjórðungur heildareigna. Vægið minnkaði nokkuð þegar svokölluð tæknibóla sprakk á erlendum mörkuðum í byrjun þessarar aldar. Sá samdráttur var þó einungis tímabundinn og árið 2006 var vægi erlendra fjárfestinga orðið um 30%. Hlutfallið hélst nær óbreytt til ársins 2010 þegar það tók að minnka aftur vegna gjaldeyrishafta sem komið var á eftir efnahagshrunið 2008.

Á árunum 2014 til 2016 fengu sjóðirnir undanþágu frá höftunum til að fjárfesta erlendis fyrir tiltekna fjárhæð á ári. Í ársbyrjun 2017 voru höftin afnumin gagnvart sjóðunum og mega þeir nú fjárfesta erlendis að vild.



Erlendar eignir í alþjóðlegum samanburði með minnsta móti

Erlendar eignir sem hlutfall af eignum lífeyrissjóða í nokkrum löndum árið 2016



Heimild: Pension Fund in Focus 2016. OECD

Í alþjóðlegum samanburði eru erlendar eignir íslenskra lífeyrissjóða með minnsta móti. Í samanburðarlöndum er algengt að hlutfallið sé yfir 40% af heildareignum. Holland og Sviss eru með álíka stóra lífeyrissjóði í hlutfalli af vergri landsframleiðslu en hjá þessum þjóðum er hlutfallið 81% og 41% svo dæmi sé tekið.

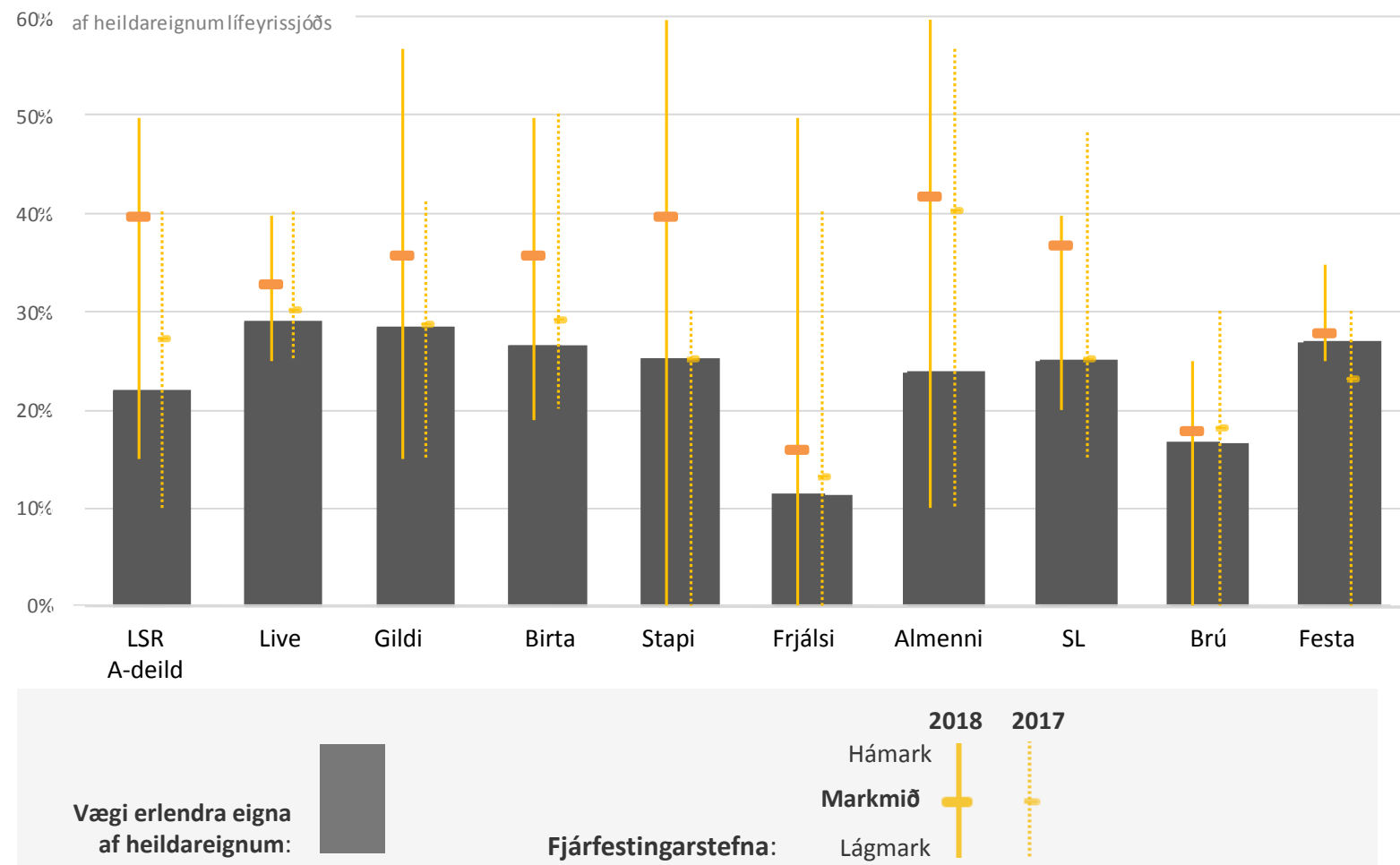
Rétt er að benda á að gengisáhætta eigna og skuldbindinga er mismunandi milli landa. Á Íslandi eru skuldbindingar lífeyrissjóða í krónum sem hefur sögulega sveiflast mikið gagnvart helstu gjaldmiðlum.

Erlendar eignir eru mikilvægar fyrir áhættudreifingu í eignasöfnum lífeyrissjóða og sérstaklega fyrir lítil hagkerfi eins og Ísland. Hér á landi er atvinnulífið tiltölulega einhæft og samtvinnað og því getur samdráttur haft víðtæk áhrif.



Flestir lífeyrissjóðir stefna á að auka vægi erlendra eigna

Erlendar eignir sem hlutfall af heildareignum og markmið með vöðmörkum



Heimild: Fjárfestingarstefnur lífeyrissjóða.

Lífeyrissjóðir skulu árlega móta fjárfestingarstefnu. Í henni koma fram markmið um vægi eignaflokka (stefna) og vöðmörk sem sjóðirnir geta nýtt sér til að víkja frá stefnu í takt við markaðsaðstæður hverju sinni.

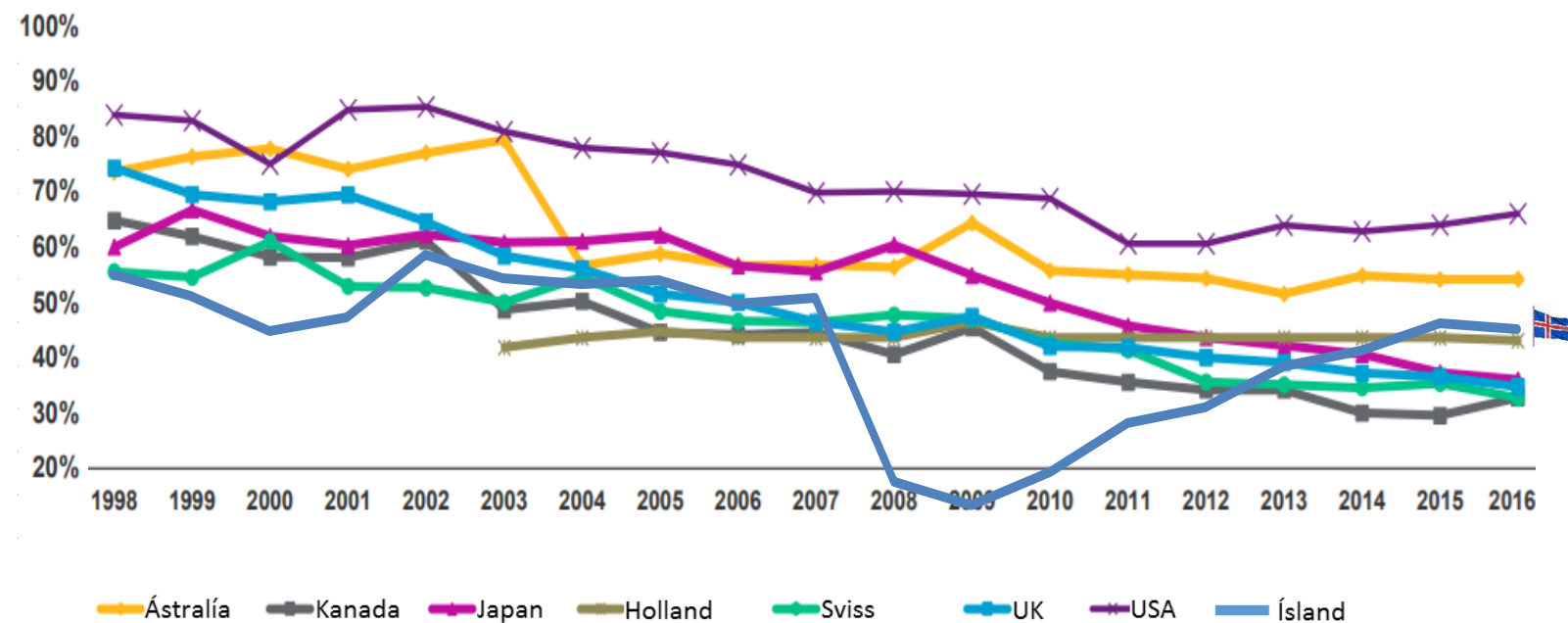
Myndin sýnir hlutfall erlendra eigna af heildareignum hjá 10 stærstu lífeyrissjóðunum, markmið um erlendar eignir og leyfileg vöðmörk úr fjárfestingarstefnum sjóðanna árin 2017 og 2018. Það er nokkuð mismunandi hvernig sjóðir skilgreina fjárfestingarstefnuna. Sumir miða við eitt ár, aðrir horfa til fimm ára og svo eru nokkrir sjóðir sem skilgreina markmiðið sem langtíma-stefnu. Úr myndinni má lesa að sjóðirnir stefna allir á að auka vægi erlendra eigna auk þess sem þeir hafa hækkað markmið um erlendar eignir og/eða efri vöðmörk í fjárfestingarstefnu fyrir árið 2018.



Vægi innlendra hlutabréfa hækkaði á haftatímabili

Innlend hlutabréf sem % af heildarhlutabréfaeign lífeyrissjóða í nokkrum löndum

Vægi af hlutabréfaeign



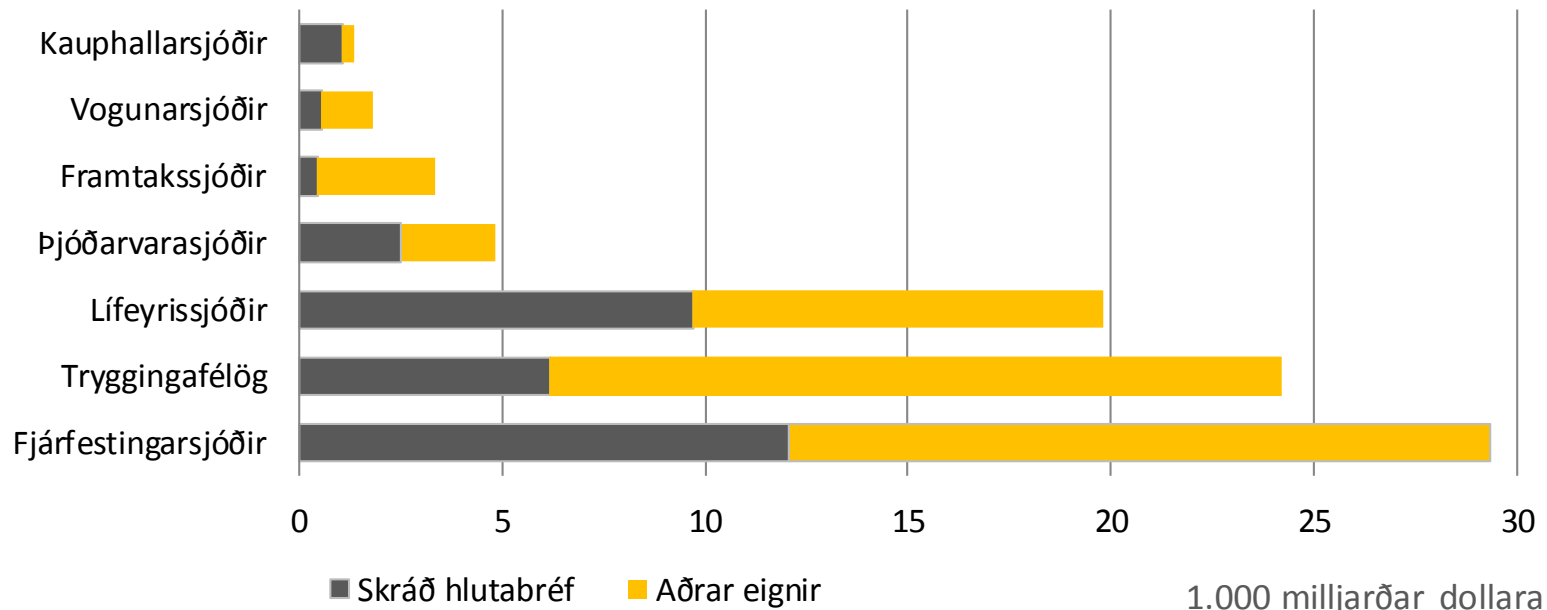
Myndin sýnir hlutfall innlendra hlutabréfa í hlutabréfaeign lífeyrissjóða í nokkrum löndum á árunum 1998 til 2016. Ef Ísland er fráskið sést að vægi innlendra hlutabréfa hefur alls staðar lækkað eða að meðaltali úr 69% í 43% af hlutabréfaeign sjóðanna.

Á Íslandi var vægi innlendra hlutabréfa hæst árið 2002 en fór síðan lækkandi og snarféll á hrunárinu 2008. Eftir það hækkaði vægið aftur jafnt og þétt til ársins 2015 enda gátu íslenskir fjárfestar ekki fjárfest erlendis vegna gjaldeyrishafta. Líklegt er að vægi innlendra hlutabréfa lækki aftur eftir afnám gjaldeyrishafta.

Innlend hlutabréf vega þyngst í Bandaríkjunum, Ástralíu og á Íslandi en lægst í Kanada, Sviss og Bretlandi.

Fagfjárfestar í lykilhlutverki

Heildareignir fagfjárfesta á heimsvísu í árslok 2011 í þúsundum milljarða dollara



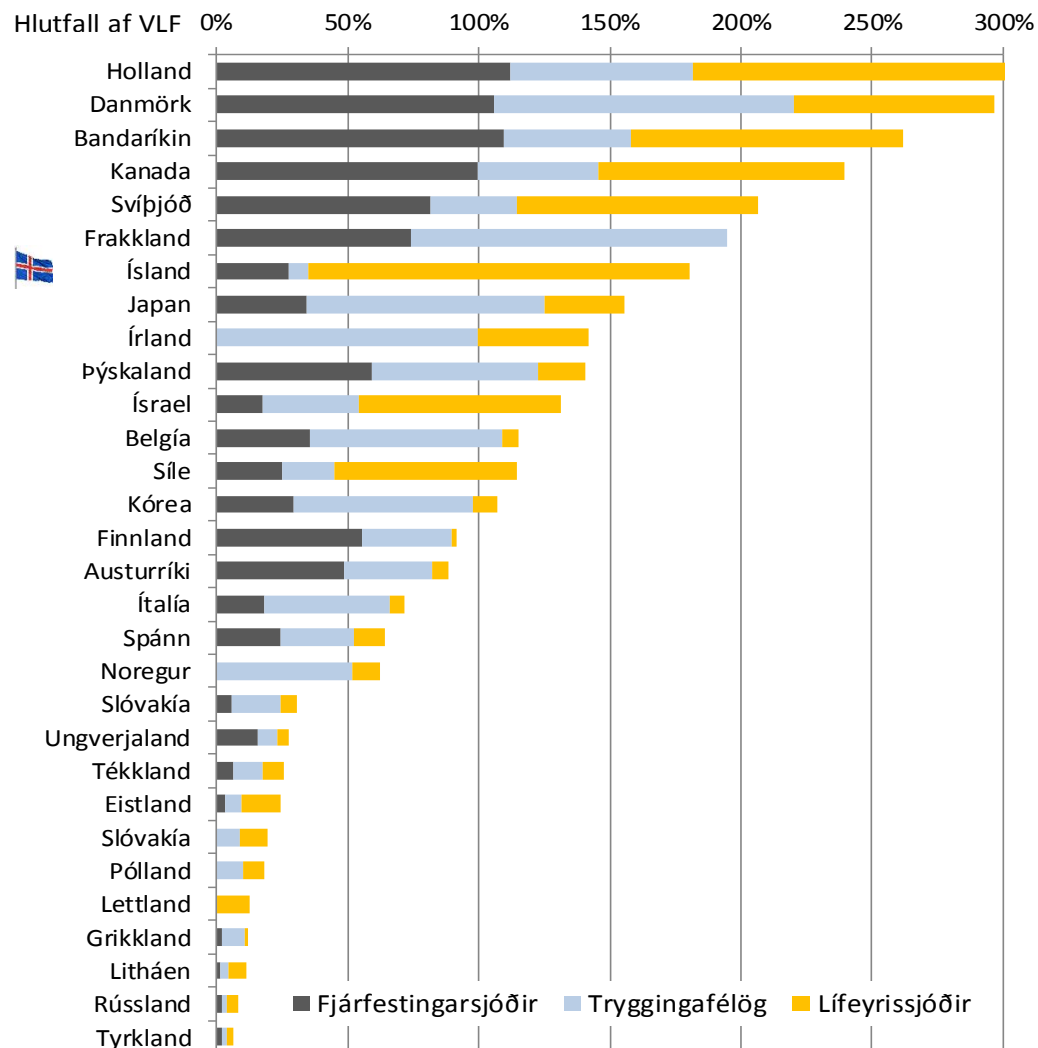
Myndin sýnir heildareignir mismunandi fagfjárfesta í árslok 2011 og skiptingu þeirra í skráð hlutabréf og aðrar eignir.

Myndin sýnir að heildareignir voru 84.800 milljarðar bandaríkjadala, þar af voru skráð hlutabréf 38%. Stærstu fjárfestarnir eru fjárfestingarsjóðir (verðbréfasjóðir), tryggingafélög og lífeyrissjóðir. Samtals stýrðu þessir sjóðir 74.300 milljörðum bandaríkjadala, þar af 28.000 milljörðum í skráðum hlutabréfum.

Aðrir fagfjárfestar eru þjóðarvarasjóðir, framtakssjóðir (fjárfesta mest í óskráðum hlutabréfum), vogunarsjóðir og kauphallarsjóðir.



Eignir fagfjárfestasjóða í nokkrum löndum árið 2016



Vægi fagfjárfesta er mismunandi hjá þjóðum. Í Hollandi, Sviss, Danmörku og Bretlandi eiga fagfjárestar eignir sem nema meira en tvöfaldri landsframleiðslu. Í Ungverjalandi, Tékklandi, Mexíkó, Slóvakíu, Eistlandi, Grikklandi og Tyrklandi eru eignir fagfjárfesta hins vegar minni en fjórðungur landsframleiðslu.

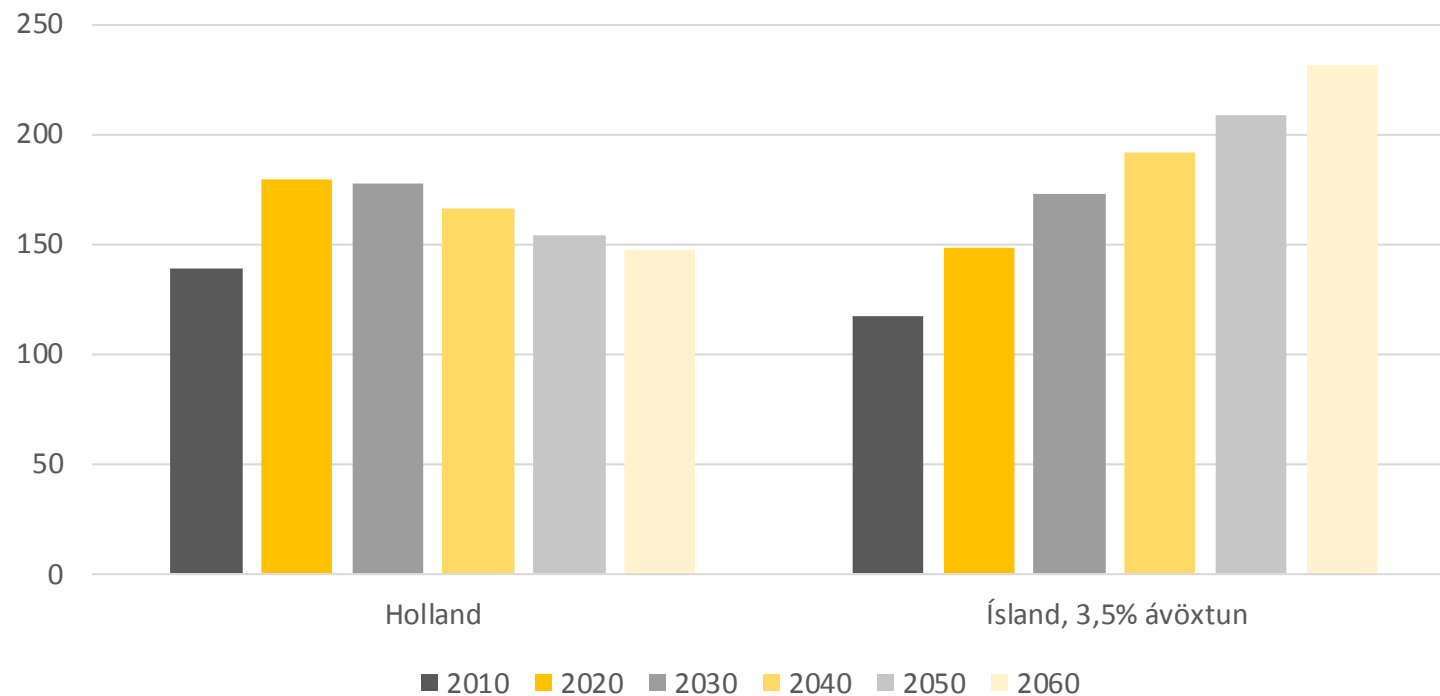
Í Ástralíu, Síle, Hollandi og á Íslandi eru lífeyrissjóðir stærstu fagfjárfestarnir. Í Belgíu, Finnlandi, Ítalíu, Kóreu, Noregi, Slóveníu og Svíþjóð eru tryggingafélög stærstu fagfjárfestarnir. Í Austurríki, Ungverjalandi, Tyrklandi og Bandaríkjunum eru fjárfestingar- og verðbréfasjóðir stærstu fagfjárfestarnir.

Ísland sker sig úr að því leyti hvað vægi lífeyrissjóða í heildarsparnaði er mikið en vægi tryggingafélaga hlutfallslega lítið.



Ólíkar spár fyrir Holland og Ísland

Eignir lífeyrissjóða í Hollandi og á Íslandi sem hlutfall af vergri landsframleiðslu árið 2010 og spár 2020 til 2060



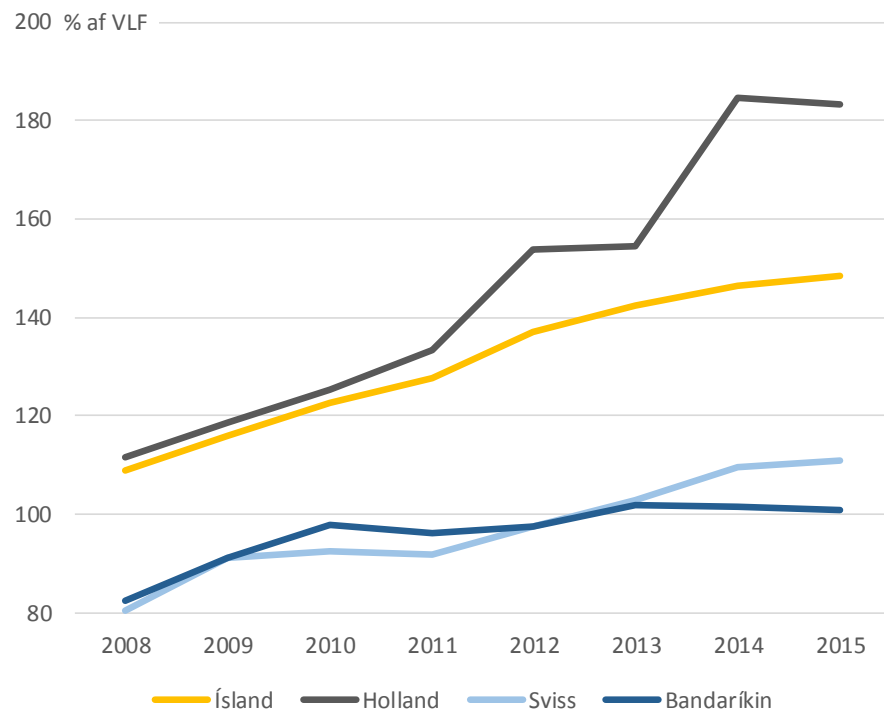
Opinber spá gerir ráð fyrir að eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu í Hollandi nái hámarki árið 2020 og lækki síðan þegar líður á öldina. Í Hollandi stendur til að endurskipuleggja lífeyrissjóðakerfið á árinu 2018 og auka frelsi einstaklinga til að velja ávöxtunarleiðir. Upplýsingar um útfærslu liggja ekki fyrir.

Í öðrum löndum virðast menn almennt ekki hafa áhyggjur af umsvifum lífeyrissjóða og áhrifum þeirra á samkeppni. Í Hollandi er til dæmis kallað eftir frekari fjárfestingum lífeyrissjóða innanlands en eins og kunnugt er vega erlendar eignir rúmlega 80% af eignum sjóðanna. Í Danmörku eiga lífeyrissjóðir óverulegan eignarhlut í dönskum fyrirtækjum.



Áhrif fagfjárfesta að aukast víða um heim

Eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: OECD Institutional Investors Statistics 2016.

Dæmi um áhrif fagfjárfesta í USA

5,1% í 91%

verðbréfasjóðir í USA
sem % af VLF 1980-2014

80%

af S&P500
í eigu fagfjárfesta

4 af 5

stærstu hluthöfum
fimm stærstu banka í USA
eru sömu eigendur

Heimild: Að þjóna sömu eigendum en
keppa þó. Stjórnmal & stjórnsýsla 1. tbl.
13. árg. 2017 (27–52).

Eignarhald á skráðum fyrirtækjum víða um heim hefur verið að færast í vaxandi mæli í hendur fagfjárfesta. Þessi þróun er meðal annars vegna vaxandi eigna lífeyrissjóða og verðbréfasjóða (sem eru oft hluti af eftirlaunasparnaði einstaklinga eða í beinni eigu lífeyrissjóða).

Á árunum 1980 til 2014 jókst stærð verðbréfasjóða í Bandaríkjunum, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu, úr 5,1% í 91,0%. Þar hefur verið áætlað að 80% hlutafjár félaga í 500 stærstu fyrirtækjunum á markaði séu í höndum slíkra fjárfesta. Afleiðingin er meðal annars sú að ef fimm stærstu hluthafar í fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna eru skoðaðir þá sjást sömu fjögur nöfnin á öllum listunum fimm: Blackrock, Vanguard, State Street og Fidelity.



Erlend eignastýringarfyrirtæki eru virkir hluthafar



INVESTMENT STEWARDSHIP

The BlackRock Investment Stewardship team is a centralized resource for portfolio managers. In our stewardship work we aim to:

1. Protect and enhance the value of clients' assets through engagement with companies
2. Encourage business and management practices that support sustainable financial performance over the long-term
3. Provide specialist insight on environmental, social and governance (ESG) considerations to all investment strategies, whether indexed or actively managed.



INVESTMENT STEWARDSHIP

Vanguard strives to make sure the companies our funds invest in are subject to the highest standards of responsible investment and corporate governance.

Because our funds typically own the stock of companies for long periods of time (and in the case of index funds are practically permanent holders of companies), we strive to ensure that these companies' policies and practices in relation to corporate governance matters support the creation of long-term value for investors.

The most visible sign of Vanguard's advocacy is our funds' proxy voting at shareholder meetings. We have an experienced team of analysts that independently evaluates each proposal and casts our funds' votes in accordance with the funds' voting guidelines.



ASSET STEWARDSHIP

As one of the largest index managers in the world, we represent near-permanent capital and actively engage with our portfolio companies to promote the long-term value of investments.

Who we are

Long-term, Significant Shareholder with a Global Focus

Our process

Value Driven Philosophy implemented by a dedicated team of ESG analysts, using a Risk Based Screening Approach

Value creation

Engagement and Voting conducted with a Unified Voice to maximize influence and create value for clients

Erlend eignastýringarfyrirtæki, sem eru oft meðal stærstu hluthafa skráðra hlutafélaga, eru flest virkir hluthafar. Í fyrirtækjunum eru starfandi sérstök teymi sem fylgjast með hluthafafundum, yfirfara tillögur og ákveða afstöðu fyrirtækjanna með hliðsjón af eigendastefnu þeirra.

Eignastýringarfyrirtækin eiga það sameiginlegt að gefa út stefnu þar sem áhersla er lögð á langtímasjónarmið, góða stjórnarhætti og samfélagslega ábyrgð. Á hverju ári er mörkuð sérstök stefna til eins árs með helstu áherslum á komandi ári.

Fyrirtækin gefa reglulega út skýrslur með upplýsingum um þátttöku og afstöðu í kosningum.





Umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi

Hagfræðistofnun, október 2017

Skýrsla um umsvif lífeyrissjóða

Hagfræðistofnun tók að sér að kanna umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi og fjalla um eftirfarandi málefni:

1. Eignarhlut lífeyrissjóða og annarra fjárfesta í íslenskum verðbréfum, skráðum og óskráðum, nú og fyrir áratug.
2. Líklega breytingu á hlutdeild sjóðanna á komandi árum miðað við mismunandi forsendur um fjárfestingar þeirra erlendis og framboð á verðbréfum hér á landi.
3. Hvað þarf framboð á verðbréfum að vaxa mikið til þess að standa undir fjárfestingarþörf lífeyrissjóða og annarra fjárfesta?
4. Hvað þarf íslenskt efnahagslíf að vaxa hratt til þess að standa undir þörf lífeyrissjóðanna til þess að vaxa hér á landi?

Jafnframt fjallar skýrslan um áhrif sjóðanna á verð á eignum hér á landi og samkeppni, þar sem þeir eiga mörg fyrirtæki í sömu grein, auk umfjöllunar um áhrif kaupa sjóðanna á erlendum eignum á gjaldeyrismarkað og gengi krónunnar.



Starfshópurinn samdi við Hagfræðistofnun um að vinna skýrslu um umsvif lífeyrissjóða í íslensku efnahagslífi nú og á komandi áratugum.

Í skýrslu Hagfræðistofnunar eru upplýsingar um hlutdeild sjóðanna á markaði með eignir hér á landi og áætlanir um hlutdeild þeirra á komandi árum.

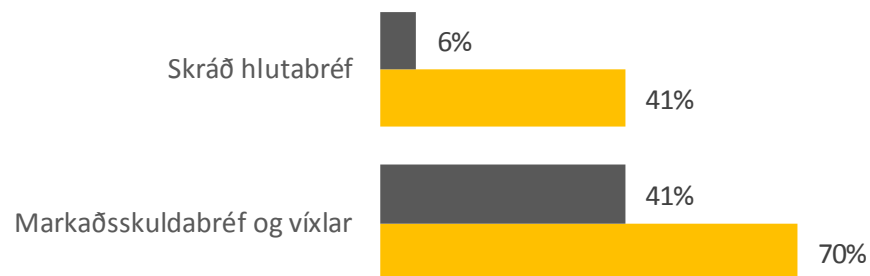
Skýrsla Hagfræðistofnunar er fylgiskjal með niðurstöðum starfshópsins.

Mikill vöxtur síðastliðinn áratug

Hlutfall af vergri landsframleiðslu



Eignarhlutur lífeyrissjóða í %



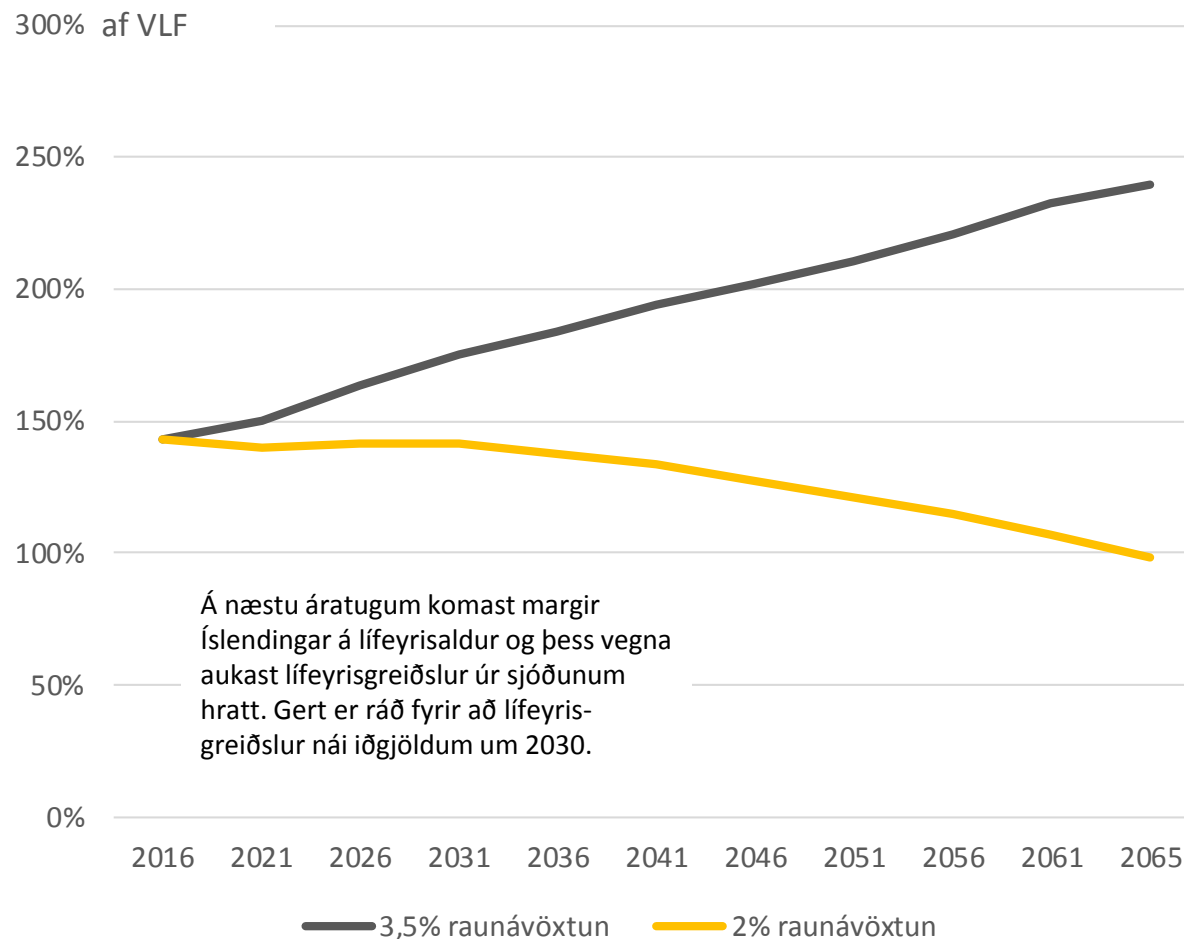
Lífeyrissjóðir eru umsvifamiklir á íslenskum verðbréfamarkaði. Umsvifin hafa aukist undanfarin ár.

Heildareignir lífeyrissjóðanna voru 126% af vergri landsframleiðslu í árslok 2006 en áratug síðar hafði hlutfallið hækkað í 145%. Innlendar eignir sjóðanna jukust úr 89% af VLF í árslok 2006 í 114% í árslok 2016.

Lífeyrissjóðirnir áttu rúmlega 41% allra markaðsskuldabréfa og víxla hér á landi í árslok 2006 en áratug síðar hafði hlutfallið hækkað í tæp 70%. Hlutdeild sjóðanna í markaðsvirði skráðra hlutafélaga á Íslandi jókst úr 6% í árslok 2006 í 41% í árslok 2016.

Haldist ávöxtun góð vaxa sjóðir hraðar en hagkerfið

Spá um þróun heildareigna lífeyrissjóða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Íslenskir lífeyrissjóðir eiga enn eftir að stækka hratt á komandi árum. Það er að miklu leyti komið undir ávöxtun sjóðanna hvort þeir stækka meira en verg landsframleiðsla.

Ef þeir ávaxtast um 2% að raungildi er líklegt að vægi þeirra minnki.

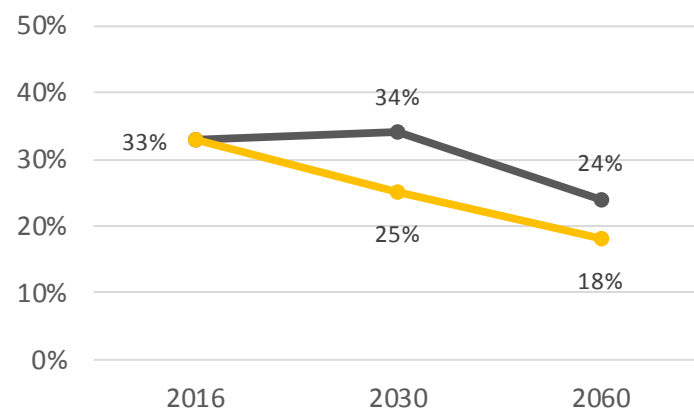
Ef þeir ná 3,5% ávöxtun stækka þeir líkast til hraðar en landsframleiðsla á Íslandi. Í ljósi reynslunnar er sennilega ekki fjarri lagi að gera ráð fyrir 3,5% raunávöxtun til langs tíma og að sjóðirnir vaxi meira en íslenskt hagkerfi á komandi áratugum. Á móti kemur að líklegt er að stærri hluti lífeyrissjóða verði ávaxtaður erlendis þegar fram líða stundir.

Lífeyrissjóðir eiga þriðjung af heildarfjármunum

Hlutfall innlendra eigna lífeyrissjóða í heildarfjármunum á Íslandi miðað við mismunandi forsendur um ávöxtun og vægi erlendra eigna

Raunávöxtun 2% á ári: Hlutfall minnkar

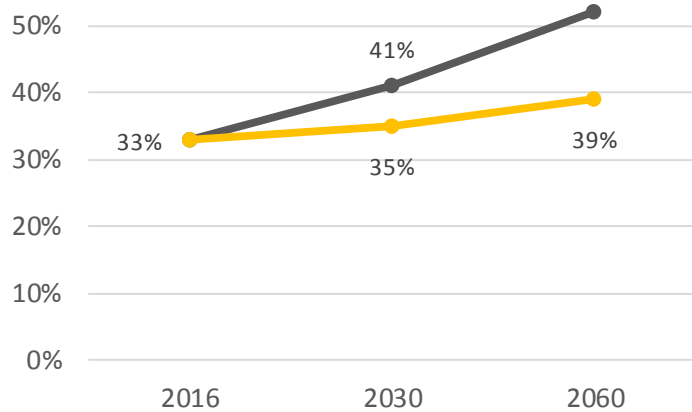
60% af heildarfjármunum



—●— 22% eigna erlendis

Raunávöxtun 3,5% á ári: Hlutfall hækkar

60% af heildarfjármunum



—●— Frá 22% til 42% erlendis á 25 árum

Árið 2016 áttu lífeyrissjóðirnir innlendar eignir sem nam 33% af öllum fjármunum á landi. Ef hlutfall innlendra eigna af heildareignum sjóðanna breytist ekki veltur það á ávöxtun sjóðanna hvort þeir vaxa meira en fjármagnsmarkaðir á komandi áratugum.

Ef þeir ávaxtast um 2% á ári að raungildi breytist hlutdeild þeirra í heildarfjármunum á Íslandi lítið fram til 2030 en eftir það minnkar hún.

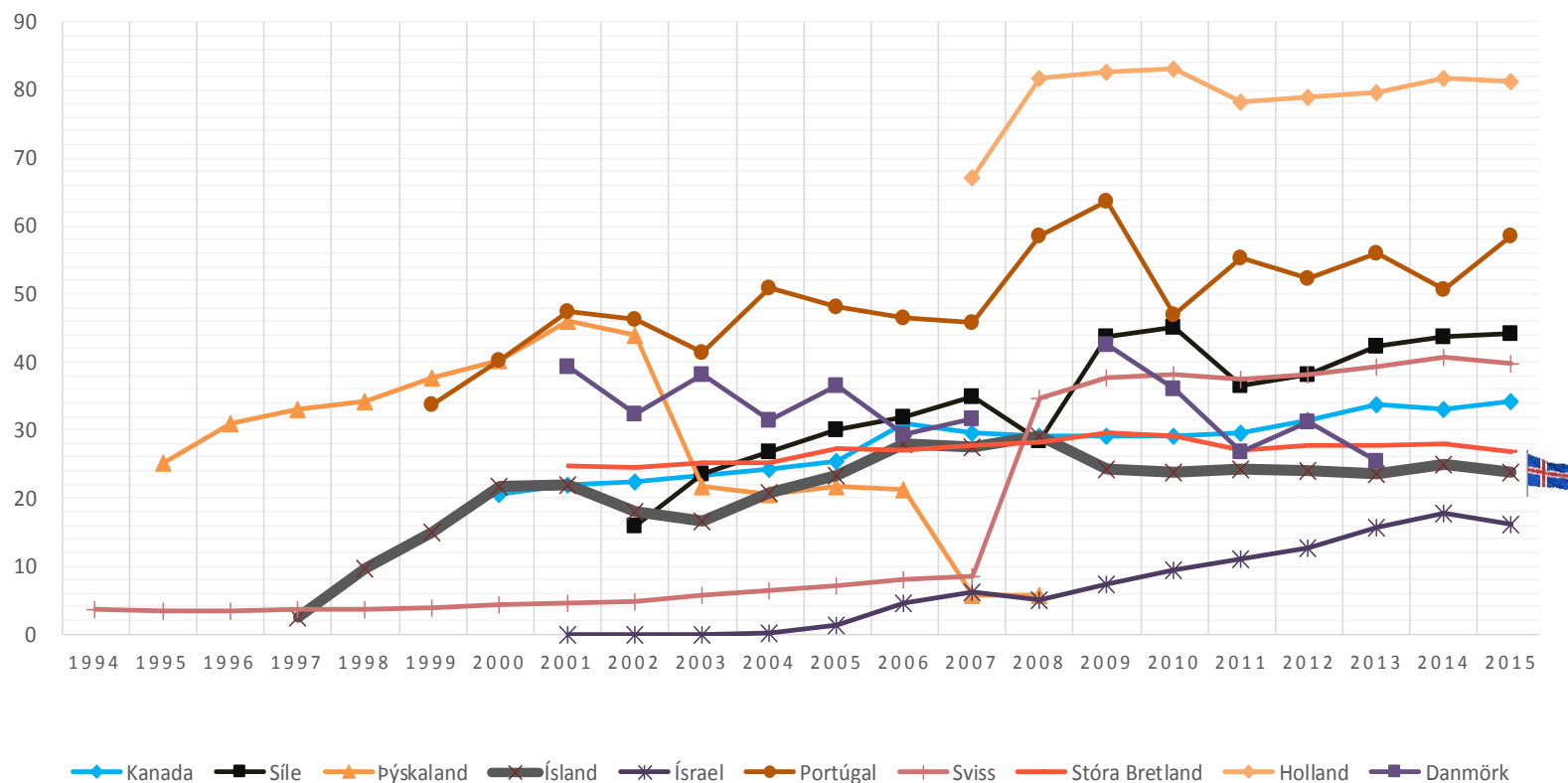
Ef sjóðirnir ávaxtast um 3,5% stækka sjóðirnir hins vegar hraðar en heildarfjármuna eign og árið 2060 munu sjóðirnir eiga rétt rúman helming allra eigna hér á landi. Ef sjóðirnir auka vægi erlendra eigna í 42% af heildareignum hækkar vægi þeirra minna eða úr 33% í 39% af heildarfjármunum.



Erlendar eignir draga úr áhættu

Þróun erlendra eigna af heildareignum lífeyrissjóða

% af heildareignum



Myndin sýnir þróun erlendra eigna lífeyrissjóða í átta löndum. Þrátt fyrir að Ísland sé minnsta hagkerfið af þessum löndum er hlutdeild erlendra fjárfestinga næst minnst hér á landi. Helsta skýringin á því er að íslenskir lífeyrissjóðir hafa verið lokaðir í gjaldeyrishöftum ef frá eru talin árin 1994–2008 og 2017.

Miklar fjárfestingar lífeyrissjóða á innlendum markaði geta þrýst eignaverði upp á við. Af þeirri ástæðu gæti verið ráðlegt að halda fjárfestingum hér á landi í hófi. Rök mæla ekki einungis gegn því að sjóðirnir eigi stóran hluta af eignum sínum í einu landi – og því litlu – heldur getur líka verið óvarlegt að hætta stórum hluta eigna á sama stað og tekna er afað.



Um eignarhlut lífeyrissjóða í fyrirtækjum og samkeppni



Ætla má að eignarhlutur lífeyrissjóða í öllum fyrirtækjum á Íslandi sé 15–20% að meðaltali.



Hætta er á að kraftur fari úr samkeppninni, framboð á vöru eða þjónustu minnki, verð hækki og hvati til nýsköpunar minnki þegar sömu eigendur eru að fyrirtækjum sem keppa á markaði.



Þetta á einkum við markaði þar sem erfitt er fyrir ný fyrirtæki að hasla sér völl.



Áhyggjur af áhrifum lífeyrissjóðanna á samkeppni eru afmarkaðar við starfsemi sem ekki fær mikið aðhald frá erlendra framleiðslu.



Eignarhlutur lífeyrissjóða í innlendum eignum minnkar líklega eftir afnám hafta og um leið minnkar sú ógn sem samkeppni stafar af umsvifum þeirra.

Víðtækt eignarhald lífeyrissjóða kann að leiða til minni samkeppni hjá fyrirtækjum sem keppa á markaði.

Þá hefur verið bent á að sameiginlegt eignarhald geti dregið úr áhuga á nýsköpun. Þegar eitt fyrirtæki fitjar upp á nýjungum í starfseminni dregst hagnaður keppinauta þess líklega saman. Ef eigandinn er sá sami er ávinningur hans af nýbreytninni minni en ella. Letjandi áhrif lífeyrissjóða á samkeppni yrðu væntanlega fremur ósjálfráð en skipulögð.

Þá má ekki gleyma því að eign lífeyrissjóða á fyrirtækjum hefur ýmsa kosti í för með sér fyrir atvinnulífið. Sjóðirnir eru fagfjárfestar, þeir horfa til langs tíma og eiga að hafa heill samfélagsins að leiðarljósi.



Ræður heimamarkaður við fjárfestingar sjóðanna?



Lífeyrissjóðirnir verða líklega áfram fyrirferðamiklir á íslenskum fjármagnsmarkaði.



Það er í höndum stjórnenda sjóðanna að ákveða hvar þeir fjárfesta. Þeir kaupa ekki íslensk verðbréf nema þeir trúir því að íslenskt efnahagslíf og íslenskur fjármagnsmarkaður ráði við fjárfestingarnar.



Telja verður líklegt að markaðir hér á landi ráði við fjárfestingar sjóðanna á komandi árum og að fjárfestingar þeirra rúmist vel í hagkerfinu.



Þar sem aðeins helmingur eigna sjóðanna má bera gengisáhættu er erfitt að útiloka að þeir fjárfesti meira fé á Íslandi en er ráðlegt. Erfitt er að sjá haldgóð rök fyrir slíkum hömlum á fjárfestingum lífeyrissjóða.

Spurt er hvað framboð á verðbréfum þurfi að vaxa mikið hér á landi til þess að standa undir fjárfestingarþörf lífeyrissjóða og annarra fjárfesta. Jafnframt er spurt hvað íslenskt efnahagslíf þurfi að vaxa mikið. Þessum spurningum er aðeins svarað óbeint í skýrslu Hagfræðistofnunar.

Þó að margt mæli með því að sjóðirnir snúi fjárfestingum sínum af auknum þunga til útlanda verða þeir að öllum líkindum áfram fyrirferðamiklir á íslenskum fjármagnsmarkaði.



Ógna erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða gengi krónunnar?



Í skýrslunni er skoðað hvort gjaldeyrismarkaðurinn ráði við útstreymi vegna fjárfestinga lífeyrissjóðanna.



Ef reiknað er með að 30–60 milljarðar króna flæði úr lífeyrissjóðunum til útlanda á ári munu erlendar eignir þeirra þá fara úr 700–800 milljörðum króna í um 2.000 milljarða árið 2030 og í allt að 3.500 milljarða árið 2040. Á næstu árum er ef til vill raunhæfara að útflæðið verði heldur meira og sjóðirnir fjárfesti erlendis fyrir liðlega 100 milljarða á ári.



Lítill vafi er á að gjaldeyrismarkaðurinn ræður við miklar hreyfingar á eignasafni lífeyrissjóða. Undanfarið ár hefur velta á markaði með krónur verið ríflega 500 milljarðar króna (Seðlabanki Íslands, 2017c).



Sala sjóðanna á íslenskum verðbréfum og kaup þeirra á erlendum bréfum breyta út af fyrir sig engu um framboð á krónum og öðrum gjaldmiðlum eða sókn í þá, nema þá rétt í svip.

Heyrst hafa raddir um að stórfelld eignakaup lífeyrissjóða í útlöndum á komandi árum kunni að veikja gengi krónunnar.

Í skýrslu Hagfræðistofnunar er farið yfir rannsóknir á áhrifum eignakaupa af svipuðu tagi á gengi gjaldmiðla. Niðurstaðan er að hugsast getur að breytt eignasamsetning lífeyrissjóðanna veiki krónuna, en sennilega yrðu þau áhrif ekki mikil og líkast til minnka þau með tímanum.

Margvísleg rök fyrir að ávaxta stærri hluta eigna erlendis



Miklar fjárfestingar lífeyrissjóða geta ýtt upp verði á eignum. Því gæti verið skynsamlegt að halda fjárfestingum á heimamarkaði í hófi.



Síðasta aldarfjórðung hafa sveiflur verið meiri í íslensku hlutabréfaverði en í heimsvísitölu hlutabréfa í krónum talið og erlend hlutabréf hafa að auki ávaxtast betur. Smæð markaðsins bendir til þess að áfram megi vænta mikilla sveiflna í verði á íslenskum hlutabréfum.



Rök mæla ekki einungis gegn því að lífeyrissjóðir leggi stóran hluta af eignum sínum undir í einu landi – og því litlu – heldur getur einnig verið óvarlegt að hætta stórum hluta eigna á sama stað og tekna er aflað. Þegar kreppa ríður yfir Ísland missa íslenskir launþegar ekki aðeins hluta af eign sinni í lífeyrissjóði – sennilega dragast tekjur þeirra einnig saman.



Hlutdeild erlendra fjárfestinga af eignum íslenskra lífeyrissjóða er með því lægsta sem gerist. Það segir sína sögu að erlendir lífeyrissjóðir sem hafa aðgang að margfalt stærri og fjölbreyttari heimamarkaði ákveða samt sem áður að verja stærri hluta af ráðstöfunarfé sínu í erlendar fjárfestingar.

Mörg rök hníga að því að lífeyrissjóðirnir dreifi áhættu sinni meira en verið hefur.

Sérstaklega virðist upplagt að hlutabréfakaup sjóðanna verði aðallega utan landsteinanna. Vísbendingar eru um að sveiflur í ávöxtun bréfa minnki þegar fjárfest er í hlutabréfum um allan heim, í stað þess að kaupa aðeins í íslenskum félögum. Ávinningur af dreifðri eign vegi upp gjaldeyrisáhættu.

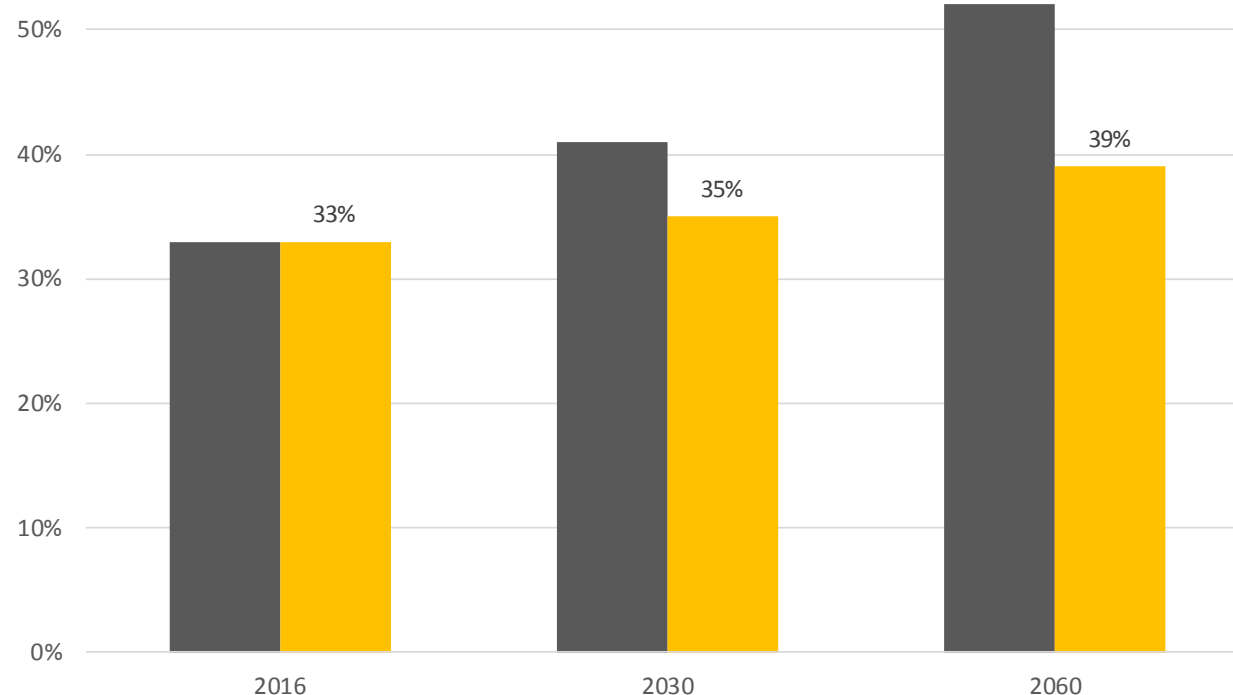
Ef íslenskir lífeyrissjóðir beina hlutabréfakaupum sínum aðallega til útlanda minnkar auðvitað sú ógn sem samkeppni í íslensku atvinnulífi kann að stafa af eignarhaldi þeirra.



Erlendar fjárfestingar eru lykilbreyta til framtíðar

Hlutdeild lífeyrissjóða í öllum fjármunum á Íslandi (fasteignum, jörðum, rekstrarfjármunum félaga og svo framvegis)

60% af heildarfjármunum



■ 22% eigna erlendis

■ Frá 22% til 42% erlendis á 25 árum

Reiknað er með 3,5%
raunávöxtun á ári.

Lífeyrissjóðir eiga um þessar mundir um þriðjung allra eigna á Íslandi. Iðgjöld í sjóðina hækkuðu í kjölfar samkomulags um aukin lífeyrisréttindi á almennum markaði í upphafi árs 2016.

En á móti er líklegt að hlutfall eigna sjóðanna sem er erlendis eigi eftir að vaxa á komandi árum. Afnáms hafta, sem staðið hafa árum saman, gerir það raunar nánast sjálfsagt.

Ef miðað er við að hlutfall eigna sjóðanna sem er ávaxtað erlendis hækki úr rúmum 20% í rúm 40% á þrem áratugum og að sjóðirnir ávaxtist vel, eða um 3,5% að raungildi á ári, eykst hlutur þeirra í öllu fjármagni á Íslandi hægt og bítandi og verður 35% árið 2030 en tæp 40% árið 2060.





Samkeppnisleg áhrif af víðtæku eignarhaldi

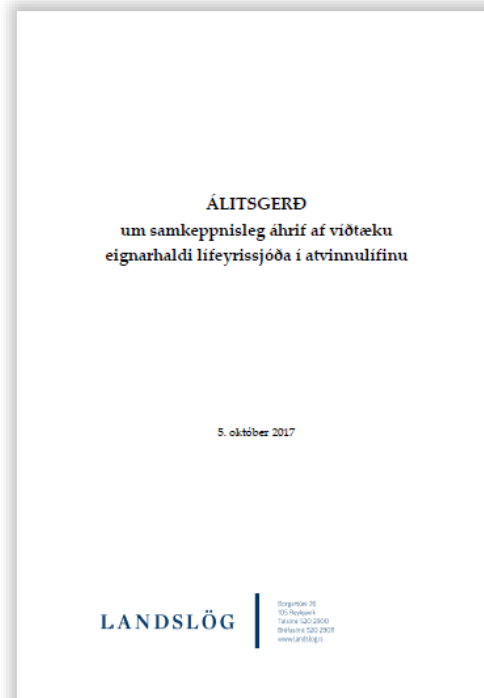
Landslög, október 2017

Álitsgerð um samkeppnisleg áhrif

Álitsgerð Landslaga

1. Greining á ákvörðunum Samkeppniseftirlitsins.
2. Yfirferð yfir fræðirit um málið.
3. Yfirferð yfir réttarstöðuna á Norðurlöndunum.
4. Farið yfir þróun reglna innan Evrópusambandsins og fyrirhugaðar breytingar.
5. Farið yfir umfjöllun OECD um málið.

Samkeppnislegar hættur birtast aðallega í því þegar lífeyrissjóður á eignarhlut í tveimur eða fleiri keppinautum á sama eða tengdum markaði og er það aðalumfjöllunarefni álitsgerðarinnar.



Starfshópurinn samdi við Landslög um að vinna álitsgerð um samkeppnislegar hættur sem felast í viðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi.

Álitsgerðinni er ætlað að aðstoða starfshópin við að svara eftirfarandi spurningum.

- 1) Hvaða samkeppnislegu hættur felast í viðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í atvinnufyrirtækjum?
- 2) Er æskilegt að setja reglur eða gera lagabreytingar um eignarhald og aðkomu lífeyrissjóða að stjórnun atvinnufyrirtækja til að tryggja samkeppni á markaði?

Álitsgerðin er fylgiskjal með niðurstöðum starfshópsins.

Samkeppniseftirlitið um viðtækt eignarhald lífeyrissjóða



Í ræðu á morgunverðarfundi um lífeyrissjóði og íslenskt atvinnulíf hinn 15. nóvember 2013 sagði Páll Gunnar Pálsson forstjóri Samkeppniseftirlitsins að lífeyrissjóðir væru keppinautar á markaði fyrir fjárfestingar í verkefnum og fyrirtækjum. Þeir keppi um bestu fjárfestingarkostina og þeir sem þurfa á fjármögnun að halda keppa um hylli lífeyrissjóðanna. Þá sagði Páll:

„Það er óæskilegt í samkeppnislegu tilliti að lífeyrissjóðir syndi allir sama hringinn í litlu tjörninni. Það getur gert það að verkum að fáir stýra ferðinni og fjölbreytni í fjármögnun verður minni, sem síðan getur haft skaðleg áhrif á fjármögnun framleiðniaukandi verkefna og fyrirtækja.“

Samkeppniseftirlitið hefur síðastliðin ár fjallað talsvert um viðtækt eignarhald lífeyrissjóða í atvinnufyrirtækjum, þá sérstaklega í tengslum við fjárfestingar í fleiri en einum keppinaut á sama eða tengdum markaði.

Það eignarhald má að stærstum hluta rekja til falls íslensku bankanna 2008 sem leiddi af sér gjörbreytt umhverfi í fjárfestingum á Íslandi. Hefur þessi þróun leitt af sér að vægi lífeyrissjóðanna sem fjárfest hafa í atvinnufyrirtækjum hefur aukist til muna síðastliðin ár, enda fjárfestingargeta og fjárfestingarþörf þeirra mikil.



Minnihlutaeign í keppinautum og eignatengsl



Það er meginregla í samkeppnisrétti að keppinautar á markaði eiga að vera sjálfstæðir. Í því felst meðal annars að fyrirtæki eiga að taka sjálfstæðar ákvarðanir þegar þau ákveða viðskiptastefnu sína.



Í leiðbeinandi reglum Eftirlitsstofnunar EFTA er þessari kröfu um sjálfstæði keppinauta lýst sem „*grunnhugmyndinni að baki samkeppnisreglna EES-samningsins.*“



Þegar fyrirtæki hafa einhvers konar samráð sín á milli í því skyni að hafa áhrif á samkeppni er þessum grundvelli raskað.



Ákvæði 10. gr. samkeppnislaga nr. 44/2005 er reist á þessari forsendu um að keppinautar starfi sjálfstætt á markaði og bannar því hvers konar samkeppnishamlandi samráð milli þeirra.

Gerningar sem leiða af sér eignarhald fyrirtækis á minnihluta hlutafjár í keppinaut sínum hafa verið taldir ólögmætir ef hluturinn leiðir til þess að þar með geti eigandi haft áhrif á háttsemi keppinautar síns.

Hefur Samkeppniseftirlitið talið slíkt fyrirkomulag vera í ósamræmi við fyrrgreinda meginreglu samkeppnisréttar um sjálfstæði keppinauta og geti því haft skaðleg áhrif á samkeppni. Sama gildi um eignarhald fjárfestis í minnihluta í fleiri en einum keppinaut (e. *structural links*). Þá hefur verið talið að víðfeðm eignatengsl milli fyrirtækja í atvinnulífinu geti haft sömu áhrif.



Úrlausnir Samkeppniseftirlitsins

Úrlausnir vegna víðtæks eignarhalds lífeyrissjóða í atvinnulífinu.

1. Íhlutun á grundvelli 8., 10. og 16. gr. samkeppnislaga
Ákvörðun 23/2008 – Kaup Orkuveitu Reykjavíkur á hlut í Hitaveitu Suðurnesja
2. Íhlutun á grundvelli samrunareglna samkeppnislaga
Ákvörðun 1/2011 – Kaup Framtakssjóðs á Vestia
Ákvörðun 7/2014 – Kaup Bekei á Bakkanum vöruhótelu o.fl.
Ákvarðanir varðandi eignarhluti lífeyrissjóða í ferðaþjónustufyrirtækjum
Ákvarðanir varðandi eignarhluti lífeyrissjóða í fasteignafélögum
Um fjöllum um eignarhluti lífeyrissjóða í eldsneytisfélögum
Ákvörðun 26/2016 – Kaup Horns III á hlut í Basko

Samkeppniseftirlitið hefur í fjölmörgum úrlausnum sínum undanfarin ár vísað til stærðar lífeyrissjóðanna í íslensku atvinnulífi.

Í skýrslu Landslaga er yfirlit um úrlausnir Samkeppniseftirlitsins vegna eignarhalds lífeyrissjóða. Sagt er frá hverju máli, forsögu, athugun, úrlausn og eftir atvikum niðurstöðu áfrýjunarnefndar samkeppnismála.



Er þörf á lagabreytingum?

1. Samkeppniseftirlitið hefur aðallega fjallað um eignarhald í tveimur eða fleiri keppinautum á sama eða tengdum markaði á grundvelli samrunareglna. Til að um samruna sé að ræða þarf breyting að verða á yfirráðum til frambúðar.
2. Samkeppniseftirlitið getur tekið minnihlutaeign í keppinautum til skoðunar á grundvelli 16. gr. c í samkeppnislögum, en ákvæðið veitir samkeppnisyfirvöldum mjög víðtækar heimildir til að grípa til aðgerða gegn „aðstæðum eða háttsemi sem kemur í veg fyrir, takmarkar eða hefur skaðleg áhrif á samkeppni almenningi til tjóns.“
3. Það er því væntanlega ekki þörf á að veita samkeppnisyfirvöldum frekari heimildir að óbreyttum samkeppnislögum. Ef 16. gr. c yrði felld úr gildi væri hins vegar æskilegt að lögfesta ákvæði sem veitti samkeppnisyfirvöldum heimild til að grípa til aðgerða og ógilda kaup fyrirtækis á minnihluta hlutafjár í keppinaut og jafnvel kaup á hlutum í félagi sem er keppinautur félags sem kaupandi á þegar hlut í. Mætti þá hafa norskar reglur til hliðsjónar.

Spurt er hvort ástæða sé til að styrkja úrræði samkeppnisyfirvalda til íhlutunar vegna minnihlutaeignar í keppinautum og víðtækra eignatengsla.

Í norskum samkeppnislögum hefur frá 2013 verið ákvæði sem heimilar samkeppnisyfirvöldum þar í landi að banna kaup á hlutum í félagi þótt kaupin leiði ekki til breytinga á yfirráðum yfir viðkomandi félagi, ef kaupin eru talin hindra virka samkeppni. Ekki er talin ástæða til að innleiða sambærilegt ákvæði hér á landi vegna víðtækra heimilda samkeppnisyfirvalda á grundvelli 16. gr. c í samkeppnislögum.



þarf að lögfesta tilkynningaskyldu?



Samrunareglur samkeppnislaga mæla fyrir um að fyrirtæki sem öðlast yfirráð yfir öðru fyrirtæki séu tilkynningarskyld þegar ákveðin skilyrði eru uppfyllt.



Ekki þarf að tilkynna samkeppnisyfirvöldum um kaup á hlut sem hefur ekki í för með sér breytingu á yfirráðum til frambúðar.



þarf að lögfesta tilkynningaskyldu um kaup á eignarhlutum sem leiða til verulegra tengsla í samkeppnislegum skilningi? Það væri í samræmi við tillögur sem fram koma í hvítbók framkvæmdastjórnar ESB um árangursríkara samrunaeftirlit.

Í Hvítbók ESB er lagt til að félögum sé skylt til að tilkynna samkeppnisyfirvöldum þegar þau eignast eignarhlut í keppinaut, þó að það leiði ekki til yfirráða yfir félaginu. Í því felst að fyrirtæki munu þurfa að senda stutta tilkynningu um kaup á eignarhlutum sem leiða til verulegra tengsla í samkeppnislegum skilningi. Til þess þurfa tvö skilyrði að vera uppfyllt:

- 1) Yfirtaka á minnihlutaeign í keppinauti eða lóðrétt tengdu fyrirtæki.
- 2) Eignarhlutur um 20% eða yfir 5% og fyrir liggur til viðbótar að aðrir þættir veiti kaupandanum í raun neitunarvald gagnvart tilteknum ákvörðunum hluthafa, sæti í stjórn fyrirtækisins eða aðgang að viðkvæmum viðskipta-upplýsingum um félagið.

Í kjölfar slíkrar tilkynningar myndi framkvæmdastjórnin meta hvort tilefni væri til að taka kaupin til nánari skoðunar.



Samstarf lífeyrissjóða



Forstjóri Samkeppniseftirlitsins hefur bent á að samstarf lífeyrissjóða sem fjárfesta sé nokkuð áhyggjuefni, en þeir starfa saman á vettvangi Landssamtaka lífeyrissjóða, eiga saman fasteignafélög, eiga Framtakssjóð Íslands og koma saman að fjárfestingu í gegnum ýmsa aðra sjóði. Þá vísi stjórnvöld oft til lífeyrissjóða sem einnar heildar.



Mikilvægt er að hafa í huga að ákvæði samkeppnislaga sem banna hvers konar samráð fyrirtækja og samtaka fyrirtækja eiga einnig við um lífeyrissjóði og er mikilvægt að lífeyrissjóðir hafi ekki samstarf um fjárfestingar. Þá er einnig mikilvægt að lífeyrissjóðir hafi ákvæði samkeppnislaga í huga þegar starfsmenn þeirra sitja í fjárfestingarráðum sjóða um sameiginlega fjárfestingu.

Fulltrúar Landssamtaka lífeyrissjóða og þeirra lífeyrissjóða sem komu á fund nefndarinnar kváðust gera sér grein fyrir að samstarf á sviði fjárfestinga sé ekki í takt við reglur um samkeppni og eigi þeir því ekki samstarf um einstakar fjárfestingar.





Áhættur

Greining á áhættum sem fylgja
miklum umsvifum lífeyrissjóða

Tvenns konar áhætta

Hvaða efnahagslegu og samkeppnislegu hættur felast í miklu umfangi lífeyrissjóða og víðtæku eignarhaldi þeirra í atvinnufyrirtækjum?

Áhætta	Afleiðing
Efnahagsleg áhætta	Hættan á að mikið umfang lífeyrissjóða geti haft neikvæð efnahagsleg áhrif
Samkeppnisleg áhætta	Hættan á að mikið umfang fárra stórra fagfjárfesta geti leitt til minni samkeppni milli fyrirtækja í eigu sjóðanna

Lífeyrissjóðirnir eru umsvifamiklir í íslensku efnahagslífi og eiga stóran hluta innlendra peningalegra eigna, sérstaklega skráðra verðbréfa.

Síðustu ár hefur verið kveðið á um það í lögum að lífeyrissjóður megi að hámarki eiga 15% eignarhlut í hverju fyrirtæki en þann 1. júlí 2017 var hlutfallið hækkað í 20%. Leiðir þetta til dreifðra fjárfestinga og hefur haft þau áhrif að lífeyrissjóðir eiga í mörgum tilvikum hlut í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði.

Á næstu síðum eru kortlagðar helstu hættur sem felast í miklum umsvifum lífeyrissjóða og víðtæku eignarhaldi þeirra í atvinnufyrirtækjum.



Stórir lífeyrissjóðir í litlu hagkerfi

Áhætta

Eignir lífeyrissjóða eru um 150% af VLF og spár gera ráð fyrir að hlutfallið vaxi yfir 200% á næstu áratugum. Sjóðirnir eiga stóran hluta innlendra peningalegra eigna, sérstaklega skráðra verðbréfa.

Vegna stærðar hafa lífeyrissjóðir takmarkað svigrúm til að bæta við sig innlendum markaðsverðbréfum nema að markaðurinn stækki samhliða.

Mögulegar afleiðingar

Getur leitt til hærra eignaverðs (hlutabréf, skuldabréf, fasteignir) sem síðar leiðir til lægri ávöxtunar til lengri tíma. Hugsanlegar afleiðingar eru lægri lífeyrir eða hærri iðgjöld.

Hátt eignaverð gerir öðrum aðilum erfitt fyrir að eignast eignir nema með lántöku.

Mikið framboð lánsfjár og aðgengi að lánsfé hvetur til aukinnar skuldsetningar í hagkerfinu.

Hugsanlegar mótvægisaðgerðir

Draga úr umsvifum lífeyrissjóða innanlands.

Hvetja fyrirtæki til að skrá sig á markað.

Lífeyrissjóðir þurfa að fjárfesta í nýsköpun til að stuðla að vexti og stækkun markaðar.



Fáir fagfjárfestar eiga stóran hluta peningalegra eigna

Áhætta

Þar sem markaðurinn er að mestu í eigu fárra lífeyrissjóða geta verðbreytingar orðið miklar ef og þegar þeir kaupa eða selja.

Ákvarðanir um kaup eða sölu geta haft veruleg áhrif á markaðsverð flestra peningalegra eigna.

Mögulegar afleiðingar

Markaður með fáum aðilum verður tiltölulega grunnur. Um leið og einn aðili hreyfir sig (kaupir eða selur) getur það haft mikil áhrif á verð á markaði.

Erfitt getur reynst að losa um fjárfestingar í tilteknum eignaflokkum.

Aðrir fjárfestar eru mun veikari en lífeyrissjóðirnir og geta því í mörgum tilvikum ekki keppt við þá.

Ákvarðanir lífeyrissjóða um fjármögnun eigna, svo sem íbúðarhúsnæðis, geta haft áhrif á verð slíkra eigna. Ákvarðanir sjóðanna um kaup eða sölu á gjaldeyri geta haft áhrif á gengi íslensku krónunnar.

Hugsanlegar mótvægisáðgerðir

Draga úr umsvifum lífeyrissjóða innanlands.

Stuðla að samkeppni milli sjóða til að minnka líkur á einsleitum ákvörðunum.

Minna fjármagn til smárra og meðalstórra fyrirtækja

Áhætta

Ákveðin hættu er á að fjárfesting dreifist með öðrum hætti en ef fleiri fjárfestar væru á markaði.

Lífeyrissjóðir horfa til stærðar og fara ekki í mjög litlar fjárfestingar vegna eðlilegra rekstrarlegra sjónarmiða.

Mögulegar afleiðingar

Þetta getur leitt til þess að fjármagn til smærri og meðalstórra fyrirtækja er skert. Sjóðirnir geta ekki komið miklum fjármunum í vinnu með tímafrekum fjárfestingum í gegnum lítil fyrirtæki. Lítil fyrirtæki ná ekki athygli lífeyrissjóðanna.

Jafnvel þótt lífeyrissjóðir fari að einhverju leyti í gegnum fjárfestingar- eða framtakssjóði, sem fjárfesta í minni fyrirtækjum, verður fjárfestingar- mynstrið allt annað en ef fleiri og minni fjárfestar væru á markaði

Hugsanlegar mótvægisáðgerðir

Draga úr umsvifum lífeyrissjóða innanlands.

Stuðla að því að fleiri komi að fjárfestingarákvörðunum, til dæmis með því að heimila sjóðfélögum að ráðstafa hluta iðgjalds í séreign þar sem þeir geta valið ávöxtunarleiðir og vörsluaðila.

Atvinnulífi stjórnað af fagfjárfestum í stað einkafjármagns

Áhætta

Atvinnulífi er stjórnað af fagfjárfestum í stað einkafjármagns.

Mögulegar afleiðingar

Minni drifkraftur og framleiðni.

Stjórnarmenn atvinnufyrirtækja verða upp til hópa „óháðir“ stjórnarmenn sem hafa ekki sömu framtíðarsýn og hvata til að breyta og bæta eins og eigendur einkafjármagns.

Minnihlutaeigendur geta orðið leiðandi afl í fyrirtækjum.

Hugsanlegar mótvægisaðgerðir

Draga úr umsvifum lífeyrissjóða innanlands.

Hvetja aðra fjárfesta til að koma inn á markaðinn.

Stuðla að góðum stjórnarháttum og fagmennsku.

Gera ríkar kröfur til lífeyrissjóða um gagnsæi gagnvart umbjóðendum sínum. Meðal annars að þeir upplýsi hvernig þeir greiða atkvæði á hluthafafundum, um samskipti við félög sem þeir fjárfesta í og fleira.



Hátt iðgjald til skyldusparnaðar

Áhætta

Hátt iðgjald til lífeyrissparnaðar dregur úr öðrum frjálsum sparnaði.

Það er minni ástæða fyrir einstaklinga að leggja fyrir frjálsan sparnað þegar þeir eru skyldugir að greiða $\frac{1}{6}$ hluta launa í lífeyrissjóð og $\frac{1}{5}$ ef viðbótarlífeyrissparnaður er talinn með (mótframlag launagreiðanda talið með).

Mögulegar afleiðingar

Einstaklingar þurfa ekki að leggja sérstaklega fyrir til eftirlaunaáranna. Dregur úr sparnaðarvitund.

Þar sem $\frac{1}{6}$ til $\frac{1}{5}$ af launum rennur til þvingaðs lífeyrissparnaðar hafa einstaklingar minna svigrúm til að kaupa húsnæði. Hátt hlutfall lífeyrissparnaðar hvetur því til aukinnar skuldsetningar.

Þar sem mikill lífeyrissparnaður skilar góðum eftirlaunum er minni ástæða fyrir einstaklinga að stefna að því að vera skuldlausir við eftirlaunaaldur.

Einstaklingar kaupa síður hlutabréf beint.

Hugsanlegar mótvægisaðgerðir

Lækka lágmarksiðgjald til lífeyrissparnaðar.

Auka heimildir til að nýta lífeyrissparnað til að greiða niður lán eða eignast húsnæði.

Hvetja einstaklinga til sparnaðar.



Lárétt eignarhald

Áhætta

Hlutfjáreign lífeyrissjóðs í keppinautum getur takmarkað hvata fyrirtækja til að keppa þar sem aukin markaðshlutdeild vegna verðlækkunar leiðir til minni hagnaðar.

Bandarískar rannsóknir benda til þess að sameiginlegt eignarhald hafi skaðleg áhrif á samkeppni.

Mögulegar afleiðingar

Minni samkeppni. Getur leitt til hærra verðs, minni framleiðslu og lægri framleiðni.

Minni samkeppni getur einnig dregið úr nýsköpun í hagkerfinu.

Jafnvel þótt lífeyrissjóðir beiti sér ekkert er hætt á þegjandi samkomulagi meðal samkeppnisfyrirtækja í eigu þeirra.

Orðsporsáhætta lífeyrissjóðanna eykst.

Hugsanlegar mótvægisaðgerðir

Breyta lögum eða reglum til að takmarka möguleika lífeyrissjóða til að eiga eignarhluti í fyrirtækjum sem keppa á markaði.

Auka eftirlit og aðhald við fagfjárfesta sem fjárfesta í félögum á samkeppnismarkaði.

Gera kröfur um að lífeyrissjóðir setji sér skýrar eigendastefnur þar sem fjallað verði sérstaklega um samkeppnismál og mörkuð stefna um hvernig lífeyrissjóður sem eigandi hyggst beita sér til að tryggja samkeppni á markaði.



Heimabjörgun

Áhætta

Hátt vægi innlendra eigna getur verið áhættusamt vegna einhæfs atvinnulífs og fárra útgefenda. Efnahagsáfall getur leitt til verðfalls á flestum eða öllum innlendum eignum á sama tíma.

Sagan sýnir að íslenska hagkerfið hefur oft orðið fyrir búsigjum vegna ytri og innri aðstæðna sem hafa leitt til samdráttar, verðfalls og minnkandi kaupmáttar.

Mögulegar afleiðingar

Efnahagsáfall getur leitt til verðfalls innlendra eigna og lækkun á gengi íslensku krónunnar gagnvart erlendum myntum. Ef eignir lækka mikið verða lífeyrissjóðir að skerða réttindi og lífeyrisgreiðslur til að stuðla að jafnvægi eigna og skuldbindinga.

Það getur verið óvarlegt að hætta stórum hluta eigna á sama stað og tekna er aflað.

Hugsanlegar mótvægisaðgerðir

Auka vægi erlendra eigna í eignasöfnum lífeyrissjóða. Dreifa fjárfestingum á mörg lönd, margar myntir, margar atvinnugreinar og marga útgefendur.





Helstu niðurstöður,
tillögur og ábendingar

Niðurstöður – Umsvif og erlendar fjárfestingar

Íslensku lífeyrissjóðirnir eru hlutfallslega stórir á alþjóðlegan mælikvarða. Sjóðirnir eiga þriðjung fjármuna á Íslandi og meirihluta skráðra innlendra verðbréfa. Spár gera ráð fyrir að þeir stækki hraðar en landsframleiðsla á næstu árum og áratugum.

Iðgjöld í lífeyrissjóði á Íslandi eru há en launatengd iðgjöld til lífeyrismála eru nokkuð lægri en í samanburðarlöndum. Sérstaða íslenska lífeyrisherfisins er að lífeyrissjóðir greiða meirihluta eftirlauna landsmanna.

Margvísleg rök hníga að því að lífeyrissjóðir auki erlendar fjárfestingar. Með því geta sjóðirnir aukið áhættudreifingu í eignasöfnum sínum auk þess að draga úr innlendum umsvifum. Hagfræðistofnun telur að gjaldeyrismarkaður ráði við fjárstreymi vegna erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða.

Í fjárfestingarstefnum lífeyrissjóða kemur fram að flestir þeirra stefna að því að auka vægi erlendra eigna. Fjármálaeftirlitið áætlað að erlendar fjárfestingar á árinu 2017 nemi um 130-140 milljörðum króna sem er veruleg aukning frá síðustu árum.

Starfshópurinn leggur til að stjórnvöld fylgist með þróun á erlendum fjárfestingum lífeyrissjóða á næstu árum og meti hvort ástæða er til þess að endurskoða lagaheimildir.



Niðurstöður – Eignarhald atvinnufyrirtækja og samkeppnismál

Eignarhald á skráðum fyrirtækjum hefur víða um heim verið að færast í vaxandi mæli í hendur fagfjárfesta. Erlend eignastýringarfyrirtæki, sem eru oft meðal stærstu hluthafa skráðra hlutafélaga, eru virkir hluthafar og beita sér sem slíkir með hliðsjón af eigendastefnu sem er uppfærð reglulega.

Íslensku lífeyrissjóðirnir eiga á bilinu 24% upp í 57% af hlutabréfum skráðra hlutafélaga á Íslandi. Meðaltals eignarhlutur sjóðanna er alls 44% og þriggja stærstu sjóðanna er 27%. Algengt er að lífeyrissjóðir eigi eignarhlut í félögum sem keppa á samkeppnismarkaði.

Samkeppniseftirlitið getur tekið minnihlutaeign í keppinautum til skoðunar á grundvelli 16. gr. c í samkeppnislögum. Ákvæði samkeppnislaga sem banna hvers konar samráð fyrirtækja og samtaka eiga einnig við um lífeyrissjóði og er mikilvægt að lífeyrissjóðir hafi ekki samstarf um fjárfestingar.

Starfshópurinn leggur ekki til breytingar á samkeppnislögum eða á heimildum lífeyrissjóða til að fjárfesta í innlendum atvinnufyrirtækjum. Hins vegar leggur hópurinn til að sjóðirnir marki sér stefnu um aðgerðir til að tryggja samkeppni á markaði.



Niðurstöður – Stjórnarhættir

Lífeyrissjóðir hafa flestir samþykkt eigendastefnur og unnið að því að innleiða stjórnarhætti í takt við leiðbeiningar Viðskiptaráðs, Samtaka atvinnulífsins og Nasdaq Iceland.

Í eigendastefnum koma fram markmið og hvernig lífeyrissjóðir beita sér sem hluthafar. Flestir sjóðir taka þátt í atkvæðagreiðslum og tilnefna fulltrúa í stjórnir hlutafélaga. Sumir lífeyrissjóðir birta opinberlega afstöðu í stjórnarkjöri og atkvæðagreiðslum á hluthafafundum.

Það verður að teljast eðlilegt að gerðar séu ríkari kröfur til lífeyrissjóða en annarra fjárfesta um stjórnarhætti, upplýsingagjöf og gegnsæi. Sjóðirnir byggja á skylduaðild og hafa miklar skyldur gagnvart sjóðfélögum og öðrum umbjóðendum.

Starfshópur leggur fram tillögur til að leggja áherslu á mikilvægi góða stjórnarháttar, upplýsingagjafar og gegnsæis.



Tillögur og ábendingar

Nr.	Tillaga/ábending	Draga úr umsvifum	Efla samkeppni	Bæta stjórnarhætti
1.	Erlendar fjárfestingar	x		
2.	Eigendastefnur		x	x
3.	Upplýsingagjöf og gegnsæi			x
4.	Samkeppni		x	
5.	Aukið svigrúm til séreignarsparnaðar og húsnæðissparnaðar	x	x	
6.	Samkeppni milli lífeyrissjóða	x	x	
7.	Stjórnarhættir lífeyrissjóða			x
8.	Stjórnarhættir hluthafa			x
	Samtals	3	4	4

Starfshópurinn leggur ýmist fram tillögur eða ábendingar sem miða að því að

1. draga úr umsvifum, m.a. með því að auka erlendar eignir í eignasöfnum lífeyrissjóða (tillaga 1, 5 og 6),
2. tryggja samkeppni milli fyrirtækja sem lífeyrissjóðir eiga eignarhlut í og milli lífeyrissjóða um hylli sjóðfélaga (tillögur 2, 4, 5 og 6),
3. bæta stjórnarhætti (tillögur 2, 3, 7 og 8).



Starfshópurinn telur mikilvægt að lífeyrissjóðir marki fjárfestingarstefnu til langs tíma og stefni að því að auka vægi erlendra eigna til að draga úr áhættu. Hópurinn leggur til að stjórnvöld láti semja sérstaka skýrslu á árinu 2020 um eignasamsetningu sjóðanna og vægi erlendra eigna til að meta hvort ástæða er til að endurskoða lagaákvæði um heimildir lífeyrissjóða til erlendra fjárfestinga.

Í bók þeirra Ásgeirs Jónssonar og Hersis Sigurgeirssonar, **Áhættudreifing eða einangrun**, sem kom út árið 2014, er bent á að samkvæmt klassískum kenningum um áhættudreifingu ætti hlutfall erlendra eigna hjá íslenskum lífeyrissjóðum að vera á bilinu 30–40% og með tilliti til séríslenskra áhættupátta væri æskilegt að hlutfallið væri enn hærra. Mikilvægt er að sjóðirnir auki áhættudreifingu í eignasöfnum sínum með því að auka vægi erlendra eigna. Þannig má einnig draga úr innlendum umsvifum lífeyrissjóða og minnka þrýsting á eignaverð hér á landi vegna þeirra. Starfshópurinn telur ekki ástæðu til að leggja til gólf á erlendar fjárfestingar en leggur til þess í stað að stjórnvöld fylgist með þróuninni og meti árið 2020 hvort ástæða sé til að breyta regluverki.

Starfshópurinn á vegum fjármálaráðherra um erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða skoðaði hvort ástæða væri til að leggja til að sett yrði gólf á erlendar eignir lífeyrissjóða og telur ekki þörf á að breyta lögum í þá veru. Núverandi löggjöf felur í sér verulegar heimildir til erlendar fjárfestingar.

Spár benda til þess að lífeyrissjóðir muni halda áfram að vaxa hraðar en landsframleiðsla á næstu árum og áratugum. Mikilvægt er að sjóðirnir auki vægi erlendra eigna til að draga úr umsvifum í innlendu hagkerfi. Með auknu vægi erlendra eigna geta sjóðir aukið áhættudreifingu í eignasöfnum sínum.

Starfshópurinn leggur til að stjórnvöld beiti sér fyrir lagabreytingu þannig að lífeyrissjóðir séu skyldugir til að móta stefnu um stjórnarhætti lífeyrissjóða sem eigenda í atvinnufyrirtækjum. Í eigendastefnu skal að lágmarki fjallað um (1) stjórnarhætti lífeyrissjóðs sem hluthafa, (2) samkeppnismál og hvernig lífeyrissjóður hyggst beita sér til að tryggja samkeppni á markaði og (3) með hvaða hætti lífeyrissjóður upplýsir sjóðfélaga um starfshætti sína.

Mikilvægt er að lífeyrissjóðir sem fagfjárfestar móti sér sjálfstæða stjórnarhætti og eigendastefnu sem styður við samkeppni og framþróun atvinnulífsins. Flestir lífeyrissjóðir hafa þegar mótað stefnu sem eigendur hlutafélaga en hér er lagt til að settar verði reglur um eigendastefnur sem fjalli að lágmarki um stjórnarhætti, samkeppnismál og um upplýsingagjöf til sjóðfélaga.

Tilgangur tillögunnar er að festa í sessi og formgera að lífeyrissjóðir sem fjárfesta í innlendum hlutabréfum setji sér eigendastefnu. Jafnframt að koma á eftirliti með að sjóðir uppfylli lágmarks-skilyrði og fari eftir stefnu.

Með tillögunni er stefnt að því að bæta stjórnarhætti lífeyrissjóða sem eigenda og í fyrirtækjum sem þeir fjárfesta í. Flestir lífeyrissjóðir hafa nú þegar sett eigendastefnu en lítið eftirlit er með framfylgni þeirra.

Með tillögunni er lagt til að í eigendastefnu verði sérstaklega fjallað um samkeppnismál og hvernig lífeyrissjóður sem hluthafi vill stuðla að samkeppni á markaði.

3 Upplýsingagjöf og gegnsæi

Markmið

Takmarka umsvif

Efla samkeppni

✓ Bæta stjórnarhætti

Starfshópurinn telur mikilvægt að stjórnvöld beiti sér fyrir því að lífeyrissjóðum verði gert skylt að birta að minnsta kosti árlega skýrslu með upplýsingum um samskipti við félög sem þeir fjárfesta í og um hvernig þeir greiða atkvæði á hluthafafundum.

Það verður að teljast eðlileg upplýsingagjöf að sjóðir upplýsi um afstöðu á hluthafafundum í félögum sem þeir eiga eignarhlut í. Þetta má til dæmis gera með útgáfu á sérstakri skýrslu með upplýsingum um þátttöku og afstöðu í kosningum á fundum. Til greina kemur að upplýsingagjöf miðist við tiltekinn lágmarkseignarhlut.

Tilgangur tillögunnar er að auka fagmennsku og gagnsæi með því að skylda lífeyrissjóði til að birta upplýsingar um afstöðu í kosningum á aðalfundum hlutafélaga.

Tillagan skyldar lífeyrissjóði til að skrá afstöðu og þátttöku í atkvæðagreiðslu. Í því felst agi auk þess sem tillagan stuðlar að aukinni fagmennsku því sjóðir þurfa að vera undir það búnir að verja afstöðu sína opinberlega, til dæmis á sjóðfélagafundum.

Það verður að teljast eðlilegt að gerðar séu ríkari kröfur til lífeyrissjóða en annarra fjárfesta um gegnsæi. Sjóðirnir byggja á skylduaðild og hafa miklar skyldur gagnvart sjóðfélögum.



Starfshópurinn telur ekki þörf á því að leggja til breytingar á ákvæðum samkeppnislaga. Hópurinn vekur þó athygli á því að verði gerðar breytingar á víðtæku ákvæði 16. gr. c í samkeppnislögum væri æskilegt að lögfesta ákvæði sem veitti samkeppnisyfirvöldum heimild til að grípa til aðgerða og ógilda kaup fyrirtækis á minnihluta hlutafjár í keppinauti og jafnvel kaup á hlutum í félagi sem er keppinautur félags sem kaupandi á þegar hlut í.

Þá bendir starfshópurinn á að rétt sé að fylgjast með þróun Evrópuréttar varðandi tilkynningaskyldu félaga til samkeppnisyfirvalda þegar þau eignast eignarhlut í keppinaut, þótt það leiði ekki til yfirráða yfir félaginu. Telur hópurinn æskilegt að innleiða slíka tilkynningaskyldu hér ef það verður gert í Evrópusambandinu.

Samkeppniseftirlitið getur fjallað um eignarhald í tveimur eða fleiri keppinautum á sama eða tengdum markaði á grundvelli samrunareglna og 16. gr. c í samkeppnislögum.

Það kom fram á fundi starfshópsins með fyrirsvarmönnum Samkeppniseftirlitsins að stofnunin hefði hingað til ekki sett fram tillögur um breytingar á lögum vegna þeirra samkeppnislegu álitaefna og áhrifa af víðtæku eignarhaldi lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi.

- ✓ Takmarka umsvif
- ✓ Efla samkeppni
- Bæta stjórnarhætti

Starfshópurinn leggur til, að því gefnu að lágmarksiðgjald í lífeyrissjóð verði hækkað úr 12% af launum í 15,5%, að stjórnvöld skoði í samráði við hagsmunaaðila að lögum verði breytt þannig að einstaklingar fái auknar heimildir til að ráðstafa viðbótarlífeyrissparnaði til húsnæðissparnaðar og jafnframt að sjóðfélagar geti ráðstafað 3,5% af 15,5% lágmarksiðgjaldi í séreign eða til húsnæðissparnaðar að eigin vali.

Með útreikningum hefur verið sýnt fram á að einstaklingar, sem leggja fyrir 15,5% af launum í lífeyrissjóð alla starfsævina, munu safna upp tiltölulega góðum eftirlaunaréttindum. Með viðbótarlífeyrissparnaði geta eftirlaun jafnvel orðið meiri en atvinnutekjur. Starfshópurinn leggur því til að stjórnvöld skoði að auka heimildir til séreignarsparnaðar og að nýta launatengdan lífeyrissparnað til húsnæðissparnaðar.

Tilgangur tillögunnar er að auka val sjóðfélaga og stuðla að dreifðari ákvarðanatöku um fjárfestingar samhliða því að draga úr umsvifum lífeyrissjóða og vörsluaðila lífeyrissparnaðar.

Lagt er til, að því gefnu að lögum verði breytt og lágmarksiðgjald í lífeyrissjóð hækkað í 15,5%, að skoðaðar verði leiðir til að auka sveigjanleika sjóðfélaga til séreignarsparnaðar og að nýta sparnaðinn til að greiða inn á húsnæðislán og/eða við kaup á íbúð. Húsnæðissparnaður getur verið skattlagður við útborgun eða skattlaus samkvæmt ákvörðun stjórnvalda hverju sinni, samanber lög um stuðning til kaupa á fyrstu íbúð.

6 Samkeppni milli lífeyrissjóða

Markmið

- ✓ Takmarka umsvif
- ✓ Efla samkeppni
- Bæta stjórnarhætti

Starfshópurinn telur mikilvægt að stuðla að samkeppni milli lífeyrissjóða þar sem það á við. Með því að heimila að hluti af skylduiðgjaldi greiðist í séreign skapast tækifæri til að efla samkeppni milli sjóða. Starfshópurinn beinir því til stjórnvalda að treysta lagalegan grundvöll fyrir samkeppni um séreignarsparnað.

Samkvæmt lífeyrissjóðalögunum sem sett voru 1997 geta sjóðfélagar valið vörsluaðila fyrir séreign hvort sem hún myndast af lágmarks- eða viðbótariðgjaldi. Með auknu vægi séreignar er mikilvægt að regluverk sé skýrt til þess að tryggja að eigendur séreignarsparnaðar geti valið vörsluaðila og ávöxtunarleiðir.

Tilgangur tillögunnar er að auka samkeppni á milli lífeyrissjóða og draga úr líkum á einsleitum ákvörðunum um fjárfestingar.

Samkeppni um séreignarsparnað leiðir til aukinnar samkeppni milli lífeyrissjóða og vörsluaðila lífeyrissparnaðar og stuðlar þannig að hagkvæmni og betri þjónustu.

Frjálst val eykur vitund sjóðfélaga um eigin sparnað og leiðir til dreifðari ákvarðanatöku um fjárfestingar.



Starfshópurinn leggur til að stjórnvöld skoði í samráði við hagsmunaaðila hvort heppilegt sé að breyta lögum um starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 þannig að lögin endurspegli þær breytingar er varða stjórnarhætti sem hafa orðið á lögum um fjármálafyrirtæki og lögum um váttryggingafélög.

Frá því að leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja komu fyrst út hefur löggjöfin er varðar stjórnarhætti fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga breyst nokkuð. Ný ákvæði um stjórnarhætti eiga sér stoð í evróputilskipun CRD IV og fjalla meðal annars um hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra, samsetningu stjórnar og þjálfun stjórnarmanna. Þá hefur Fjármálaeftirlitið gefið út leiðbeinandi tilmæli þar sem fram koma þær kröfur sem gerðar eru til stjórnarháttanna þessara félaga. Önnur fyrirtæki ráða hvort þau fylgi leiðbeiningum um stjórnarhætti eða ekki. Þar sem lífeyrissjóðir byggja á skylduaðild sjóðfélaga leggur starfshópur til að skoðað verði að innleiða skyldur um stjórnarhætti þeirra í lög.

Flestir eru sammála um að innleiðing leiðbeininga um góða stjórnarhætti er eitt af mörgum mikilvægum skrefum á liðnum árum til að efla traust og stuðla að samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja. Lífeyrissjóðir hafa litið til leiðbeininga Viðskiptaráðs, Samtaka atvinnulífsins og Nasdaq Iceland, og reynt að innleiða þær að því marki sem við á í starfsemi sjóðanna.

Starfshópurinn leggur til að skoðað verði að gera sambærilegar lagabreytingar um stjórnarhætti fyrir lífeyrissjóði og gerðar hafa verið fyrir fjármálafyrirtæki og váttryggingafélög. Hópurinn leggur áherslu á að haft verði samráð við hagsmunaaðila til að breytingar taki mið af lögbundinni starfsemi lífeyrissjóða.

Samanburður á gömlum og nýjum stjórnarháttum

	Gamla kerfið	Nýja kerfið
Val stjórnarmanna	Hluthafar tilnefna og kjósa sína fulltrúa, iðulega stjórnar- og/eða starfsmenn hluthafans.	Hluthafar tilnefna og kjósa fólk í stjórn. Lífeyrissjóðir velja hvorki stjórnarmenn sína né starfsmenn.
Hlutverk stjórnarmanna	Eru æðsta stjórnvald fyrirtækis, huga fyrst og fremst að hagsmunum hluthafans.	Eru æðsta stjórnvald fyrirtækis og huga fyrst og fremst að hagsmunum þess.
Eðli stjórnarmanna	Líta á sig sem fulltrúa síns hluthafa.	Eru í stjórn með hagsmuni fyrirtækis að leiðarljósi og eru ekki fulltrúar neins tiltekins hluthafa. (Að loknu kjöri „gleyma” þeir í raun hver kaus þá).
Eðli stjórnarfunda	Framlenging hluthafafunda.	Líkari framkvæmdastjórnarfundum, það er fundum æðstu starfsmanna fyrirtækisins.
Umbun stjórnarmanna	Ákveðin á aðalfundi fyrir síðasta rekstrarár. Sambærileg við arðgreiðslu.	Ákveðin á aðalfundi fyrir árið fram að næsta aðalfundi, ekki rekstrarár. Sambærileg við launagreiðslur.
Samskipti hluthafa við félagið	Stjórnarmaður talsmaður hluthafa í stjórn. Hluthafi hefur bein afskipti af rekstri fyrirtækis í gegnum stjórnarmanninn.	1. Almenn hluthafastefna, sem mælst er til að félagið fari eftir. 2. Sértek hluthafastefna fyrir viðkomandi félag. 3. Formleg erindi til félags, berast til stjórnarformanns.
Ávinningur hluthafa	Arðsemi fyrirtækis og mögulegur annar ávinningur, svo sem tekjur fyrir birgja fyrirtækisins.	Eingöngu áhættuvegin arðsemi af hlutafjáreign.

Taflan sýnir samanburð á gömlum og nýjum stjórnarháttum. Nýja kerfið er í takt við leiðbeiningar Viðskiptaráðs, Samtaka atvinnulífsins og Nasdaq Iceland. Eldra kerfið er hins vegar lýsing á stjórnarháttum sem tíðkuðust víða áður.

Starfshópurinn telur mikilvægt að lífeyrissjóðir og aðrir fagfjárfestar tileinki sér nýja kerfið og innleiði leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja. Einkum er brýnt að allir stjórnarmenn séu sjálfstæðir í öllum sínum störfum og hafi engin tengsl við tiltekna hluthafa umfram aðra.

Góðir stjórnarhættir auðvelda stjórnendum að rækja störf sín og um leið að treysta hag hluthafa, fjárfesta og annarra hagsmunaaðila.