



Stórir fiskar í lítilli tjörn Lífeyrissjóðirnir, gjaldeyrishöftin og mikilvægi góðra stjórnarháttanna

Sú staðreynd að gjaldeyrishöftin hafa takmörkuð ápreifanleg áhrif á daglegt líf landsmanna dregur talsvert úr almennri vitund á þeim viðamiklu neikvæðu áhrifum sem þau hafa á gangverk hagkerfisins. Meðal veigamestu áskorana í þessu samhengi eru áhrif haftanna á starfsumhverfi og verkefni lífeyrissjóðanna.

Eins og þekkt er koma höftin í veg fyrir að innlendir aðilar stundi nýfjárfestingar erlendis. Í tilviki lífeyrissjóða er þetta sérlega bagalegt. Það helgast af umtalsverðri fjárfestingarþörf þeirra ár hvert sem brýnt er að finna farveg í ólíkum eignaflokkum til að tryggja undirliggjandi áhættudreifingu og stuðla þannig að sem bestri og öruggastri ávöxtun lífeyris landsmanna. Slik dreifing næst ekki nema að takmörkuðu leyti innan ramma haftanna.

Sú staða sem uppi er vekur því margvíslegar spurningar er varða starfsemi og afkomu lífeyrissjóðanna, s.s. um áhrif afléttingar haftanna á hlutabréfamarkaðinn og þar með sjóðina, hvernig sjóðirnir meðhöndla síaukin áhrif sín sem eigendur fyrirtækja á Íslandi og hvað fyrirtækin sjálf geta gert til að draga úr áhættu sjóðanna sem hluthafa.

Þessir veigamiklu þættir mega ekki falla milli skips og bryggju í þeim doða sem einkennir haftaumræðuna. Leita þarf allra leiða til að draga úr neikvæðum áhrifum haftanna á fjárfestingar sjóðanna og hlutabréfamarkaðinn í heild. Samhliða þurfa sjóðirnir að móta sér skýrar eigendastefnur sem byggja á góðum stjórnarháttum, einkum varðandi skipanir í stjórnir og samskipti við aðra hluthafa. Atvinnulífið í heild þarf jafnframt að auka gagnsæi um starfsemi sína til að auðvelda sjóðunum og öðrum hluthöfum að meta áhættu af sínum fjárfestingum. Þannig má draga úr þeim skaða sem heftir fjármagnsflutningar skapa þar til afnám hafta kemst til framkvæmda og um leið bæta til lengri tíma umgjörð atvinnulífsins.

Höftin draga úr áhættudreifingu

Fjárfestingarþörf lífeyrissjóðakerfisins er talin nema um 110-130 mö. kr. ár hvert. Vegna haftanna hafa fjárfestingar sjóðanna einkennst af stigvaxandi einsleitni. Heilt yfir eru fjárfestingarkostir þeirra í dag aðeins fjórir og allir íslenskir: Í fyrsta lagi skuldabréf ríkis og sveitarfélaga, í öðru lagi skuldabréf fyrirtækja, í þriðja lagi hlutabréf fyrirtækja og fjórða lagi fjármögnun stórframkvæmda. Að auki hafa sjóðirnir á tímabilinu selt erlendar eignir

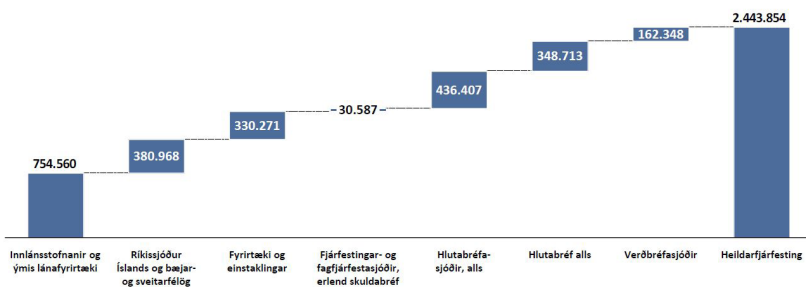
„Meðal veigamestu áskorana í þessu samhengi eru áhrif haftanna á starfsumhverfi og verkefni lífeyrissjóðanna.“

„Leita þarf allra leiða til að draga úr neikvæðum áhrifum haftanna á fjárfestingar sjóðanna og hlutabréfamarkaðinn í heild.“

„Þróun á innlendri skuldabréfaeign sjóðanna, sér í lagi í formi ríkistryggðra bréfa, endurspeglar vel þá takmörkuðu fjárfestingarkosti sem þeir standa frammi fyrir.“

sem voru á þeirra bókum fyrir upptöku haftanna, m.a. með kaupum á Avens skuldabréfinu og þátttöku í útboðum Seðlabankans við að losa um krónueignir erlendra aðila.

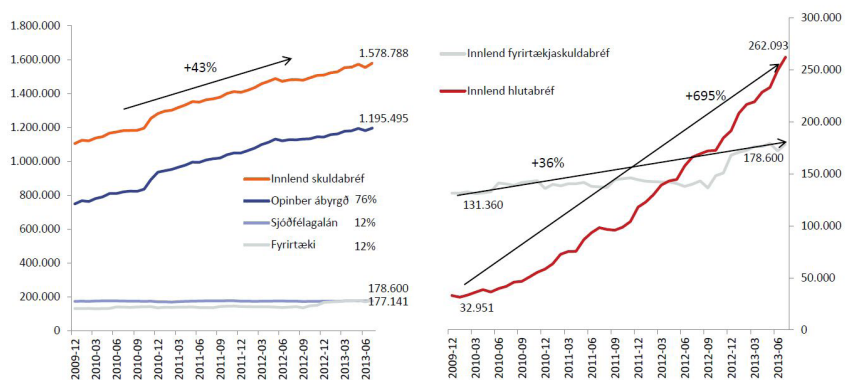
Mynd 1 Heildarfjárfesting sjóðanna skipt eftir eignaflokkum



Heimildir: Seðlabanki Íslands

Þróun á innlendri skuldabréfaeign sjóðanna, sér í lagi í formi ríkistryggðra bréfa, endurspeglar vel þá takmörkuðu fjárfestingarkosti sem þeir standa frammi fyrir. Þannig er hlutur þessara bréfa nú orðinn um 76% af allri skuldabréfaeign sjóðanna, eða um 50% af heildareignum þeirra, og hefur aukist um tæp 60% frá lok árs 2009. Á sama tíma er erlend verðbréfaeign sjóðanna hins vegar ekki nema 22% af hreinni eign þeirra, en hlutfallið fór hæst í rúm 32% nóvember 2008. Erlendar eignir mega vera allt að 50% af hreinni eign sjóðanna og því mættu þeir auka erlenda eign sína um 710 ma.kr. ef gjaldeyrishöftum væri aflétt.

Mynd 2 Innlend skuldabréfa og hlutabréfaeign



Heimildir: Seðlabanki Íslands

Bent hefur verið á að ein afleiðing þessarar þróunar sé að lífeyrissjóðakerfið beri í auknum mæli einkenni gegnumstreymiskerfis, í stað þess sjóðssöfnunarkerfis sem nú er byggt á. Enda er það svo þegar kemur að endurgreiðslum þessara skuldabréfa þá verða greiðslurnar fjármagnaðar með skatttekjum ríkisins. Þannig verður

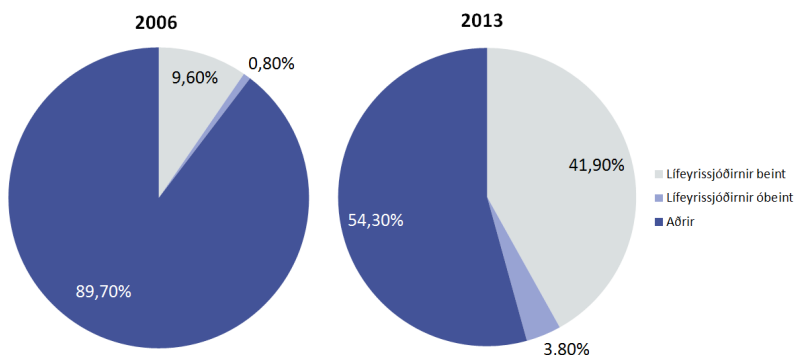
áhætta hins opinbera einnig aukin og þau vandamál sem fylgja gegnumstreymiskerfum, sem nú sliga margar vestrænar þjóðir, innleidd hér.

Einsleitni eykur áhrif sjóðanna

Í ljósi þeirra takmörkuðu fjárfestingakosta sem lífeyrissjóðirnir standa frammi fyrir kemur ekki á óvart að áhrif lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi hafa aukist til muna. Þannig hefur t.a.m. hlutur þeirra, bæði beint og óbeint, í skráðum hlutabréfum hérlendis aukist frá um 10% árið 2006 í um 40% árið 2013 og nokkrir sjóðanna eru komnir nálægt leyfilegri heildareign í einstökum skráðum fyrirtækjum. Að auki sýnir ný skýrsla Samkeppniseftirlitsins að eignarhlutur sjóðanna í 120 stærstu fyrirtækjum landsins hefur aukist úr 2% árið 2007 í 14% núna í ár. Þessi þróun kallar á tvenns konar álitamál, annars vegar möguleg áhrif á samkeppni og hins vegar hvernig sjóðirnir ætla sér að beita þessum áhrifum.

„Þessi þróun kallar á tvenns konar álitamál, annars vegar möguleg áhrif á samkeppni og hins vegar hvernig sjóðirnir ætla sér að beita þessum áhrifum.“

Mynd 3 Eignarhald lífeyrissjóða á skráðum hlutabréfum



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Viðskiptaráðs Íslands

Hvað varðar fyrra atriðið þá hefur Samkeppniseftirlitið áður látið í ljós það álit sitt að lífeyrissjóðir teljist til fyrirtækja í skilningi samkeppnislaga og að sjóðsfélagar hafi hagsmuni af sem mestri samkeppni milli sjóðanna. Þá lýsti Samkeppniseftirlitið nýverið áhyggjum sínum af ógagnsæu eignarhaldi sjóðanna í 120 stærstu fyrirtækjum landsins.

Seinna atriðið lýtur að mikilvægi þess að sjóðirnir tileinki sér góða stjórnarhætti og geri sömu kröfu til þeirra fyrirtækja sem þeir fjárfesta í. Í krafti stærðar sinnar sem hluthafar eru sjóðirnir iðulega í þeirri stöðu að skipa í stjórnir þeirra. Leggja ætti áherslu á að það ferli sé í alla staði gagnsætt og miði bæði að því að ráða hæfasta fólkið hverju sinni og draga úr líkum á hagsmunaaðrekstrum.

Í dag hafast sjóðirnir ólíkt að í þessum efnum. Einhverjir þeirra hafa sett niður ferli um stjórnarskipan, aðrir skipa almennt ekki í stjórnir fyrirtækja og enn aðrir gera það án skýrrar stefnu. Miðað við stjórnir

„Seinna atriðið lýtur að mikilvægi þess að sjóðirnir tileinki sér góða stjórnarhætti og geri sömu kröfu til þeirra fyrirtækja sem þeir fjárfesta í.“

„Að sama skapi skiptir miklu að sjóðirnir gæti að góðu samstarfi við minni hluthafa í viðkomandi fyrirtækjum.“

„Um leið og mikilvægt er að lífeyrissjóðir séu virkir fjárfestar sem gæti vel að fjármunum sjóðsfélaga þá skiptir máli að þeir tileinki sér skýrar stefnur í þessum efnum, líkt og gert er víða erlendis.“

„Hér eins og á öðrum sviðum getur atvinnulífið létt undir að eigin frumkvæði, bæði til hagsbóta fyrir sig og eigendur sína.“

skráðra íslenskra fyrirtækja þá eru tæplega 5% stjórnarmanna þeirra jafnframt stjórnarmenn í lífeyrissjóðum. Þó hér megi greina ákveðna stefnubreytingu frá því sem var, þegar áhersla var lögð á að sjóðirnir kysu með fótunum, þá verður hafa skilning á hvötunum að baki enda hafa sjóðirnir verið harðlega gagnrýndir fyrir að fylgjast ekki nægilega vel með sínum fjárfestingum.

Að sama skapi skiptir miklu að sjóðirnir gæti að góðu samstarfi við minni hluthafa í viðkomandi fyrirtækjum. Vernd minni hluthafa er mikilvægur þáttur í virkni hvers verðbréfamarkaðar og miða bæði löggjöf og leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja að því að þeirra hagsmuna sé gætt til jafns við hagsmuni stærri hluthafa.

Um leið og mikilvægt er að lífeyrissjóðir séu virkir fjárfestar sem gæti vel að fjármunum sjóðsfélaga þá skiptir máli að þeir tileinki sér skýrar stefnur í þessum efnum, líkt og gert er víða erlendis.

Atvinnulífið auki gagnsæi og bæti stjórnarhætti

Hér eins og á öðrum sviðum getur atvinnulífið létt undir að eigin frumkvæði, bæði til hagsbóta fyrir sig og eigendur sína. Það verður t.a.m. gert með auknu gagnsæi um starfsemi fyrirtækja. Þó margt hafi færst til betri vegar síðustu ár þá má alltaf gera betur, s.s. með tilliti til ársreikningaskila. Þá geta fyrirtæki jafnframt bætt almenna upplýsingagjöf s.s. um samsetningu hluthafa og tengsl þeirra stærstu.

Mynd 4 Merki fyrirmyndarfyrirtækja



FYRIRMYNDARFYRIRTÆKI Í STJÓRNARHÁTTUM

Að auki ættu fyrirtæki í auknum mæli fylgja leiðbeiningum um góða stjórnarhætti, s.s. þeim sem gefnar eru út af Viðskiptaráði, Samtökum atvinnulífsins og NASDAQ OMX Ísland. Með tiltölulega einföldum ráðstöfunum, t.a.m. í tengslum við hluthafafundi og bætt upplýsingaflæði, geta fyrirtæki gert hluthöfum sínum betur kleift að taka upplýstar ákvarðanir og beita eigendaréttindum sínum með markvissari hætti.

Leiðir til úrbóta

1. Höftin og áhættudreifing

Til að draga úr neikvæðum áhrifum haftanna á fjárfestingar lífeyrissjóðanna þarf að fjölga þeim fjárfestingarkostum sem sjóðirnir standa frammi fyrir. Heillavænlegast væri að auka verulega fjárfestingu þeirra erlendis, en það er óraunhæft eins og sakir standa. Því er spurningin hvernig fjölga megi innlendum fjárfestingarkostum lífeyrissjóðanna og auka þannig áhættudreifingu þeirra. Ýmsir möguleikar væru til þess fallnir að stuðla að þessu markmiði:

- Sala á ríkiseignum væri til þess fallin að fjölga fjárfestingarkostum lífeyrissjóðanna samhliða því að draga úr skuldum ríkissjóðs. Tvær stærstu eignirnar sem vert væri að skoða í þessu samhengi eru Landsvirkjun og Landsbanki Íslands. Auðvelt væri að skrá Landsbanka Íslands á markað og selja hluta eða öll bréf bankans í kjölfarið. Hægt væri að stíga smærri skref hvað Landsvirkjun varðar og selja minnihlutaeign í fyrirtækinu til lífeyrissjóða.
- Gera mætti breytingar á lögum um lífeyrissjóði sem væru til þess fallnar að rýmka svigrúm þeirra til að fjárfesta í bréfum skráðum á First North hlutabréfamarkaðnum. Þetta væri til þess fallið að skapa stóraukinn hvata fyrir meðalstór fyrirtæki að skrá bréf sín í Kauphöll Íslands og um leið fjölga fjárfestingarmöguleikum sjóðanna.
- Aðkoma lífeyrissjóða að einkaframkvæmdum sem snúa að uppbyggingu á innviðum, t.d. í samgöngum, væri einnig áhugaverður kostur. Arðbær verkefni af þessu tagi gætu skapað tiltölulega örugga ávöxtun og myndu samhliða styðja við fjárfestingastig í landinu.
- Skapa mætti umgjörð sem myndi auka aðkomu lífeyrissjóða að fjármögnun nýrra gjaldeyrisskapandi verkefna. Í því fælist að sjóðunum yrði heimilt að fá fjárfestingu sína greidda til baka með endurfjárfestanlegum gjaldeyri. Með þessu væri stutt við hagvöxt og hjálpað til við að skapa skilyrði til afnáms gjaldeyrishafta.

„Sala á ríkiseignum væri til þess fallin að fjölga fjárfestingarkostum lífeyrissjóðanna samhliða því að draga úr skuldum ríkissjóðs.“

2. Góðir stjórnarhættir

Samhliða auknum áhrifum lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi skiptir miklu að sjóðirnir séu með skýrar stefnur um hvernig þeir hyggjast beita þeim áhrifum. Í þessum efnum ættu sjóðirnir að taka mið af því sem gerist erlendis og að:

- Móta sér eigendastefnu sem m.a. tekur á samskiptum og samstarfi sjóðanna við minni hluthafa í þeim fyrirtækjum sem sjóðirnir fjárfesta í.
- Beita sér fyrir því að fyrirtæki á markaði og önnur þar sem eignarhlutur sjóðanna er verulegur setji upp svokallaðar tilnefninganefndir, sem annast það að tilnefna stjórnarmenn á hluthafafundum viðkomandi fyrirtækja.
- Afmarka aðkomu sína að stjórnnum fyrirtækja við þátttöku í slíkum nefndum og beita við skoðun á hugsanlegum stjórnarmönnum formlegu hæfismati. Með þessu móti væri dregið verulega úr líkum á

„Samhliða auknum áhrifum lífeyrissjóða í íslensku atvinnulífi skiptir miklu að sjóðirnir séu með skýrar stefnur um hvernig þeir hyggjast beita þeim áhrifum.“

„Atvinnulífið í heild ætti þannig að tileinka sér leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja, s.s. með útgáfu sérstakra stjórnarháttayfirlýsinga með grunnupplýsingum um fyrirtækið, stjórn þess og stjórnendur“

„Öll viðleitni til að styrkja stoðir kerfisins til langframa krefst því markvissrar og málefnalegar umræðu og skilvirkar eftirfylgni í góðu samstarfi helstu hagsmunaaðila.“

hagsmunaaðilum, s.s. þegar lífeyrissjóðir eiga hluti í keppinautum á sama markaði.

- Auka til muna gagnsæi um beint og óbeint eignarhald sitt í fyrirtækjum sem og hvernig sjóðirnir beita réttindum sínum sem eigendur, s.s. með miðlægri gátt sem hefur að geyma upplýsingar um hvernig sjóðirnir koma að stjórnarkjörum og kjósa á hluthafafundum.

3. Aukið gagnsæi atvinnulífs

Fyrirtækin í landinu hafa jafnframt hlutverki að gegna í þessum efnum og þar vegur bætt gagnsæi um starfsemi þeirra þungt. Atvinnulífið í heild ætti þannig að:

- Ganga fram með góðu fordæmi þegar kemur að skilum á helstu rekstrarupplýsingum til opinberra aðila sem eru forsenda upplýstrar ákvarðanatöku bæði hluthafa og fjárfesta.
- Bæta almennt upplýsingagjöf um starfsemi sína á vefnum s.s. um samsetningu hluthafahópsins og tengsl stærstu hluthafa.
- Innleiða í auknum mæli samkeppnisréttaráætlanir til að draga úr líkum á samkeppnisröskunum.
- Tileinka sér leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja, s.s. með útgáfu sérstakra stjórnarháttayfirlýsinga með grunnupplýsingum um fyrirtækið, stjórn þess og stjórnendur, innra eftirliti o.s.frv. Nokkur fyrirtæki hafa gengið skrefinu lengra og fengið sérstaka úttekt á stjórnarháttum sínum sem birt er opinberlega og gerir hluthöfum og fjárfestum betur kleift að meta starfsemi þeirra.

Mikilvægi lífeyrissjóðakerfisins fyrir íslenskt samfélag er engum vafa undirorpið og er staða kerfisins raunar öfundsverð í alþjóðlegu samhengi. Stærð sjóðanna er þó slík að áhrif og afkoma þeirra varðar allt samfélagið með einum eða öðrum hætti. Öll viðleitni til að styrkja stoðir kerfisins til langframa krefst því markvissrar og málefnalegar umræðu og skilvirkar eftirfylgni í góðu samstarfi helstu hagsmunaaðila.

Nánari upplýsingar veita Frosti Ólafsson framkvæmdastjóri og Haraldur I. Birgisson aðstoðarframkvæmdastjóri í síma 510-7100. Fjölmiðlahorn Viðskiptaráðs má finna [hér](#).

Myndir úr þessari skoðun eru aðgengilegar á [flickr vef ráðsins](#).