

**BIRTA**  
LÍFEYRISSJÓÐUR



**FJÁRFESTINGARSTEFNA 2019**  
SÉREIGNAEILDIR

## Efnisyfirlit

1. TILGANGUR .....	3
2. LANGTÍMA MARKMIÐ .....	3
2.1 SKYNSEMISSREGLAN .....	3
3. STJÓRNARHÆTTIR .....	4
3.1 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFA-VIÐSKIPTI.....	4
3.2 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING .....	4
3.3 SAMSKIPTA OG SIÐAREGLUR.....	5
3.4 EIGENDASTEFNA.....	5
3.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ .....	5
4. EIGNAFLOKKAR.....	5
5. FORSENDUR .....	6
5.1 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI .....	6
6. FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNAÐEILDAR.....	6
6.1 INNLÁNSLEIÐ .....	6
6.1.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu.....	7
6.1.2 Markmið um hlutfall lausafjár.....	7
6.1.3 Önnur viðmið og takmarkanir fjárfestinga.....	7
6.2 SKULDABRÉFALEIÐ .....	7
6.2.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu.....	7
6.2.2 Viðmið um notkun afleiða.....	8
6.2.3 Takmarkanir á fjárfestingum .....	8
6.2.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf og önnur fasteignatryggð veðlán .....	8
6.2.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyris-sjóða.....	8
6.2.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka.....	8
6.2.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu .....	9
6.2.8 Markmið um hlutfall lausafjár.....	9
6.2.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns.....	9
6.2.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu skuldabréfaleiðarinnar.....	9
6.2.11 Viðmiðunarvísitölur .....	9
6.3 BLÖNDUÐ LEIÐ.....	9
6.3.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu.....	10
6.3.2 Viðmið um notkun afleiða.....	10
6.3.3 Takmarkanir á fjárfestingum .....	10
6.3.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf, og önnur fasteignatryggð veðlán .....	11
6.3.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða .....	11
6.3.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka.....	11
6.3.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu .....	11
6.3.8 Markmið um hlutfall lausafjár.....	12
6.3.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns.....	12
6.3.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu blönduðu leiðarinnar .....	12
6.3.11 Viðmiðunarvísitölur .....	12
7. SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ SEM BIRTA HEFUR SETT SÉR Í FJÁRFESTINGUM.....	12
8. UMFJÖLLUN UM EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM.....	13
9. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA.....	15

## 1. TILGANGUR

Þetta stefnuskjal er fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs, mótuð af stjórn með þátttöku fjárfestingaráðs Birtu. Skjalið á við um séreignardeild Birtu og er ætlað að vera vegvísir fyrir stjórn, fjárfestingaráð og þá þjónustuaðila sem stýra eignum fyrir sjóðinn. Hún er formlegt skjal sem lýsir stefnu sjóðsins við fjárfestingar og ávöxtun fjár sjóðfélaga. Fjárfestingarstefnan er kynnt sjóðfélögum og lögð fram til staðfestingar á ársfundi sjóðsins sbr. 3. mgr. 30. gr. laga um lífeyrissjóði. Stefnan er jafnframt birt á heimasíðu sjóðsins, birta.is.

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er mótuð í samræmi við reglugerð nr. 916/2009 með síðari breytingum um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða.

Stefnan er grundvölluð á 36. gr. laga um lífeyrissjóði með síðari breytingum og er ákvörðuð af stjórn sjóðsins og fjárfestingaráði í samræmi við góða viðskiptahætti og með hliðsjón af fjárfestingarreglum Birtu. Við mótun stefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt hafðir að leiðarljósi.

Fjárfestingarstefnan er mótuð til lengri tíma en eins árs. Engu að síður er hún endurskoðuð árlega af stjórn Birtu og fjárfestingaráði með tilliti til breytinga í umhverfi sjóðsins.

## 2. LANGTÍMA MARKMIÐ

Fjárfestingarstefnan er nánari útfærsla á þeirri hugmyndafræði sem sjóðurinn notar við að ná fjárfestingarmarkmiðum sínum. Hún er sett fram í þeim tilgangi að ná eftirfarandi langtíma markmiðum samhliða:

- A. Ná hæstu mögulegu ávöxtun að teknu tilliti til áhættu og seljanleika eigna.
- B. Viðhalda nægilegri áhættudreifingu eigna.

### 2.1 SKYNSEMISSREGLAN

Mótun fjárfestingarstefnu Birtu lífeyrissjóðs byggir á almennum meginreglum laga, skynsemisreglu. Skynsemisreglan byggir á almennum kröfu sem gerðar eru til stjórnar og starfsmanna Birtu við mótun fjárfestingarstefnunnar og fjárfestinga í samræmi við hana. Almennar kröfur sem taldar eru skynsamlegar þegar lágmarkskröfum laga sleppir.

Meginreglurnar eru eftirfarandi:

Við mótun stefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt haft að leiðarljósi. Til þess að tryggja hagsmuni sjóðfélaga sem best setur sjóðurinn sér reglur um stjórnarhætti sem vísað er til í kafla þrjú hér á eftir. Þar er vísað til fjölmargra reglna sem stjórn setur sér til að tryggja hagsmuni sjóðfélaga sem best.

Lífeyrissjóðurinn horfir til aldurssamsetningar sjóðfélaga og annarra þátta sem áhrif hafa á lífeyrisbyrðina og framtíðargreiðslufærni.

Fjárfestingarstefnan og allar fjárfestingar sem byggja á henni skulu byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi í huga. Fjárfestingarstefnan byggir þannig á vali á eignarflokkum sem teljast uppfylla ofangreind skilyrði og spá stjórnar og fjárfestingarráðs um vænta arðsemi til lengri tíma að teknu tilliti til áhættu. Til þess að tryggja sem best að sjóðurinn uppfylli framangreindar kröfur í fjárfestingum, setja stjórn og starfsmenn sér reglur og verklagsreglur þar sem viðeigandi greining er skilgreind með tilliti til tegundar eignaflokka. Sem dæmi þá eru í gildi lánareglur þar sem tryggt er að ofangreindar upplýsingar um öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi er aflað og hafðar að leiðarljósi. Stjórnin setur sjóðnum þannig fjölmargar reglur og takmarkanir í þessari fjárfestingarstefnu sem taldar eru skynsamur og líklegar til að tryggja langtíma markmið.

Þessari fjárfestingarstefnu er ætlað að gæta þess að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að komið sé í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu, m.a. með því að gæta að fylgni áhættu einstakra eigna og eignaflokka.

### 3. STJÓRNARHÆTTIR

Allar ákvarðanir stjórnar er varða ávöxtun eigna Birtu eru teknar með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Við meðferð mála horfir stjórn til II. kafla stjórnarsýslulaga er varðar sérstakt hæfi stjórnar- og starfsmanna til að taka þátt í ákvörðunum. Í kaflanum eru vanhæfisástæður skilgreindar og hver áhrif vanhæfis eru. Þá horfir

stjórn einnig til Leiðbeininga um stjórnarhætti sem útgefnar eru af Viðskiptaráði Íslands, Samtökum atvinnulífsins og Nasdaq Iceland, einkum 2. og 3. kafla sem fjallar um störf stjórnar og þátttöku stjórnarmanna á stjórnarfundum.

#### 3.1 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFA-VIÐSKIPTI

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur um viðskipti stjórnar- og starfsmanna með fjármálagerninga. Reglurnar eru settar samkvæmt 5. tl. 2. mgr. 29. gr. laga um lífeyrissjóði.

Reglurnar taka, eftir því sem við á, til Birtu lífeyrissjóðs, stjórnarmanna, starfsmanna og fjölskyldna þeirra. Starfsmenn sem ekki koma að starfsemi sem valdið getur hagsmunaárekstrum, hafa engan aðgang að innherjaupplýsingum eða öðrum trúnaðarupplýsingum sem geta tengst verðbréfavíðskiptum sjóðsins eru undanþegnir ákvæðum 8. og 10. gr. reglnanna um tilkynningaskyldu og undirritun yfirlýsingar. Reglunum er ætlað að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra í starfsemi sjóðsins og jafnframt að draga úr hættu á að þeir sem reglurnar taka til tengist einstökum úrlausnarefnum með þeim hætti að fyrirfram megi draga í efa óhlutdrægni þeirra við meðferð og afgreiðslu einstakra mála. Reglunum er ætlað að tryggja vandaða starfshætti sem stuðla að trúverðugleika sjóðsins, stjórnar hans og starfsmanna.

#### 3.2 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING

Samkvæmt 29. gr. laga um lífeyrissjóði ber stjórn Birtu ábyrgð á starfsemi sjóðsins. Stjórn hefur með höndum almennt eftirlit með rekstri, bókhaldi og ráðstöfun eigna sjóðsins.

Samkvæmt 3. tl. 29. gr. skal stjórn móta fjárfestingastefnu Birtu í samræmi við VII. kafla sömu laga. Stjórn Birtu samþykkir og gerir breytingar á fjárfestingastefnu og ber ábyrgð á að henni sé framfylgt. Stjórnin felur fjárfestingaráði Birtu að fylgja stefnunni eftir og fjárfesta iðgjöldum og öðru ráðstöfunarfé í samræmi við yfirlýsta fjárfestingastefnu.

Stjórn Birtu veitir fjárfestingaráði heimild til að útvista afmörkuðum þáttum eignastýringar til fagaðila í samræmi við grunnstefnu og meginreglur í fjárfestingastarfsemi sjóðsins. Stjórn Birtu hefur falið innri endurskoðanda að leggja mat á eftirlitsumhverfi sjóðsins og hlítingu gagnvart fjárfestingarreglum hans. Jafnframt leggur innri endurskoðandi mat á það hvort að í reglum sjóðsins sé viðunandi innra eftirlit sem kynnt er stjórn sjóðsins milliliðalaust.

Framkvæmdastjóri hefur eftirlit með að fjárfestingarstefnu sé fylgt eftir og gefur stjórn skýrslu um stöðu eigna ársfjórðungslega í samræmi við reglur Birtu um upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar.

### 3.3 SAMSKIPTA OG SIÐAREGLUR

Stjórn sjóðsins og starfsmenn gera sér ljóst þá ábyrgð sem því fylgir að hafa umsjón með fjármunum sem eru í eigu sjóðfélaga. Í ljósi þess hefur stjórn sett sér sérstakar samskipta- og siðareglur sem ætlað er að stuðla að góðum starfsháttum og samskiptum á fjármálamarkaði.

### 3.4 EIGENDASTEFNA

Birta lífeyrissjóður er virkur þátttakandi á innlendum verðbréfamarkaði. Í því ljósi gætir sjóðurinn hagsmuna sinna í hlutafélögum, verðbréfasjóðum og sem eigandi skuldabréfa í samræmi við sérstaka eigendastefnu sem er tengd fjárfestingastefnu án þess að vera hluti hennar. Markmið eigendastefnu Birtu er að skýra og skilgreina afstöðu stjórnar til stjórnarháttá í starfsemi fyrirtækja sem tengjast hagsmunum Birtu og miðla henni til stjórnar viðkomandi fyrirtækis.

### 3.5 SAMFÉLAGSLEG ÁBYRGÐ

Birta lífeyrissjóður er aðili að sáttamála Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar (*e. Principles for Responsible Investment*). Að mati stjórnar Birtu er eðlilegt að byggja samfélagslega ábyrgð og siðferðisleg viðmið í fjárfestingum sjóðsins á grunni þess sáttmála þar sem hann hefur að geyma viðmið sem viðurkennd eru af alþjóðasamfélaginu.

Sáttmálinn er leiðbeinandi fyrir stofnanafjárfesta um allan heim og felur í sér að þátttakendur skuldbindi sig til að taka tillit til umhverfislegra og félagslegra þátta við fjárfestingar sínar, auk þess sem lögð er áhersla á góða stjórnarhætti fyrirtækja sem fjárfest er í.

## 4. EIGNAFLOKKAR

Fjárfestingarstefnan byggir á tegundaflokkun 1.-6. töluliðar 36. gr. a laga nr. 129/1997 sem sett er fram í fylgiskjölum I-III við fjárfestingarstefnuna.

## 5. FORSENDUR

Séreignadeild Birtu býður upp á þrjár mismunandi ávöxtunarleiðir, þ.e. innlánsleið, skuldabréfaleið og blandaða leið. Fjárfestingarstefna þessara þriggja ávöxtunarleiða byggir á eftirfarandi forsendum hvað varðar lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði.

### 5.1 LÍFEYRISBYRGÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Samkvæmt nágildandi lögum er heimilt að greiða lífeyrissparnað í séreign út í eingreiðslu þegar réttthafi hefur náð 60 ára aldri. Einnig er heimilt að greiða lífeyrissparnaðinn út í eingreiðslu við fráfall sjóðfélaga. Jafnframt er sjóðfélögum heimilt að flytja eignir á milli ávöxtunarleiða og/eða vörsluaðila. Árið 2014 voru samþykkt lög á Alþingi sem heimiluðu greiðslu séreignasparnaðar inn á húsnæðislán upp að ákveðnu marki. Sú heimild er í gildi til ársins 2019. Þessir þættir eru meginþunginn í forsendum Birtu hvað lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði ávöxtunarleiða séreignadeildarinnar varðar.

Fjárfestingarstefnur ávöxtunarleiða séreignadeildar Birtu eru þannig uppbyggðar að eignir þeirra eru að hluta til innlán og/eða auðseljanleg skuldabréf. Þannig er hægt að bregðast strax við mögulegu útstreymi vegna áðurnefndra þátta sem hafa áhrif á lífeyrisbyrðina og framtíðargreiðsluflæðið. Þá er einnig tekið tillit til greiðsluflæðis af skuldabréfaeign ávöxtunarleiðanna sem styrkir sjóðstreymið til þeirra enn frekar.

Auk áðurgreinds er spá um þróun lífeyrisbyrðar á næstu árum í séreignadeildinni byggð á þegar gerðum samningum til útgreiðslu. Að sama skapi hefur verið tekið tillit til mögulegra flutninga á milli ávöxtunarleiða sem og frá sjóðnum sjálfum. Mat á áhættunni að sjóðfélagar flytji réttindi sín á milli er byggt á reynslu sjóðsins síðustu misseri. Gert er ráð fyrir í fjárfestingarstefnum ávöxtunarleiðanna þriggja að sjóðfélagar geti flutt allt að 10% af eignum viðkomandi leiðar. Við þessu mögulega útstreymi er hægt að bregðast strax við með innlausn á auðseljanlegum eignum leiðanna, sbr. innlánnum og skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs.

Aðrir þættir sem hafa áhrif er útgreiðsla vegna örorku en þeim greiðslum þarf að dreifa á sjö ár m.v. 100% orkutap og yfir lengri tíma ef orkutap er minna. Það er mat Birtu að þessi þáttur hafi ekki teljandi áhrif á lífeyrisbyrði og greiðsluflæði lífeyris til framtíðar.

## 6.

## FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNADEILDAR

Eins og áður hefur komið fram býður Birta lífeyrissjóður upp á þrjár ávöxtunarleiðir og geta sjóðfélagar nýtt sér eina eða fleiri samtímis. Hægt er að skipta um ávöxtunarleið hvenær sem er.

### 6.1 INNLÁNSLEIÐ

Fjárfestingarstefna innlánsleiðarinnar byggir á einum eignaflokki, þ.e. innlánnum, sbr. fylgiskjal I og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

### 6.1.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Markmið og viðmið Birtu hvað varðar ávöxtun og áhættu í þessari ávöxtunarleið er að hún beri að öllu jöfnu hæstu vexti hverju sinni á bundnum innlánnum innlánsstofnana. Höfuðstóll innlánsleiðarinnar heldur verðgildi sínu í takt við neysluverðsvísitölu en vextirnir eru hins vegar breytilegir. Ávöxtunarleiðin felur þ.a.l. í sér litla áhættu en þess má vænta að hún gefi einnig lægstu ávöxtunina, af ávöxtunarleiðunum þremur, til lengri tíma litið. Þrátt fyrir að vörsluaðilum séreignarsparnaðar sé heimilt að binda öll innlán hjá sömu innlánsstofnun þá er það stefna stjórnar Birtu að dreifa að jafnaði innlánnum á að minnsta kosti tvo aðila án þess þó að setja sérstök takmörk.

### 6.1.2 Markmið um hlutfall lausafjár

Að öllu jöfnu eru um 10% af eignum ávöxtunarleiðarinnar í óbundnum innistæðum sem hægt er að ráðstafa samdægurs til að mæta ófyrirséðu útfærði.

### 6.1.3 Önnur viðmið og takmarkanir fjárfestinga

Tölulíðir a. til k. og m. til n. í 4 gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum eiga ekki við um innlánsleið Birtu.

## 6.2 SKULDABRÉFALEIÐ

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir á mismunandi tegundaflokkum innlána og verðbréfa sbr. fylgiskjal II og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

### 6.2.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir meðal annars á spá stjórnar og fjárfestingaráðs sjóðsins um vænta ávöxtun til framtíðar að teknu tilliti til áhættu. Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem er notuð er lýst í 6. kafla í fjárfestingarstefnuskjali samtryggingardeildar Birtu og deildar um tilgreinda séreign. Jafnframt er tekið mið af núverandi eignasamsetningu við mótun stefnu skuldabréfaleiðarinnar og gert ráð fyrir að sjóðnum takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali II.

Í töflunni hér á eftir má sjá þær forsendur sem notaðar eru sem markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu skuldabréfaleiðarinnar.

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun	Áhætta
Innlán	3,4%	0,4%
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	5,3%	4,9%
Skuldabréf sveitafélaga	5,7%	3,1%
Sértryggt skuldabréf	5,8%	2,3%
Skuldabréf fyrirtækja	7,3%	2,5%
Fasteignaveðtryggt skuldabréf	6,7%	5,0%

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu skuldabréfaleiðarinnar og hvaða áhrif sú stefna hefur á núverandi eignasamsetningu. Mv. nýja fjárfestingarstefnu er vænt nafnávöxtun leiðarinnar 5,8% með 4,0% flökti. Miðað við 3,2% vænta verðbólgu myndi þetta samsvara 2,5% raunávöxtun.



Skuldabréfaleiðin	Fjárfestingastefna 2019	Breytingar mv. raunstöðu 30.09.2018
Innlán	2,0%	-0,4%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	50,0%	-3,1%
Skuldabréf sveitarfélaga	13,0%	0,3%
Sértryggð skuldabréf	9,0%	2,1%
Skuldabréf fyrirtækja	8,0%	0,6%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	18,0%	0,5%
	100%	

### 6.2.2 Viðmið um notkun afleiða

Á ekki við þar sem notkun á afleiðum er óheimil í þessari ávöxtunarleið.

### 6.2.3 Takmarkanir á fjárfestingum

Samanlögð eign skuldabréfaleiðarinnar í verðbréfum, skv. 2. tl. – 6. tl. 36. gr. a. áðurnefndra laga um lífeyrissjóði, útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meiri en 20% af hreinni eign ávöxtunarleiðarinnar. Með tengdum aðilum er átt við þegar tveir eða fleiri einstaklingar eða lögaðilar tengjast gegnum viðskiptahagsmuni, þ.e. beint eða óbeint eignarhald á minnst 20% hlutfjár eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis.

Ávöxtunarleiðinni er ekki heimilt að eiga meira en 25% í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði/fjárfestingarsjóði eða deild þeirra eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans.

### 6.2.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf og önnur fasteignatryggð veðlán

Hvorki er lánað út á ósamþykktar íbúðir né íbúðir sem lúta ákvæðum laga um félagslegar íbúðir. Ekki er lánað hærrí upphæð en sem nemur 90% af brunabótamati og lóðamati. Skilyrði er að það lán, sem lífeyrissjóðurinn veitir, að viðbættum

áhvílandi forgangsveðskuldum, uppfærðum, séu þær verðtryggðar eða óverðtryggðar, sé ekki hærra en sem nemur 65% af áætluðu söluverði eða markaðsmati ef um íbúðarhúsnæði er að ræða. Ef um er að ræða atvinnuhúsnæði er hámarkið 50% af áætluðu söluverði eða metnu markaðsverði.

### 6.2.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða

Á ekki við þar sem þessi ávöxtunarleið fjárfestir ekki í þjónustufyrirtækjum

### 6.2.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka

Um það bil þrjú fjórðu verðbréfaeigna skuldabréfaleiðarinnar eru í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru óuppgreiðanleg. Þetta eru skuldabréf með ríkisábyrgð, sveitarfélagabréf og sértryggð bréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 7,2 ár mv. 30.09. sl. Önnur skuldabréf í eigu ávöxtunarleiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Að teknu tilliti til þeirra bréfa var meðaltími skuldabréfasafns leiðarinnar um 8,0 ár þann 30.09 sl.

Val á meðaltíma skuldabréfa í þessari ávöxtunarleið tekur mið af væntri ávöxtun og seljanleika allra skuldabréfaflokka leiðarinnar en markmiðið er 10 ár með 3 ára vikmörkum.



### 6.2.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu

Lögð er áhersla á að ná markaðsávöxtun þess eignaflokks sem um ræðir á sem hagkvæmastan hátt. Í þessu augnamiði er óvirkri stýringu iðulega beitt með fjárfestingu í vísitölusjóðum eða eðlislíkum fjárfestingum. Í öðrum tilvikum er virkri stýringu beitt, byggt á mati á að við tiltekna aðstæður geti eiginleikar virkrar stýringar hentað. Til að meta virkni stýringar eigna notast Birta við fjármálhugtakið hermiskekkja (e. *Tracking error*). Hermiskekkja er fjármálatölfræðileg aðferð sem er notuð til að meta hve mikið ávöxtun einstakra verðbréfasafna sveiflast frá ávöxtun viðmiðunarvísitalna. Gert er ráð fyrir að einstaka eignasöfn geti mælst með hermiskekkju á bilinu 1% til 10%, en að jafnaði verði hermiskekkja safna í virkri stýringu á bilinu 3% til 6%.

Hlutfall skuldabréfaleiðarinnar í virkri stýringu þann 30.09 sl. var um 80%. Það sem telst til virkrar stýringar eru öll verðbréf og innlán deildarinnar að undanskildum eignaflokknum önnur fasteignaveðlán. Markmið ávöxtunarleiðarinnar er að um 75% hennar séu í virkri stýringu með 10% vikmörkum.

### 6.2.8 Markmið um hlutfall lausafjár

Markmið um hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali II undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum (eignaflokkur B.b). Um er að ræða óbundnar innistæður sem hægt er að ráðstafa samdægurs.

### 6.2.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafnsins er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim verðbréfamörkuðum sem unnið er á. Markmiðið er að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildar eignum á hverjum tíma. Til hliðsjónar um mat á atvinnugreinaskiptingu eru vísitöluviðmið Birtu.

### 6.2.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu skuldabréfaleiðarinnar

Markmiðið er að öll skuldabréf og innlán þessarar ávöxtunarleiðar séu í íslenskum krónum, með lítilsháttar vikmörkum, sbr. fylgiskjal II.

### 6.2.11 Viðmiðunarvísitölur

Skuldabréfaleiðin notar meðfylgjandi vísitölur til viðmiðunar um árangur ávöxtunar einstakra eignaflokka. Í tilviki eignaflokksins fasteignaveðtryggð skuldabréf er notast við aðra vísitölu til grundvallar en hér kemur fram við mat á flökti og samdreifni viðkomandi eignaflokka.

Eignaflokkar	Viðmiðunarvísitala
Innlán	OMXI3MNI
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	OMXI10YI 90%/OMXI10NI 10%
Skuldabréf sveitafélaga	LSS 24-34-55
Skuldabréf lánastofnana	Sértryggð vísitala Gamma
Skuldabréf fyrirtækja	Fyrirtækjavísitala Gamma
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	OMXI10YI + 140 pkt.

## 6.3 BLÖNDUÐ LEIÐ

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir á mismunandi tegundaflokkum innlána og verðbréfa sbr. fylgiskjal III og felur í sér langtíma markmiðssetningu.

### 6.3.1 Markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir meðal annars á spá stjórnar og fjárfestingaráðs sjóðsins um vænta ávöxtun til framtíðar að teknu tilliti til áhættu. Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem er notuð er lýst í 6. kafla í fjárfestingarstefnuskjali samtryggingardeildar Birtu og deildar um tilgreinda séreign. Jafnframt er tekið mið af núverandi eignasamsetningu við mótun stefnu blönduðu leiðarinnar og gert ráð fyrir að sjóðnum takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á næstu 12 mánuðum og halda sig innan þeirra vikmarka sem sett eru fram í fylgiskjali III.

Í töflunni hér á eftir má sjá þær forsendur sem notaðar eru sem markmið og viðmið um ávöxtun og áhættu blönduðu leiðarinnar.

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun	Áhætta
Innlán	3,4%	0,4%
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkissjóðs	5,3%	4,9%
Skuldabréf sveitarfélaga	5,7%	3,1%
Sértryggð skuldabréf	5,8%	2,3%
Skuldabréf fyrirtækja	7,3%	2,5%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	6,7%	5,0%
Innlend hlutabréf	3,7%	10,0%
Erlend hlutabréf	9,0%	12,3%

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu blönduðu leiðarinnar og hvaða áhrif sú stefna hefur á núverandi eignasamsetningu. Mv. nýja fjárfestingarstefnu er vænt nafnávöxtun leiðarinnar 6,9% með 6,0% flökti. Miðað við 3,2% vænta verðbólgu myndi þetta samsvara 3,6% raunávöxtun.

Blandaða leiðin	Fjárfestingastefna 2019	Breytingar mv. raunstöðu 30.09.2018
Innlán	2,0%	0,2%
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	24,0%	-2,7%
Skuldabréf sveitarfélaga	3,0%	0,0%
Sértryggð skuldabréf	7,0%	0,7%
Skuldabréf fyrirtækja	6,0%	0,2%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	3,0%	0,5%
Innlend hlutabréf	12,0%	-0,6%
Erlend hlutabréf	43,0%	1,7%
	100%	

### 6.3.2 Viðmið um notkun afleiða

Á ekki við þar sem notkun á afleiðum er óheimil í þessari ávöxtunarleið.

### 6.3.3 Takmarkanir á fjárfestingum

Samanlögð eign blönduðu leiðarinnar í verðbréfum, skv. 2. tl. – 6. tl. 36. gr. a. áður nefndra laga um lífeyrissjóði, útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meiri en 20% af hreinni eign ávöxtunarleiðarinnar. Með tengdum aðilum er átt við þegar tveir eða fleiri einstaklingar eða lögaðilar tengjast gegnum viðskiptahagsmuni, þ.e. beint eða óbeint eignarhald á minnst 20% hlutafjár eða yfirráð yfir 20% af atkvæðisrétti fyrirtækis.

Ávöxtunarleiðinni er ekki heimilt að eiga meira en 25% í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði/fjárfestingarsjóði eða deild þeirra eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans.

Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra fyrirtækja er 20% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.

#### 6.3.4 Fasteignatryggð veðskuldabréf, og önnur fasteignatryggð veðlán

Hvorki er lánað út á ósamþykktar íbúðir né íbúðir sem lúta ákvæðum laga um félagslegar íbúðir. Ekki er lánað hærri upphæð en sem nemur 90% af brunabótamati og lóðamati. Skilyrði er að það lán, sem lífeyrissjóðurinn veitir, að viðbættum áhvílandi forgangsveðskuldum, uppfærðum, séu þær verðtryggðar eða óverðtryggðar, sé ekki hærra en sem nemur 65% af áætluðu söliverði eða markaðsmati ef um íbúðarhúsnæði er að ræða. Ef um er að ræða atvinnuhúsnæði er hámarkið 50% af áætluðu söliverði eða metnu markaðsverði.

#### 6.3.5 Þjónustufyrirtæki Birtu og annarra lífeyrissjóða

Á ekki við þar sem þessi ávöxtunarleið fjárfestir ekki í þjónustufyrirtækjum.

#### 6.3.6 Markmið um meðallíftíma skuldabréfa-flokka

Rúmlega þriðjungur verðbréfaeigna ávöxtunarleiðarinnar er í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru úppgreiðanleg. Þetta eru skuldabréf með ríkisábyrgð, sveitarfélaga-bréf og sértryggð skuldabréf lánastofnana. Meðaltími þessara bréfa var um 8,8 ár mv. 30.09. sl. Önnur skuldabréf í eigu ávöxtunarleiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Að teknu tilliti til þeirra bréfa var meðaltími skuldabréfasafns blönduðu leiðarinnar um 9,7 ár þann 30.09 sl.

Val á meðaltíma skuldabréfa í þessari ávöxtunarleið tekur mið af væntri ávöxtun og seljanleika allra skuldabréfaflokka leiðarinnar en markmiðið er 10 ár með 3 ára vikmörkum.

#### 6.3.7 Virk stýring eigna og hlutfall eigna í virkri stýringu

Lögð er áhersla á að ná markaðsávöxtun þess eignaflokks sem um ræðir á sem hagkvæmastan hátt. Í þessu augnamiði er óvirkri stýringu iðulega beitt með fjárfestingu í vísitölusjóðum eða eðlislíkum fjárfestingum. Í öðrum tilvikum er virkri stýringu beitt, byggt á mati á að við tiltekna aðstæður geti eiginleikar virkrar stýringar hentað. Til að meta virkni stýringar eigna notast Birta við fjármálhugtakið hermiskekkja (e. *Tracking error*). Hermiskekkja er fjármálatölfræðileg aðferð til að meta hve mikið ávöxtun einstakra verðbréfasafna sveiflast frá ávöxtun viðmiðunarvísitalna. Gert er ráð fyrir að einstaka eignasöfn geti mælst með hermiskekkju á bilinu 1% til 10%, en að jafnaði verði hermiskekkja safna í virkri stýringu á bilinu 3% til 6%.

Hlutfall verðbréfaeigna blönduðu leiðarinnar í virkri stýringu þann 30.09 sl. var um 80% af eignasafninu. Það sem telst til virkrar stýringar eru öll verðbréf og innlán deildarinnar að undanskildum eignaflokknum önnur fasteignaveðlán og erlendu hlutabréfavísitölusjóðunum undir eignaflokknum erlend hlutabréf. Markmið ávöxtunarleiðarinnar er að um 75% hennar séu í virkri stýringu með 10% vikmörkum.

### 6.3.8 Markmið um hlutfall lausafjár

Markmið um hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali III undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum (eignaflokkur B.b). Um er að ræða óbundnar innistæður sem hægt er að ráðstafa samdægurs.

### 6.3.9 Markmið um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreinaskiptingu verðbréfasafns blönduðu leiðarinnar er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim mörkuðum sem unnið er á. Markmiðið er að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildar eignum á hverjum tíma. Til hliðsjónar um mat á atvinnugreinaskiptingu eru vísitöluviðmið Birtu.

### 6.3.10 Markmið um gjaldmiðlasamsetningu blönduðu leiðarinnar

Gjaldmiðlasamsetning blönduðu leiðarinnar var þann 30.09 sl. þannig að um 57% af verðbréfaeigninni var bundið í íslenskum krónum og um 43% í erlendum gjaldmiðlum. Markmið ársins 2019 kemur fram í fylgiskjali III.

Markmið Birtu um erlenda gjaldmiðlasamsetningu er að vægi einstakra gjaldmiðla endurspegli sem næst gjaldmiðlasamsetningu hlutabréfavísitölu Morgan Stanley á hverjum tíma með 10% vikið fyrir einstaka gjaldmiðil.

### 6.3.11 Viðmiðunarvísitölur

Blandaða leiðin notar eftirfarandi vísitölur til viðmiðunar um árangur ávöxtunar einstakra eignaflokka. Í tilvikum eignaflokkanna fasteigna

veðtryggð skuldabréf og óhefðbundnar fjárfestingar er notast við aðrar vísitölur til grundvallar en hér koma fram við mat á flökti og samdreifni viðkomandi eignaflokka.

Eignaflokkar	Viðmiðunarvísitala
Innlán	OMX13MNI
Ríkisskbr. og skbr. m. ábyrgð ríkisjóðs	OMX110YI 90%/OMX110NI 10%
Skuldabréf sveitafélaga	LSS 24-34-55
Skuldabréf lánastofnana	Sértryggð vísitala Gamma
Skuldabréf fyrirtækja	Fyrirtækjavísitala Gamma
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	OMX110YI + 140 pkt.
Innlend hlutabréf	OMX1GI
Erlend hlutabréf	MSCI ACWI TR

## 7. SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ SEM BIRTA HEFUR SETT SÉR Í FJÁRFESTINGUM

Samkvæmt breytingum sem gerðar voru á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða með lögum og tóku gildi 01.07.2017 skulu lífeyrissjóðir setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum.

Það er stefna stjórnar Birtu að hafa *sjálfbæra þróun* (e. *sustainable development*) að leiðarljósi við siðferðislegt mat á fjárfestingum sjóðsins. Hugtakið sjálfbær þróun er nátengt hugmyndafræði fjárfestingarstefnu sjóðsins þar sem áhersla er lögð á heildarsýn og langtímahugsun. Eitt af meginmarkmiðum sjóðsins er að hámarka ávöxtun eigna hans að teknu tilliti til áhættu og tryggja þannig hagsmuni sjóðfélaga til lengri tíma án þess að farið sé út fyrir þau mörk sem umhverfið og samfélagið setur okkur. Til að þessi markmið náist vill sjóðurinn samhliða leggja aukna áherslu á sjálfbærni í rekstri fyrirtækja og stuðla þannig að ábyrgu efnahagslífi.

Sjóðurinn lítur á sjálfbæra þróun sem langtímaverkefni sem sífellt þarf að huga að, bæta við og gera betur. Sjóðurinn vísar í þessu tilliti til þeirrar áherslu sem stjórnvöld hér á landi og annars staðar hafa lagt á *Heimsmarkmið Sameinuðu þjóðanna um sjálfbæra þróun*. Leitast verður við að gera auknar kröfur til þeirra fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í og hafa áhrif á hegðun þeirra í málefnum er varða umhverfið og samfélagslega ábyrgð. Það er mat sjóðsins að fjalla þurfi um þessi mál út frá raunverulegum aðstæðum fyrirtækja að teknu tilliti til þess rekstrar sem um ræðir í hverju tilviki og markaða sem viðkomandi fyrirtæki starfa á. Að mati sjóðsins er stöðug fræðsla og virk umræða í þessum málefnum nauðsynleg. Sjóðurinn er einn af stofnaðilum samtakanna IcelandSIF en tilgangur þeirra er að efla þekkingu fjárfesta og auka umræðu um aðferðarfræði sjálfbærra og ábyrgra fjárfestinga.

Hafa þarf í huga að siðferðisleg viðmið eru þeim takmörkunum háð héraendis að vöntun er á samræmdum tölum til að meta þessi gildi. Að sama skapi skortir ákveðið gagnsæi til að unnt sé að bera þessa þætti saman á milli fyrirtækja. Þá hafa kröfur um skammtímaárangur þá tilhneigingu að vera hamlandi fyrir fyrirtæki í að tryggja framgang siðferðislegra gilda. Sjálfbærni er verkefni sem sífellt þarf að huga að og við getum alltaf bætt okkur og gert betur.

## 8. UMFJÖLLUN UM EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM

Allt frá byrjun fjármála-og efnahagskreppunnar fyrir um áratug hefur þróunin á alþjóðlegum verðbréfamörkuðum og umhverfi þeirra meðal annars markast af þremur þáttum. Í fyrsta lagi af einbeitri lágvaxtastefnu stærstu seðlabanka heims þar sem vextir voru í kringum núll svo árum skipti. Í öðru lagi af umfangsmiklum kaupum seðlabanka á verðbréfum af ýmsu tagi í viðleitni til að lækka vexti almennt og örva með þeim hætti efnahagslíf viðkomandi landa eða svæða. Í þriðja lagi mjög miklum hagvexti í Kína og sívaxandi vægi landsins í alþjóðlegu efnahagslífi og er landið nú næststærsta hagkerfi í heimi.

Skipst hefur í tvö horn varðandi hagvöxt á alþjóðavísu. Á heildina litið hefur hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum verið mikill, dreginn áfram af kínversku efnahagsvélinni, en hagvöxtur í þróuðum ríkjum verið lægri og eftir atvikum hægur. Til að mynda var hagvöxtur í Bandaríkjunum töluvert hægari framan af en menn þar á bæ eiga að venjast þegar uppsveifla hefur tekið við af niðursveiflu í efnahagslífinu. Alþjóðlegur hagvöxtur hefur undanfarin ár verið í kringum 3,5% og hefur heldur verið að styrkjast að undanfögnu og framlag helstu efnahagssvæða verið jafnara en áður.

Þeir þættir sem að ofan hafa verið raktir hafa verið að breytast að undanfögnu og ástæða er til að ætla að sá meðvindur sem þeir hafa almennt

gefið eignamörkuðum til hækkunar fari þverrandi. Nokkuð er síðan bandaríski seðlabankinn hóf hækkun stýrivaxta en litlar eða engar breytingar hafa verið hjá öðrum helstu seðlabönkum þó að hækkunar megi vænta ef staðan í þjóðarbúskap viðkomandi landi gefur tilefni til. Langtímavextir hafa að sama skapi, og sem fyrr, verið lágir en þess ber þó að geta að vaxtaálög einstakra útgefanda hafa hækkað. T.d. hafa kjör á dollarskuldum margra nýmarkaðsríkja hækkað að undanfögnu. Skuldir hafa víða aukist mjög mikið á undanfögnu árum og hækkandi vaxtastig kann að skapa erfiðleika þegar svo er í pottinn búið.

Hvað varðar hina miklu stækkun efnahagsreikninga seðlabanka vegna kaupa á verðbréfum, stundum nefnt „magnbundin íhlutun“ (e. quantitative easing) sneri bandaríski Seðlabankinn taflinu við undir lok árs 2017 og hóf sölu eigna. Í fyrstu fór bankinn fetið en þunginn í sölu bankans hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Drjúgur hluti „sölu“ bankans felst í því að andvirði ríkisskuldabréfa í eigu hans sem koma á gjalddaga er ekki endurfjárfestur í ríkisskuldabréfum. Evrópski Seðlabankinn er á lokametrinum í kaupum sínum en eignir bankans hafa margfaldast á undanfögnu árum. Lítil áhöld eru um að hin miklu kaup seðlabanka hafi stutt við eignaverð á undanfögnu árum og nú þegar vindar eru að snúast þar blasir við annar veruleiki þar sem seðlabankar verða í öðru hlutverki.

Að undanfögnu hefur hægt á hinum langvinna og nánast fordæmalausa hagvexti í Kína þar sem sem hagkerfið óx að jafnaði í kringum 10% svo

árum skipti. Þróun af þessu tagi kemur ekki allsendis á óvart. Eftir því sem hagkerfi verða stærri því erfiðara getur reynst að viðhalda sama vaxtarhraða og áður og sveiflur í efnahagslífi eru eðlilegar. Fyrirferð Kína hefur aftur á móti verið slík að efnahagslegra áhrifa hefur gætt víða, t.d. á hrávörumörkuðum, í erlendum fjárfestingum og spurn eftir fjárfestingavörum og vestrænum neytendavörum. Hagvöxtur er enn mikill í landinu en efnahagslegt vægi þess er slíkt að ef landið þyrfti að takast á við efnahagslægð þá er viðbúið að áhrifa myndi gæta víðar.

Hlutabréfamarkaðir hafa hækkað mikið frá því ársbyrjun 2009. Til dæmis hefur árleg ávöxtun Heimsvísitölu hlutabréfa verið um 12% að meðaltali frá því að hinn langvinni hækkunarfasi á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum hófst í mars 2009. Hækkanir hafa verið sérlega miklar á bandarískum hlutabréfamarkaði og langt umfram það sem raunsætt er að búast megi við til lengdar. Hækkanir á nýmörkuðum hafa verið mun minni og 2018 stefnir í að verða mjög erfitt ár á nýmörkuðum og reyndar einnig á flestum hlutabréfamörkuðum í Evrópu. Að vanda eru skiptar skoðanir um verðlagningu á hlutabréfamörkuðum en ef horft er til verðmælikvarða sem taka tillit til meðalhagnaðar yfir langt tímabil þá er verð orðið mjög hátt. Mjög lágir vextir kunna að réttlæta hærra verð hlutabréfa en áður, en hækkandi vaxtaumhverfi gæti gert fjárfestum í hlutabréfum erfiðara fyrir á næstunni, og það á sér reyndar þegar stað.

Horfur eru á að hægja muni á hagvexti í innlendu efnahagslífi á næsta ári eftir mikla uppsveiflu. Gengi krónu hefur sömuleiðis lækkað eftir



langvarandi styrkingu og verðbólga hefur tekið að aukast. Seðlabanki Íslands hækkaði stýrivexti sína á haustmánuðum 2018. Var það fyrsta vaxtahækkun bankans í rúm þrjú ár og var hækkuninni m.a. ætlað að mæta aukinni verðbólgu og væntingum um verðbólgu. Ávöxtunarkrafa óverðtryggða ríkisbréfa þokaðist jafnframt upp. Á verðtryggðum skuldabréfa-markaði hefur ávöxtunarkrafa farið lækkandi, ekki síst á ríkistryggðum bréfum. Útgáfa verðtryggðra ríkisskuldabréfa hefur verið mjög lítil á undanförunum árum en ríkissjóður bauð þó út nýjan flokk verðtryggðra ríkisbréfa síðla árs 2018. Að öðru leyti hefur nýtt framboð verðtryggðra bréfa litið dagsins ljós, þ.e. sértryggð skuldabréfa viðskiptabankanna, skuldabréf sveitarfélaga, fyrst og fremst Lánasjóðs sveitarfélaga og skuldabréf gefin út af fasteignafélögum. Horfur eru á að framangreindir útgefendur muni halda sínu striki á næsta ári með reglulegum útgáfum.

Þó að hér sé engu spáð um aðgerðir Seðlabankans næsta ár er þó viðbúið að bankinn horfi til þess að hækka vexti frekar ef verðbólga fer vaxandi eða virðist líkleg til að verða umfram verðbólgu markmið í langan tíma. Þróun gengis krónunnar, niðurstaða kjarasamninga, stefnan í opinberum fjármálum, viðskiptakjör og almenn staða efnahagslífsins eru meðal áhrifaþátta um þróun verðbólgunnar.

Litlar breytingar hafa almennt verið á verði innlendra hlutabréfa síðustu misserin þó að sveiflna hafi gætt á styttri tímabilum. Eins og áður þarf að hafa í huga að fá félög eru skráð í Kauphöllina og þegar horft er til hlutabréfa-

vísitalna getur vægi einstakra félaga verið hátt, og hefur verið svo í gegnum tíðina. Þetta þýðir að mikil lækkun eða hækkun á gengi einstakra félaga getur leitt til skarpra sveiflna í viðkomandi vísitölu, án þess að miklar hreyfingar séu á gengi annarra félaga í vísitölunni. Rekstur skráðra fyrirtækja hefur almennt gengið vel þó að rekstrarumhverfi sumra fyrirtækja hafi orðið harðrægara en áður, eins og rekstrartölur bera með sér. Á undanförunum þremur árum hefur hægt á þeim kröftugu hækkunum sem höfðu verið á innlendum hlutabréfamarkaði árin þar á undan. Á endanum er það afkoma fyrirtækja sem er mest ákvarðandi varðandi þróun hlutabréfa-verðs þó að aðrir þættir geti vegið þyngra til skemmri tíma. Ekki er með einhlítum hætti hægt að álykta um horfur á innlendum hlutabréfamarkaði á næsta ári. Rekstraraðstæður gætu orðið lakari en áður en litlar hækkningar á hlutabréfa-verði undanfarin ár gefa meira borð fyrir báru en ella væri, þ.e. ef verð hefði hækkað mikið.

## 9. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA

Mælikvarði Birtu á áhættu verðbréfa er ekki bara flökt ávöxtunar. Stjórn Birtu hefur sett sérstaka áhættustefnu. Lífeyrissjóðum ber skylda til að koma upp heildaráhættustýringu, sbr. ákvæði laga og reglugerða. Fjárfestingastefna þessi er sett á grundvelli 20. gr. laga nr. 129/1997 um lífeyrissjóði þar sem segir að lífeyrissjóðir megi fjárfesta í framseljanlegum verðbréfum á grundvelli **áhættudreifingar** samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Áhættustefna



Birtu byggir auk þess á ákvæðum laga og reglugerða. Auk þess sem stuðst er við tilmæli OECD/IOPS er varðar áhættustjórnkerfi lífeyrissjóða. Markmiðið er að bregðast við áhættu með áhættustýringu með því að móta fjárfestingastefnu sem miðar að því að ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma m.t.t. ávöxtunar og áhættu.

Markaðsáhætta er hættan á fjárhagslegu tapi eða óhagstæðum breytingum á fjárhagslegri stöðu sem starfar beint eða óbeint af sveiflum á virði eigna. Mælikvarði á markaðsáhættu slíkra verðbréfa er jafnan flökt ávöxtunar verðbréfa, reiknað sem frávik ávöxtunar. Fjárhæð í húfi (VaR, e. Value at Risk) er notað til að meta líkur á hámarkstapi sem getur orðið vegna breytinga á markaðsvirði eigna m.v. 95% og 99,5% líkur, þ.e. 0,5% og 5% líkur eru á að tap vegna breytinga á markaðsvirði eigna og skuldbindinga byggt á sögulegum gögnum um flökt og vænta raunávöxtun.

## Staðfesting stjórnar Birtu lífeyrissjóðs

Stjórn Birtu ber ábyrgð á og hefur umsjón með fjármunum sjóðfélaga hvort heldur sem um ræðir samtryggingu eða séreignarsparnað. Stjórnin hefur sett sér skýra fjárfestingastefnu um einstaka deildir og mótað sérstaka stefnu um samval eigna henni til stuðnings. Stjórn Birtu hefur þar að auki sett sjóðnum fjölmargar reglur sem byggja á lögum og reglugerðum sem um sjóðinn gilda.

Þannig samþykkt af stjórn og framkvæmdastjóra Birtu þann 29. nóvember 2018.

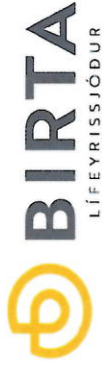
Jakob Þor  
Þórunn Þorisdóttir  
Guðrún Elva  
Haldrun M.  
Þórunn Jónsdóttir  
Freyja Ólafsd  
Guðrún Elva Hjörleif  
Lúna Þorgrímsdóttir  
Davíð Haldrúnsson

Fylgiskjal I

Skipting fjárfestinga eftir tegundaflokkun sbr. 36 gr. laga nr. 129/1997 með síðari breytingum

Markmið um samsetningu eigna

Séreignardeild / Innlánsleið



Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Hámark samkvæmt samþykktum	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk* Lægri Efri
	Lægri	Efri				Lægri	Efri		
<p><i>Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs</i></p> <p>A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs</p> <p>A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf</p> <p>B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga</p> <p>B.b. Innlán</p> <p>B.c. Sétryggð skuldabréf</p> <p>C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga</p> <p>C.b. Hlutdeildarskrteini og hlutir í UCITS</p> <p>D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og vikjandi...</p> <p>D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu</p> <p>E.a. Hlutabréf félaga</p> <p>E.b. Hlutdeildarskrteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu</p> <p>E.c. Fasteignir</p> <p>F.a. Aflleiður</p> <p>F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki aflleiður</p> <p>Eignir í erlendum gjaldmiðli</p>	100,0%	0,0%	100,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%		

\* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi flokki fjárfestinga

Dagsetning: 29. nóvember 2018

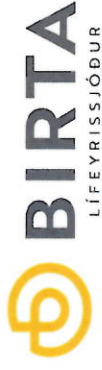
Formaður stjórnar  
  
 Guðrún Þorsteinsdóttir  
  
 Pál D. Mf  
  
 Sigrún Jónsdóttir

Varaformaður stjórnar  
  
 Guðrún Elva Hjál  
  
 Sigrún Þorsteinsdóttir  
  
 David Þorsteinsdóttir  
  
 Ólafur Sigurðsson  
 Framkvæmdarstjóri

Fylgiskjal II

Skipting fjárfestinga eftir tegundaflokkum sbr. 36 gr. laga nr. 129/1997 með síðari breytingum

Markmið um samsetningu eigna  
Séreignadeild / skuldabréfaeild



	I. Markmið um eignasamsetningu		II. Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning	Hámark skv. samþykktum	III. Gengisbundin verðbréf	III. Vikmörk*		IV. Óskráð verðbréf	VI. Vikmörk*	
	Lægri	Efri	Lægri	Efri				Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkisvaxlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	50,0%	60,0%	40,0%	60,0%	53,1%	60,0%	0,0%	0,0%	10,0%			
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	18,0%	25,0%	15,0%	25,0%	17,5%	25,0%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	13,0%	14,0%	10,0%	14,0%	12,7%	14,0%						
B.b. Innlán	2,0%	0,0%	0,0%	10,0%	2,4%	10,0%	0,0%	0,0%	5,0%			
B.c. Sértryggð skuldabréf	8,0%	0,0%	0,0%	10,0%	6,9%	10,0%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	1,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	2,0%				0,0%	0,0%	2,0%
C.b. Hlutdeildarskríteini og hlutir í UCITS												
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal félaga, og viltjandi...	5,0%	3,0%	3,0%	7,0%	4,6%	7,0%				0,0%	0,0%	1,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,0%	1,0%	1,0%	5,0%	2,8%	5,0%				0,0%	0,0%	1,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%				0,0%	0,0%	0,1%
E.b. Hlutdeildarskríteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%				0,0%	0,0%	5,0%
E.c. Fasteignir												
F.a. Afleiður												
F.b. Aðrir fjármálagæringar, þó ekki afleiður												
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>15,0%</b>						

\* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi flokki fjárfestinga

Dagsetning: 29. nóvember 2018

*Jakob Þor*  
Formaður stjórnar

*Guðmundur Þorsteinsson*  
Ráðgjafi

*Ólafur Þorsteinsson*  
Ráðgjafi

*Ingibjörg Dögg*  
Varaformaður stjórnar

*Guðrún Elva Hjál.*  
Ráðgjafi

*Embla Þorsteinsson*  
Ráðgjafi

*Dávid Halbjósson*  
Ráðgjafi

*Ólafur Sigurðsson*  
Ráðgjafi

Frákvæmdarstjóri

Fylgiskjal III

Skipting fjárfestinga eftir tegundaflokkum sbr. 36 gr. laga nr. 129/1997 með síðari breytingum

Markmið um samsetningu eigna  
Séreignardeild / blönduð leið



	I.		II.		Núverandi eignasamsetning	Hámark samþykktum	III. Gengisbundin verðbréf	III.		IV. Óskráð verðbréf	VI.	
	Markmið um eignasamsetningu	Lægri	Vikmörk*	Efri				Lægri	Efri		Lægri	Efri
A.a. Ríkissvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	24,0%	14,0%	34,0%	26,7%	34,0%							
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	3,0%	0,0%	6,0%	2,5%	6,0%					0,0%	0,0%	1,0%
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	3,0%	0,0%	6,0%	3,0%	6,0%							
B.b. Innlán	2,0%	0,0%	4,0%	1,8%	4,0%							
B.c. Sértryggð skuldabréf	7,0%	4,0%	10,0%	6,3%	10,0%							
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	55,0%	40,0%	70,0%	53,9%	70,0%	43,0%		36,0%	50,0%			
C.b. Hlutdeildarskrteini og hlutir í UCITS	1,0%	0,0%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%		0,0%	2,0%		0,0%	2,0%
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal félaga, og vikjandi...	5,0%	3,0%	7,0%	4,8%	7,0%	1,0%		0,0%	2,0%		0,0%	2,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjal annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	1,0%		0,0%	2,0%		0,0%	1,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	5,0%	0,0%		0,0%	1,0%		0,0%	5,0%
E.b. Hlutdeildarskrteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu												
E.c. Fasteignir												
F.a. Afleiður												
F.b. Aðrir fjármálagæringar, þó ekki afleiður												
<b>Eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>45,0%</b>	<b>36,0%</b>	<b>55,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>55,0%</b>							

\* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi flokki fjárfestinga

Dagsetning: 29. nóvember 2018

*Jón Þórhildur*  
formaður stjórnar

*Bláaflötur Þorsteinsson*

*Halldór Björnsson*

*Þórunn Þorsteinsson*

*Ingibjörg Egeisdóttir*  
Varaformaður stjórnar

*Guðrún Elva Haraldsdóttir*

*Guðrún Þorsteinsson*

*Dávid Haldrupsson*

*Ólafur Sigurðsson*  
Frákvæmdarstjóri