

Góðar venjur í eigna- og
áhættustýringu lífeyrissjóða

Góðar venjur í eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða

Greinargerð starfshóps
á vegum Landssamtaka lífeyrissjóða.

8. desember 2010

Þessi greinargerð er afrakstur vinnu í starfshópi sem Landssamtök lífeyrissjóða skipuðu í apríl 2010 til að fjalla um eigna- og áhættu-
stýringu lífeyrissjóða. Hópnum var falið að skrifa leiðarvísir fyrir
stjórnir, stjórnendur og starfsmenn lífeyrissjóða til að hafa til
hlöðsjónar í starfsemi.

Starfshópin skipuðu Ólafur Sigurðsson, sem jafnframt var formaður,
Baldur Þór Vilhjálmsson, Helga Indriðadóttir, Kári Arnór Kárasón, Marínó Örn
Tryggvason, Stefán Halldórsson og Tómas Njáll Möller.

Efnisyfirlit

Inngangur	5
Góðar venjur í stjórnun lífeyrissjóða	7
Stefna	7
Stjórnun	8
Starfshættir	8
Góðar venjur í eignastýringu lífeyrissjóða	11
Skilgreining á eignastýringu	.11
Markmið	.12
Hugmyndafræði	.12
Fjárfestingarstefna og takmarkanir	.12
Fjárfestingaráætlun	.14
Ákvörðun	.15
Eftirlit og árangursmæling	.15
Endurmat á stefnu og verklagi	.16
Þekkingarstjórnun	.16
Góðar venjur í áhættustýringu lífeyrissjóða	17
Áhætta skilgreind	.17
Áhættustefna	.17
Áhættuflokkun	.19
Áhættumat	.20
Áhættustýring	.22
Samspil og tengsl áhættuþátta	.25
Eftirlit og endurmat	.26
Eigna- og skuldbindingastýring	.27
Ítarefni	.28



Inngangur

Sjóðasöfnun hefur löngum verið talin skynsamleg ráðstöfun í lífeyrismálum í stað gegnumstreymis. Alþjóðabankinn, OECD og Evrópusambandið hvetja aðildarríki sín til að byggja upp sjóðakerfi og hafa í því sambandi bent á þriggja stoða lífeyrissjóðakerfi, eins og það íslenska, sem fyrirmyndarkerfi.

Eignir íslenskra lífeyrissjóða hafa vaxið frá árinu 1991 frá því að vera 40% af landsframleiðslu í 118% í lok árs 2009. Þrátt fyrir hrun á fjármálamörkuðum situr Ísland enn í þriðja sæti OECD ríkja hvað varðar eignir lífeyrissjóða sem hlutfall af landsframleiðslu. Sú staðreynd er ákveðin vísbending um að Íslendingar eru á réttri vegferð í lífeyrismálum. Sjóðasöfnun er vel á veg komin og í lok árs 2009 voru um 50% af öllum lífeyrisgreiðslum frá annarri stoð kerfisins sem tilkomin er vegna lögbundins lágmarksiðgjalds. Þriðja stoðin, viðbótarlífeyrissparnaður, hefur dregist saman eftir tímabundna heimild til útgreiðslu. Þrátt fyrir það nýta 63% þjóðarinnar sér sparnaðarformið eftir sem áður.

Alþjóðleg umræða um stjórnarhætti lífeyrissjóða

Eftir því sem lífeyrissjóðir stækka aukast áhrif þeirra sem stofnanafjárfesta á verðbréfamörkuðum. Íslenskir lífeyrissjóðir eiga til að mynda með beinum og óbeinum hætti um 60% af öllum skuldabréfum sem Íbúðalánasjóður hefur gefið út. Bandarískir lífeyrissjóðir eru taldir eiga beint og óbeint um 30% af hlutabréfum 1.000 stærstu fyrirtækja Bandaríkjanna og sambærilegar tölur má finna á öðrum mörkuðum, tölur sem sýna að stofnanafjárfestar eru vaxandi afl í þróun og uppbyggingu verðbréfamarkaða um allan heim. Stofnanafjárfestar geta sökum stærðar haft veruleg áhrif á markaði. Mikilli sjóðasöfnun fylgir því mikil ábyrgð.

Aukin krafa um góða stjórnarhætti í fjárfestingum lífeyrissjóða er eðlileg og réttmæt. Hrun á fjármálamörkuðum hefur dregið athygli að fjárfestingum og fjárfestingarhegðun stofnanafjárfesta um allan heim. Umfjöllun um fjárfestingarvenjur íslenskra lífeyrissjóða er því hluti af alþjóðlegri umræðu þar að lútandi. Hvarvetna þar sem sjóðasöfnun hefur tekist vel á sér stað málefnaleg og gagnrýnin umræða um góðar venjur í eigna- og áhættustýringu.

Heimildaskrá, sem starfshópurinn hefur tekið saman og aðgengileg er á vef Landssamtaka lífeyrissjóða, ber þess glögg merki að mikil umræða á sér stað á meðal hagsmunasamtaka, alþjóðastofnana, eftirlitsaðila og fræðimanna um fjárfestingarvenjur lífeyrissjóða. Lífeyrissjóðir eru samfélaginu verulegt hagsmunamál og einkar mikilvægt að eignum þeirra sé stýrt af fagmennsku, kostgæfni og varfærni.

Leiðarvísir, ekki tilmæli

Meðfylgjandi leiðarvísir að góðum venjum í stjórnun, eigna- og áhættustýringu, byggist á bókum og greinum fræðimanna sem hafa rannsakað lífeyrissjóði í áratugi. Alþjóðlegar stofnanir vísa ítrekað til þessara fræðimanna, einkum Clark og Ambachtsheer, og byggja ráðleggingar sínar á skrifum þeirra. Leiðarvísirinn tekur mið af samanburði við leiðbeinandi tilmælum OECD og samanburði við lög og reglur þeirra landa sem náð hafa sambærilegum árangri og Ísland í uppbyggingu lífeyrissjóða. Starfshópurinn leggur áherslu á að hér er um leiðarvísi að ræða, ekki leiðbeinandi tilmæli. Stjórnir og starfsmenn lífeyrissjóða verða að sníða sér stakk eftir vexti og meta í hve miklum mæli þeir telja efni til að innleiða þær venjur sem lýst er.

Þessum leiðarvísi er skipt í þrjá meginkafla:

1. stjórnun
2. eignastýringu
3. áhættustýringu.

Áhersla er lögð á að tilgreina þá meginþætti sem einkenna góðar venjur, án þess að lýsa þeim nákvæmlega. Það verður að koma í hlut stjórnar og starfsmanna lífeyrissjóða að skilgreina og vinna með þá þætti sem tilgreindir eru sem mikilvægir. Sem dæmi telur starfshópurinn mikilvægt að stjórn skilgreini hugmyndafræði fjárfestinga (e. Investment Beliefs) en lætur nægja að benda á að þessi hugmyndafræði þurfi að vera sett fram á skýran og auðskiljanlegan hátt þannig að sjóðfélagar geti skilið hana, lagt mat á áhrif hennar á ávöxtun og áhættu sjóðsins og rökrætt við stjórnina ef ástæða er til.

Starfshópurinn tilgreinir dæmi um einstök atriði án þess að leggja sérstakt mat á mikilvægi þeirra. Það er hlutverk stjórnar hvers sjóðs að skilgreina þau gildi sem sjóðurinn stendur fyrir í fjárfestingum, meta til hve langs tíma er horft við mat á fjárfestingum eða í hve miklum mæli horft er til siðferðis- eða umhverfisþátta svo dæmi sé tekið. Mikilvægast er að skilgreina hugmyndafræðina og vinna samkvæmt henni.

Annmarkar á lögum en samt standast þau vel tilmæli OECD og ESB

Starfshópnum var einnig falið að meta þörf á endurskoðun laga og reglna um starfsemi lífeyrissjóða með tilliti til fjárfestinga. Lög um íslenska lífeyrissjóði skera sig nokkuð úr annarri löggjöf á innlendum fjármálamörkuðum. Lög um fjármálfyrirtæki, verðbréfasjóði og tryggingarfélög byggjast á tilskipunum Evrópusambandsins þar sem samræmi er meira og dómafordæmi og túlkanir liggja fyrir um einstök ákvæði. Sambærilegt samræmi í löggjöf um lífeyrissjóði er ekki til staðar en Evrópusambandið hefur aðeins sett tilskipun um starfstengda lífeyrissjóði sem nær ekki til íslenskra lífeyrissjóða.

Niðurstaða starfshópsins er að gera þurfi breytingar á lögum um lífeyrissjóði og vinna að sameiginlegri túlkun á einstökum ákvæðum í samráði við stjórnvöld. Tíðum breytingum á lagaumhverfi fjármálamarkaða hefur ekki verið fylgt nægilega vel eftir með breytingum á lögum um lífeyrissjóði. Til dæmis byggjast fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða enn á gamalli skilgreiningu um framseljanleg verðbréf en við endurskoðun laga um verðbréfaviðskipti árið 2007 var ákveðið að innleiða víðtækara hugtak um fjármálagerninga og væri eðlilegt að það yrði einnig innleitt í lífeyrissjóðalögin.

Þrátt fyrir ýmsa annmarka á lögum um lífeyrissjóði telur starfshópurinn að þau standist vel samanburð við leiðbeinandi tilmæli OECD og tilskipun Evrópusambandsins um starfstengda lífeyrissjóði. Í itarefni með þessum leiðarvísi eru leiðbeinandi tilmæli OECD ásamt helstu niðurstöðum starfshópsins um það sem taka þarf til endurskoðunar. Starfshópurinn mun beina breytingartillögum þar að lútandi til stjórnar Landssamtaka lífeyrissjóða.

Góðar venjur í stjórnun lífeyrissjóða

Hér á eftir fer samantekt á þeim venjum sem fræðimenn, einkum Clark og Ambachtsheer, telja að einkenni árangursríka stjórnun lífeyrissjóða.

Stefna

Skýr stefna og markmið byggja á grunnildum sjóðsins og hugmyndafræði við fjárfestingar

Grunngildi eru hugtök sem stjórn og starfsmenn hafa að leiðarljósi í störfum sínum, sérstaklega við erfiðar ákvarðanir, og geta verið mismunandi eftir eðli og aðstæðum lífeyrissjóðs. Dæmi um grunnildi eru varfærni, gegnsæi, umhyggja, valfrelsi, hagkvæmni, heiðarleiki, lýðræði, öryggi, arðsemi, greiðslugeta.

Markmiðin geta verið til lengri eða skemmri tíma, s.s. að hámarka lífeyri og tryggingar sjóðfélaga og að ná árlega ávöxtun sem mætir líklegri þróun skuldbindinga með ásættanlegri áhættu.

Hugmyndafræði fjárfestinga er lýsing á þeim meginreglum og aðferðum sem notaðar eru í fjárfestingarstarfsemi sjóðsins. Hún felur í sér sýn á það hvernig verð fjármálagerninga myndast, hvernig unnt er að stýra áhættu, hvernig viðskiptatækifæri myndast og hvernig nýting þeirra getur skilað virðisauka fyrir eignasafnið í heild með ásættanlegri áhættu. Hugmyndafræðin þarf að vera rökræn og geta verið grundvöllur fyrir upplýsta umræðu. Hugmyndafræði getur líka tekið til félagslegra og siðferðilegra gilda. Hugmyndafræði ber að endurmeta með reglubundnum hætti í samræmi við nýja vitneskju og þróun. Fjárfestingarstefna sjóðsins tekur mið af grunnildum og hugmyndafræðinni. Ávöxtun sjóðsins er meðal annars metin með tilliti til þessara þátta.

Upplýsingar um þessi atriði eru aðgengilegar hagsmunaaðilum, t.d. á vefsíðu Landssamtaka lífeyrissjóða.

Fjárfestingarferlið tekur mið af greiningu á styrkleikum sjóðsins

Fáir sjóðir geta verið skilvirkir á öllum sviðum. Mat sjóðsins á eigin styrkleikum og veikleikum hefur áhrif á í hversu ríku mæli sjóðurinn velur sjálfur einstakar fjárfestingar eða útvistar stýringu til sérhæfðra þjónustuaðila.

Hugmyndafræði fjárfestinga

Hugmyndafræðin er eins konar rammi utan um fjárfestingarstefnu og áhættustýringu sjóðsins. Hún segir til um „hvers konar“ fjárfestir sjóðurinn er. Hugmyndafræði getur tekið til fjölmargra atriða.

Einfalt dæmi gæti verið: Gengur stefna sjóðsins út á að ná jákvæðri ávöxtun við allar markaðsaðstæður (e. Absolute Return), jafnvel þótt það þýði lægri ávöxtun en sambærilegir aðilar ná, jafnvel á löngum tíma? Eða lítur sjóðurinn fremur til hlutfallslegs árangurs (e. Relative Return) – þ.e. hversu vel hann gerir miðað við tiltekið viðmið eða aðra sambærilega aðila? M.ö.o. þá er hann að standa sig vel ef hann gerir betur en viðmið, þrátt fyrir að ávöxtun sé neikvæð.

Val á hugmyndafræði er líklegt til að skýra afkomu sjóðsins að miklu leyti og mat á árangri þarf einnig að taka mið af þeirri hugmyndafræði sem valin hefur verið.

Ef sjóðurinn hefur ekki til að bera nægilega sérfræðipækkingu, mannafla og upplýsingakerfi á einstökum sviðum er eðlilegt að leita sérfræðilegrar ráðgjafar eða að fá utanaðkomandi þjónustuaðila til verksins. Stjórnin gengur úr skugga um að þeir fullnægi viðeigandi kröfum um hæfni og reynslu.

Skipulag sjóðsins lágmarkar umboðsvandann

Stjórn, starfsmenn og þjónustuaðilar eru vel meðvitaðir um mögulegar hættur í þessu efni og haga skipulagi og ákvarðanatöku ávallt með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.

Umboðsskylda og umboðsvandi

Umboðsskylda (e. Fiduciary Duty) er lagalegt og siðferðilegt samband, sem byggir á trúnaði og trausti þar sem umboðsmaður (e. Fiduciary) tekur að sér verkefni eða hagsmunagæslu fyrir umboðanda. Í tilviki lífeyrissjóða er stjórn sjóðsins umboðsmaður sem tekur að sér að rekstur sjóðsins og ávöxtun fjármuna hans í umboði sjóðfélaga. Umboðsskyldan er æðsta skylda stjórnenda og gerir kröfur um gott siðgæði, enda skal umboðsmaður hafa hagsmuni umboðanda að leiðarljósi og forðast að hagsmunaárekstrar skaði rekstur sjóðsins.

Það er kallað umboðsvandi (e. Agency Problem) þegar fólk, einkum stjórnendur og hagsmunaaðilar, hefur tilhneigingu til að vinna fremur að eigin hag en umboðenda sinna.

Stjórnun

Við val stjórnar og stjórnenda er leitast við að tryggja nauðsynlega hæfni og styrka forystu

Gerðar eru hæfniskröfur til stjórnar og stjórnenda sem byggjast á þekkingu, reynslu og færni. Starfsemi lífeyrissjóðs er þess eðlis að gera verður ríkar kröfur til ábyrgðartilfinningar og ábyrgrar hegðunar samhliða eiginleikum á borð við talnafærni, stefnumarkandi rökhugsun og hæfni til að bera kennsl á og bregðast við mögulegum hættum sem að starfseminni steðja. Leiðtogaþæfileikar eru mikilvægir við val helstu stjórnenda.

Skilvirgni í störfum og starfsumhverfi eykur þann árangur sem sjóður getur náð

Til að sjóðurinn sé sem best í stakk búinn til að ná markmiðum sínum til skemmri og lengri tíma þarf hann að hafa á að skipa hæfu starfsfólki með viðeigandi menntun og reynslu sem búin er ákjósanleg starfsaðstaða. Launakjör þurfa að vera samkeppnishæf og stuðla að frammistöðu sem samræmist stefnu og markmiðum sjóðsins. Tryggja þarf starfsmönnum nægjanleg úrræði, þ.e. tíma, tækjakost og aðföng til að þeir geti sinnt starfi sínu þannig að eiginleikar þeirra og færni nýtist sem best.

Góðir stjórnarhættir skýra ábyrgð, verkaskiptingu og eftirlit

Stjórn markar stefnu og er eftirlitsaðili með framkvæmd hennar. Skipting ábyrgðar og verka milli stjórnar, stjórnenda og þjónustuaðila er skýr, ekki síst hvað varðar fjárfestingarferlið.

Stjórn setur starfsreglur og mælikvarða sem beitt er reglulega til að meta virkni og árangur fjárfestingarstefnunnar og hvort þörf er fyrir að breyta henni eða framkvæmd hennar.

Starfshættir

Starfshættir eru í samræmi við skipulag

Skýrt skipurit greinir að ábyrgðarsvið stjórnar, stjórnenda og þjónustuaðila, eftir atvikum með nákvæmri verklýsingu sem veitir hverri einingu í keðjunni skýrt umboð til verkefna og ákvarðana sem tengt er stefnu sjóðsins og rekstrarmarkmiðum hans. Aðgreining auðveldar stjórn eftirlit, þar sem hún er ekki beinn þátttakandi í ákvörðunum.

Stjórn fjallar einkum um stefnumörkun til lengri tíma og felur að jafnaði stjórnendum og utanaðkomandi þjónustuaðilum ákvarðanatöku um daglega framkvæmd eða úrlausnarefni á kvikum mörkuðum. Einnig er stuðlað að tryggri framkvæmd og eftirfylgni við fjárfestingarstefnu með því að viðhafa traust innra eftirlit og virka eftirfylgni með starfsreglum.

Áhættugreining og -stýring eru til staðar

Vel er fylgst með að fjárfestingarferlið hæfi markmiðum sjóðsins þ.e. að áhættuþol sé vel skilgreint, gerðar séu árangursmælingar og stýring sé tengd markmiðum sjóðsins.

Varfærnisregla ræður för, svo sem að aðgát sé höfð við fjárfestingar eigna lífeyrissjóðsins, notið sé kunnáttu sérfræðinga og að viðhöfð sé forsjálni og tilhlýðileg kostgæfni.

Þekkingarstjórnun er beitt til eflingar sjóðnum

Árangur fjárfestingarákvarðana er metinn reglulega. Stjórn og stjórnendur eru meðvitaðir um stefnur og strauma á starfssviði sínu og nýta sér nýjungar eftir því sem við á.

Útvistun verkefna er nýtt þar sem það á við, m.a. þar sem hagkvæmni stærðarinnar getur aukið gæði og hagkvæmni.



Góðar venjur í eignastýringu lífeyrissjóða

Af ákvæðum laga um lífeyrissjóði má draga þá ályktun að hlutverk stjórnar sé að móta fjárfestingarstefnu, setja reglur og hafa eftirlit en hlutverk stjórnenda og starfsmanna sé að annast ráðstöfun eigna í samræmi við stefnu og reglur.

Því er eðlilegt að störf stjórnar snúist einkum um markmið, hugmyndafræði, fjárfestingarstefnu, eftirlit og endurmat en stjórnendur og starfsmenn sjái um fjárfestingaráætlun, fjárfestingarákvarðanir, árangursmælingar og þekkingarstjórnun.

Skilgreining á eignastýringu

Víðtæk eða almenn skilgreining er að eignastýring sé kaup, umsýsla og sala eignar með það að markmiði að hámarka afrakstur af eigninni á eignarhaldstímanum að teknu tilliti til kostnaðar og áhættu af eignarhaldinu. Slik skilgreining nær til hvers konar eigna. Í tilviki lífeyrissjóða er fyrst og fremst horft til verðbréfaeigna eða fjármálagerninga almennt.

Með vísan til ákvæða íslenskra laga og reglugerða má segja að í eignastýringu felist a.m.k. eftirtaldir þættir:

- Markmið í stýringu.
- Stefna/hugmyndafræði – þ.e. aðferðafræði við að ná markmiðum.
- Afmörkun á tegundum eigna sem geta verið í eignasafninu og tegundum viðskipta með slíkar eignir.
- Skilgreining á áhættuþoli og áhættumarkmiðum.
- Valfrelsi og hömlur varðandi ákvarðanir, þ.m.t. verkferlar og skilgreining viðmiða.
- Mat á árangri og áhættu m.t.t. markmiða og viðmiða sem árangur verður borinn saman við.

Orðið „eignastýring“ kemur einu sinni fyrir í lífeyrissjóðalögum, þar sem segir í 34. gr.:

„Lífeyrissjóður skal hafa í þjónustu sinni starfsmann sem hæfur er til að sinna eignastýringu verðbréfasafna sjóðsins á grundvelli menntunar sinnar og starfsreynslu og skal hann hafa staðist próf í verðbréfavíðskiptum í samræmi við 53. gr. laga um verðbréfavíðskipti.“

Í lögum um fjármálafyrirtæki kemur fram að eignastýring er leyfisskyld starfsemi en hugtakið eignastýring er ekki skilgreint þar. Það er hins vegar skilgreint í lögum um verðbréfavíðskipti:

„Eignastýring: Stjórnun verðbréfasafns gegn endurgjaldi, í samræmi við fjárfestingarstefnu sem er fyrirfram ákveðin af víðskiptavini.“

Dæmi um hugmyndafræði fjárfestinga frá Keith Ambachtsheer, kanadískum sérfræðingi um málefni lífeyrissjóða

1. Fjárfestar eru almennt áhættufælnir og vilja hærri ávöxtun fyrir áhættusamar fjárfestingar.
2. Fjárfestingaráhættu þarf að meta miðað við markmið fjárfestis.
3. Hægt er að meta vænta ávöxtun fjárfestinga en matið getur verið misjafnt til langs eða skamms tíma.
4. Fjárfestingarstefna tekur mið af langtímaspám um vænta ávöxtun og mat á áhættu.
5. Til skemmri tíma er hægt að nýta skekkjur í verðlagningu verðbréfa og vika frá hlutföllum í fjárfestingarstefnu.
6. Að öðru jöfnu er lægri fjárfestingarkostnaður betri en hærri.

Í reglugerðum og reglum, sem settar eru af hinum opinbera, er ekki að finna nánari skilgreiningu á eignastýringu. Hins vegar er í reglugerð nr. 995/2007 um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja að finna ýmis ákvæði um upplýsingagjöf til viðskiptavina sem varpa ljósi á hvað teljist vera nauðsynleg vinnubrögð, m.a. að „koma á viðeigandi aðferðum við mat og samanburð og gera viðskiptavininum þannig kleift að meta árangur fyrirtækisins. Með viðeigandi aðferðum er t.d. átt við viðmiðanir sem byggjast á fjárfestingarmarkmiðum viðskiptavinarins og þeim tegundum fjármálagerninga sem eru í eignasafni viðskiptavinarins“ og upplýsa um „aðferð og tíðni við mat á fjármálagerningum í eignasafni“ og um „viðmið sem árangur eignasafns viðskiptavinarins verður borinn saman við“. Enn fremur skal upplýsa um „tegundir fjármálagerninga sem geta verið í eignasafni viðskiptavinarins og tegundir viðskipta sem geta verið gerð með slíka gerninga, þ.m.t. hvers kyns mörk“ og um „markmið í stýringu, áhættustig sem skal endurspeglast í því hvernig forstöðumaður valfrjálsrar eignastýringar beitir valfrelsi og allar sérstakar hömlur sem tengjast valfrelsi í ákvarðanatöku“.

Markmið

Markmið lífeyrissjóða í fjárfestingarstefnu geta verið mismunandi, enda geta sjóðir verið ólíkir um margt og hafa mismunandi þarfir, s.s. um sjóðstreymi, áhættustig og eðli fjárfestinga. Áhrifaþættir eru t.d. nýliðun, aldursdreifing, kynjahlutföll, örorkutíðni, meðaltekjur sjóðfélaga, samsetning launagreiðenda, bakábyrgð, viðhorf til áhættu o.fl.

Grunnmarkmið lífeyrissjóðs er að eiga fyrir lífeyrisskuldbindingum. Markmið eignastýringar tengjast því ávöxtun og áhættu sem nauðsynleg er til að ná grunnmarkmiði og móta þannig fjárfestingarstefnu að stórum hluta. Í því sambandi skiptir máli að vera meðvitaður um það hvort markmið sjóðsins sé fyrst og fremst að verja áunnin réttindi (sem þýðir yfirleitt meiri varfærni og minni áhættu) eða hvort einnig sé stefnt að því að auka þau (sem kallar yfirleitt á meiri áhættu).

Hugmyndafræði

Hugmyndafræði fjárfestinga (e. Investment Beliefs) er lýsing á þeim meginreglum og aðferðum sem leiðbeina viðkomandi fjárfesti við ákvarðanir um fjárfestingar. Hugmyndafræðin verður að taka mið af markmiðum fjárfestisins, hvers eðlis hann er og við hvaða aðstæður hann býr.

Þróaðar hafa verið ýmsar aðferðir við fjárfestingar þar sem litið er til margra mismunandi þátta, s.s. eignaflokka, mismunandi eigna innan flokka, áhættu, tímalengdar, viðmiða, markaðshegðunar, skilvirkni markaða, samfélagslegra þátta o.s.frv. Hugmyndafræðin veitir leiðsögn um það hvaða aðferðir, viðmið og mörk fjárfestirinn ætlar að nota til að ná markmiðum sínum.

Hugmyndafræðin þarf að vera sett fram á skýran og aðgengilegan hátt, þannig að sjóðfélagar geti skilið hana og að hún geti verið grundvöllur upplýstrar umræðu og hægt sé að leggja mat á hvaða árangri stefnan hafi skilað m.t.t. til markmiða sjóðsins.

Fjárfestingarstefna og takmarkanir

Fjárfestingarstefna er nánari útfærsla á þeirri hugmyndafræði sem sjóðurinn hyggst nota við að ná fjárfestingarmarkmiðum sínum innan ramma laga og reglna sem um hann gilda. Þar eru sett markmið um ávöxtun, áhættu, eignasamsetningu, viðmið o.fl. Fjár-

festingarstefnu skal endurskoða árlega en hún getur falið í sér markmiðssetningu til lengri tíma en eins árs.

Í lögum um lífeyrissjóði er gert ráð fyrir að sett séu efri mörk á fjárfestingu í ýmsum tegundum og flokkum verðbréfa.

Takmarkanir eru settar til að tryggja dreifingu eigna og eru mikilvæg aðferð til að draga úr áhættu. Þær kunna að vera af mismunandi toga. Sumar leiða af lögum eða reglum sem sjóðurinn hefur sett sér. Slíkar takmarkanir eru ófrávikjanlegar og mætti kalla „harðar“ takmarkanir. Aðrar geta verið settar upp sem stefnumið þar sem reglur eru ekki brotnar þótt farið sé út fyrir vikið, þótt slíkt kalli á skoðun og eftir atvikum viðbrögð. Slík vikið mætti kalla „mjúkar“ takmarkanir. Eðlilegt er að vikið séu nokkuð rúm þannig að þau tryggi ákveðinn sveigjanleika og ekki reyni á þau í sífellu. Þetta fer þó að nokkru eftir tegundum eigna. Einnig er æskilegt að mótuð sé stefna um nýtingu vikmarka, þannig að staða sé skoðuð og viðbrögð ákveðin áður en reynir á vikmörkin.

Fjárfestingarstefna getur einnig falið í sér lágmarkseign eða hlutfall tiltekinna tegunda og flokka. Slík ákvæði eru yfirleitt sett með varfærni að leiðarljósi, t.d. um lágmark eignar í verðbréfum með ríkisábyrgð. Almenn er þó varað við að sett séu lágmark, nema í undantekningartilvikum og því aðeins að slíkt megi rökstyðja með ríkum skynsemisrökum.

Kveðið er á um það í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 að lífeyrissjóðir skuli setja sér fjárfestingarstefnu:

„Stjórn lífeyrissjóðs skal móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu“ (36. gr.).

Enn fremur:

„Fjármálaeftirlitið skal setja reglur um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og hvernig henni skuli skilað til eftirlitsins“ (37. gr.).

Í fjárfestingarstefnunni skulu koma fram eftirtalin atriði, samkvæmt reglugerð um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða nr. 916/2009:

- Áætlun um hvenær markmiði um eignasamsetningu skuli náð.
- Forsendur sem stjórn sjóðsins byggir fjárfestingarstefnuna á. Að lágmarki skal vera umfjöllun um áhrif lífeyrisbyrðar, réttindakerfis og áætlaðs framtíðargreiðsluflæðis vegna lífeyrisskuldbindinga.
- Áhrif núverandi eignasamsetningar á fjárfestingarstefnuna.
- Tegundaflokkun innlána og verðbréfa (í samræmi við 36. gr. lífeyrissjóðalaga).
- Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu. Taka skal fram ef mælikvarði sjóðsins á áhættu verðbréfa er annar en flókt ávöxtunar. Noti sjóðurinn vísitölur til viðmiðunar um árangur ávöxtunar skulu þær koma fram.
- Viðmið um notkun afleiða.
- Hámarksfjárfesting í verðbréfum útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum eða aðilum sem tilheyrja sömu samstæðunni. Gildi sérstakar takmarkanir að þessu leyti fyrir einstaka tegundaflokka innlána og verðbréfa skal það koma fram.
- Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra fyrirtækja.
- Hámarkshlutdeild í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði/fjárfestingarsjóði eða deild þeirra.
- Hámarksfjárfesting í verðbréfasjóðum eða fjárfestingarsjóðum innan sama rekstrarfélags.
- Hlutfall fasteignaveðtryggðra skuldabréfa. Einnig skulu koma fram reglur sjóðsins um veðsetningarhlutföll og veðandlög.
- Hlutfall fjárfestingar í fyrirtækjum sem eingöngu sinna þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóðinn.
- Hlutfall eigna í virkri stýringu.
- Markmið um meðallíftíma skuldabréfaflokka.
- Markmið um gjaldmiðlasamsetningu verðbréfasafns.
- Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns.

Fjárfestingastefna, vikiörk og val eigna

Hægt er að skipta fjárfestingarákvörðunum í þrennt: Fjárfestingarstefnu, nýtingu vikmarka og val eigna.

Í fjárfestingarstefnu eru markmið um eignasamsetningu skilgreind (e. strategic allocation) og þau ættu að byggjast á markmiðum sjóðsins. Fjárfestingarstefnan gæti t.d. kveðið á um að 70% af eignum ætti að vera í skuldabréfum og 30% í hlutabréfum.

Vikiörk eru hluti af fjárfestingarstefnu og kveða á um hvað eignasamsetning má vikija langt frá markmiðum. Markmið sjóðs gæti t.d. verið að eiga 50% af eignum í rikisskuldabréfum en með vikiörk sem heimila að þau séu 20-80% af eignum. Í eignastýringu sjóðsins er hægt að taka ákvörðun að eiga minna í eignaflokki en markmiðið segir til um (e. tactical allocation), t.d. að eiga 40% af eignum í rikisskuldabréfum. Ef eignaflokkurinn sem 10% eru fjárfest í í staðinn hækkar meira en rikisskuldabréfin hækkar þessi ákvörðun ávöxtun sjóðsins en ef rikisskuldabréfin hækka meira lækkar ákvörðunin ávöxtun sjóðsins.

Val eigna fer fram innan hvern eignaflokks. Það eru t.d. til verðtryggð og óverðtryggð rikisskuldabréf með mismunandi líftíma og ávöxtun þessara bréfa getur orðið ólík. Sami eignaflokkur getur gefið ólíka ávöxtun eftir því hvaða eignir eru valdar.

Hægt er að mæla árangur af hverjum þætti fyrir sig. Viðmiðin eru verðbréfavísitölur sem endurspeglu eignaflokkana.

Til að meta árangur af fjárfestingarstefnu (e. strategic allocation) sem stjórn sjóðsins ber ábyrgð á eru vísitölurnar vegnar saman í sömu hlutföllum og stefnan kveður á um.

Til að meta árangur af vali eignaflokka (e. tactical allocation) eru vísitölurnar vegnar saman í sömu hlutföllum og eignasafn lífeyrissjóðsins hefur verið í eftir eignaflokkum. Muninn á þessari ávöxtun og ávöxtun samkvæmt fjárfestingarstefnu má rekja til stýringar innan vikmarka.

Árangur af vali eigna er munur á ávöxtun eignaflokksins og vísitölu sem endurspeglar hann.

Fjárfestingaráætlun

Hugtakið ráðstöfunarfé er notað um fjármagn sem sjóðir hafa til fjárfestingar á tilteknu tímabili, t.d. á mánuði eða ári. Lífeyrissjóðir geta að nokkru leyti séð fyrir vænt ráðstöfunarfé nokkur misseri fram í tímann. Iðgiöld, lífeyrisgreiðslur og rekstrarkostnaður breytast almennt hægt og sama á oftast við um sjóðstreymi af skuldabréfaeign, vexti og afborganir. Af þessu leiðir að sjóðir geta séð fyrir með nokkurri vissu hvaða fjármunir að lágmarki verða til ráðstöfunar til nýrra fjárfestinga en við þá fjármuni bætast svo sveiflukenndari tekjur, s.s. uppgreiðsla skuldabréfa, arðgreiðslur og annað sjóðstreymi frá eignum með breytilegar tekjur. Sala eigna eykur laust fé, sem nota má til fjárfestingar, og þannig fjárfestingargetu sjóðs við slíkar aðstæður en er ekki nýtt ráðstöfunarfé.

Þar sem hægt er að sjá sjóðstreymið fyrir að talsverðu leyti er eðlilegt að gera áætlun um ráðstöfun þessara fjármuna, þ.e. fjárfestingaráætlun. Hún brúar bilið frá upphafsstöðu eignasafns að þeirri lokastöðu sem fjárfestingarstefna lýsir, að teknu tilliti til áætlaðra verðbreytinga eignasafnsins á tímabilinu. Þar sem erfitt er að sjá fyrir markaðsaðstæður, og þar með væntar verðbreytingar á eignum, er mikilvægt að fjárfestingaráætlanir séu sveigjanlegar og endurskoðaðar með reglubundnum hætti.

Þótt kynna beri sjóðfélögum fjárfestingarstefnu er hvorki nauðsynlegt né æskilegt að lýsa hvenær og hvernig einstök skref verði stigin, með kaupum eða sölu á verðbréfum. Slíkar upplýsingar gætu gert öðrum þátttakendum á markaði kleift að hagnast á kostnað sjóðsins vegna fyrirsjáanlegra áhrifa á eftirspurn eða framboð. Fjárfestingarstefnu ber því að setja fram sem almenn stefnumið, fremur en sem magntölur eða nákvæmar fyrirætlanir.

Ákvörðun

Í lögum er gerð krafa um að settar séu verklagsreglur um verðbréfavíðskipti, þ.e. kaup og sölu verðbréfa. Hafa ber í huga að það er í sjálfu sér fjárfestingarákvörðun að hafast ekki að við tiltekna aðstæður. Því er gagnlegt að hafa reglurnar viðtækari en lögín krefjast og að settir séu upp formlegir verkferlar.

Meðal þátta sem hafa áhrif á fjárfestingarákvarðanir eru

- fréttir af markaði, bæði af einstökum útgefendum, atvinnugreinum og hagkerfum.
- ákvæði laga, reglna eða stjórnvaldsákvarðanir.
- niðurstöður greiningar á þróun og horfum.
- verðbreytingar á markaði.
- útgáfa nýrra verðbréfa, útboð eða annað framboð.
- sjóðstreymi lífeyrissjóðsins, þ.e. hvernig á að verja innkomnum fjármunum eða aflagjár með sölu.

Eðlilegt er að líta til þessara þátta og annarra sem áhrif kunna að hafa við mótun verklagsreglna um fjárfestingar. Jafnframt styrkir það góða framkvæmd að setja reglur um skráningu lykilupplýsinga um forsendur ákvarðana til að unnt verði að meta síðar hvort vinnubrögð voru gagnleg og ígrunduð. Gæði ákvarðana er aðeins unnt að meta út frá aðstæðum og upplýsingum sem lágu fyrir þegar viðkomandi ákvörðun var tekin.

Í verklagsreglum getur verið eðlilegt að hafa ákvæði um heimildir og skyldur stjórnenda og starfsmanna til að taka ákvarðanir, gjarnan með fjárhæðarmörkum. Einnig þurfa að vera reglur um reglubundna upplýsingagjöf til stjórnenda og stjórnar.

Eftirlit og árangursmæling

Eitt meginhlutverk stjórnar lífeyrissjóðs er að hafa eftirlit með ráðstöfun fjármuna hans. Slíkt eftirlit er m.a. fólgið í yfirferð gagna um árangur af fjárfestingarstarfsemi, s.s. skýrslur um kaup og sölu eigna, samsetningu eignasafna, ávöxtun og samanburð við viðmið, til að mynda vísitölur.

Lögbundin skýrslugjöf til eftirlitsaðila og sjóðfélaga snýst einkum um meginflokkun og vægi í eignasafni og heildarávöxtun safns og undirflokka. Æskilegt er að stjórn lífeyrissjóðs fjalli um fleiri þætti við eftirlit sitt, til að mynda sundurliðuð eignasafns sem tekur mið af þeim forsendum sem liggja til grundvallar fjárfestingarstefnu viðkomandi sjóðs, yfirlit greiningar frávik, mat á frammistöðu eignastýringaraðila, svo og að stjórnin leitist við að greina veikleika í stýringunni. Í þessu sambandi er mikilvægt að huga að þáttum sem haft geta áhrif á áhættu, bæði í fortíð og framtíð. Við mat á frammistöðu í fortíð þarf að líta til markaðsaðstæðna á þeim tíma en einnig er mikilvægt að meta þá áhættu sem tekin var og hvaða áhrif hún hafði á árangurinn. Áhættumetinn árangur er lykilatriði ef samanburður á að vera raunhæfur. Til er ýmiss hugbúnaður til að auðvelda slíka mælingu. Nauðsynlegur búnaður kostar alla jafna nokkra fjármuni og þurfa stjórnendur að meta í hvaða mæli slíkar fjárfestingar eru réttlætanager. Einnig þarf að ákveða hvort áhættumælingar verði unnar hjá sjóðnum sjálfum eða þeim útvístað til sérhæfðra aðila. Þegar horft er til framtíðar þarf að meta hversu mikla áhættu eigi eða megi taka og einnig hvort og hvernig vörnum verði við komið gegn óhagstæðri þróun.

Endurmat á stefnu og verklagi

Mikilvægt er að greina með reglubundnum hætti hvernig til tókst á liðnum misserum og árum, til dæmis við árlegan undirbúning endurskoðunar og mótunar fjárfestingarstefnu.

Í slíkri greiningu gæti falist að

- fara yfir forsendur ákvarðana um eignabreytingar eða óbreytta stöðu.
- fjalla um hugmyndafræði að baki fjárfestingarstefnunni.
- meta árangur af eignastýringu og tilhögun hennar, bæði í heild og í undirsöfnum, með samanburði við viðmið og eftir atvikum árangur annarra aðila.
- íhuga endurbætur á verklagi og hlutverkum, þ. á m. varðandi útvistun.

Eðlilegt getur verið að framkvæma slíkt endurmat ef veigamiklar breytingar verða á starfs-umhverfi eignastýringar, s.s. við miklar sveiflur á mörkuðum eða breytingar í efnahagslífi, þ.m.t. á framboði fjárfestingarkosta.

Þekkingarstjórnun

Í síbreytilegum heimi er nauðsynlegt að vera vakandi fyrir nýrri þekkingu og færni sem að gagni má koma við rekstur lífeyrissjóðs. Leggja þarf mat á hvaða þekking þarf að vera til staðar innan vébanda sjóðsins, hjá stjórn, stjórnendum og öðru starfsfólki, og hvaða þekkingar má afla með samningum um útvistun.

Mikilvægt er að huga að símenntun innan sjóðsins, til að mynda með því að starfsmenn sækja námskeið, ráðstefnur og fyrirlestra, innan lands sem utan. Þótt tilteknum þáttum í rekstri sé útvistað til sérfróðra aðila, t.d. með samningum um eignastýringu, getur verið mikilvægt að stjórnendur og aðrir starfsmenn sækja námskeið eða aðra fræðslu til að gera þá sem best í stakk búna til að sinna eftirliti og mati á frammistöðu á þeim þáttum sem útvistunin tekur til.

Góðar venjur í áhættustýringu lífeyrissjóða

Áhætta skilgreind

Allar rekstrareiningar hafa tiltekin markmið og þurfa að taka áhættu til að ná þeim. Áhætta hlýst af því að nýta tækifæri sem standa til boða í því skyni að ná settum markmiðum. Áhættustýring snýst um að meta áhættu í samhengi við væntan ávinning. Aðeins þannig er unnt að ákveða með skynsamlegum hætti hvaða tækifæri ber að nýta og hvaða tækifæri eru ekki áhættu virði.

Mikilvægt er að horfa á áhættu í starfsemi lífeyrissjóða í viðum skilningi og afmarka ekki viðfangsefnið um of. Lífeyrissjóðir eru ólíkir og áhættumynd þeirra sömuleiðis. Lagt er til að áhætta í skilningi eigna- og áhættustýringar verði skilgreind á eftirfarandi hátt.

Áhætta: Hættan á atburði sem dregur úr líkunum á því að lífeyrissjóður nái markmiðum sínum.

Skilgreiningin er mun víðari en hefðbundin áhættumæling á markaðsáhættu með flöktmælingum. Hún er tengd við meginmarkmið lífeyrissjóða um að greiða lífeyri samkvæmt samþykktum. Áhættu lífeyrissjóða er skipt í flokka og undirþætti eftir eðli. Þeirri flokkun er lýst aftar í skýrslunni.

Haga verður rekstri lífeyrissjóðs og eignastýringu þannig að allir aðilar að sjóðnum séu meðvitaðir um þá áhættu sem sjóðurinn býr við á hverjum tíma.

Hlutverk stjórnar

Stjórn lífeyrissjóðs ber ábyrgð á að nægilega öflug áhættustýring sé til staðar. Hún þarf að kynna sér hverjar eru helstu uppsprettur áhættu í starfseminni og hvernig megi helst verjast þeim, svo og hvaða atburðir eða þróun geti haft neikvæð áhrif. Stjórnin ber ábyrgð á að nægjanlegum fjármunum og tíma sé varið í að fylgjast með, meta og bregðast við slíkum áhættuþáttum.

Áhættustefna

Áhættustefna er hluti af fjárfestingarstefnu. Áhættustefna kann að vera breytileg eftir sjóðum vegna mismunandi eignasafna, ávöxtunarmarkmiða og annarra áherslna. Ávöxtunarmarkmið geta verið mismunandi, m.a. vegna mismunandi aldurssamsetningar sjóðfélaga. Grunnþættir stefnunnar eru þó yfirleitt þeir sömu:

Í 1. gr. viðmiðunarreglna OECD frá júní 2009 um stjórnun lífeyrissjóða segir:

- Þar eð góð stjórnun lífeyrissjóðs ætti að taka tillit til áhættu, ætti verkaskiptingin að endurspegla eðli og umfang þeirrar áhættu sem sjóðurinn býr við.
- "As good pension fund governance should be "risk-based", the division of responsibilities should reflect the nature and extent of the risks posed by the fund."

Skoðun

Uppsöfnun eigna í lífeyrissjóðakerfi landsmanna felur í sér viðvarandi áhættu sem ekki er hægt að eyða. Áhættulausir vextir er afstætt hugtak, enda sýna nærtæk dæmi að vel stæðir ríkissjóðir geta orðið áhættusamir skuldarar á skömmum tíma. Lífeyriskerfi sem nemur um 1,3-faldri landsframleiðslu getur ekki lágmarkað áhættu svo mikið að hægt sé að tala um áhættulausar fjárfestingar. Það þýðir þó ekki að skynsamlegra sé að breyta kerfinu í gegnumstreymiskerfi því að það myndi kalla yfir þjóðina aðra áhættuþætti sem kynnu að verða mun stærri. Nánast öll OECD ríkin reyna að efla sjóðsöfnunarkerfi og draga úr vægi gegnumstreymiskerfa.

Ákvæði laga og reglna um áhættu og áhættustýringu

Hugtakið áhætta er ekki skýrt sérstaklega í lögum og reglum um lífeyrissjóði og þar er ekki gerð krafa um áhættustýringu.

Samkvæmt 20. gr. laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 skulu lífeyrissjóðir ávaxta iðgjöld og annað ráðstöfunarfé sameiginlega með innlánnum í bönkum og sparissjóðum eða í framseljanlegum verðbréfum á grundvelli **áhættudreifingar** samkvæmt fyrir fram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Hér er fyrst og fremst vísað til **eignasafnsáhættu**.

Í 36. gr. sömu laga segir: „Stjórn lífeyrissjóðs skal móta fjárfestingarstefnu og ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og **áhættu**“.

Í reglugerð nr. 916/2009 um fjárfestingarstefnu og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða er þó færst í átt til skilgreiningar hugtaksins **áhættu**. Þar segir í a-lið 5. gr. að taka skuli fram „ef mælikvarði sjóðsins á **áhættu** verðbréfa er annar en flökt ávöxtunar“. Hér mætti ætla að fyrst og fremst sé gerð krafa um að stjórnir lífeyrissjóða taki tillit til **markaðsáhættu** verðbréfa (flökts ávöxtunar), en verði að öðrum kosti að gera sérstaklega grein fyrir því ef tekið er tillit til annara **áhættupáttu**. Þá segir í sama lið, að stjórn beri að setja sér „markmið og viðmið um ávöxtun og **áhættu**“, m.ö.o. að stjórn á að setja sér **áhættumarkmið** um **markaðsáhættu** og aðra **áhættupátti** eftir atvikum velji hún að gera það, sbr. a-lið 5. gr.

Af öðrum **áhættupáttum** er aðeins tilgreindur einn annar **áhættupáttur** í lögnum. Í 6. mgr. 36. gr. laga nr. 129/1997 segir að lífeyrissjóður skuli takmarka **áhættu** í erlendum gjaldmiðlum í heild við 50% af hreinni eign sjóðsins. Af þessu leiðir að gjaldeyrisáhætta er metin sem stöðuáhætta lífeyrissjóðs í gjaldeyri sem ekki má fara yfir 50%. Ákvæðið hefur verið túlkað þannig af Fjármálaeftirlitinu (FME) að heimildarákvæði lífeyrissjóða til **áhættustýringar**, með gerð afleiðusamninga á gjaldeyri, takmarkist við gerð afleiðusamninga sem lækka gjaldeyrisstöðuna.

Með tilvísun til orðalags 36. gr. laga um lífeyrissjóði, „að taka tillit til **áhættu**“, og a-liðs 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009, að „setja sér markmið um **áhættu**“, má færa rök fyrir því að lífeyrissjóði sé ætlað að skilgreina **áhættu** og setja sér **áhættumarkmið** og haga eignastýringu þar af leiðandi þannig að **áhætta** sé í samræmi við **áhættumarkmið**, sem er óbein krafa um **áhættustýringu**.

Í fjölmörgum málsgreinum 36. gr. eru sett takmörk fyrir fjárfestingum til að draga úr **áhættu**. Í 3. mgr. laganna eru sett takmörk fyrir fjárfestingum í óskráðum verðbréfum, ákvæði sem dregur úr **seljanleikaáhættu**. Skv. 4. mgr. geta lífeyrissjóðir ekki átt meira en 60% í hlutabréfum sem tryggir ákveðna **áhættudreifingu** og takmarkar **markaðsáhættu** hlutabréfa. Í 5. mgr. eru fjölmörg ákvæði er takmarka **mótaðila- og útlánaáhættu** lífeyrissjóða af einstökum lögaðila. Í 3. tl. 1. mgr. laganna segir að lífeyrissjóðir megi fjárfesta í skuldabréfum tryggðum með veði í fasteign (sjóðfélagalán) að hámarki 75% af metnu markaðsvirði nema þegar um er að ræða sérhæft atvinnuhúsnæði. Þá skal hámark þetta vera 35%. Samanlögð eign sjóða í verðbréfum útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni, skal ekki vera meira en 10% af hreinni eign sjóðsins. Það er sambærilegt ákvæði og um stórar **áhættu**skuldbindingar hjá fjármálafyrirtækjum. Þá er lífeyrissjóðum óheimilt að binda meira en 25% af hreinni eign í innlánnum sama banka eða sparissjóðs sem takmarkar innláns**áhættu**na.

Í 8. gr. reglna FME nr. 685/2001 um endurskoðun lífeyrissjóða er sú krafa gerð til endurskoðenda að „við ákvörðun um framkvæmd og umfang athugana vegna endurskoðunar og áritunar á ársreikning, ber endurskoðanda að hafa í huga mikilvægi einstakra þátta og **áhættu**. Endurskoðandi skal haga könnun sinni þannig að megináhersla sé lögð á þá liði ársreiknings og þá þætti innra eftirlits sem mestu máli skipta og þar sem hættu á verulegum skekkjum er mest. Hinir ýmsu liðir ársreiknings eru háðir mismikilli **áhættu** að því er skekkju varðar“ (bókhaldsáhætta). „Styrkur innra eftirlits hefur áhrif á **áhættu**na og þar með ákvarðanir um framkvæmd og umfang endurskoðunar. Endurskoðandi skal þó ávallt framkvæma sérstakar athuganir á raunvirði eigna lífeyrissjóðs og kanna sérstaklega þá **áhættu** sem kann að vera tengd skuldbindingum“ (skuldbindingaráhætta) „eða samningum sem lífeyrissjóðurinn hefur átt aðild að“ (samningsáhætta). „**Áhættudreifing** fjárfestinga skal einnig kónnuð sérstaklega.“

Markmið

Sjóður getur sett sér ýmiss konar markmið. Dæmi:

- Hversu mikil skal hámarksáhætta vera, mæld t.d. í líkum á skerðingu eða hámarkstapi í krónum eða hlutfalli af heildareignum.
- Hversu mikil frávik frá kjörstöðu eða ávöxtunarmarkmiðum eru viðunandi áður en brugðist er við.

Skilgreina þarf áhættuviðhorf og áhættuþol sjóðsins og þurfa áhættumarkmið að taka mið af því. Tryggingafræðileg staða hefur til að mynda mikil áhrif á mögulegt áhættuþol.

Hafa ber í huga að launakerfi sjóðs getur rekist á markmið áhættustýringarinnar, þ.e. ef hvatar til að taka áhættu ganga gegn markmiðum.

Verkaskipting og ábyrgð

Lýst er hvaða starfsmaður annast tiltekin verkefni og hver ber ábyrgð gagnvart stjórn og stjórnendum á framkvæmd einstakra þátta. Ef umfang starfseminnar réttlætir ekki að um fullt starf sé að ræða getur verið ástæða til að deila verkefnum á starfsmenn fremur en að hafa þau öll á einni hendi.

Aðferðir, verklagsreglur og ferlar

Lýst er vinnubrögðum í stórum dráttum, en eðlilegt er að ítarlegri útfærslur séu í handbók sjóðsins og sérstökum verkferlum. Gerð er grein fyrir kröfum um skjölun, þ.e. skráningu upplýsinga, skýrslugerð og vistun. Kröfur um kostgæfniathuganir eru hluti áhættustýringaraðferða.

Áhættuskýrslur, áhættuskrár, mælikvarðar, mörk og viðmið

Taldar eru upp staðlaðar skýrslur sem unnar eru með reglulegu millibili og einnig auka-skýrslur sem gerðar eru þegar tilefni er til. Í áhættuskrá er áhætta skilgreind og flokkuð eftir alvarleika og skráin er uppfærð með reglubundnum hætti. Lýst er mælikvörðum sem notaðir eru í skýrslum, mörkum sem óheimilt er að fara út fyrir og viðmiðum í mati á árangri. Dæmi um staðlaðar skýrslur gætu verið ársfjórðungsskýrslur um flökt, vágildi, gjaldmiðla-, mótaðila- og samþjöppunaráhættu, auk umfjöllunar um rekstraráhættu. Auka-skýrslur gætu verið um álagsspróf, seljanleikaáhættu og vænt áhrif nýrra fjárfestinga eða breyttrar samsetningar á áhættu eignasafnsins. Mælikvarðar geta verið t.d. staðalfrávik, fjárhæðir og hlutfall af heildareignum. Viðmið geta verið t.d. áhættumælingar viðeigandi vísitalna.

Eftirlit og viðbragðsáætlanir

Lýst er hvernig eftirliti er háttað með því að stefnu og reglum sé fylgt og hvernig brugðist er við frávikum. Viðbragðsáætlanir geta falið í sér heimildir starfsmanna til að grípa til aðgerða sem ekki rúmast innan marka fjárfestingarstefnunnar við eðlilegar aðstæður.

Áhættuflokkun

Flokkunin sem hér fer á eftir byggist á eðli áhættunnar en mikilvægt er að hafa í huga að áhætta er breytilegt ástand en ekki stöðugt. Því verða lífeyrissjóðir að meta það á hverjum tíma hvar þeir telja að helsta áhættan liggi í rekstri sjóðsins og haga aðgerðum í takt við það mat. Æskilegt er að halda sérstaka áhættuskrá, þar sem áhætta er skilgreind nánar og flokkuð eftir alvarleika. Þar er einnig hægt að tiltaka viðbrögð til að lágmarka mögulegt tjón.

Flokkunin byggist á gögnum frá GARP (Global Association of Risk Professionals) og IAA (alþjóðasamtökum tryggingastærðfræðinga - International Actuarial Association) með aðlögun að starfsemi lífeyrissjóða. Skýringar og skilgreiningar byggjast ýmist á lögum eða fræðibókum og færa má fyrir því rök að sumir áhættuþættir geti fallið undir aðra

meginflokka en þá sem tilgreindir eru. Það er undir hverjum lífeyrissjóði komið að haga flokkun áhættuþátta eftir starfsemi sinni.

Áhættuþættir eru settir í fimm meginflokka. Starfshópurinn hefur skilgreint alls 26 áhættuþætti í rekstri lífeyrissjóða sem gerð er nánari grein fyrir í ítarefni, sem aðgengilegt er á vef Landssamtaka lífeyrissjóða.

Skuldbindingaráhætta	Lausfjáráhætta	Mótaðilaáhætta	Markaðsáhætta	Rekstraráhætta
Hættan á því að lífeyris-sjóðurinn geti ekki staðið við skuldbindingar sínar (greitt lífeyri). - Skerðingaráhætta. - Lögjaldaáhætta. - Kreppuáhætta. - Lýðfræðileg áhætta. - Pólitísk áhætta.	Hættan á því að sjóðurinn hafi ekki nægilegt laust fé til að standa við greiðslur. - Seljanleikaáhætta. - Útstreymisáhætta.	Hættan á því að gagnaðili fjármálagernings uppfylli ekki ákvæði hans. - Skuldaraáhætta. - Samþjöppunaráhætta. - Landsáhætta. - Afhendingaráhætta.	Hætta á fjárhagslegu tapi vegna liða innan og utan efnahagsreiknings vegna breytinga á markaðsvirði þessara liða, þar á meðal breytinga á vöxtum, gengi gjaldmiðla eða virði hlutabréfa. - Vaxtaáhætta. - Uppgreiðsluáhætta. - Verðbreytingaáhætta. - Gjaldmiðlaáhætta. - Hætta á ósamræmi. - Verðbólguáhætta. - Áhætta vegna eigna utan efnahagsreiknings.	Áhætta vegna taps sem leiðir af ófullnægjandi eða ónothæfum innri verkferlum, starfsmönnum, kerfum eða vegna ytri atburða í rekstrarumhverfi lífeyrissjóða. - Starfsmannaáhætta. - Áhætta vegna svika. - Áhætta vegna upplýsinga-tækni. - Orðsporsáhætta. - Lagaleg áhætta. - Úrskurðaráhætta lífeyris. - Áhætta vegna úthýsingar. - Upplýsingaáhætta.

Áhættumat

Nauðsynlegt er að meta áhættu þannig að matið nýtist við áhættustýringu. Áhættumatið þarf einnig að vera tengt markmiðum sjóðsins og þeim ávinningi sem vænst er fáið með því að taka áhættuna. Áhættumat felur í sér stærðargreiningu eða einhvers konar „verðlagningu“ á áhættu en eðli málsins samkvæmt er ekki hægt að mæla alla áhættu með sama kvarða.

Markaðsáhættu má mæla með tölfræðilegum aðferðum sem taka breytingum og byggjast á fræðilegum grunni og áralöngum rannsóknnum á flökki verðbréfa. Dæmi um slíkan mælikvarða er staðalfrávik.

Rekstraráhættuþættir á borð við skjalaáhættu eru huglægir og geta til að mynda birst sem ófullnægjandi skilmálar skuldabréfa sem geta síðar leitt til taps. Slíka áhættuþætti er ekki hægt að mæla á sambærilegan hátt og markaðsáhættu en þeir sýna glögglega að báðir geta verið mjög mikilvægir. Varúðarniður-færsla er dæmi um annars konar mat á áhættu.

Telja má að of þröng skilgreining á mælingum, svo sem að nota einvörðungu fjármálatölfræðilega mælingu, geti skapað falskt öryggi.

Útbreidd aðferð er að mæla áhættu sem vágildi (e. Value at Risk). Samkvæmt orðabók Webster's er áhætta "the product of the amount that may be lost and the probability of losing it". Áhætta er þannig margfeldi þess sem getur tapast og líkinda á að það gerist.

Í dæminu á næstu síðu eru líkur á að eitthvað slæmt gerist í fjórum eignaflokkum metnar af stjórn og starfsmönnum og vágildi er reiknað sem margfeldi þeirra og eignanna sem sjóðurinn á. Gjaldreyristengdum eignum er bætt við og líkur á styrkingu gjaldmiðilsins metnar. Samanlagt vágildi er 18,2% af heildareignum.

Eignaflokkur	Eignir	Líkur	Vágildi	Áhættuþáttur
Ríkistryggð skuldabréf	40	7%	2,80	Vaxtaáhætta
Skuldabréf sveitarfélaga	3	25%	0,75	Mótaðilaáhætta
Sjóðfélagalán	12	5%	0,60	Mótaðilaáhætta
Hlutabréf og verðbréfasjóðir	45	17%	7,65	Markaðsáhætta
Gjaldeyristengdar eignir	32	20%	6,40	Gjaldeyrisáhætta
Samtals	100		18,20	

Mat á líkum á að eitthvað gerist er venjulega byggt á sögulegum upplýsingum. Mikilvægt er að hafa í huga að söguleg gögn gefa aðeins vísbendingar sem geta reynst rangar. Áreiðanleiki gagna skiptir hér miklu máli. Stundum eru gagnaraðir ekki nægilega langar til að gefa raunhæfar niðurstöður, þær taka ekki til mismunandi tímabila í hagsveiflunni, aðstæður hafa breyst sem gera söguleg gögn úrelt o.s.frv. Því þarf að umgangast þessi gögn með gát og leggja sjálfstætt mat á gagnsemi þeirra. Mat getur því verið mjög huglægt og ekki eins hjá öllum aðilum enda reynsla þeirra misjöfn og áherslur mismunandi. Þannig geta tveir lífeyrissjóðir komist að mismunandi niðurstöðu um gjaldeyrisáhættu þó að báðir eigi jafn mikið í erlendum eignum, allt eftir því hverjar þeir telja líkur á styrkingu gjaldmiðils. Tölfræðileg mæling á væntum sveiflum á íslensku krónunni getur þannig gefið falskt öryggi, ef annar sjóðurinn telur verulegar líkur á styrkingu en hinn að hún veikist. Lífeyrissjóðir verða því að hafa hæfilegt svigrúm til að meta áhættu og forðast verður að steypa allar áhættumælingar í sama mótið. Mikilvægast er að lífeyrissjóðir leggi mat á áhættu og meti líkur á að sú fjárhæð sem er í húfi lækki eða tapist. Jafnframt geri þeir grein fyrir aðferðum sínum og forsendum sem áhættumatið byggist á.

Áhættumat notast einatt við einfaldaðar forsendur og því geta verið innbyggðir gallar í hverri aðferð. Mikilvægt er að nota aðferð sem hæfir, en beita jafnframt heilbrigðri skynsemi við túlkun niðurstaðna, jafnt talna sem huglægra þátta.

Vágildi er ætlað að segja til um mesta líklega tap við „eðlilegar“ markaðsaðstæður innan ákveðins öryggisbils. Mikilvægt er að hafa í huga að vágildi byggist á fyrirfram ákveðnum líkum (dreifingu á útkomu) á tapi á tilteknu tímabili. Sé slíkur líkindaútreikningur réttur verður einnig að hafa í huga að ákveðnar líkur eru á að útkoman verði verri. Einnig er mikilvægt að skilja að vágildi byggist á normaldreifingu mögulegra gilda, sem er forsenda sem yfirleitt er ekki fyllilega í samræmi við raunverulega dreifingu gilda á fjármálamarkaði. Vágildi gefur því ekki vísbendingar um öfgagildi þegar þessar forsendur breyta, þ.m.t. ekki hver versta mögulega útkoma kann að vera. Útbreidda notkun vágildis má rekja til þess að útreikningur þess er auðveldur, niðurstöðurnar segja til um áhættu í krónum sem gerir hann auðskiljanlegan og samanburður er auðveldur. Gallarnir eru þeir að forsendurnar eiga misvel við og taka fyrst og fremst til „eðlilegra“ markaðsaðstæðna. Mikilvægt er að hafa þetta í huga þegar vágildi eru reiknuð út. Þau geta gefið vísbendingar, en eiga aðeins að vera ein af mörgum aðferðum til að meta mögulega áhættu.

Flóknari áhættulíkon geta tekið tillit til fleiri þátta en gallinn er oft sá að þau verða jafnframt torræðari, þótt markmið áhættulíkana sé að gera stjórnendum auðveldara að meta áhættu. Flókin áhættulíkon geta því orðið eins og „svartir kassar“ fyrir stjórnendur og erfiðara verður að útskýra á hverju niðurstaðan byggist.

Í viðmiðunarreglum OECD um eignastýringu lífeyrissjóða segir í gr. 3.4.:

- „Stofna þarf til sérstaks stýringarferlis sem mælir og leitast við að stýra eignasafns-áhættu með viðeigandi hætti og stýra eignum og skuldbindingum í samhengi og með samþættandi hætti“.
- „A sound risk management process that measures and seeks to appropriately control portfolio risk and to manage the assets and liabilities in a coherent and integrated manner should be established.“

Áhættustýring

Áhættustýring er skipulagt vinnulag, ferli eða eftir atvikum kerfi sem felur í sér viðbrögð við mældri áhættu. Áhættustýring byggist á fræðilegum grunni en einnig skynsemi og reynslu.

Áhættustýring eigna byggist á áhættumati og leiðir til þess að eftir atvikum þarf að bregðast við með breyttri eignasamsetningu eða notkun á viðurkenndum aðferðum í áhættustýringu, svo sem notkun á afleiðum, til að draga úr áhættu.

Áhættustýring er hluti af eignastýringu og nær í þeim efnum bæði til markaðs-, mótaðila- og lífeyristryggingaáhættu. Jafnframt getur stýring á áhættu verið á verksviði annarra starfsmanna en í eignastýringu og falið í sér að halda uppi reglulegu innra eftirliti til að bregðast við rekstraráhættu, s.s. skjalaáhættu eða áhættu vegna upplýsingakerfa og gera ráðstafanir sem draga úr slíkri áhættu. Áhættustýring getur þannig náð þvert yfir tvö eða fleiri svið, s.s. eignastýringar-, tölvu- og lögfræðisvið.

Áhættustýring getur einnig náð til skuldbindinga lífeyrissjóðs. Sveigjanleiki til að gera breytingar á réttindaákvæðum, s.s. lífeyristökualdri, getur dregið úr hættu á að sjóður geti ekki staðið við skuldbindingar sínar.

Yfirleitt er talað um fjórar megináferðir við að stýra áhættu.

1. Að draga úr áhættu

Ein aðalaðferðin til að draga úr eða milda áhættu er áhættudreifing – að setja ekki öll egginn í sömu körfu. Áhættudreifing miðar að tvennu: a) að minnka líkurnar á tjóni og b) að takmarka það tjón sem tiltekinn atburður getur valdið. Þetta getur t.d. falist í því að takmarka eign í tilteknum eignaflokki og að dreifa eignunum í flokknum þannig að hver og ein staða sé ekki of stór.

2. Að forðast áhættu

Hér er reynt að útiloka tiltekna áhættu, t.d. með því að fjárfesta ekki í tilteknum flokki eigna eða tilteknu verðbréfi. Er þá ekki talið ásættanlegt að taka áhættuna þar sem afleiðingarnar geta valdið verulegu tjóni. Áður en þessi aðferð er valin er æskilegt að meta hvaða tækifærum er hafnað og hvaða áhrif það kann að hafa, bæði á mögulegan ávinning og kostnað.

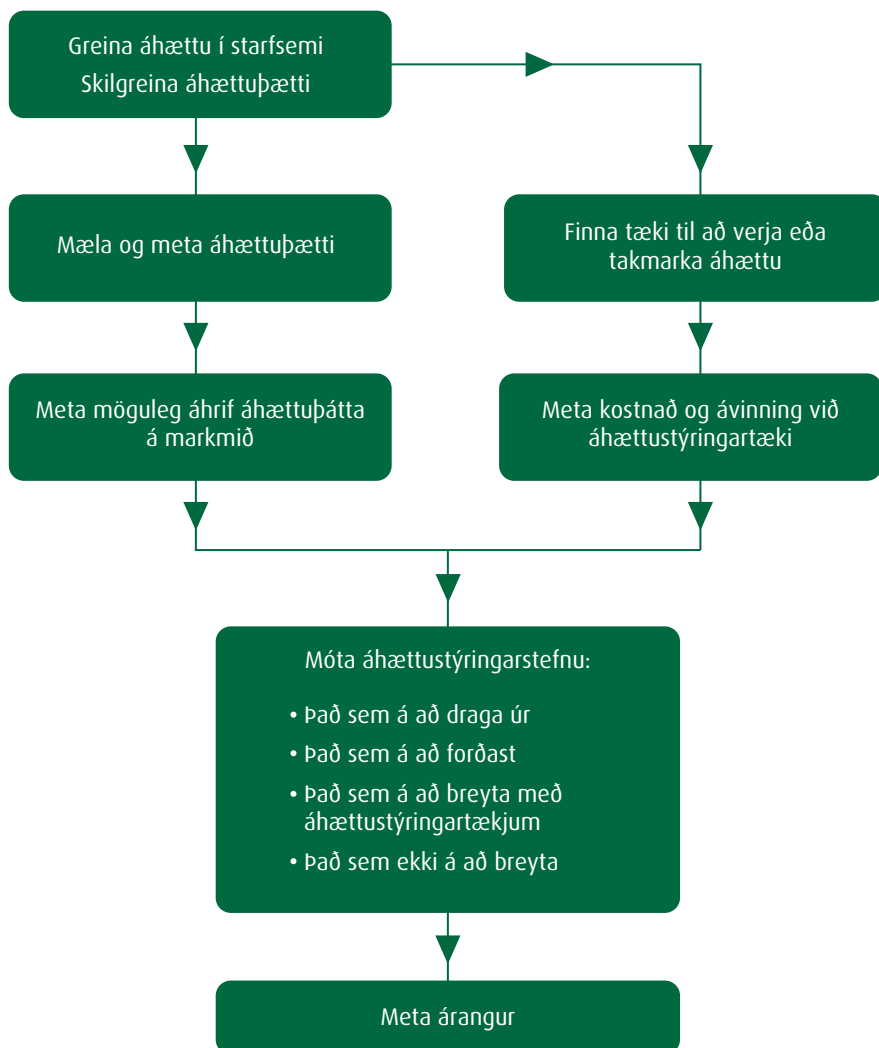
3. Að yfirfæra áhættu

Hér er yfirleitt um einhvers konar varnir eða tryggingar að ræða, þar sem annar aðili tekur að sér áhættuna að hluta eða öllu leyti gegn gjaldi. Yfirleitt fer kostnaðurinn eftir því að hve miklu leyti áhættan er yfirfærð og hverjar líkur eru á tjóni. Hér þarf sérstaklega að huga að markmiðum hvors aðila um sig, að sá sem tekur við áhættunni skilji og hafi burði til að takast á við hana og í hvaða samhengi vörnin verður virk. Mikilvægt er að samningar um þetta efni séu nákvæmir og taki á þeirri áhættu sem yfirfærð er. Einnig er mikilvægt að kostnaður sé ljós m.t.t. mögulegs ávinnings þannig að varnir séu t.d. ekki of dýru verði keyptar m.v. að viðkomandi stýri áhættunni sjálfur.

4. Að viðurkenna áhættu

Hér er átt við áhættu sem er viðurkennd og ákveðið að taka. Þetta kann að vera nauðsynlegt til að ná markmiðum eða að ekki er talið mögulegt að beita áhættuvörnum eða það er ekki talið svara kostnaði. Í þessu sambandi þarf að huga að þeim möguleikum sem eru fyrir hendi, hvort áhættan á alltaf að vera opin, eða tímabundið m.v. tilteknar aðstæður og hvaða möguleikar eru á að takast á við áhættuna og mögulegar afleiðingar hennar. Því þarf að meta líkurnar á að áhættan valdi tjóni, hverjar líklegar afleiðingar eru og hvort áhrifin eru innan ásættanlegra marka.

Skýringarmynd af áhættustýringu



Viðurkenndar aðferðir í áhættustýringu eignasafna eru m.a.:

- Tiltekin mörk eru sett á hámarkseign (og einnig stundum lágmarkseign) í tilteknum eignaflokkum.
- Notkun á afleiðum, s.s. framvirkum samningum, kaup- eða sölurétti.
- Dreifing eigna meðal eignaflokka, útgefenda, atvinnugreina, landsvæða og einnig meðal stýringar- og vörsluaðila.
- Dreifing eigna, einkum skuldabréfa, eftir tímalengd fjárbindingar.
- Jafnvægisstilling eignasafna, þ.e. kaup eða sala eigna eða eignaflokka þegar vægi þeirra fer undir eða yfir fyrirfram ákveðin mörk.
- Dreifing eigna milli eignaflokka sem hafa sögulega séð litla eða neikvæða fylgni hver við annan. Hafa ber í huga að fylgni milli eignaflokka getur breyst í tímans rás og er mismunandi eftir markaðsaðstæðum.
- Reglubundið eftirlit með því sjóðurinn hlíti ákvæðum laga, reglna og fjárfestingarstefnu m.a. með gerð reglulegra hlítungarskýrslna.
- Greining á greiðsluhæfi og rekstrarhorfum útgefenda og áhrifum hagsveiflunnar á slíka þætti.

Mikilvægt er að veita og meta kostnað við áhættuvarnir og áhrif þeirra á mögulegan ávinning. Of varfærin stefna getur þannig haft neikvæð áhrif á afkomu. Velja þarf markmið og vægi varna og áhættu með tilliti til þessa.

Áhættugreining

Áhættustýring gengur út á að greina áhættu og grípa til viðeigandi aðgerða. Meginþættir áhættugreiningar eru ferns konar:

- a) Fylgjast með og greina vísbendingar – viðvaranir – um mögulega áhættu, þ.m.t. hvenær hún er komin á það stig að kalli á viðbrögð.
- b) Skrá breytingar á áhættuþáttum og tækifærum og uppfæra áhættuskrár. Hér þarf að flokka áhættu eftir alvarleika og að bæta við, breyta eða fella niður eftir því sem umhverfið þróast.
- c) Meta hvort þeir sem hafa með áhættuna að gera hafi brugðist við eða gert viðeigandi ráðstafanir í samræmi við skyldur og ábyrgð. Mikilvægt er að ábyrgð sé glögglega skilgreind og eftirlit sé haft með því að tímanlega sé brugðist við í samræmi við fyrirmæli. Þetta á bæði við um eigin starfsmenn og úthýsta starfsemi.
- d) Gefa skýrslur um hvernig áhætta er að þróast og þann árangur sem áhættustýring er að skila og gefa þannig stjórnendum tækifæri til að meta hvort gera eigi breytingar á áhættustýringu. Skýrslugjöf þarf að vera reglubundin og upplýsandi þannig að hún nýtist til eftirlits og stefnumótunar.

Auk þessa á við almenn varfærnisregla, sérílagi vegna hlutverks lífeyrissjóða að bera meginþungann af framfærslu sjóðfélaga eða fjölskyldna þeirra á efri árum eða eftir áföll:

- Aðgát skal höfð við fjárfestingar lífeyrissjóðsins.
- Leitað sé ráða sérfræðinga.
- Viðhöfð sé forsjálni og áreiðanleikakönnun.

Til að stuðla að markvissri og viðvarandi áhættustýringu er gagnlegt að binda aðferðirnar í reglulega verkferla, í sumum tilvikum daglega, í öðrum sjaldnar. Skýrir verkferlar auðvelda eftirlit og tímanleg viðbrögð.

Álagspróf

Álagspróf hafa í auknum mæli verið notuð til að meta áhættu í rekstri fjármálastofnana og er bæði íslenskum fjármálafyrirtækjum og váttryggingarfélögum skylt að framkvæma slík próf. Álagspróf eru hluti af áhættustýringu og notkun þeirra getur leitt til virkara innra eftirlits og áhættustýringar. Æskilegt er að lífeyrissjóðir geri slík próf reglulega og fjalli um niðurstöður þeirra og hvernig bregðast skuli við. Álagsprófum má skipta í *næmnipróf* og *áfallapróf*.

Næmnipróf mæla áhrif breytinga á einum áhættuþætti, s.s. vöxtum, á fjárhagslegan styrkleika í framtíðinni. Þegar forsendur eru valdar er mikilvægt að gera sér grein fyrir næmni þeirra, t.d. hvað breytist ef verðbreyting verður x% meiri eða minni, hvað breytist ef magninu er breytt um x% til hækkunar eða lækkunar. Þetta gefur vísbendingar um áhættuna af því að forsendur séu ekki rétt metnar. Næmnipróf hafa einnig verið notuð til að meta ójafnvægi í eignum og skuldbindingum lífeyrissjóða þegar fylgt er eigna- og skuldbindingastýringu (ESS, e. ALM).

Áfallapróf eru flóknari gerðir álagsprófa þar sem gert er ráð fyrir samhliða breytingum á nokkrum áhættuþáttum. Oft mæla áfallapróf áhrif stórtjóna á fjárhagslega stöðu eða áhrif tengdra áfalla sem geta t.d. orðið ef stórtjón veldur jafnframt falli á hlutabréfum og hækkun vaxta. Áfallapróf gera alla jafna ekki ráð fyrir samfylgni eignaflokka, sem er ein grunnforsenda framfallsgreininga, heldur er gert ráð fyrir að markaðir falli allir samtímis, sem er eins konar versta tilvik áfalla. Mikilvægt er einnig að gera sér grein fyrir því að áfallapróf segja ekki til um líkurnar á tilteknum áföllum. Slíkar líkur þarf að meta sérstaklega.

Margs konar og misjafnlega flókin tölvulíkon eru fáanleg til að reikna út áhættu og næmni fyrir breytingum. Tölvuskrár eigna eru samkeyrðar með upplýsingum um verð og verðþróun og margs konar tölfræðigreiningu á eiginleikum fjármálagjörninga og mark-

aða. Hafa þarf í huga að öll líkön eru einföldun á veruleikanum og verða að skoðast sem slík. Einhverjum þáttum verður ætíð sleppt og gæði líkans munu ávallt að nokkru ráðast af því sem til var kostað. Alltaf verður að veða og meta flækjustig líkans, bæði með tilliti til kostnaðar og þess hvort aukið flækjustig er líklegt til að skila betri gæðum. Þá eiga þættir misvel við eftir markaðsaðstæðum hverju sinni. Skoða þarf vel hvernig líkan stendur sig og meta gagnsemi þess með tímanum.

Gæði upplýsinga og forsendur um upplýsingar sem byggðar eru inn í líkön geta haft mikil áhrif á niðurstöður. Varnaðarorðin um „rusl inn – rusl út“ eiga því oft við. Oft verða meiri breytingar á breytum eins og flökki og fylgni en viðkomandi líkan gengur út frá. Ónógur seljanleiki er oft vanmetinn í líkönum. Vágildislíkon taka almennt ekki seljanleika með í reikninginn en hann hefur úrslitaáhrif þegar erfiðleikar koma upp á mörkuðum.

Líkon geta veitt stuðning við eigna- eða áhættustýringu og eru mikilvæg tól í nútíma stjórnun. Þó ber að varast að leggja of mikið traust á spádóm líkana og því er ráðlegt að nota þau samhliða öðrum stjórnækjum. Einnig er rétt að hafa í huga að það eru ekki einungis líkönin sem geta verið gölluð heldur kann mannlegi þátturinn einnig að spila inn í við ákvarðanatöku.

Með vaxandi notkun markaðsvirðis í efnahagsreikningi lífeyrissjóða eykst þörfin fyrir tölvulíkon sem taka tillit til sveiflna á mörkuðum. Rannsóknir á fjármálamörkuðum hafa leitt í ljós að þrátt fyrir að forsenda um normaldreifingu ávöxtunar sé viðunandi við eðlilegar markaðsaðstæður eru líkurnar á stórum áföllum vanmetnar.

Gagnarunur um íslenskan verðbréfamarkað hafa flestar takmarkað eða lítið notagildi vegna smæðar markaðarins, stuttrar sögu og óeðlilegra markaðsaðstæðna á köflum. Notkun líkana, sem byggjast á slíkum gögnum, er áhættusöm og fellur undir hugtakið líkanaáhættu, þ.e. að líkönin skili niðurstöðum sem gefa ranga mynd og skapa falskt öryggi.

Áhættumældur árangur

Margar aðferðir hafa verið þróaðar til að reyna að meta árangur að teknu tilliti til áhættu (e. risk-adjusted return). Þar má nefna aðferðir á borð við hagnað eða ávöxtun/vágildi, Sharpehlutfall, árangurshlutfall o.s.frv. Hver aðferð hefur ákveðna kosti og galla sem taka verður tillit til þegar niðurstöður eru metnar. Engu að síður er mikilvægt að meta árangur með tilliti til áhættu, því aðeins þannig er hægt að gera sér grein fyrir hvað tiltekin áhættutaka kostar í raun og veru og jafnframt næst betri samburður á mögulegum valkostum.

Samspil og tengsl áhættuþátta

Nauðsynlegt er að horfa á áhættu í viðum skilningi. Áhætta í rekstri lífeyrissjóðs verður ekki mæld með einni aðferð. Mikilvægt er að fylgjast með og endurmeta áhættuþætti og samspil þeirra reglulega. Eitt leiðir af öðru og búa þarf sjóðinn undir þá áhættuþætti sem líklegir eru til að vaxa í kjölfar atburða sem kunna að vera fyrirsjáanlegir eða líklegir út frá því hvar viðkomandi hagkerfi er stadd í hagsveiflunni. Meta þarf líkur á að þeir atburðir verði og haga undirbúningi eftir því. Breytt áhættumynd krefst úrlausnarefna sem gera jafnvel ekki vart við sig í mörg ár. Uppbygging lífeyrissjóða er ólík og nálgast verður hugtakið áhættu í rekstri með opnum huga og einblína ekki um of á einn þátt eða aðferð.

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis segir framkvæmdastjóri áhættustýringar Kaupþings, Steingrímur Kárasón, að áherslan á líkön í áhættustýringu hafi jafnvel verið of mikil. Í því sambandi sagði hann: „[Ég hef] alltaf minni og minni trú á líkönum sem slíkum þannig að það var svona [sá] lærdómur sem ég lærði af meðan ég var í þessu í bankanum að það væri heilbrigð skynsemi sem dygði best enda var ekki víst að það hefði dugað einu sinni til.“ Síðar segir í skýrslunni að fræðimenn hafi einmitt bent á þetta sjónarmið, ekki síst við þær aðstæður þegar fjármálakreppur eru ekki það algengar að gagnaraðrir innihaldi nægilegar upplýsingar til að spá fyrir um þær eða til að meta áhættu af þeim.

Eftirlit og endurmat

Eftirlit með framkvæmd áhættustýringar er hluti af reglubundnu innra eftirliti sjóðsins. Mikilvægt er að gefa stjórn reglubundnar skýrslur um áhættustýringu, t.d. ársfjórðungslega.

Enn fremur er mikilvægt að skipuleggja reglubundið endurmat á vinnubrögðum og árangri í áhættustýringu. Í síbreytilegu starfsumhverfi, einkum er varðar fjárfestingar, þarf sífellt að vera á varðbergi gagnvart áhættu í ýmsum myndum.

Áhættustýring og innra eftirlit.

Munur er á innra eftirliti og áhættustýringu. Innra eftirlit gerir könnun á því hvort ferlar eða kerfi eru til staðar til að stýra áhættu og hvort áhættustýringin er nægilega góð til að líklegt sé að markmið náist. Þá kannar innra eftirlit hvort starfsemi sjóðsins sé innan þeirra reglna og laga sem um hann gilda. Áhættustýringin sjálf er í höndum starfsmanna sjóðsins.

Notkun svonefndrar COSO-aðferðafræði í innra eftirliti hefur farið vaxandi. Áhættumat er hluti af aðferðafræðinni en ákvörðun stjórnenda um viðbrögð við áhættunni eru hluti af stjórnunarferli en ekki innra eftirliti.

Áhættumynd lífeyrissjóða getur tekið miklum breytingum á skömmum tíma. Nærtækt dæmi er þau áhrif sem fall bankanna hafði á íslenska lífeyrissjóði.

Þegar þrjár bankar falla í sömu vikunni vex seljanleikaáhætta gríðarlega samfara miklu eignatapi. Hrunið dregur úr trausti á fjármálakerfinu og orðsporsáhætta sjóðsins vex mikið. Sjóðfélagar byrja að flytja séreign á milli deilda og flutningsáhætta vex. Markaðsbrestur leiðir til þess að seljanleikaáhætta vex enn frekar og við blasir að lausafjáraáhætta vex að sama skapi. Óstöðugt stjórn málaástand eykur lagalega áhættu og breytt lög um lífeyrissjóði auka útstreymisáhættuna sem eykur lausafjáraáhættuna enn meira. Hrun á fjármálamörkuðum leiðir til þess að skuldaraáhættan vex og mikil verðbólga eykur ósamræmisáhættu, enda stór hluti af verðtryggðum skuldabréfum verðlítill á meðan skuldbindingar vaxa í takt við verðbólgu. Skerðingaráhætta vex hröðum skrefum og álag á starfsemi eykur starfsmannaáhættuna og skjalaáhættuna. Uppgjör og ársreikningsgerð á óvissutímum eykur verulega bókhaldslega áhættu og lagaleg ágreiningsefni í skilmálum fjármálagerninga auka enn á lagalega áhættu. Uppgjörs- og afhendingaráhætta gerir vart við sig í samskiptum við skilanefndir sem eru hlaðnar í verkefnum og á stuttum tíma hafa nánast allir áhættuþættir gert vart við sig.

Í fyrra hefti Fjármálatíðinda 2003 birtist þýðing á grein eftir Jón Danielsson og fl., um Basel II reglugerðartillögurnar undir yfirskriftinni: „Tálsýn eða töfralausn“, en áhættustýring fjármála-fyrirtækja byggist á Basel II. Draga má mikinn lærdóm af þeim aðvörunarorðum sem þar koma fram um vágreiningu og þeim afleiðingum sem hún kunnir að hafa í för með sér. Þar benda höfundar á fjölmörg atriði sem þeir telja varhugaverð í uppbyggingu á áhættustýringu sem byggist á vágreiningu. Eitt af því sem höfundar benda á er að gera verður ráð fyrir því að áhætta sé innri stærð í áhættulíkönunum en ekki föst ytri stærð. Markaðsflókt sé, að minnsta kosti að hluta til, til komið vegna samskipta aðila á markaði og sé því innri breyta, staðreynd sem geti skipt höfuðmáli á erfiðleikatímum.

Eigna- og skuldbindingastýring (Asset Liability Management)

Í viðmiðunarreglum OECD um eignastýringu lífeyrissjóða segir í gr. 3.4. að leitast eigi við að „stýra eignum og skuldbindingum í samhengi og með samþættandi hætti“. Stýring eigna og skuldbindinga hefur á ensku verið kölluð „Asset Liability Management“, skammstafað ALM, hér eftir nefnd „eigna- og skuldbindingastýring“ eða ESS aðferð. Slík stýring leitast við að lágmarka ójafnvægi í eignum og skuldbindingum og haga eignasamsetningu þannig að áhætta eignasafns sé sem líkust áhættu skuldbindinga. Þetta þýðir að til að mynda vaxta- og verðbólguþróun leiði ekki til þess að skuldbindingar vaxi meira en eignir.

Í 19. gr. reglugerðar nr. 391/1998 um starfsemi lífeyrissjóða er mælt fyrir um núvirðiskröfu skuldbindinga íslenskra lífeyrissjóða. Þar er miðað við fasta 3,5% raunvexti, nema þar sem lífeyrisréttindi miðast við kaupgjald en þá skal miða við 2% raunvexti. Þá skal, skv. reglum FME um ársreikninga lífeyrissjóða, færa öll skuldabréf á kaupkröfu, þ.e. á þeim vaxtakjörum sem um var samið þegar bréfin voru keypt eða móttekin, enda séu vaxtakjörin í samræmi við það sem almennt gerist á markaði. Í reglunum kemur einnig fram að hafi orðið breyting á markaðsvöxtum, sem telst varanleg og er talin hafa mikil áhrif, skuli taka tillit til slíkrar breytingar við mat á skuldabréfaeign. Engin skilgreining er þó á því hvað skuli teljast varanlegt í þessu efni.

Tilvitnaðar reglur FME leiða til þess að vaxtabreytingar á mörkuðum hafa ekki bein áhrif á tryggingafræðilega stöðu lífeyrissjóða. Mat á skuldbindingum breytist ekki þrátt fyrir að markaðsvextir breytist og sama má segja um stóran hluta eigna lífeyrissjóða því skuldabréf eru almennt gerð upp á kaupkröfu. Skuldbindingar breytast því ekki með markaðsvöxtum og sama má segja um skuldabréf, þó með þeirri undantekningu að verðmæti fjárfestinga lífeyrissjóða í skuldabréfasjóðum breytist í takt við breytingar á markaðsvöxtum. Þess ber þó að geta að við tryggingafræðilega úttekt á lífeyrissjóðum fer fram endurmat eigna sem byggist á mismun á bókaðri kaupkröfu og gildandi markaðskröfu. Þannig taka lífeyrissjóðir tillit til slíkra breytinga og birta í ársskýrslum upplýsingar um hver áhrif vaxtabreytinga hafa verið á eignir sjóðsins milli uppgjörsgdagsetninga, svokallað endurmat eigna. Þá ber lífeyrissjóðum að birta upplýsingar um markaðsverð þeirra fjárfestinga sem ekki eru skráðar á markaði svo fremi að það sé fyrir hendi. Bæði þessi ákvæði draga fram áhrif vaxtabreytinga á eignir milli uppgjöra.

Þrátt fyrir að áhrif vaxtabreytinga mælist að takmörkuðu leyti í tryggingafræðilegri úttekt breytir það því ekki að vaxtabreytingar geta haft gríðarleg áhrif á getu lífeyrissjóða til þess að standa undir skuldbindingum sínum.

Skoðun

Starfshópurinn telur veigamikil rök fyrir því að skilyrði fyrir innleiðingu á ESS (e. ALM) kerfi séu ekki til staðar á Íslandi í dag. Markaður með íslenska fjármála-gerninga er of grunnur til að hægt sé að bregðast við með við-eigandi hætti og takmarkað framboð er af löngum skuldabréfum. Engu að síður telur starfshópurinn mikilvægt að hefja umræðu um kosti og galla þess að breyta forsendum á þann veg að unnt væri að innleiða slíkt kerfi. Þó má færa fyrir því rök að skörp innleiðing á vaxtaáhættu í áfalla-prófum gæti haft verulega slæmar afleiðingar fyrir afar grunnan fjármálamarkað sem býr við gjaldeyrishöft.

Skoðun

Íslenskir lífeyrissjóðir búa við sömu áhættuna hvað við kemur mögulegri vaxtalækkun. Ábyrg viðbrögð með frekari kaupum á skuldabréfum gætu við núverandi aðstæður orsakað markaðsbrest. Varhugavert gæti því verið að tengja skuldbindingar lífeyrissjóða við markaðskröfuna við núverandi aðstæður nema að undangenginni greiningu á mögulegum afleiðingum.

Ítarefni

Jafnhliða vinnunni við greinargerðina tók starfshópurinn saman heimildaskrá um íslenska lífeyrissjóðakerfið og fleira ítarefni sem tengist umfjöllunarefni hennar: góðum venjum í eigna- og áhættustýringu.

Ítarefnið verður aðgengilegt í rafrænu formi á heimasíðu Landssamtaka lífeyrissjóða, www.ll.is, ásamt sjálfri greinargerðinni.

- Flokkun áhættuþátta.
- Heimildaskrá um íslenska lífeyriskerfið.
- Viðmiðunarreglur OECD um eignastýringu lífeyrissjóða.
- Viðmiðunarreglur OECD um stjórnun lífeyrissjóða.
- Samanburður á viðmiðunarreglum OECD og ákvæðum íslenskra laga og regluverks um stjórnun lífeyrissjóða.
- Samanburður á viðmiðunarreglum OECD og ákvæðum íslenskra laga og regluverks um eignastýringu lífeyrissjóða.
- Takmarkanir fjárfestinga lífeyrissjóða í nokkrum OECD ríkjum.
- Hugtakaskrá á íslensku og ensku.

