



# Lærdómur lífeyrissjóða af hruninu 2008-2009

Skýrsla nefndar til stjórnar  
Landssamtaka lífeyrissjóða

26. mars 2010

## Störf nefndarinnar

Stjórn Landssamtaka lífeyrissjóða skipaði í maí 2009 nefnd til að fjalla um það hvað lífeyrissjóðirnir gætu lært af þeim fjárhagslegu áföllum sem dunið hafa yfir íslenskt þjóðfélag, allt frá hruni viðskiptabankanna þriggja í byrjun október 2008.

Í nefndinni voru:

Stefán Halldórsson (formaður), Baldur Vilhjálmsson, Helga Indriðadóttir, Ólafur Sigurðsson og Tryggvi Tryggvason. Hrafn Magnússon, framkvæmdastjóri Landssamtaka lífeyrissjóða, starfaði með nefndinni.

Í leiðbeiningum til nefndarinnar var henni falið að fjalla m.a. um:

- æskilegt starfsumhverfi og starfshætti lífeyrissjóða á næstu árum varðandi fjárfestingar þeirra hér á landi og jafnvel erlendis;
- kröfur sjóðanna um skilmála fyrirtækjaskuldabréfa;
- hvaða lög og reglur varðandi fjárfestingar sjóðanna þyrfti að endurskoða;
- upplýsingaskyldu og eftirlit Kauphallarinnar og Fjármálaeftirlitsins;
- leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja sem starfshópur á vegum Viðskiptaráðs, Samtaka atvinnulífsins og Kauphallarinnar hefur endurskoðað.

Nefndin hélt 15 fundi. Lagðar voru spurningar fyrir stjórnendum lífeyrissjóða um lærdóm af hruninu og æskilegar úrbætur, m.a. varðandi skuldabréf og hlutabréf. Aflað var gagna frá ýmsum aðilum hér á landi og erlendis til að varpa ljósi á einstaka þætti og mögulegar lausnir. Eftir því sem tíminn leið komu sífellt fleiri atriði í ljós sem draga mátti lærdóm af eða taka þurfti afstöðu til, líkt og hefur gerst hjá flestum þeim aðilum sem rannsakað hafa ýmsar hliðar á hruni fjármálakerfisins.

Nefndin kys að birta niðurstöðurnar í samandregnu formi, en skilar fylgigögnum og ítarefni til stjórnar landssamtakanna sem nýta má við frekari umfjöllun og útfærslu á breyttum starfsháttum og regluverki.

Reykjavík, 26. mars 2010

  
Stefán Halldórsson

  
Baldur Vilhjálmsson

  
Helga Indriðadóttir

  
Ólafur Sigurðsson

  
Tryggvi Tryggvason

## Helstu niðurstöður

Lífeyrissjóðirnir þurfa sem fjárfestar og viðskiptavinir að gera strangari kröfur til útgefenda verðbréfa, miðlara, kauphallar og eignastýringaraðila og gæta hagsmuna sinna með fjölbreyttari hætti. Um sumt geta sjóðirnir átt samstarf, en í öðrum efnum þurfa þeir að vera virkari hver fyrir sig í umræðu og gagnrýni á opinberum vettvangi og á aðal- og hluthafafundum.

- Herða þarf skilmála verðbréfa og fjármálagerninga til að verja þann rétt og þá stöðu sem lífeyrissjóðir hafa er kaupin fara fram.
- Knýja þarf á um tafarlausu skráningu verðbréfa og eflingu upplýsingagjafar í kauphöll um útgefendur og umfang og eðli viðskipta.
- Stuðla þarf að bættum stjórnarháttum fyrirtækja og standa vörð um hagsmuni smárra hluthafa.

Lífeyrissjóðirnir þurfa að auka samstarf og sameiginlegt frumkvæði á vettvangi Landssamtaka lífeyrissjóða til að knýja á um úrbætur á öðrum sviðum fjármagnsmarkaðar og efnahagslífs.

- Auka þarf nefndastarf á vegum LL til að gera tillögur til Alþingis, ráðuneyta, eftirlitsstofnana og kauphallar um úrbætur, sem m.a. byggist á árangursríkri viðskiptavenju erlendis.
- Skipa þarf fastanefndir LL um grunnþætti fjármálamarkaðarins til að fylgjast með þróun og veita aðhald, s.s. um markaðsútboð og skilmála skuldabréfa, upplýsingagjöf útgefenda og miðlara o.fl.

Nánari umfjöllum um þessi atriði er í fimm köflum, auk fylgiskjala. Í fyrstu fjórum köflunum er fjallað um þætti sem lífeyrissjóðirnir geta haft bein áhrif á með eigin aðgerðum. Í fimmta kaflanum er fjallað um starfsumhverfi sjóðanna þar sem ákvarðanir um breytingar og úrbætur eru í höndum annarra, einkum stjórnvalda og eftirlitsaðila.

# 1. Skuldabréf

## A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Skilmálar óveðtryggðra skuldabréfa (fyrirtækjabréfa) voru almennt of veikir og gáfu skuldurum því frjálsar hendur til ráðstafana sem veiktu stöðu ótryggðra kröfuhafa. Að hluta má rekja þessa veikleika til þess að staða útgefenda skuldabréfanna var almennt talin sterk á undanförunum árum (2003-2007) og því sýndist minni þörf á ströngum skilmálum. Einnig var á þessum tíma sterkur seljendamarkaður, eftirspurn eftir skuldabréfum var mun meiri en framboð. Frá því að útgáfa fyrirtækjaskuldabréfa hófst fyrir alvöru höfðu töp verið mjög fá og því hafði lítið reynt á tilvik þar sem skilmálar hefðu skipt máli.

## B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Auknir og hertir skilmálar til að verja þann rétt og þá stöðu sem kaupendur skuldabréfa hafa við útgáfu bréfanna.
- Með hverri útgáfu verði skipaður fulltrúi kröfuhafa (e. bondholder agent) að erlendri fyrirmynd.
- Skilyrði um skráningu skuldabréfa í kauphöll áður en útgefandi fær söluandviði bréfanna greitt.
- Skýr réttur til gjaldfellingar.

Nánari lýsing á þessum atriðum kemur fram í fylgiskjölum sem einkum lýsa algengri tilhöggun erlendis.

## C. Bein áhrif lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir eru í lykilstöðu til að knýja fram úrbætur. Við núverandi aðstæður minnka möguleikar á að gefa út skuldabréfaflokka, ef lífeyrissjóðir vilja ekki kaupa bréfin. Því er raunhæft fyrir sjóðina að grípa til aðgerða og móta ný vinnubrögð og leikreglur á skuldabréfamarkaði.

## D. Tillögur um næstu skref

- Stjórn LL skipi nefnd sem geri tillögur um skilmála fyrirtækjaskuldabréfa og hlutverk fulltrúa kröfuhafa. Nefndin kanni ákvæði íslenskra laga sem varða þessi mál og komi með tillögur, ef með þarf, um lagabreytingar eða aðrar úrbætur til að veita skilmálum og fulltrúa kröfuhafa nauðsynlega lagastoð. Nefndin kanni einnig réttarstöðu kröfuhafa gagnvart sveitarfélögum og hlutafélögum í opinberri eigu og meti þörfina á auknum skilmálum vegna skuldabréfa slíkra útgefenda.

## 2. Hlutabréf

### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Svo er að sjá að verðmyndun hlutabréfa margra hlutafélaga hafi verið stýrt af stærstu þátttakendum með ótæpilegri notkun lánsfjár og eignarhaldsfélaga í höndum tengdra eða hliðhollra aðila. Upplýsingagjöf um eignarhald og um fjármögnun stórra hluthafa var mjög ábótavant og því var þátttakendum á borð við lífeyrissjóði ókleift að átta sig á umfangi þessara eignatengsla eða hættunni á keðjuverkandi hruni.

### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Gegnsæi hluthafaskrár þar sem full vitneskja sé um raunverulega eigendur (einstaklinga eða kauphallarskráð hlutafélög) sem skráðir eru meðal 20 stærstu hluthafa félags.
- Skýrari skilgreiningar og reglur um tengda aðila í hluthafahópi sem gildi ef samanlögð eign fer yfir 5%.
- Takmarkanir á möguleikum fjármálafyrirtækja sem lúta opinberu eftirliti til að veita lán til hlutabréfakaupa gegn tryggingum sem einvörðungu eru í bréfunum og kvaðir um birtingu upplýsinga um umfang slíkra lánveitinga, sundurliðaðra eftir félögum.
- Birting upplýsinga um verðbréfalánun, sundurliðaðra eftir félögum.
- Hert ákvæði til að verja hagsmuni smárra hluthafa og um innleiðingu góðra stjórnarháttanna, s.s. með vali óháðra stjórnarmanna.

### C. Bein áhrif lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir geta beitt beinu aðhaldi að stjórnnum hlutafélaga með virkri þátttöku í hluthafafundum og með opinberum yfirlýsingum.

### D. Tillögur um næstu skref

- Stjórn LL boði til fundar lífeyrissjóða þar sem fjallað verði um virka hluthafastefnu (shareholder activism) við íslenskrar aðstæður.

### 3. Áhættumat og áhættustýring

#### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Þrátt fyrir að ákvæði laga og reglugerða um áhættustýringu hjá lífeyrissjóðum hafi verið minni, óljósari og e.t.v. vægari en hjá fjármálafyrirtækjum, tryggingafélögum og verðbréfasjóðum komu lífeyrissjóðirnir betur út en ætla mátti ef haft er í huga að um algjört kerfishrun var að ræða. Áhættudreifing var nokkuð góð, þó að samþjöppun á hlutabréfamarkaði hafi vissulega verið of mikil. Takmarkanir fjárfestingaheimilda skv. 36. gr. laga um lífeyrissjóði drógu kerfisbundið úr áhættu sjóðanna. Engu að síður telur nefndin að nálgast þurfi áhættustýringu með skipulegri hætti.

Vandséð er að venjuleg áhættustýring og hættumælikvarðar hefðu dugað. Áfallið var mun meira en gert er ráð fyrir í áfallaprófum eða almennum áhættumælikvörðum.

Svo virðist sem heildaryfirsýn yfir kerfisáhættuna á Íslandi hafi skort. Enginn opinber aðili var með heildaryfirsýn yfir kerfið og kerfisáhættuna. Opinberir eftirlitsaðilar (FME og SBÍ) gáfu bönkunum góða einkunn, þeir væru traustir og eiginfjárstaða góð. Sömu yfirlýsingar komu einnig frá stjórnámálamönnum og ráðherrum.

#### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Markvissari skilgreining á áhættu í starfsemi lífeyrissjóða með breytingum á lögum og reglugerðum.
- Skipuleg fræðsla um áhættustýringu fyrir lífeyrissjóði í samvinnu við FME. Hugað verði að heimildum til notkunar á afleiðum og samspili þeirra við eignasafn.

#### C. Bein áhrif lífeyrissjóða

Sjóðirnir geta stuðlað að aukinni þekkingu og fagmennsku á sviði áhættustýringar innan lífeyrisgreinarinnar með fræðslu og útgáfu leiðbeininga.

#### D. Tillögur um næstu skref

- Stjórn LL gangist fyrir fræðslufundum eða námskeiðum fyrir starfslíð og stjórnir lífeyrissjóða um áhættustýringu í samvinnu við FME.
- Stjórn LL skipi nefnd til að semja leiðbeinandi verklagsreglur um áhættustýringu lífeyrissjóða.

## 4. Samvinna lífeyrissjóða

### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Landssamtök lífeyrissjóða hafa staðið vörð um almenna hagsmuni lífeyrissjóða og sjóðfélaga. Þau hafa átt frumkvæði að umbótum á starfsumhverfi sjóðanna, m.a. við breytingar á lögum og regluverki sem snýr að sjóðunum. Þau hafa einnig komið að málefnum á öðrum sviðum fjármagnsmarkaðar og efnahagslífs þegar þess hefur verið óskað af yfirvöldum eða hagsmunaaðilum á breiðum grundvelli. Hins vegar hafa þau almennt ekki átt frumkvæði að íhlutun um málefni annarra aðila og litið á það sem hlutverk stjórnvalda og eftirlitsaðila. Á þessu þarf að verða breyting.

Lífeyrissjóðirnir þurfa að nýta samtakastyrk sinn til að vinna gegn óheillavænlegri þróun á fjármála-markaði. Ekki nægir að reyna að verjast hver í sínu horni, heldur þurfa sjóðirnir að bera saman bækur sínar um álitamál eða mögulegar varnaraðgerðir.

### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Lífeyrissjóðirnir standi vörð um grunnstoðir fjármálamarkaðarins og meginleikreglur, þar sem áhersla er lögð á gegnsæi og heiðarleika.
- Lífeyrissjóðirnir stuðli að uppbyggingu og eflingu þjónustupátta sem bæta markaðinn, s.s. greiningar, lánshæfismats og opinna gagnagrunna.
- Lífeyrissjóðir verði virkari í gagnrýni og tillögum um úrbætur á fjármálamarkaði.
- Lífeyrissjóðir styðji við raunhæfar aðgerðir til að bæta stjórnarhætti fyrirtækja.

### C. Bein áhrif lífeyrissjóða

Sjóðirnir geta stillt saman strengi með því að starfrækja fastanefndir innan LL sem fjalla um grunnþætti markaðarins og beita sér fyrir úrbótum á formi, skipulagi og virkni óháð þátttakendum á markaði.

### D. Tillögur um næstu skref

- Stjórn LL skipi fastanefndir um grunnþætti markaðarins, s.s. um markaðsútboð og skilmála skuldabréfa, upplýsingagjöf útgefenda og miðlara o.fl. o.fl.

## 5. Starfsumhverfi lífeyrissjóða

### Áhrif lífeyrissjóða

Lífeyrissjóðir eru upp á löggjafann, eftirlitsstofnanir og kauphöll komnir um að nauðsynlegar breytingar verði gerðar. Þeir geta knúið á um úrbætur með tillögum og viðræðum við opinbera aðila og hagsmunaaðila.

### Tillögur um næstu skref

- Stjórn LL skipi nefndir í einstökum málaflokkum sem geri tillögur til Alþingis, ráðuneyta, eftirlitsstofnana og kauphallar um úrbætur, sem m.a. byggist á árangursríkri viðskiptavenju erlendis.

## 5.1 Regluverk og eftirlit

### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Skýringin á tjóni lífeyrissjóða er ekki sú að þeir hafi farið út fyrir lög eða reglur sem um þá gilda. Meginorsakir tjónsins má rekja til þess að regluverk um aðra aðila, s.s. um banka, fjármála fyrirtæki og útgefendur skráðra verðbréfa, var ófullnægjandi og mikið vantaði á árangursríkt eftirlit og aðhald.

### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Efla þarf getu stjórnvalda og eftirlitsaðila til að fylgjast með breytingum á viðskiptaháttum og nýjum afurðum, innlendum sem erlendum, sem lífeyrissjóðum standa til boða. Þannig má leitast við að gera úrbætur á regluverki og koma í veg fyrir óheillavænlega þróun snemma í ferlinu.

## 5.2 Krónan og gjaldmiðlavarnir

### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Við gengishrun krónunnar hækkuðu erlendar eignir lífeyrissjóða. Eftir fall bankanna voru settar hömlur á gjaldmiðlaviðskipti og notkun gjaldmiðlasamninga er ekki lengur heimil. Nú eru sjóðirnir óvarðir fyrir gjaldmiðlaáhættu og er þetta stór áhættuþáttur í eignasafni þeirra.

Samningarnir voru eðlileg tæki til að draga úr sveiflum og skapa stöðugleika í eignasafni. Notkun þeirra byggði á fræðilegum grunni og reynslu erlendra lífeyrissjóða.

### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Komið verði á skipulegum markaði með gjaldmiðlasamninga með miðlægum gagnaðila.
- Efla þarf rannsóknir og fræðslu um hlutverk gjaldmiðlavarna í eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða til gagns fyrir stjórnir og stjórnendur sjóðanna, sem og sjóðfélaga, eftirlitsaðila og stjórnvöld.



## 5.3 Erlendar eignir

### A. Lærdómur af hruninu og eftirmálum þess

Vegna smæðar íslenska hagkerfisins og tengdrar áhættu milli útgefenda verðbréfa eru líkur á kerfishruni mun meiri hér á landi en víðast erlendis. Af þeirri ástæðu er nauðsynlegt að auka vægi erlendra eigna í söfnum lífeyrissjóða. Jafnframt er skortur á innlendum áhættulitlum fjárfestingum, þar sem heildareignir lífeyrissjóða eru langt umfram markaðsverðmæti skráðra bréfa.

### B. Mikilvægustu úrbætur að mati nefndarinnar

- Sett verði lagaákvæði um lágmark erlendra eigna í söfnum lífeyrissjóða.