

BIRTA
LÍFEYRISSJÓÐUR



FJÁRFESTINGARSTEFNA 2025
SAMTRYGGINGARDEILD
SÉREIGNARDEILD

Efnisyfirlit

1. UM BIRTU LÍFEYRISSJÓÐ.....	4
2. TILGANGUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR.....	4
3. LAGALEGUR GRUNDVÖLLUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR.....	5
4. SKYNSEMISREGLAN.....	5
5. LANGTÍMAMARKMIÐ OG HUGMYNDAFRÆÐI FJÁRFESTINGA.....	5
6. STJÓRNARHÆTTIR.....	6
6.1. ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING.....	6
6.2. SAMSKIPTA- OG SIÐAREGLUR.....	7
6.3. VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI.....	7
6.4. EIGENDASTEFNA.....	7
6.5. ÁBYRGAR FJÁRFESTINGAR.....	8
6.6. REGLUR UM HEIMILDIR TIL ÁKVARÐANATÖKU OG FJÁRFESTINGA.....	9
7. HELSTU EIGNAFLOKKAR.....	11
7.1. TAKMARKANIR GAGNVART EINSTAKA EIGNAFLOKKUM.....	11
7.2. EIGNAFLOKKUN BIRTU.....	13
7.3. FJÁRFESTINGARFERLIÐ, GREINING OG GAGNAÖFLUN.....	14
7.3.1. VIÐSKIPTAHÆTTIR BYGGÐIR Á SKYNSEMISREGLUNNI.....	15
8. MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU.....	17
8.1. AÐFERÐAFRÆÐIN.....	18
8.2. FJÁRHAGSLEGAR FORSENDUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR.....	18
8.3. SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ Í FJÁRFESTINGUM.....	19
9. EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM.....	23
10. FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGARDEILDA.....	26
10.1. AÐRAR FORSENDUR FJÁRFESTINGASTEFNUNNAR.....	27
10.1.1. RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓDFÉLAGA.....	27
10.1.2. LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI.....	27
10.1.3. TRYGGINGARFRÆÐILEG STAÐA.....	29
10.1.4. ÓVISSA UM BRÉF ÚTGEFIN AF ÍL-SJÓÐI.....	29
10.1.5. MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU.....	30
10.1.6. MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU.....	30
10.1.7. MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFA.....	31
10.1.8. MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU.....	31
10.1.9. MARKMIÐ UM NOTKUN AFLEIÐA.....	33
10.1.10. FASTEIGNATRYGGÐ SKULDABRÉF TIL SJÓDFÉLAGA OG LÖGADILA.....	33
10.1.11. MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR.....	34
10.1.12. FJÁRFESTINGAR Í FYRIRTÆKJUM SEM SINNA EINGÖNGU ÞJÓNUSTUVERKEFNUM.....	34
10.2. NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGAR.....	35
11. FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNARDEILDAR.....	36
11.1. LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI.....	36
11.1.1. INNLÁNSLEIÐIN.....	37
11.1.2. SKULDABRÉFALEIÐIN.....	38
11.1.3. BLANDAÐA LEIÐIN.....	40
12. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA.....	44
12.1. HLÍTING VIÐ FJÁRFESTINGARSTEFNU OG EFTIRLIT.....	44

SAMANTEKT

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er vegvísir sjóðsins við fjárfestingar og ávöxtun fjármuna sjóðfélaga í samtryggingar- og séreignardeild sjóðsins til skemmri og lengri tíma. Hún byggir á lögum og reglum sem um sjóðinn gilda og á hugmyndafræði sem er ætlað að tryggja öryggi, gæði og arðsemi eigna til langs tíma. Stefnan er mótuð af stjórn og starfsfólki sjóðsins og byggir á viðurkenndu verklagi sem viðhaft er árlega við endurskoðun stefnunnar. Verklagið byggir á samvalskeningum um blandað eignasafn verðbréfa sem mynda eignaflokka sem raðað er saman eftir tilgreindum forsendum hvar markmiðið er að ná hæstu mögulegu ávöxtun til lengri tíma litið að teknu tilliti til áhættu. Forsendur byggja á sögulegum gögnum og skoðun stjórnar og starfsmanna sjóðsins á horfum til framtíðar sem fjallað er um í stefnunni. Fjárhagslegar forsendur eru tilgreindar í töflu 8.2 ásamt þeim viðmiðum sem sjóðurinn setur hverjum eignaflokki.

Það er mat stjórnar að þessi fjárfestingastefna geti skilað samtryggingardeild sjóðsins 6,3% raunávöxtun á næsta ári með 6,3% flökti ávöxtunar á milli mánaða eins og eignasamsetningunni er lýst í töflu 10.2 ásamt þeim vikiörkum sem eru sett hverjum eignaflokki. Þá er það mat stjórnar að langtíma horfur endurspegli 4,6% raunávöxtun til lengri tíma eins og fjárfestingastefnan er sett fram með fyrirvara um árlega endurskoðun. Það er mat stjórnar að ofangreint verklag og forsendur sem lýst er í stefnunni sé í samræmi við þær almennu kröfur sem skynsemisreglur laga um lífeyrissjóði kveða á um með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi.

Á sama máta er helstu forsendum fjárfestingaleiða séreignardeildar lýst og eru þeir sjóðfélagar sem velja að greiða til séreignardeildar Birtu hvattir til að kynna sér umfjöllun í kafla 11.

Framkvæmdastjóra er falið að fylgja stefnunni eftir og tryggja að því fjárfestingarferli sem lýst er í kafla 7.3 sé fylgt eftir í hvívetna. Stjórn sjóðsins hefur samkvæmt reglum um upplýsingaskyldu framkvæmdastjóra til stjórnar eftirlit með fylgni sjóðsins við stefnuna og skipar áhættunefnd og fjárfestingaráð sér til stuðnings við það eftirlit. Auk fjárfestingastefnu mótar stjórn sjóðsins áhættustefnu sem skarast við fjárfestingastefnuna og er áhættustjóra falið að fylgjast með hlítingu og áhættumörkum eins og þau eru skilgreind í áhættustefnu. Þar til viðbótar mótar stjórn sjóðsins eigendastefnu sem framkvæmdastjóra er ætlað að fylgja eftir og sameiginlega mynda þessar stefnur heildstæða umgjörð um fjárfestingarstarfsemi sjóðsins.

Þá felur stjórn endurskoðunarnefnd það hlutverk að fylgjast með virkni innra eftirlits og áhættu með aðstoð innri- og ytri endurskoðanda sem skila stjórn árlega skýrslum um úttektir á fjárfestingarstarfsemi sjóðsins og stöðu hans á milli ára.

Sjóðfélagar og haghafar Birtu lífeyrissjóðs eru hvattir til að kynna sér fjárfestingastefnuna sem er birt á heimasíðu sjóðsins og kynnt á ásfundi.

1. UM BIRTU LÍFEYRISSJÓÐ

Birta lífeyrissjóður tók til starfa 1. desember 2016 og varð til við samruna Sameinaða lífeyrissjóðsins og Stafa lífeyrissjóðs. Meginstarfsemi Birtu er að taka á móti iðgjöldum, ávaxta þau og greiða út lífeyri samkvæmt samþykktum. Sjóðurinn starfar í þremur aðaldeildum, þ.e. samtryggingar-, séreignar- og deild um tilgreinda séreign.¹ Aðild að Birtu lífeyrissjóði byggist samkvæmt samþykktum á ákvæðum kjarasamninga stéttarféлага, aðild fyrirtækja eða almennum forsendum. Þeim er líka heimild aðild sem hvorki eru bundnir kjarasamningum tengdra stéttarféлага né njóta ráðningarbundinna starfskjara sem byggð eru á kjarasamningum. Birta er fjórði stærsti lífeyrissjóður landsmanna ef miðað er við hreina eign til greiðslu lífeyris sem var um 675.881 m.kr. í lok október sl.

2. TILGANGUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er mótuð og ákvörðuð af stjórn sjóðsins. Stefnan á bæði við um samtryggingardeild og séreignardeild, nema annað sé tekið fram. Fjárfestingarstefnunni er ætlað að vera vegvísir fyrir stjórn, starfsmenn eignastýringarsviðs sjóðsins, þá þjónustuaðila sem stýra eignum fyrir sjóðinn og aðra hagaðila. Hún er formlegt skjal sem lýsir stefnu sjóðsins við fjárfestingar og ávöxtun fjármuna sjóðfélaga. Í grunninn er fjárfestingarstefnan hugsuð til langs tíma. Engu að síður er hún endurskoðuð árlega af stjórn Birtu með tilliti til efnahagsaðstæðna hverju sinni og breytinga í umhverfi sjóðsins. Fjárfestingarstefnan er aðgengileg á heimasíðu Birtu og er jafnframt kynnt sjóðfélögum á ársfundi sjóðsins.

¹ Hér eftir verður talað um séreign og tilgreinda séreign sem eina deild, þ.e. séreignadeild.

3. LAGALEGUR GRUNDVÖLLUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR

Fjárfestingarstefna Birtu lífeyrissjóðs er grundvölluð á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 með síðari breytingum, hér eftir nefnd „lsj.lögin“. Stefnan er mótuð í samræmi við reglugerð nr. 916/2009 um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og úttekt á ávöxtun lífeyrissjóða og vörsluaðila séreignasparnaðar með síðari breytingum. Stefnan byggir í grunninn á 36. gr. lsj.laganna með síðari breytingum í samræmi við góða viðskiptahætti og með hliðsjón af innri reglum sjóðsins um fjárfestingar. Við mótun fjárfestingarstefnunnar eru hagsmunir sjóðfélaga og ávöxtun á eignum sjóðsins að teknu tilliti til áhættu ávallt hafðir að leiðarljósi.

4. SKYNSEMISSREGLAN

Ákvarðanir um fjárfestingar sem rúmast innan þeirra marka sem stjórn Birtu setur í fjárfestingarstefnu sjóðsins eru byggðar á skynsemisreglu (*e. Prudent Person Rule*). Sú regla byggir á almennum kröfum sem gerðar eru til stjórnar og starfsmanna Birtu við mótun stefnunnar og þeim fjárfestingum sem gerðar eru í samræmi við hana. Um er að ræða almennar kröfur sem taldar eru skynsamlegar þegar lágmarkskröfum laga sleppir. Reglan endurspeglast í tölul. 1-5 í 1. mgr. 36. gr. í lsj.lögunum en megininntak hennar er að stjórn og starfsmenn lífeyrissjóða setji hagsmuni sjóðfélaga frammar öðrum hagsmunum, og sinni störfum sínum með ábyrgð, aðgát, kunnáttu og kostgæfni að leiðarljósi. Reglan er því ákveðið atferli og framkvæmd sem felur í sér að forsendur fjárfestingastefnunnar og fjárfestinga sjóðsins séu byggðar á greiningu gagna sem standast rökréttu rýni fremur en magnbundnar takmarkanir. Skynsemisreglan leitast því við að tryggja að stefnan og fjárfestingar sjóðsins séu byggðar upp með faglegum hætti til hagsbóta fyrir sjóðfélaga hans og í samræmi við langtíma markmið og hugmyndafræði fjárfestinga. Til að styðja við þetta verklag setur stjórnin sjóðnum fjölmargar reglur og viðmið í fjárfestingarstarfsemi hans sem taldar eru skynsammar og líklegar til að tryggja að langtímamarkmið sjóðsins í fjárfestingum náist.

5. LANGTÍMAMARKMIÐ OG HUGMYNDAFRÆÐI FJÁRFESTINGA

Fjárfestingarstefna Birtu og hugmyndafræði fjárfestinga sjóðsins grundvallast á eftirfarandi langtíma markmiðum sem hafa verið skilgreind að séu best til þess fallin að gæta hagsmuna sjóðfélaga í hvívetna.

- A.** Að tryggja að jafnvægi ríki á milli eigna og skuldbindinga sjóðsins, þ.e. að eignir séu ávaxtaðar með því grunnmarkmiði að þær standi undir framtíðarskuldbindingum sjóðsins.

- B.** Ná hæstu mögulegu ávöxtun til lengri tíma litið að teknu tilliti til áhættu sem metin er út frá gildandi fjárfestingarstefnu hverju sinni og þeim viðmiðum sem þar eru skilgreind.
- C.** Viðhalda nægilegri áhættudreifingu eigna með vali á mismunandi eignaflokkum og að teknu tilliti til samfylgni ávöxtunar þeirra á milli.
- D.** Leggja áherslu á innra virði og langtíma raunvirðisaukningu í því skyni að tryggja öryggi og gæði eigna og varðveita verðgildi þeirra til langs tíma.
- E.** Hafa það að leiðarljósi við fjárfestingaákvörðanir að mótaðilar sjóðsins fylgi viðurkenndum viðmiðum um samfélagslega ábyrgð, beri virðingu fyrir umhverfinu og tileinki sér stjórnarhætti sem eru til þess fallnir að hafa virðisaukandi áhrif til lengri tíma litið.

6. STJÓRNARHÆTTIR

Allar ákvörðanir stjórnar er varða ávöxtun eigna Birtu eru teknar með hagsmuni sjóðfélaga að leiðarljósi. Við meðferð mála horfir stjórn til 2. kafla stjórnsýslulaga er varðar sérstakt hæfi stjórnar- og starfsmanna til að taka þátt í ákvörðunum er snúa að fjárfestingum sjóðsins og ávöxtun þeirra. Í kaflanum eru ástæður um vanhæfi skilgreindar og hver áhrif af vanhæfi 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.

6.1 ÁBYRGÐ OG ÁBYRGÐARDREIFING

Samkvæmt 29. gr. Isj.laganna 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 fjárfestingarstefnu Birtu í samræmi við 7. kafla sömu laga. Stjórn Birtu samþykkir og gerir breytingar á fjárfestingarstefnu og ber ábyrgð á að henni sé framfylgt. Stjórnin felur framkvæmdastjóra og fjárfestingaráði Birtu að fylgja stefnunni eftir og fjárfesta iðgjöldum og öðru ráðstöfunarfé í samræmi við yfirlýsta fjárfestingarstefnu. Þá veitir stjórn Birtu framkvæmdastjóra sjóðsins heimild til að útvista afmörkuðum þáttum eignastýringar til fagaðila í samræmi við grunnstefnu og meginreglur í fjárfestingastarfsemi sjóðsins. 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.

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.

6.2 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.

6.3 VERKLAGSREGLUR UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI

Stjórn Birtu hefur sett sér reglur um viðskipti stjórnar og starfsmanna með fjármálagerninga til samræmis við 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 viðfangsefnum sjóðsins með þeim hætti að fyrir fram 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.

6.4 EIGENDASTEFNA

Birta lífeyrissjóður er langtímafjárfestir og sem slíkur er sjóðurinn virkur þátttakandi á innlendum verðbréfamarkaði. Í samræmi við sérstaka eigendastefnu gætir sjóðurinn hagsmuna sinna í félögum í gegnum fjárfestingar sjóðsins, á hvaða formi sem þær eru, s.s. í hlutafélögum, sjóðum um sameiginlega fjárfestingu og sem eigandi skuldabréfa. Eigendastefnan er notuð til hliðsjónar við framkvæmd fjárfestingastefnunnar og er meginmarkmið hennar að skýra og skilgreina afstöðu stjórnar sjóðsins til stjórnarháttanna í starfsemi félaga sem tengjast hagsmunum Birtu og miðla henni til stjórnar og stjórnenda viðkomandi félags. Stefnan tekur fyrst og fremst til íslenskra félaga, skráðra og óskráðra, hvort heldur sem eignarhlutur sjóðsins í viðkomandi félagi teljist meiri- eða minniháttar. Möguleikar sjóðsins til að hafa áhrif ráðast þó eðli máls samkvæmt af hlutfallslegu eignarhaldi sjóðsins í einstökum félögum. Eigendastefna Birtu er aðgengileg á heimasíðu sjóðsins.

6.5 ÁBYRGAR FJÁRFESTINGAR

Birta lífeyrissjóður er aðili að sáttamála Sameinuðu þjóðanna (SP) um ábyrgar fjárfestingar (*e. UN Principles for Responsible Investment*). Þá horfir sjóðurinn einnig til Heimsmarkmiða SP um sjálfbæra þróun sem samþykkt voru af fulltrúum aðildarríkjanna í september 2015 en markmið þeirra er að tryggja velmegun og mannréttindi um heim allan fyrir árið 2030.

Að mati stjórnar Birtu er mikilvægt að byggja fjárfestingarstefnu sjóðsins á grunni sáttamála SP og heimsmarkmiðanna, enda hafa þau að geyma alþjóðlega viðurkennd viðmið sem falla vel að hlutverki og eðli starfsemi sjóðsins. Birta hefur þýðingarmiklu samfélagslegu hlutverki að gegna gagnvart öllum sínum haghöfum.

Þann 1. nóvember 2021 var Birta lífeyrissjóður einn af þrettán öðrum íslenskum lífeyrissjóðum sem skrifuðu undir viljayfirlýsingu gagnvart alþjóðlegu samtökunum Climate Investment Coalition (CIC)², um að auka umhverfissjálfbærar fjárfestingar í eignasafni sjóðsins fram til ársins 2030. Nánar tiltekið er um að ræða verkefni sem tengjast hreinni orku og öðrum umhverfisvænum lausnum. Með þátttöku sinni staðfesti Birta að sjóðurinn ætlar að auka við sig í slíkri tegund fjárfestinga og styðja þannig við markmið um að draga úr losun gróðurhúsalofttegunda á heimsvísu.

Í september 2020 undirritaði Birta, ásamt öðrum íslenskum lífeyrissjóðum *Viljayfirlýsingu um fjárfestingar í þágu sjálfbærrar uppbyggingar*. Það var Festa, miðstöð um samfélagsábyrgð og sjálfbærni, Samtök fjármálafyrirtækja (SFF), Landssamtök lífeyrissjóða (LL) og Forsætisráðuneytið sem unnu að mótun hennar í samráði við fulltrúa helstu aðila á fjármálamarkaði. Með yfirlýsingunni skuldbinda þessir aðilar sig til að taka tillit til alþjóðlegra skuldbindinga Íslands og þeirra viðmiða sem íslensk stjórnvöld hafa sett sér. Þar á meðal er markmiðið um kolefnishlutlaust Ísland eigi síðar en árið 2040 ásamt fleiri markmiðum er snúa að sjálfbærri þróun.

Þá er Birta lífeyrissjóður einn af stofnaðilum samtakanna IcelandSIF en tilgangur þeirra er að efla þekkingu fjárfesta og auka umræðu um aðferðarfræði sjálfbærra og ábygrra fjárfestinga. Að mati stjórnar Birtu er stöðug fræðsla og virk umræða í þessum málaflokki nauðsynleg þar sem sjálfbærar fjárfestingar eru ört vaxandi eignaflokkur í eignasöfnum lífeyrissjóða og annarra stofnanafjárfesta.

² Stofnaðilar CIC eru danska umhverfis-, orku og veituráðuneytið ásamt samtökum tryggingarfélaga og lífeyrissjóða í Danmörku og „World Climate Foundation“ sem eru samtök sem vinna að orkuskiptum og framþróun í lágkolefnishagkerfinu.

Lög um upplýsingagjöf um sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu og flokkunarkerfi fyrir sjálfbærar fjárfestingar hafa nú verið innleidd hér á landi í samræmi við alþjóðlegar skuldbindingar. Það er hins vegar ljóst að mikil vinna er ennþá framundan, þar sem fyrirtæki og stofnanir þurfa tíma til að tileinka sér löggjöfina og tryggja að þau gögn og upplýsingar, sem hún krefst, séu tiltæk og áreiðanleg. Þessi aðlögunartími, sem gæti tekið 2-3 ár, skapar áskoranir fyrir Birtu við að meta umhverfis- og félagslega þætti sem mynda grundvöll meginreglna Sáttmála SP. Þangað til mun Birta kappkosta að taka tillit til grundvallarviðmiða sáttmálans í fjárfestingum sínum, þar sem aðstæður leyfa, og leggja áherslu á að styðja við sjálfbærni og ábyrg fjármálaumsvif. Sjálfbærniáhætta getur haft neikvæð áhrif á virði fjárfestinga ef slík áhætta raungerist. Með því að taka þessa áhættu með í reikninginn ásamt öðrum hefðbundnum áhættuþáttum, telur stjórn Birtu að unnt sé að tryggja betri langtímaarðsemi af fjárfestingum og um leið stuðla að samfélagslegri velferð.

Birta lífeyrissjóður hefur innleitt umhverfisstefnu og starfrækir umhverfisstjórnunarkerfi í sínum rekstri í samræmi við kröfur sem settar eru fram í staðlinum ISO 14001. Stefnan hefur bein áhrif á fjárfestinga- og áhættustefnu sjóðsins. Fyrsta skrefið í þessari stefnu gagnvart fjárfestingum sjóðsins er áður nefnd þátttaka Birtu í alþjóðasamtökunum CIC ásamt öðrum íslenskum lífeyrissjóðum. Þá reiknaði Birta út kolefnisfótspor tæplega 70% eigna í innlenda hluta eignasafnsins í samræmi við PCAF-aðferðafræðina (e. *Partnership for Carbon Accounting Financials*) mv. stöðu eigna sjóðsins um síðustu áramót en Birta stefnir að því að ná yfir allt eignasafnið skv. PCAF-aðferðafræðinni á næstu misserum. Útreikningarnir eru gerðir í þeirri viðleitni að meta hversu umhverfissjálfbært eignasafn sjóðsins er m.t.t. losunar á gróðurhúsalofttegundum ár frá ári.



6.6 REGLUR UM HEIMILDIR TIL ÁKVARÐANATÖKU OG FJÁRFESTINGA

Stjórn Birtu hefur sett sér *Reglur um fjárfestingar* sem fjalla um hvernig ákvörðunartökuferli fjárfestinga Birtu lífeyrissjóðs er háttað ásamt því að tilgreina hvaða fjárfestingar falla innan heimilda framkvæmdastjóra og hvaða fjárfestingar eru háðar samþykki stjórnar. Tilgangur þessara reglna er að skýra og skilgreina það verklag sem gildir um fjárfestingarstarfsemi Birtu. Reglurnar og það verklag sem af þeim leiðir byggir á áður nefndri skynsemissreglu, sbr. kafli 4 hérna á undan, sem hefur

það markmið að stuðla að faglegum, skilvirkum og vönduðum vinnubrögðum í fjárfestingarferli sjóðsins.

Fjárfestingarteymi Birtu mynda starfsmenn sem heyra undir eignastýringarsvið sjóðsins að forstöðumanni þess meðtöldum. Teymið hefur umsjón og eftirlit með verðbréfasafni sjóðsins, gerir taktískar breytingar á eignasamsetningu þess m.t.t. ávöxtunar og áhættu og tekur ákvarðanir um framkvæmd viðskipta, staðfestir einstaka fjárfestingar og/eða kynnir fyrir stjórn sjóðsins, eftir atvikum, til staðfestingar. Fjárfestingarteymið er á ábyrgð framkvæmdastjóra Birtu sem ber endanlega ábyrgð á þeim fjárfestingum sem ekki eru háðar aðkomu stjórnar sjóðsins. Framkvæmdastjóri veitir fjárfestingateyminu heimild til viðskipta í samræmi við fjárfestingarstefnu ásamt öðrum heimildum til fjárfestinga sem stjórn hefur samþykkt. Þá gilda *Starfsreglur eignastýringarsviðs Birtu* um teymið en reglurnar eru staðfestar af framkvæmdastjóra sjóðsins.

Innan sjóðsins er starfrækt áhættunefnd en hún er að forminu til undirnefnd stjórnar. Nefndin hefur það hlutverk að hafa yfirsýn yfir það verklagsferli sem viðhaft er gagnvart þeim fjárfestingum sem fjárfestingarteyminu ber að vísa til nefndarinnar til umfjöllunar skv. áðurnefndum *Reglum um fjárfestingar* og byggja þannig undir og styrkja aðra áhættuvarnarlínu sjóðsins sem eftirlits- og ráðgefandi teymi gagnvart fjárfestingareignum hans. Um nefndina gilda *Starfsreglur áhættunefndar Birtu* sem staðfestar eru af stjórn sjóðsins.

Samkvæmt *Reglum um fjárfestingar* eru allar fjárfestingar í verðbréfum sem teljast óvenjulegar eða mikils háttar háðar samþykki stjórnar sjóðsins. Álitamál um túlkun fyrrnefnda hugtaksins yfirfer forstöðumaður eignastýringarsviðs og/eða aðili úr fjárfestingarteymi sjóðsins með áhættunefnd sjóðsins og framkvæmdastjóri, fyrir hönd áhættunefndar, yfirfara með stjórnarformanni og varaformanni stjórnar. Við mat á hugtakinu mikils háttar skal horfa til vikmarka tiltekinna eignaflokka innan fjárfestingarstefnunnar eða annarra skilyrða í fjárfestinga- og áhættustefnu Birtu á hverjum tíma. Þá eru allar fjárfestingar er teljast óskráðar skv. 3. mgr. 36. gr. b í lsj.lögnum háðar umfjöllun og staðfestingu áhættunefndar sjóðsins, þó með ákveðnum undantekningum, samkvæmt *Reglum um fjárfestingar*.

Þá er heimilt að starfrækja sérstakt fjárfestingaráð innan sjóðsins en um er að ræða undirnefnd stjórnar. Ráðið tekur ekki sjálfstæðar ákvarðanir fyrir hönd stjórnenda né er því ætlað að hafa hlutverk eða ákvörðunarvald stjórnar eða stjórnenda í daglegri starfsemi sjóðsins. Markmið ráðsins er fyrst og fremst að styrkja umgjörð og faglega umfjöllun um fjárfestingarstarfsemina, vera stjórn til

ráðgjafar við móttun fjárfestingarstefnunnar og hafa eftirlit með upplýsingagjöf framkvæmdastjóra til stjórnar um ávöxtun eigna. Um ráðið gilda *Reglur um fjárfestingaráð Birtu* sem staðfestar eru af stjórn sjóðsins.

Nánar er fjallað um fjárfestingaferlið í starfsemi sjóðsins í kafla 7.3 hér á eftir.

7. HELSTU EIGNAFLOKKAR

Fjárfestingarstefnan byggir á tegundaflokkun sem upptalin er í a-lið 36. gr. lsj.laganna að uppfylltum ákveðnum skilyrðum skv. b-lið 36 gr. sömu laga. Í stórum dráttum er um að ræða innlán viðskiptabanka og sparisjóða, fjármálagerninga og fasteignir. Tegundaflokkunin er framsett í fylgiskjölum I (fyrir samtryggingu) og II-IV (fyrir séreign). Þessa tegundaflokkun styðst sjóðurinn við í hlítingu sinni gagnvart opinberum eftirlitsaðilum og í innra áhættuferli sjóðsins.

7.1 TAKMARKANIR GAGNVART EINSTAKA EIGNAFLOKKUM

Samkvæmt lsj.lögunum gilda rýmri heimildir/skilyrði um tegundaflokkun fyrir séreign en um samtryggingu og tilgreinda séreign. Engu að síður hefur stjórn Birtu ákveðið að beita sömu fjárfestingarheimildum á deildirnar þrjár. Þetta er gert í þeim tilgangi að sjóðfélagar tilgreindu séreignarinnar eigi þess kost að velja sömu sparnaðarleiðir og hafa verið í boði fyrir sjóðfélaga séreignardeildar Birtu. Þess skal getið að fyrirkomulaginu fylgir ákveðið kostnaðarhagræði og aukin áhættudreifing sem kemur sjóðfélögum hvorrar deildar fyrir sig til góða og takmarkar að óverulegu leyti fjárfestingargetu eða möguleika séreignardeildarinnar.

Þá hefur stjórn sjóðsins sett eftirfarandi viðmið á fjárfestingarstefnur deildanna þriggja hvað varðar mótaðilaáhættu ýmist í samræmi við c-lið 36. gr. lsj.laganna eða þrengt viðmiðin umfram það sem lögin kveða á um.

- Samanlögð eign viðkomandi deildar í verðbréfum, skv. 2. tl. – 6. tl. 36. gr. a. lsj.laganna, útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meiri en 8% af hreinni eign sjóðsins. Þessi takmörkun skal vera 5% af heildareignum í verðbréfum á sama útgefanda sem falla undir 6. tl. 2 mgr. 36 gr. a. 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.

- Óheimilt er að binda meira en 25% af hreinni eign viðkomandi deildar í innlánnum og verðbréfum sama banka eða sparisjóðs. Jafnframt er óheimilt að binda meira en 10% af heildareignum sjóðsins í sértryggðum skuldabréfum sama útgefanda.
- Hámarkshlutdeild í hlutafé einstakra fyrirtækja er 20% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Þó er sjóðnum heimilt að eiga stærri hlutdeild en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir sjóðinn.
- Hverri deild er ekki heimilt að eiga meira en 25% í hlutdeildarskírteinum útgefnum af verðbréfasjóði eða deild hans eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða einstakri deild hans. Í tilviki fjárfestingar-og fagfjárfestasjóða takmarkast þessi heimild við 20%.

7.2 EIGNAFLOKKUN BIRTU

Sú tegundaflokkun sem sjóðurinn byggir á í markmiðssetningu einstakra eignaflokka innan eignasafnsins og er lögð til grundvallar við stýringu á eignum sjóðsins er með aðeins öðru sniði en greint var frá hér á undan. Sú flokkun, þ.e. eignaflokkun Birtu, skiptist í yfirflokka mismunandi fjármálagerninga og er til þess fallin að lýsa betur því sem þar er undirliggjandi heldur en form viðkomandi fjárfestingar ber með sér. Eftirfarandi tafla sýnir þá eignaflokkun sem um ræðir.

TAFLA 7.2: EIGNAFLOKKUN BIRTU

EIGNAFLOKKAR
1. Innlán
Nánar: Innlán viðskiptabanka og sparisjóða.
2. Ríkisskuldabréf
Nánar: Fjármálagerningar sem aðildarríki OECD eða aðildarríki EES eða Færeyjar gefa út eða ábyrgjast.
3. Skuldabréf sveitarfélaga
Nánar: Fjármálagerningar sem sveitarfélög eða Lánasjóður sveitarfélaga ohf. gefa út eða ábyrgjast.
4. Skuldabréf lánastofnana
Nánar: Skuldabréf samkv. lögum um sértryggt og samsvarandi skuldabréf útgefin í ríki innan EES, í aðildarríki stofnsamnings EFTA eða í Færeyjum. Hér undir falla einnig óveðtryggt skuldabréf og víxlar lánastofnana og váttryggingarfélaganna að undanskildum víkjandi skuldabréfum þessara sömu útgefanda.
5. Fasteignaveðtryggt skuldabréf
Nánar: Skuldabréf tryggt með veði í fasteign þar sem veðhlutfall fer ekki umfram 75% af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis eða 50% af markaðsvirði annarra fasteigna, sbr. atvinnuhúsnæði, við lánveitingu.
6. Skuldabréf fyrirtækja
Nánar: Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga ásamt skuldabréfum og peningamarkaðsskjölum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Hér undir falla einnig fasteignaveðtryggt skuldabréf þar sem veðhlutfall fer umfram það sem kveðið er á um í eignaflokknum „Fasteignaveðtryggt skuldabréf“ ásamt víkjandi skuldabréfum fyrirtækja.
7. Innlend hlutabréf
Nánar: Skráð bréf, hvort heldur stök bréf eða bréf í verðbréfa- og/eða fjárfestingasjóðum, og óskráð innlend hlutabréf, hvort heldur stök bréf eða í sjóði um sameiginlega fjárfestingu <u>ekki í umsýslu rekstrarfélaga sérhæfðra sjóða</u>
8. Erlend hlutabréf
Nánar: Skráð hlutabréf, stök bréf, í sérgreindum söfnum og eða í verðbréfasjóðum í samræmi við UCITS-löggjöfina.
9. Sérhæfðar fjárfestingar
Nánar: Innlendir fagfjárfestingsjóðir í umsýslu rekstrarfélaga sérhæfðra sjóða, í formi lögaðila eða sjóða, og erlendir fagfjárfestingsjóðir sem lúta sambærilegri löggjöf. Undirliggjandi fjármálagerningar geta verið óskráð hlutafélög (e. private equity), innviðir (e. infrastructure), fasteignir og fjármögnunarleiga (e. real estate and lease buyback), mismunandi lánaafurðir (e. credit) og vogunarsjóðir (e. hedge-funds).

7.3 FJÁRFESTINGARFERLIÐ, GREINING OG GAGNAÖFLUN

Fjárfestingarferli Birtu lífeyrissjóðs er sú tilhögun daglegrar vinnu sem byggir á starfs- og verklagsreglum sjóðsins sem settar eru fram til að skýra verk- og vinnulag í fjárfestingarstarfsemi sjóðsins. Ferlið er fjölbreytt þar sem síbreytilegar aðstæður á mörkuðum kalla á reglulegt endurmat ferla og vinnulýsinga.

Í stórum dráttum má lýsa fjárfestingarferli Birtu lífeyrissjóðs með mynd 7.3.

MYND 7.3: FJÁRFESTINGARFERLI BIRTU



Skv. 3. tl. 1. mgr. 36. gr. lsg.laganna skulu allar fjárfestingar byggðar á viðeigandi greiningu á upplýsingum með öryggi, gæði, lausafjárstöðu og arðsemi safnsins í heild í huga. Lögin kveða hins vegar ekki á um það með nákvæmum hætti hvað telst vera viðeigandi greining í tilviki einstakra eignaflokka og tegunda fjárfestinga heldur tiltaka einungis hvaða heimildir gilda um þessar sömu fjárfestingar sem hlutfall af eignasöfnum lífeyrissjóða. Hluti af því fjárfestingarferli sem sýnt er á mynd 7.3 hér á undan fellur undir þessa skilgreiningu laganna, þ.e. sá hluti sem felur meðal annars í sér greiningarvinnu og gagnaöflun um fyrirhugaðar fjárfestingar. Að sama skapi skiptir ekki síður máli að hafa yfirsýn yfir það fjárfestinga- og verklagsferli sem viðhaft er hjá sjóðnum í þeim tilgangi að styrkja áhættuvarnir, eftirlit og hagsmunagæslu fjárfestingareigna sjóðsins.

Almennt séð fer gagna og upplýsingaöflun fram í gegnum opinberar gagnaveitur, á fundum með mótaðilum, í gegnum þriðja aðila á markaði, fjölmiðla, útgefna skýrslur, sérfræðiráðgjöf o.s.frv. Undir gagnaöflun og greiningarvinnu falla þættir eins og áreiðanleikakannanir, ársreikningar, viðskiptasaga, uppgjör og áætlanir, rekstrar og sjóðstreymisverðmöt, næmni- og sviðsmyndagreiningar, lánshæfismöt og önnur viðeigandi áhættumöt, viðskiptalíkön, sjálfbærniupplýsingar og aðrar fjárhagslegar greiningar sem eiga að gefa góða vísbendingu um vænta ávöxtun, áhættu og framtíðarmöguleika fjárfestingar eða tiltekins eignaflokks. Verklagið við

gagnaöflun og greiningarvinnu er mismunandi á milli einstakra eignaflokka og tegunda fjárfestinga sem veltur á eðli þeirra, formi og áhættumati.

Eins og ofangreint gefur til kynna þarf Birta lífeyrissjóður að uppfylla margvíslegar kröfur og skilyrði í fjárfestingum sínum. Til þess að tryggja sem best að sjóðurinn uppfylli þessar kröfur eru meðal annars til hliðsjónar verklags- og starfsreglur þar sem viðeigandi greining fjárfestinga sjóðsins er skilgreind með tilliti til mismunandi eðlis og forms eignaflokka og/eða einstakra fjárfestinga að teknu tilliti til áhættu.

7.3.1 VIÐSKIPTAHÆTTIR BYGGÐIR Á SKYNSEMISSREGLUNNI

Eins og fram kom í kafla 4 hér á undan þá þjónar skynsemisreglan þeim tilgangi að vera viðmið viðskiptahátta sem hvetja til aðgátar, ábyrgðar, kostgæfni og kunnáttu í ákvörðunartöku um fjárfestingar sem gerðar eru í umboði og þágu annarra aðila óháð eigin hagsmunum. Reglan er hegðunarregla og endurspeglar ákveðið ferli eða verklag sem felur í sér áðurnefnd atriði sem skilgreina má sem samnefnara skynsamlegrar hegðunar.

Reglan felur í sér að starfsmenn sem starfa í eignastýringu hjá lífeyrissjóðnum og fyrir hann sinni skyldum sínum með því að tileinka sér þessa sömu þætti rétt eins og skynsamur einstaklingur myndi gera sem starfar við sömu aðstæður.

Verklagið sem skynsemisreglan felur í sér hefur Birta lífeyrissjóður skipt niður í fjóra fasa og heimfært þá yfir á fjárfestingarstarfsemina. Fasarnir hafa allir 1) fasta verkliði, 2) breytilega verkliði í samræmi við tegund fjárfestingar og/eða viðkomandi eignaflokk og einnig 3) tilfallandi verkliði sem ráðast þá af niðurstöðum úr fyrri verkliðum í fösunum.

Í fyrsta fasa er **forskoðun** sem felur í sér könnun á hlítingu við gildandi fjárfestingarstefnu sjóðsins, stöðu einstakra eignaflokka og tegunda fjárfestinga m.t.t. markmiðssetningar og þeirra vikmarka sem tilgreind eru í stefnunni. Næsta skref í þessum fasa er að kanna hvaða verklag á við um þennan eignaflokk eða þessa tegund af fjárfestingu og hverjir eiga að koma að umfjölluninni og ákvarðanatökunni út frá hagsmunum sjóðsins. Þeir verkliðir sem koma í framhaldinu ráðast af niðurstöðum þessara föstu verkliða og eru þ.a.l. tilfallandi.

Hugtakið **kostgæfni** tilheyrir fasa tvö og felur í sér að ábyrgðaraðili tiltekinnar fjárfestingar, sem er skilgreindur í fasanum forskoðun, ber ábyrgð á að afla tilheyrandi gagna í tengslum við fjárfestinguna. Gögnin eru í framhaldinu rýnd af ábyrgðaraðilanum og öðrum í fjárfestingarteyminu sem eiga að koma að viðkomandi fjárfestingu, sbr. fyrsti fasi. Gögn sem aflað er vegna tiltekinnar fjárfestingar

eru skjalfest tímanlega áður en til ákvörðunartöku kemur þannig að eftirlitskerfi sjóðsins sem skilgreint er sem önnur og þriðja varnarlína hans, geti sannreynt að þau gögn sem skilgreind eru sem viðeigandi greining í þessum fasa verklagsins séu til staðar í undanfara þess að umrædd fjárfesting er formlega staðfest gagnvart mótaðilanum í viðskiptunum. Með því er tryggt að tilvist gagna og fylgiskjala verði rekjanleg eftir lúkningu viðskipta. Í þessum fasa eru verkliðirnir sem fasinn felur í sér mismunandi eftir eðli, formi og tegund þeirra fjárfestinga sem um ræðir. Þannig eru t.a.m. gerðar ríkari kröfur til undirliggjandi gagna þegar fjárfestingar í óskráðum verðbréfum eiga sér stað heldur en í skráðum eignum með viðvarandi upplýsingaskyldu, svo dæmi sé tekið. Bæði er ferlið sjálft oftast flóknara og þau gögn sem fjárfestar fá aðgengi að ekki eins áreiðanleg eins og ef um skráða afurð væri að ræða. Þetta hefur óhjákvæmilega í för með sér að fjárfestingarferlið tekur lengri tíma, sérstaklega þar sem aðkoma óháðra sérfræðinga getur falið í sér margar mismunandi áreiðanleikakannanir sem vert er að framkvæma þannig að hægt sé að sýna fram á að viðeigandi greining hafi átt sér stað. Þegar öll skilyrði eru til staðar er hægt að aflétta mögulegum fyrirvörum sem kunna að hafa verið settir á meðan áreiðanleikakannanir lágu ekki fyrir með formlegum hætti.

Áhættumat er skilgreint sem þriðji fasi verklagsins, þ.e. þegar allra gagna hefur verið aflað skv. öðrum fasa og hæfileg víska er til staðar fyrir áreiðanleika fjárfestingar er mat lagt á áhættu. Áhættan er sett í samhengi við ávinninginn samkvæmt viðskiptaskilmálum fjárfestingarinnar og má segja að sú vinna sem fram fer í þessum fasa og fasa númer tvö, kostgæfni, sé að mörgu leyti unnin samhliða. Áhættumatið er sniðið að eignaflokki viðkomandi fjárfestingar **sem og að áhættumynd sjóðsins**. Enginn fjárfestingarkostur getur talist fullkomlega öruggur fyrir lífeyrissjóð. Dæmi eru um að ríki standi ekki við skuldbindingar sínar svo ekki sé talað um fyrirtæki og stórkostleg **áföll** sem hafa orðið á **fjármálamörkuðum**. Þá hefur verðbólga leikið lífeyrissjóði grátt, bæði hér á landi og erlendis, á ýmsum tímabilum í hagsögunni. Í eignastýringu er því mikilvægt að meta áhættu sem hver einstök fjárfesting felur í sér og hver áhrif hennar eru á heildaráhættu eignasafnsins. Auk þess þarf að meta fylgni áhættu á milli einstakra eigna og eignaflokka í safninu. Til dæmis hafa vaxtabreytingar á markaði svipuð áhrif á verðmæti skuldabréfa sem eru með sambærilega skilmála. Þá er líklegt að ávöxtun hlutabréfa innan sömu atvinnugreinar sé mjög áþekkt, þ.e. sé góð ef vel árar í greininni og slæm þegar illa árar. Þá skipta einnig máli í þessu samhengi aðrir þættir sem eiga við sum félög en ekki önnur þrátt fyrir að viðkomandi félög séu í sömu atvinnugrein. Þessi áhætta er skilgreind sem sértæk og dæmi um slíka áhættu getur verið einsleitt tekjustreymi eða mikil skuldsetning. Þannig eru félög innan sömu atvinnugreinar, að öðru óbreyttu, útsett fyrir sömu áhættu úr ytra umhverfi sínu en áhrifin af þeirri áhættu geta verið mismikil ef uppbygging innri rekstrar þessara félaga er mjög ólík.

Þegar skoðað er hvaða verkliðir geta komið upp í þessum þriðja fasa að þá eru þeir mjög margir og mismunand allt eftir eðli og formi eignaflokksins/fjárfestingarinnar eða tegund.

Fjórði og síðasti fasinn er **viðskiptaákvörðun** eða hin eiginlega ákvörðunartaka. Þegar mat á væntri ávöxtun og áhættu liggur fyrir ræðst það af eðli fjárfestingarinnar hvaða ákvörðunartökufæri er viðeigandi hverju sinni. Í flest öllum tilvikum liggur það ljóst fyrir í fyrsta fasanum hvaða verklag á við um tiltekna fjárfestingu þegar kemur að ákvörðunartökunni. Til dæmis er eðli ákveðinna fjárfestinga með þeim hætti að forskoðun og viðskiptaákvörðun eru einu fasar fjárfestingaferlisins en hinir tveir, þ.e. kostgæfni og áhættumat, þurfa ekki að innihalda mikið af gögnum eða greiningum til að geta talist viðeigandi. Þá kveða *Reglur Birtu um fjárfestingar*, *Starfsreglur áhættunefndar* og *Starfsreglur eignastýringarsviðs Birtu* á um hvaða ákvörðunartökufæri á við hverju sinni um þá fjárfestingu og/eða eignaflokk sem á í hlut.

8. MARKMIÐ OG VIÐMIÐ UM ÁVÖXTUN OG ÁHÆTTU

Í grunninn byggir fjárfestingarstefnan á hugmyndafræði sjóðsins í fjárfestingum. Sú hugmyndafræði endurspeglar langtímavæntingar stjórnar Birtu um ávöxtun og áhættu og samfylgni ávöxtunar þeirra eignaflokka sem eru til grundvallar í eignasafni sjóðsins. Mat stjórnar á þessum þáttum byggist á langtímameðaltölum og sögulegri frammistöðu eignaflokka. Hér er vandlega gætt að því að eignir sjóðsins séu nægilega fjölbreyttar til að hægt sé að koma í veg fyrir samþjöppun og uppsöfnun áhættu í eignasafninu en sú aðferðafræði sem sjóðurinn notar til að tryggja sem besta áhættudreifingu er lýst í kafla 8.1 hér á eftir.

Þrátt fyrir ofangreint er stefnan amk. endurskoðuð árlega til skemmri tíma, þ.e. fyrir 1. desember ár hvert fyrir næsta almanaksár. Við þá endurskoðun eiga sér stað hliðranir á vikmörkum og/eða lítilsháttar breytingar á markaðsvigtum ákveðinna eignaflokka að teknu tilliti til innra og ytra umhverfis sjóðsins til skamms tíma. Mat á væntri ávöxtun einstakra eignaflokka á árinu 2025 byggir á sameiginlegri markaðskönnun stjórnar Birtu, framkvæmdastjóra og fjárfestingarteymis sjóðsins. Niðurstaða þeirrar könnunar að teknu tilliti til sögulegs flökts viðmiðunarvísitalna Birtu er haft til hliðsjónar við ákvarðanir um taktískar breytingar á eignsafni sjóðsins í uppfærðri fjárfestingarstefnu sem gildir fyrir næsta almanaksár. Jafnframt er haft til hliðsjónar, að öllu öðru óbreyttu, að til meðallangs tíma leiti ákveðnir eignaflokkar í átt að langtímajafnvægi ef frávik frá því er til staðar við

núverandi markaðsaðstæður, þ.e. einnig er horft til sögulegrar ávöxtunar viðmiðunarvísitalna helstu eignaflokka í fjárfestingarstefnu Birtu.

8.1. AÐFERÐAFRÆÐIN

Grundvöllur þeirrar aðferðafræði sem sjóðurinn notar við mótun fjárfestingarstefnu deildanna þriggja byggir á kenningum Harry Markowitz frá 1952 um hagkvæmustu samsetningu verðbréfasafna. Aðferðin gengur út á að blanda saman verðbréfaeignum í safn í því hlutfalli sem annað hvort hámarkar ávöxtun að gefinni ákveðinni áhættu, þ.e. flökt mælt sem staðalfrávik ávöxtunar, eða lágmarkar áhættu að gefinni ákveðinni ávöxtun. Með því að endurtaka útreikninginn með breytilegum gildum má teikna upp framfall sem samanstendur af mögulegum skilvirkum verðbréfasöfnum sem standa sjóðnum til boða á hverjum tíma. Miðað við gefnar forsendur og ákveðin skilyrði eiga þessi verðbréfasöfn það öll sameiginlegt að ekki er hægt að auka ávöxtun þeirra án þess að auka um leið áhættu. Að sama skapi er ekki hægt að draga úr áhættu þeirra án þess að það komi niður á væntri ávöxtun.

8.2. FJÁRHAGSLEGAR FORSENDUR FJÁRFESTINGARSTEFNUNNAR

Í meðfylgjandi töflu má sjá þær fjárhagslegu forsendur sem notaðar eru við útreikning framfallsins en um er að ræða bæði vænta ávöxtun og flökt viðkomandi eignaflokks fyrir árið 2025. Aðrar forsendur fela í sér spá um verðbólgu, stöðu íslensku krónunnar (veiking/styrking) gagnvart helstu gjaldmiðlum sem og stýrivexti/meginvexti Seðlabanka Íslands.

Mat á áhættu einstakra eignaflokka safnsins er mælt í flökti sem byggt er á sögulegri ávöxtun mismunandi vísitalna sem notaðar eru sem ávöxtunarviðmið fyrir skilgreinda eignaflokka fjárfestingarstefnunnar. Hins vegar er fyrirvarinn að raunveruleg markaðsáhætta fæst ekki metin eingöngu út frá flökti viðkomandi eignaflokks. Þ.a.l. er sögulegt flökt að mörgu leyti takmarkaður mælikvarði við mat á markaðsáhættu til framtíðar en engu að síður sá mest viðeigandi í framfallsútreikningum. Eftirfarandi tafla sýnir niðurstöður útreikninganna mv. þær forsendur sem hafa verið raktar hérna á undan

TAFLA 8.2: FJÁRHAGSLEGAR FORSENDUR HELSTU EIGNAFLOKKA

Eignaflokkar	Vænt ávöxtun 2025 (1)	Vænt ávöxtun 2025 (2)	Vænt áhætta 2025 (3)	Viðmiðunarvísitalur	Tegund vísitölu
Innlán	7,7%	2,5%	0,6%	REIBID o/n	Dagvextir á millibankamarkaði með ISK
Ríkisskuldabréf	6,5%	4,5%	5,0%	90% OMX10YI/10% OMX10YNI	Blanda af verðtrygðum og óverðtrygðum ríkisskuldabréfum
Skuldabréf sveitarfélaga	6,9%	5,0%	4,8%	KVIKA _p	Opinberir aðilar, vísitala reiknuð af Kviku
Skuldabréf lánastofnana	7,0%	5,1%	2,0%	KVIKA _b	Sértrygð skuldabréf banka, vísitala reiknuð af Kviku
Fasteignaveðtrygð skuldabréf	8,0%	6,0%	1,4%	SAMSETT VÍSITALA	Vísitala vtr. markaðsskuldabréfa og vxt. á sjóðfélagalánnum Birtu
Fyrirtækjaskuldabréf	8,6%	6,6%	3,1%	KVIKA _c	Fyrirtækjaskuldabréf, vísitala reiknuð af Kviku
Innlend hlutabréf	12,3%	10,8%	17,7%	OMXIGI/ISXI	Vísitala skráðra félaga í kauphöll, arðgreiðsluleiðrétt
Erlend hlutabréf	13,6%	7,6%	13,5%	NDUEACWF	Heimsvísitala ásamt nýmörkuðum, arðgreiðsluleiðrétt
Sérhæfðar fjárfestingar	13,3%	8,4%	11,5%	75% NDUEACWF/25% OMXIGI/ISXI	75% heimsvísitala hlutabréfa og 25% vísitala innendra félaga
Erlend skuldabréf	4,5%	4,5%	6,4%	LEGATRUU	Barclays Global Aggregate Index, erlend skuldabréfavísitala
Vænt verðbólga 2025	4,05%				

1) Vænt ávöxtun mv. spágildi úr markaðskönnun

2) Vænt ávöxtun mv. 10 ára sögulega ávöxtun viðmiðunarvísitalna

3) Vænt áhætta mv. vegið flökt viðmiðunarvísitalna

Taka þarf tillit til ákveðinna takmarkana við ákvörðun á fjárfestingarstefnunni er lúta sérstaklega að innlendum markaðsaðstæðum sem gera sjóðnum ekki kleift að fjárfesta til samræmis við þá hagkvæmustu eignasamsetningu sem framfallið gefur mv. þær forsendur um áhættu og ávöxtun sem lagðar eru þar til grundvallar. Annars vegar má áætla að umfang, seljanleiki og skilvirkni viðskipta með skuldabréf sveitarfélaga, lánastofnana og fyrirtækja á skráðum markaði sé ábótavant og eru þeir eignaflokkar þ.a.l. háðir stærðartakmörkunum í fjárfestingarstefnunni. Hins vegar eru þau gögn sem notuð eru til grundvallar við mat á væntri áhættu viðkomandi eignaflokka og samdreifni ávöxtunar söguleg gögn vísitalna sem í einhverjum tilvikum endurspeglar ekki nægjanlega vel einstaka eignaflokka sjóðsins.

8.3 SIÐFERÐISLEG VIÐMIÐ Í FJÁRFESTINGUM

Skv. 5. tl. 1. mgr. 36. gr. a. í Isj.lögunum þarf Birta sem lífeyrissjóður að setja sér siðferðisleg viðmið í fjárfestingum sjóðsins. Eins og fram kom í kafla 6.5 hér á undan að þá byggir sjóðurinn siðferðisleg viðmið í fjárfestingum á Sáttmála SP um ábyrgar fjárfestingar ásamt því að horfa til Heimsmarkmiða SP um sjálfbæra þróun. Sáttmáli SP, sem hefur að geyma sex grundvallarviðmið, skuldbindur aðildarfélög sín til að taka tillit til umhverfis- og félagslegra þátta við fjárfestingar sínar ásamt því að leggja áherslu á ábyrga stjórnarhætti. Þar sem löggjöf um samræmdar upplýsingar um sjálfbærniþætti

í atvinnurekstri félaga og stofnana sem fjallað var um í kafla 6.5 hér á undan hefur ekki verið innleidd að fullu hér á landi og því ekki komin til framkvæmda hjá útgefendum þeirra verðbréfa sem eru í eigu Birtu, hefur það gert sjóðnum erfitt um vik að meta þá þætti sem liggja til grundvallar meginreglum Sáttmála SP. Þó að það fari að sjá fyrir endann á þeirri innleiðingu hér á landi að þá mun það líklega taka innlend félög og stofnanir um 2-3 ár héðan í frá að tileinka sér löggjöfina svo vel megi vera. Þangað til mun Birta kappkosta að taka tillit til grundvallarviðmiða sáttmála SP í fjárfestingarstarfsemi sinni þar sem því verður viðkomið.

Rétt eins og skilgreint er í áður nefndri löggjöf að þá getur áhætta tengd sjálfbærni haft neikvæð áhrif á virði fjárfestingar ef slík áhætta raungerist. Með því að taka tillit til þessarar áhættu til viðbótar við aðra hefðbundna áhættuþætti sem fylgja að jafnaði fjárfestingum telur stjórn Birtu að hægt sé að skila betri arðsemi af fjárfestingum til lengri tíma litið og auka á sama tíma velferð samfélagsins í heild sinni.

1. Birta tekur mið af umhverfis- og félagslegum þáttum ásamt stjórnarháttum (UFS) við mat á fjárfestingarkostum og við ákvarðanir um fjárfestingar

Eins og fram kom í kafla 6.5 hér á undan er Birta þátttakandi í alþjóðlegu samstarfi, Climate Investment Coalition (CIC), ásamt fleiri íslenskum lífeyrissjóðum sem felur í sér að ná fram ákveðnum markmiðum í loftslagsmálum, t.a.m. með fjárfestingu í félögum sem framleiða sjálfbæra orku eða tengjast með einum eða öðrum hætti orkuskiptum í samgöngum og iðnaði. Aðrar fjárfestingar koma líka til álita en tilgangurinn er að þær byggji í grunninn á markmiðum um kolefnishlutleysi. Markmið stjórnar Birtu í þessum efnum miðast við að fjárfesta sem nemur um 8% af eignasafni samtryggingardeildar sjóðsins fram til ársloka 2030 í þessari tegund fjárfestinga.³ Um er að ræða nýjar fjárfestingar frá 1. nóvember 2021 en á þeim tímapunkti var áætlað að u.þ.b. 2,85% af eignasafni Birtu, eða sem samsvaraði um 15 ma. kr. á verðlagi þess tíma hafi verið í umhverfisvænum fjárfestingum skv. skilyrðum CIC.

Á tímabilinu 1. nóvember 2023 til 1. nóvember 2024 fjárfesti Birta fyrir um 1,5 ma. kr. í verðbréfum sem teljast til umhverfissjálfbærra fjárfestinga skv. skilgreiningu CIC en yfir tveggja ára tímabil nemur þessi fjárhæð rúmlega 5,2 ma.kr.

³ Áætluð nýfjárfesting Birtu lífeyrissjóðs sem á að uppfylla 8% markmiðið fyrir árslok 2030 var metin þann 1. október 2021 um 509 m. USD sem samsvaraði um 66 ma. ISK mv. USD/ISK = 130,0 og 8% árlegan vöxt á eignasafni Birtu að meðaltali til ársloka 2030.

2. Birta er virkur eigandi hlutafélaga þar sem sjóðurinn telst eiga meiriháttar eignarhlut í skv. eigendastefnu sjóðsins

Möguleikar sjóðsins til áhrifa ráðast eðli málsins samkvæmt af eignarhaldi sjóðsins og hlutdeild hans í einstökum félögum. Meiriháttar eignarhlutur telst vera annað hvort hlutdeild í félagi sem nemur meira en 0,5% af heildareignum Birtu eða 5% eða stærri eignarhlutur í einstöku félagi. Sjóðurinn sækir hluthafafundi þeirra félaga sem hann á eignarhlut í og birtir upplýsingar um ráðstöfun atkvæðisréttar í markaðsskráðum félögum á heimasíðu sjóðsins á hverju ári.

Í ljósi þess að eignarhald Birtu lífeyrissjóðs í innlendum hlutabréfum þverast yfir samkeppnismarkaði eru afskipti sjóðsins af rekstri þessara félaga einungis kunngerð á sameiginlegum vettvangi hluthafa, á þetta sértaklega við um skráðu félögin. Þau sjónarmið sem Birta hefur nálgast stjórn og stjórnendur með sem hluthafi er að finna á vettvangi óhagnaðardrífna alþjóðlegra samtaka sem bera heitið „FCLT Global, Focusing Capital on the Long Term“⁴. Þessi samtök leggja áherslu á að auka vægi langtímahugsunar og stefnumarkandi umræðu við stjórnarborðið. Þar er því haldið fram að langtíma virðisaukning eigi sér ákveðin einkenni sem hægt er að meta með samanburði á kennitölum og öðrum viðbótar upplýsingum sem birtar eru í ársreikningum fyrirtækja. Markmið Birtu í þessum efnum er að hvetja stjórn og stjórnendur til að gera betur í því að skilgreina þá mælikvarða sem staðfesta langtíma virðisaukningu og árangur af stjórnarstarfinu með áherslu á jafnræði hluthafa. Kröfur um skammtímaárangur geta jafnframt haft þá tilhneigingu að vera hamlandi fyrir fyrirtæki í að tryggja framgang síðferðislegra gilda. Mikilvægt er að gæta jafnvægis hvað þetta varðar og hafa þolinmæði gagnvart breytingum þar sem árangur verður ekki sýnilegur eða mælanlegur á skömmum tíma.

Birta skráir niður þau samskipti, sem falla undir þessa meginreglu, sem sjóðurinn á við stjórn og stjórnendur þeirra félaga sem hann á meiriháttar eignarhlut í skv. eigendastefnu.

3. Birta sækist eftir viðeigandi upplýsingum um UFS-málefni frá umsýsluaðilum sjóðafyrirtækja

Hluti af fjárfestingarferli Birtu er að hafa til hliðsjónar hvort og þá hvaða UFS-þættir eru til grundvallar viðkomandi fjárfestingu. Þetta er gert með því að óska eftir upplýsingum frá viðkomandi félagi/umsýsluaðila um reglur og/eða stefnu um ábyrgar fjárfestingar sem tekið er tillit til við fjárfestingar og byggja á sjálfbærri þróun og verðmætasköpun. Sem dæmi er ávallt óskað eftir upplýsingum um hvort rekstraraðilar innlendra og erlendra sjóða hafi sett sér stefnu í UFS-málum tengdum sínum fjárfestingum áður en Birta skuldbindur sig í viðkomandi sjóði. Slíkt er þó ekki skilyrði fyrir fjárfestingu þar sem taka þarf tillit til fleiri viðmiða, sbr. mat

⁴ <https://www.fcltglobal.org>: „FCLTGlobal is a non-profit organization that develops research and tools to drive long-term growth“.

á fjárhagslegum þáttum og öðru þess háttar. Birta safnar þessum upplýsingum saman og varðveitir ásamt öðrum fjárhagslegum gögnum um viðkomandi fjárfestingarkost.

4/5. Birta mun beita sér fyrir því að grundvallarviðmið sáttmála SP verði innleidd í fjárfestingarstarfsemi sjóðsins og auka hæfni starfsmanna til að framfylgja reglunum

Birta mun gera auknar kröfur til þeirra innlendu félaga sem sjóðurinn á meiriháttar eignarhlut í skv. eigendastefnu Birtu. Í síðustu ársskýrslu Birtu má sjá upplýsingar um losun gróðurhúsalofttegunda hjá þessum félögum sem er í eigu Birtu. Til stendur að mæla hegðun þeirra á milli ára í málefnum er varða umhverfið og birta sjóðfélögum í ársskýrslum Birtu., Þá standa vonir til þess að þegar fram í sækir verði einnig hægt að sækja upplýsingar um félagslega þætti, sbr. jafnrétti kynjanna, starfsmannaveltu, starfsánægju, öryggismál og aðra velferð starfsmanna, út frá stöðluðum upplýsingum frá þessum sömu félögum.

Eins og áður hefur komið fram er Birta lífeyrissjóður einn af stofnaðilum samtakanna IcelandSIF en tilgangur þeirra er að efla þekkingu fjárfesta og auka umræðu um aðferðarfræði sjálfbærra og ábyrgra fjárfestinga. Að mati stjórnar Birtu er stöðug fræðsla og virk umræða í þessum málaflokki nauðsynleg þar sem sjálfbærar fjárfestingar eru ört vaxandi eignaflokkur í eignasöfnum lífeyrissjóða og annarra stofnana fjárfesta. Þá sækir starfsfólk Birtu bæði námskeið og ráðstefnur, hérlendis og erlendis, tengdum fjárfestingum og UFS málefnum, og dýpkar þannig skilning sinn á málefninu. Hingað til hefur sú þekking sem starfsfólk Birtu hefur aflað sér í gegnum tíðina verið óformleg og þ.a.l. ekki skjalfest sérstaklega sem innleiðing á meginreglum 4 og 5 í Sáttmála SP. Frá byrjun þessa árs hefur það verið markmið sjóðsins að öll þekkingaröflun sem og opinber umræða, t.a.m. greinaskrif, sem starfsmenn Birtu eru aðilar að á þessum vettvangi, verði skráð sérstaklega sem staðfest viðurkenning á því að sjóðurinn er að auka hæfni starfsfólksins til að framfylgja þessum meginreglum 4 og 5 í Sáttmála SP.

6. Eignastýringarvið Birtu skilar skýrslum um starfsemi sjóðsins og upplýsir sjóðfélaga um árangur af innleiðingu viðmiðanna

Aðild Birtu að Sáttmála SP felur meðal annars í sér árleg skýrsluskil þar sem gert er grein fyrir þeim ferlum innan sjóðsins sem snúa að sjálfbærnitengdum þáttum í fjárfestingum sjóðsins, þvert á eignaflokka. Þátttakendum eru úthlutaðar einkunnir í hinum ýmsu flokkum þannig að hægt er að glöggva sig á hvernig tekst til við innleiðingu viðmiðanna. Þessar upplýsingar/niðurstöður eru birtar sjóðfélögum í ársskýrslu og á heimasíðu Birtu.

9. EFNAHAGSHORFUR OG AÐSTÆÐUR Á MÖRKUÐUM

Alþjóðlegt efnahagslíf er komið á lygnari sjó eftir öldurótið í kjölfar heimsfaraldursins sem skall á í upphafi árs 2020 og stríðsins í Úkraínu sem hófst í febrúar 2022. Verðbólguvalda reið yfir og þurfti í mörgum löndum að fara marga áratugi aftur í tímann til að finna viðlíka verðbólgu. Alþjóðleg verðbólga fór hæst í tæp 10% á seinni hluta árs 2022 en hefur lækkað hratt og er líklegt að verðbólga á árinu 2025 nálgist 3,5% sem er í takt við meðaltal áranna 2000-2019. Í stórum dráttum má því segja að baráttan við hina miklu verðbólgu sé unnin, a.m.k. að sinni. Hagvöxtur á heimsvísu verður ekki mjög mikill í ár og árið 2025 ef spár ganga eftir, þó ekki sé um neinn héraðsbrest að ræða. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir t.d. ráð fyrir að hagvöxtur verði 3,2% bæði árin. Að vanda er hagvaxtarláninu nokkuð misskipt. Bandarískt efnahagslíf gengur ágætlega og forsendur eru til að svo verði áfram ef ekki kemur til skæra í milliríkjavíðskiptum, t.d. í formi tolla og hafta eða pólitískra skylminga af einhverjum toga á alþjóðavettvangi. Hnútukast, bæði víðskiptalegt og stjórnmálalegt, milli tveggja langstærstu hagkerfa heims, þ.e. Bandaríkjanna og Kína, væru ekki góðar fréttir, hvorki fyrir löndin tvö né alþjóðlegt efnahagslíf. Varla er hægt að segja að mjög byrlega blási í þessum efnum og um ræðir einn mesta óvissuþáttinn í alþjóðlegri efnahagsþróun á árinu 2025, og reyndar til lengri tíma ef út í það er farið. Mótvindur er töluverður í stærstu hagkerfum Evrópu og má nefna að allt stefnir í að hagvöxtur í Þýskalandi, stærsta hagkerfis Evrópu, verði lítill sem enginn í ár og afar lítill á næsta ári. Eins og undanfarin ár og reyndar allt frá því að kveða fór að Kína á efnahagssviðinu þá er hagvöxtur á nýmörkuðum hærri en á þróuðum mörkuðum og horfur á að svo verði áfram. Ekki fer þó hjá því að kínverskt hagkerfi sé með nokkrum böggum hildar miðað við mjög langt tímabil þar sem árlegur hagvöxtur var flest ár í kringum 10% en svo virðist sem árlegur hagvöxtur hafi helmingast frá því sem áður var. Slík þróun þarf í sjálfu sér ekki að koma á óvart, hagkerfið hefur margfaldast að stærð og erfitt kann að vera að halda sama vaxtarhraða þegar svo ber undir. Efnahagsþróunin undanfarin ár hefur einnig verið því marki brennd að Kínverjar afléttu seint hömlum í kjölfar faraldursins og miklir erfiðleikar hafa verið á fasteignabyggingamarkaði eftir gríðarlega uppsveiflu og skuldasoöfnun.

Þær vaxtahækkningar sem Seðlabankar gripu til í kjölfar þess að verðbólga æddi af stað þegar líða tók á árið 2021 er að baki. Hafa má í huga að áður en faraldurinn skall á voru vextir orðnir lágir og að undirlagi seðlabanka lækkuðu þeir ennfrekar auk þess sem sumir seðlabankar gripu til magnbundinnar íhlutunar (e. quantitative easing) með miklum kaupum á skuldabréfum til að þrýsta vöxtum niður og jafnframt að tempra áhrif mikillar aukningar í útgáfu ríkisskuldabréfa til að fjármagna mikinn halla ríkissjóða. Nú þegar verðbólga hefur lækkað og vextir hafa hækkað frá því

sem áður var má segja að aðstæður á vaxtamörkuðum séu í stórum dráttum orðnar eðlilegri en áður þegar seðlabankar hlutuðust til um verðmyndun með afgerandi hætti. Hlutverk skuldabréfa í blönduðum verðbréfasöfnum sem ein stoð ávöxtunar, þó ekki kunni að vera há, hefur verið endurreist. Þegar um ræðir vexti og þróun vaxta má hafa í huga að ríkisskuldir hafa víða hlaðist upp á undanförunum árum. Mörg ríki brugðust við faraldrinum með miklum slaka í ríkisfjármálum, þ.e. aukningu ríkisútgjalda á sama tíma og brestur var í tekjum vegna þvingaðs hægagangs í efnahagsstarfsemi. Skuldahlutfall hækkuðu hratt vegna mikils hallarekstrar. Jafnvel í efnahagslega öflugum ríki eins og Bandaríkjunum hefur hlutfall skulda ríkisins af þjóðarframleiðslu hækkað hratt á undanförunum árum og þó að dregið hafi úr hallarekstri bandaríska ríkisins frá því að hann var mestur á árunum 2020 og 2021 er hann enn mjög mikill. Það kann að þykja saga til næsta bæjar að þegar svo vel árar í bandarísku efnahagslífi og raun ber nú vitni að ríkissjóður sé rekinn með miklum halla. Fátt virðist jafnframt benda til þess að vænta sé mikilla breytinga til batnaðar á næstunni. Fleiri af stærstu hagkerfum í heimi glíma enn við mikinn halla í ríkisrekstri, hagkerfi sem eru ofanákaupið skuldsett. Hækkandi vextir hafa því aukið útgjöld vegna skulda, þó að misjafnt sé hversu kröftug áhrifin eru, sem er m.a. háð hvenær skuldir koma á gjalddaga, með meðfylgjandi endurfjármögnunarförf, og hversu mikil skuldaaukningin er. Í framhjálaupi má nefna að hallarekstur ríkis þarf ekki endilega að þýða hækkun skuldahlutfalls (skuldir í hlutfalli af þjóðarframleiðslu) ef nafnhækkun þjóðarframleiðslu er meiri en nafnhækkun skulda. Þó að augu seðlabanka hafi undanfarin misseri verið fyrst og fremst verið á verðbólgu verður ekki horft framhjá því að ríki sem eru orðin mjög skuldsett, og búa e.t.v. við frekar lítinn hagvöxt, mega illa við hækkandi kostnaði, þar með talið raunkostnaði, vegna skulda. Flestir stærstu seðlabanka í heimi hafa nú tekið til við að lækka vexti sína og má búast við að þeir muni fara áfram fetið í vaxtalækkunum eftir því sem verðbólguþróun og verðbólguhorfur gefa tilefni til. Óvíst er hvort og þá hversu mikið vextir til lengri tíma munu lækka og reyndar er ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa margra landa þegar lág.

Allt bendir til þess að uppskeran á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum á árinu 2024 verði framúrskarandi, t.d. ef mið er tekið af Heimsvísitölu hlutabréfa, hvers hækkun á árinu 2024 gæti orðið um 20% þegar uppi er staðið. Bandaríski hlutabréfamarkaðurinn dregur vagninn með hækkunum sem eru hátt í 30% en áframhaldandi hækkunir hafa verið á hlutabréfaverði nokkurra stórfyrirtækja á bandaríska markaðinum, en þau fyrirtæki vega mjög þungt í þeim bandarísku hlutabréfavíðstólum sem eru vegnar eftir markaðsverðmæti fyrirtækja. Sem dæmi má nefna að í ár stefnir í að munurinn á hinni hefðbundnu og markaðsverðmætisvegnu S&P 500 vísitölu og S&P 500 jafnveginni vísitölu - hvert fyrirtæki með sama vægi - verði hátt í 10% prósentustig. Sami munur var 15% á árinu 2023. Vægi bandaríska hlutabréfamarkaðarins í alþjóðlegu samhengi er nú orðið slíkt að fara þarf allt aftur

til 1960-1970 til að finna viðlíka vægi. Á evrópskum mörkuðum er útlit fyrir að hækkanir verði miklu hófstílltari. Hlutabréfamarkaðir í Þýskalandi og á Spáni hafa hækkað ágætlega en franskir hlutabréfamarkaðurinn hefur aðeins lækkað sem má m.a. rekja til erfiðleika á hinu stjórnmálalega sviði og töluverðum lækkunum á hlutabréfaverði fyrirtækja sem vega þungt í frönsku hlutabréfavísitölunni. Eftir að hafa staðið nánast í stað á árinu 2023 tók MSCI hlutabréfavísitala nýmarkaða að hækka þegar líða tók á 2024 og fékk reyndar hressilegan búhnykk þegar kínverskar hlutabréfasvísitölur hækkuðu um tugi prósentu á nokkrum vikum undir lok september. Sú lækkun gekk svo að hluta tilbaka. Horfur eru á að árið verði þokkalega farsælt á nýmörkuðum en verð er þó enn nokkru lægra en það var í upphafi árs 2021 þegar það fór sem hæst.

Ef fer fram sem horfir verður lítil sem enginn hagvöxtur hér á landi á árinu 2024. Það er mikil breyting frá árinu 2023 þegar hagvöxtur var 5% og 9% árið áður, en er jafnframt ágætt að hafa í huga þegar svo mikið dregur úr hagvexti og raun beri vitni. Þ.e. undangengin ár hafa verið ár mjög mikils hagvaxtar, hagkerfið stækkað mikið og þegar um hægir getur það að sama skapi verið kröftug hreyfing. Háir vextir hafa gert sitt til að tempra efnahagsumsvif, verulega hefur hægst á vexti einkaneyslu, engum kvóta var til að dreifa í loðnu og ekki tókst að veiða allan kvóta í makríl. Ferðapjónusta hefur þó verið sterk þó að hægst hafi á vexti ferðamanna til landsins og ferðamynstur breyst og greinum eins og lyfjaframleiðslu og fiskeldisframleiðslu vex fiskur um hrygg. Seðlabankinn gerir ráð fyrir að hagvöxtur taki aftur við sér á næsta ári og að hagvöxtur verði um 2%. Verðbólga hefur farið lakkandi á árinu og hefur ársverðbólga ekki mælst lægri í þrjú ár. Ef horft er framhjá húsnæðislið vísitölnnar er verðbólga enn lægri. Í kjölfar lakkandi verðbólgu hefur Seðlabankinn getað sleppt föstum tókum sínum en í vaxtahækkunarferli sínu hafði bankinn hækkað meginvexti sína um 8,5%. Jafnframt hafði ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði, hvort sem um ræddi óverðtryggð eða verðtryggð bréf hækkað mikið. Þær lækkanir sem Seðlabankinn hefur þegar gripið til má líta á að séu byrjunin á vaxtalækkunarferli sem gæti varað í nokkurn tíma að því gefnu að verðbólga og verðbólguvæntingar lækki áfram og almennar efnahagshorfur gefi tilefni til. Sem fyrr verður ríkissjóður stærsti einstaki útgefandinn á innlendum skuldabréfamarkaði, endurfjármagna þarf skuldir sem eru á gjalddaga og fjármagna þann hluta rekstrar og fjárfestinga ríkisins sem skatttekjur duga ekki til að fjármagna að fullu. Sveitarfélög og félög í eigu þeirra verða skv. venju reglulegir útgefendur markaðsskuldabréfa og sértryggð útgáfa skuldabréfa banka er orðin hluti af fjármögnun útlána þeirra. Auðveldara er að fullyrða um að skammtímavextir, við undirspil Seðlabankans, lækki heldur en langtímavextir, einkum og sér í lagi raunvextir til lengri tíma.

Aðeins hefur birt yfir hlutabréfamarkaði á árinu 2024 en til upprifjunar stóð vísitala Aðallista nánast í stað á árinu 2023. Firnaháir vextir höfðu og að hafa að sínu leyti ekki verið til þess fallir að ýta að sínu leyti undir hækkunar á hlutabréfaverði auk þess sem fyrirtæki sem vógu þungt í vísitölunni glímdu við rekstrarlegar áskoranir. Rekstrarárið 2024 hefur verið ágætt hjá mörgum fyrirtækjum sem eru skráð á markað en önnur hafa glímt við nokkuð óblíðara rekstrarumhverfi. Lækkandi vextir eru til þess fallnir, að öðru óbreyttu, að bæta rekstur fyrirtækja og auka spurn eftir hlutabréfum. Almennt má þó segja að fyrir mörg fyrirtæki séu þættir sem lúta beint að rekstrarumhverfi viðkomandi fyrirtækis veigameiri, t.d. í sjávarútvegi, flugrekstri, lyfjaiðnaði og smásöluverslun. Ágætlega horfir í rekstri margra skráðra fyrirtækja. Hagkerfið virðist vera að ná lendingu án mikilla aukaverkana, verðbólga fer lækkandi og vextir ættu að geta lækkað frekar. Efnahagslegur þróttur virðist vera ágætur þegar horft er til næsta árs og rekstrarumhverfi að sumu leyti traustara. Það er þó nauðsynlegt að hafa í huga að þær blikur sem eru á lofti á alþjóðavettvangi, hvort sem um ræðir í efnahagslífi eða á stjórnmálalegum vettvangi, geta sett strik í reikninginn ef óeining og ósamkomulag magnast og ekki ríkir vilji til að bera klæði á vopn.

10. FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGARDEILDAR

Eins og fram kemur í 8. kafla hér á undan er grundvöllur þeirrar aðferðarfræði sem sjóðurinn notar við mótun fjárfestingarstefnu deildanna þriggja byggður á kenningum Markowitz um hagkvæmustu samsetningu verðbréfasafna.

Lífeyrisskuldbindingar samtryggingardeildar Birtu eru verðtryggðar með meðaltíma um 20,4 ár.⁵ Í þeim skilningi falla verðtryggð skuldabréf vel að ofangreindri aðferðarfræði. Hins vegar stendur lífeyrissjóðnum almennt ekki til boða að kaupa verðtryggð skuldabréf á föstum vöxtum með svo langan meðaltíma þannig að unnt sé að draga alfarið úr sveiflum eignasafnsins á móti lífeyrisskuldbindingunni. Þess vegna er mjög mikilvægt að huga vel að samfylgni helstu eignaflokka, þ.e. þá sem sjóðurinn hefur heimild til að fjárfesta í skv. lögum og innri reglum sjóðsins, við skuldbindinguna þannig að sjóðnum takist að ná markmiði sínu.

⁵ Áfallnar skuldbindingar, núvirtar

10.1. AÐRAR FORSENDUR FJÁRFESTINGASTEFNUNNAR

Þá koma aðrar forsendur en þær fjárhagslegu við sögu við mótun og ákvörðun á fjárfestingarstefnu samtryggingardeildarinnar. Hér á eftir verður fjallað um hverja og eina þeirra.

10.1.1 RÉTTINDAKERFI OG ALDURSSAMSETNING SJÓÐFÉLAGA

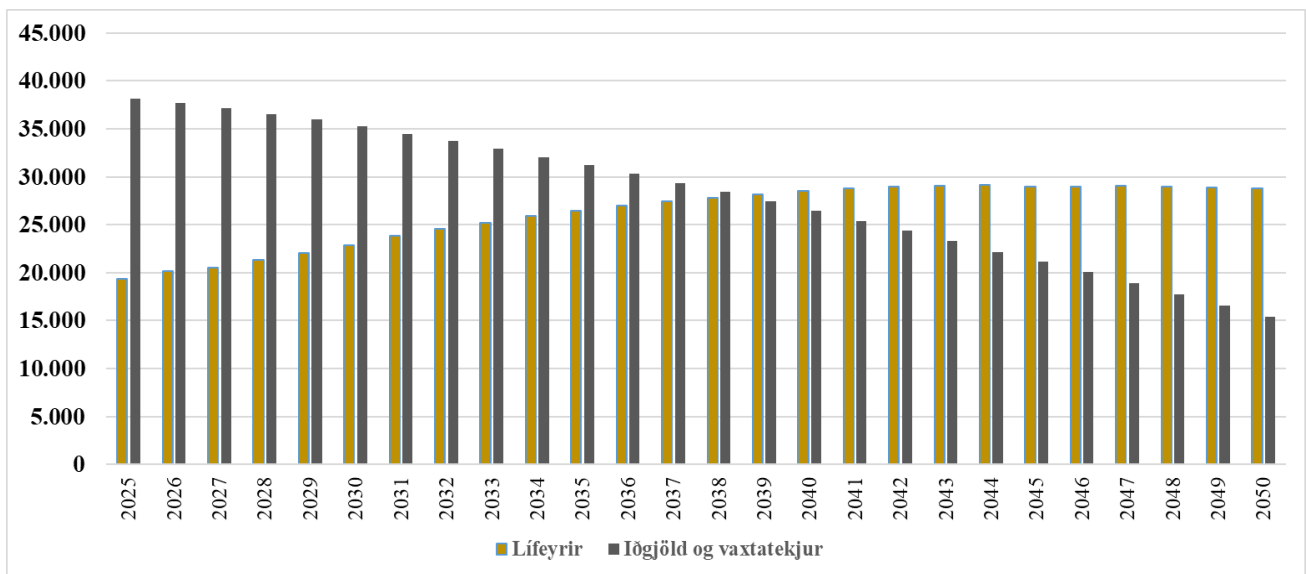
Réttindakerfi Birtu er aldurstengt kerfi þar sem iðgjöld mynda réttindi í samræmi við þann tíma sem þau ávaxtast í sjóðnum. Iðgjald sem greitt er snemma á starfsævinni veitir þannig meiri réttindi en iðgjald sem greitt er seinna á ævinni. Þannig veitir iðgjald 25 ára sjóðfélaga ekki sömu réttindi og iðgjald 65 ára sjóðfélaga, þar sem iðgjald þess unga mun ávaxtast 40 árum lengur en iðgjald þess eldri.

Í lok júní síðastliðnum áttu 103.331 einstaklingur réttindi í samtryggingadeild Birtu og var meðalaldur greiðandi sjóðfélaga 43,1 ár. Þá skiptust iðgjöldin þannig að 63,4% þeirra voru vegna sjóðfélaga yngri en 50 ára, 42,7% voru vegna sjóðfélaga yngri en 40 ára og 20,4% voru vegna sjóðfélaga yngri en 30 ára. Þessi aldurssamsetning sjóðfélaga skapar deildinni forsendu til að uppfylla þau langtímamarkmið sem lögð hafa verið til grundvallar fjárfestingastefnu hennar.

10.1.2 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

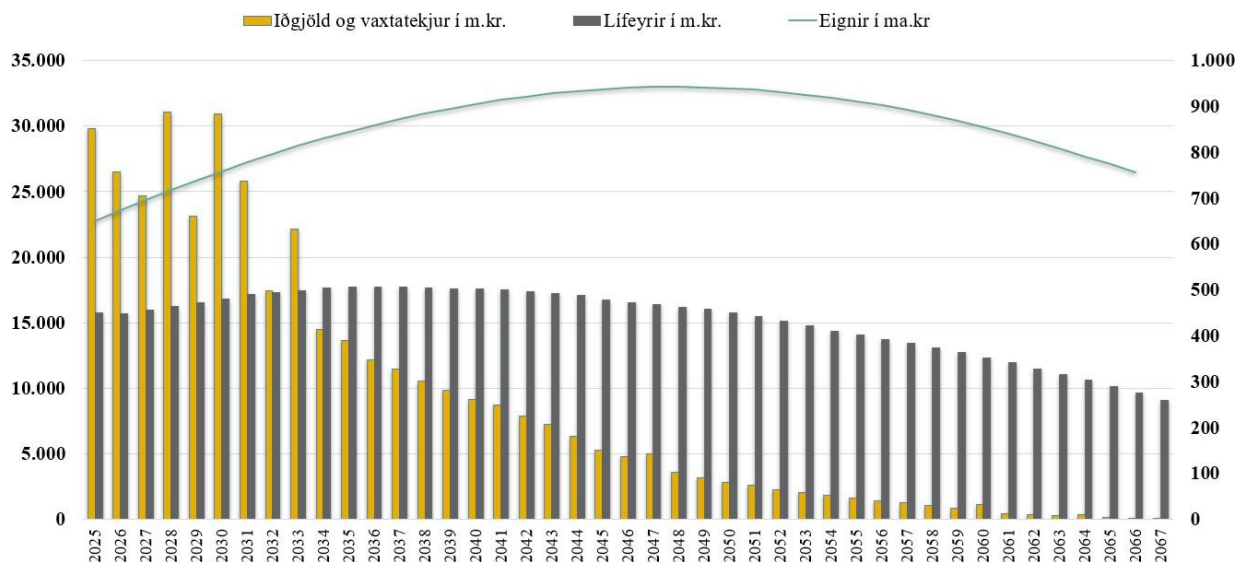
Lífeyrisbyrði samtryggingardeildar, þ.e. iðgjöld sem hlutfall af lífeyrisgreiðslum, hefur farið hækkandi undanfarin ár. Þetta hlutfall var 84,8% í árslok 2023 og mun fyrirsjáanlega hækka eftir því sem stærri árgangar koma á lífeyri sbr. umfjöllun um áætlað greiðsluflæði hér að neðan. Þessi hækkun á lífeyrisbyrðinni á milli ára og á síðasta ári skýrist að mestu leyti af breytingum í útreikningi á lífslíkum sem komu til framkvæmda í fyrsta skipti á síðasta ári. Ef tekið er tillit til sjóðstreymis af skuldabréfum með föstum tekjum má gera ráð fyrir að hlutfall lífeyrisbyrði verði um 50% í árslok 2025. Næstu 5 ár fíkrar hlutfallið sig ofar og er áætlað um 65% í árslok 2030 og nær jafnvægi á árinu 2037 eins og mynd 10.1.2 sýnir. Hafa ber í huga að hér er ekki gert ráð fyrir nýliðun á tímabilinu sem myndi þá alla jafna styrkja sjóðsflæðið til eignasafnsins enn frekar. Gangi þessi spá eftir má áætla að framtíðargreiðsluflæði vegna lífeyrisskuldbindinga muni verða að meðaltali um 60% af ráðstöfunarfé til nýfjárfestinga á næstu 5 árum. Uppsöfnuð fjárfestingaþörf á þessu sama tímabili er þá áætluð um 82 ma. kr. umfram útgreiðslur eða að meðaltali um 16,4 ma.kr. á ári. Þessi áætlun gerir lífeyrissjóðnum kleift að vinna áfram í samræmi við þau langtímamarkmið sem lögð hafa verið til grundvallar í fjárfestingarstefnu sjóðsins fyrir árið 2025.

MYND 10.1.2: ÁÆTLAÐ FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI BIRTU (í milljónum kr.)



Þá sýnir mynd 10.1.3 hér á eftir áætlað greiðsluflæði lífeyrissjóðsins ásamt uppsafnaðri eignastöðu næstu áratuginna byggt á forsendum tryggingastærðfræðings sjóðsins. Eins og áður er ekki tekið tillit til nýrra sjóðfélaga í sjóðinn á þessu tímabili.

MYND 10.1.3: ÁÆTLAÐ GREIÐSLUFLÆÐI ÁSAMT UPPSAFNAÐRI EIGNASTÖÐU



10.1.3 TRYGGINGARFRÆÐILEG STAÐA

Tryggingarlegur framreikningur um mitt þetta ár gaf þá niðurstöðu að heildarskuldbindingar samtryggingar námu 6,62% umfram heildareignir. Til samanburðar voru skuldbindingarnar í árslok 2023 6,63%. Í lok árs 2021 samþykkti fjármála- og efnahagsráðuneytið tillögur Félags íslenskra tryggingarstærðfræðinga þess efnis að reikna lífslíkur með breyttum hætti. Breytingin fól í sér að nú er stuðst við spá um væntar lífslíkur til framtíðar í stað þess að styðjast eingöngu við reynslu fyrri ára. Áhrif þessara nýju lífslíkutaflna á Birtu var um 9,9% aukning á heildarskuldbindingum sjóðsins. Stjórn Birtu tók ákvörðun um að bregðast við auknum lífslíkum með endurmati á framtíðarskuldbindingu sjóðsins með því að aðlaga réttindatöflur þeirra árganga þar sem til aukinna lífslíka kom samkvæmt nýju útreikningunum.

Það var mat stjórnar Birtu að ekki væri þörf á því að taka tillit til hækkunar á framtíðarskuldbindingu sjóðsins við mótun á fjárfestingarstefnu fyrir árið 2024 í ljósi þeirra mótvægisáðgerða sem voru staðfestar á ársfundi sjóðsins í maí 2023. Það sama á við í dag, þ.e. hærri framtíðarskuldbinding vegna aukinna lífslíka hefur ekki áhrif á mótun fjárfestingarstefnunnar fyrir árið 2025 þannig að taka þurfi tillit til þess sérstaklega.

10.1.4 ÓVISSA UM BRÉF ÚTGEFIN AF ÍL-SJÓÐI

Um 7,4% af heildareignum samtryggingardeildar Birtu eru skuldabréf útgefin af ÍL-sjóði (áður Íbúðalánasjóði) og lækkar það hlutfall um 1,1 prósentustig á milli ára eða úr 8,5%. Ennþá ríkir óvissa um mögulegt uppgjör bréfanna að hálfu ríkissjóðs. Þá birti Fjármála- og efnahagsráðherra síðla árs 2023 drög að frumvarpi til laga um slit ógjaldfærra opinberra aðila en ÍL-sjóður fellur undir þá skilgreiningu. Birta er aðili að umsögn sem unnin var fyrir íslenska lífeyrissjóði vegna frumvarpsins en að mati þeirra lögmannna sem komu að umsögninni fyrir hönd sjóðanna felur frumvarpið í sér viðurkenningu á rétti skuldabréfaeiganda til vaxta af íbúðabréfunum allt til lokagjalddaga og ábyrgð ríkisins á þeim. Frumvarpið hefur ekki ennþá orðið að lögum á Alþingi.

Óháð áðurnefndu frumvarpi hafa viðræður haldið áfram við stjórnvöld um uppgjör á HFF-bréfunum það sem af er þessu ári. Eðli málsins samkvæmt hafa þær dregist nokkuð á langinn miðað við það sem var lagt upp með enda er málið flókið og varðar mikilvæga hagsmuni. Viðræðum ráðgjafa sjóðanna við stjórnvöld hefur hins vegar miðað ágætlega undanfarið og standa vonir til þess að senn sjáist til lands. Vegna stjórnarslita og yfirvofandi kosninga þykir þó óraunhæft að það verði á allra næstu vikum. Þá er það mat ráðgjafa sjóðanna, eftir sem áður, að lagaleg staða lífeyrissjóðanna sé

enn þá mjög sterk í málinu og því full ástæða til að halda viðræðunum áfram við stjórnvöld þrátt fyrir óvissu um niðurstöðu komandi kosninga.

Í ljósi þess að óvissa ríkir um hversu langan tíma þarf til viðbótar til að ná fram ásættanlegri lausn í málinu að þá er það mat stjórnar Birtu að vikmörk eignaflokksins sem umrædd íbúðabréf tilheyra, þ.e. „Ríkisskuldabréf“ verði áfram nokkuð rúmleg, í samanburði við aðra eignaflokka fjárfestingarstefnunnar, í ljósi óvissunnar. Þá hafa reglulegar greiðslur til sjóðsins af HFF-bréfunum átt sér stað á þessu óvissutímabili en þeim hefur hins vegar ekki verið varið að öllu leyti í önnur skuldabréf sem falla undir þennan sama eignaflokk. Stjórn Birtu leggur þess vegna til að markmiðssetning eignaflokksins lækki um 1,5%-stig á milli ára skv. nýrri fjárfestingarstefnu, þ.e. úr 15,0% í 13,5%.

10.1.5 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU

Gjaldmiðlasamsetning samtryggingardeildar Birtu í lok október sl. var þannig að um 61,7% af verðbréfaeignum og innlánnum var bundið í íslenskum krónum og um 38,3% í erlendum gjaldmiðlum. Þá hefur stjórn sjóðsins sett það markmið að þetta hlutfall verði 38,5% í árslok 2025, með neðri vikmörk í 30,0% og efri vikmörk í 50,0%.

Stjórn Birtu horfir fyrst og fremst til þess að eignir sjóðsins í erlendum gjaldmiðlum séu vel dreifðar á milli einstakra eignaflokka, atvinnugreina og landssvæða og einblína síður á hver undirliggjandi gjaldmiðill viðkomandi eignar er. Stjórn Birtu setur því deildinni ekki ákveðin markmið um vægi einstakra gjaldmiðla heldur einungis markmið um það hversu stórt hlutfall af eignasafninu skuli vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Það sama á við um einstaka tegundaflokka samkv. a-lið 36. gr. Isj.laganna en markmið/heimildir hvers flokks, annars vegar í gengisbundnum eignum og hins vegar í íslenskum krónum, má sjá í fylgiskjali I fyrir samtryggingardeild.

10.1.6 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið stjórnar Birtu um atvinnugreinaskiptingu eignasafnsins er að hún endurspegli eftir bestu getu markaðsaðstæður á þeim verðbréfamörkuðum sem unnið er á, hvort heldur hér innanlands eða erlendis. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu þó með því skilyrði að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum deildarinnar á hverjum tíma. Undantekningar frá þessu markmiði eru ákveðnir eignaflokkar sem tengjast opinberum rekstri eða lánnum til einstaklinga beint eða óbeint. Um er að

ræða ríkisskuldabréf, skuldabréf sveitarfélaga, sértryggð skuldabréf lánastofnana og lánveitingar gegn fasteignaveði til sjóðfélaga Birtu. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlend verðbréf og GICS (*e. Global Industry Classification Standard*) fyrir erlend verðbréf

10.1.7 MEÐALLÍFTÍMI SKULDABRÉFA

Meðaltími skuldabréfasafns samtryggingardeildarinnar var 10,1 ár í lok október sl. Eins og áður hefur komið fram er meðaltími áfallinna skuldbindinga í samtryggingardeild Birtu um 20,4 ár en lengd skuldbindingarinnar er ein helsta forsenda sjóðsins við val á skuldabréfum. Í lok október sl. voru 18,7% eigna samtryggingar í innlendum skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru óuppgreiðanleg á lánstímanum. Um er að ræða skuldabréf með ríkisábyrgð, skuldbréf sveitarfélaga og skuldabréf útgefin af lánastofnunum. Skuldabréf útgefin af ÍL-sjóði eru um 40% af skuldabréfum með föstum vöxtum sem metin eru óuppgreiðanleg í bókum Birtu í samræmi við gildandi skilmála bréfanna. Meðaltími skuldabréfa með föstum vöxtum í eigu Birtu var um 7,1 ár í lok október sl. og lækkar um 0,1 ár á milli ára. Þá hefur stjórn sjóðsins sett sér það markmið að meðaltími óuppgreiðanlegra skuldabréfa sé um 8 ár með 3 ára vikmörkum. Þá leiðir uppbygging sjóðsins af sér að reynt er alla jafna að halda meðaltíma skuldabréfa eins löngum og kostur er að teknu tilliti til framboðs bréfa og markaðsvaxta hverju sinni.

Önnur skuldabréf í eigu deildarinnar, s.s. skuldabréf fyrirtækja og fasteignaveðlán til sjóðfélaga og lögaðila eru með uppgreiðsluheimild á líftíma viðkomandi bréfa. Þá er meirihluti sjóðfélagalána Birtu með breytilegum vöxtum. Í markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem eru með heimild til uppgreiðslu á lánstíma bréfanna.

10.1.8 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Það er megintilgangur virkrar stýringar að leitast við að skila ávöxtun á ákveðnum eignaflokki og/eða eignasafni umfram fyrirfram skilgreint viðmið að teknu tilliti til kostnaðar og áhættu. Í grunninn má segja að þetta sé skilgreining á hugtakinu virk stýring. Hlutlaus stýring gengur hins vegar út á það að eignir og hlutfall þeirra innan ákveðins eignaflokks er stýrt með því markmiði að eignaflokkurinn líkist viðmiðunarvísitölu hans sem best. Markmið stjórnar Birtu er að hlutfall eigna í virkri stýringu í samtryggingardeild sé 100%. Í því skyni hefur stjórnin skilgreint ákveðnar vísitölur sem viðmið fyrir hvern eignaflokk í safni sjóðsins. Markmið um ávöxtun eigna sjóðsins er þ.a.l. að skila árangri

til lengri tíma litið umfram þau vísitöluviðmið sem ákvörðuð hafa verið fyrir alla eignaflokkana, sjá nánari skilgreiningu á vísitölunum í töflu 8.2 hér á undan.

Eðli málsins samkvæmt getur virk stýring verið mismunandi eftir því um hvaða eignaflokk er að ræða. Þá þarf ekki endilega að vera jákvæð fylgni á milli aukinnar áhættu og virkrar stýringar. Dæmi eru um það að virk stýring sé notuð í þeim eina tilgangi að dreifa áhættu þar sem fáar eignir veða hlutfallslega þungt í viðkomandi viðmiðunarvísitölu.

Hugtakið hermiskekkja (*e. tracking error*) segir til um frávik ávöxtunar eigna og viðkomandi vísitölusafns eða viðmiðs. Hermiskekkjan er þ.a.l. notuð sem ákveðinn mælikvarði á virka stýringu. Ávöxtunargreining Birtu á eignasafni samtryggingardeildar sjóðsins gefur þá niðurstöðu að hermiskekkjan sé um 2,2% að meðaltali á ári síðastliðinn fimm ár mv. stöðu eignasafnsins í lok þriðja ársfjórðungs þessa árs. Þá er það markmið stjórnar Birtu að hermiskekkja deildarinnar fari ekki umfram 4,0% á ársgrunni.

Dæmi um það hvernig Birta beitir virkri stýringu á erlenda hlutabréfasafn sjóðsins er að um helmingur af hlutabréfaeigninni er stýrt í gegnum vísitölusjóði og helmingi í gegnum virka hlutabréfasjóði, stök bréf eða sérgreind hlutabréfasöfn. Um þetta hlutfall gilda 10% vikmörk í báðar áttir. Í þessu tilviki teljast vísitölusjóðirnir að forminu til vera hlutlaus stýring þar sem ekki er tekin afstaða til einstakra félaga heldur fjárfest í þeim öllum í sama hlutfalli og vigt þeirra er í viðkomandi vísitölu. Birta beitir hins vegar virkri stýringu á slíka sjóði með því að tímasetja viðskipti og yfir- eða undirvigta ákveðin landsvæði í samanburði við heimsvísitölu hlutabréfa.

Í þeim tilvikum þar sem Birta velur virka hlutabréfasjóði eða sérgreind söfn er horft til ákveðinna eiginleika sem sjóðurinn telur æskilega til að unnt sé að ná ávöxtun umfram þá vísitölu sem miðað er við.

- **Samþjöppun eigna** (*e. portfolio concentration*) Þ.e. að eignasafn innihaldi ekki mjög margar eignir, þó að lágmarki 15 eignir, og að þær stærstu vegi tiltölulega þungt í eignasafninu.
- **Virk hlutdeild** (*e. active share*). Þetta hugtak tengist samþjöppun eigna og er skilgreint sem mismunur á viðkomandi eignasafni og þeirri vísitölu sem eignasafnið ber sig saman við. Birta telur söfn með háa virkni, eða virkni umfram 80% vera líklegri til árangurs en önnur.
- **Lágt veltuhlutfall** (*e. portfolio turnover*). Ekki mjög tíð viðskipti sem ýtir undir langtímahugsun fjárfestinga og dregur úr kostnaði.

- **Polinmæði** (*e. patient investment strategy*). Hugsað út frá eignarhaldstíma og fellur vel að hugmyndafræði Birtu um langtímafjárfestingar.
- **Staðfesta í fjárfestingarstefnu** (*e. consistency*). Að val sjóðstjóra á fjárfestingum í eignasafni snúist fyrst og fremst um gæði eignanna en ekki strauma og stefnur til skemmri tíma.
- **Hófleg hermiskekkja**. Þarf ekki að koma niður á virkni sjóðs að teknu tilliti til virkrar hlutdeildar. Með samþjöppuðu en jafnframt vel dreifðu safni verðbréfa má halda sértækri áhættu safnsins í skefjum, sem gæti skilað sér í hóflegri hermiskekkju. Að mati Birtu er hófleg hermiskekkja um 5% að meðaltali hvað erlend hlutabréf varðar.

Til viðbótar við áður nefnda eiginleika telur Birta einnig æskilegt að sjóður/safn hafi a.m.k. þriggja ára ávöxtunarsögu (*e. track record*) og sé að hæfilegri stærð þannig að Birta eigi það ekki á hættu að þykkjast upp fyrir lögbundin mörk. Að sama skapi er tekið mið af þeim UFS-þáttum sem viðkomandi útgefandi/umsýsluaðili hefur til grundvallar í sinni starfsemi/rekstri sbr. meginregla 3 úr sáttmála SP sem Birta hefur tileinkað sér og fjallað er um í kafla 8.3 hér á undan.

10.1.9 MARKMIÐ UM NOTKUN AFLEIÐA

Stjórn Birtu hefur ekki skilgreint markmið um að nota afleiður á árinu 2025. Sjóðnum er samkvæmt lögum heimilt að ávaxta fé sitt með gerð afleiðusamninga í þeim tilgangi að draga úr áhættu hans. Samkvæmt fjárfestingarreglum Birtu þarf framkvæmdastjóri heimild frá stjórn sjóðsins til notkunar á afleiðum. Ef markaðsaðstæður á árinu 2025 gefa til kynna að verja þurfi sjóðinn gegn skammtímasveiflum á innlendum eða erlendum verðbréfamörkuðum eða sveiflum í einstaka gjaldmiðlum mun framkvæmdastjóri óska eftir heimild þess efnis frá stjórn sjóðsins. Slík viðskipti yrðu alltaf gerð í þeim eina tilgangi að draga hlutfallslega úr áhættu sjóðsins á viðkomandi eignaflokka og/eða gjaldmiðla.

10.1.10 FASTEIGNATRYGGÐ SKULDABRÉF TIL SJÓÐFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Stjórn Birtu setur reglur um lánveitingar vegna fasteignatryggðra lána til sjóðfélaga Birtu. Veðsetningarhlutföll, veðandlög og aðrir skilmálar sem stjórn ákvarðar koma fram í gildandi lánareglum sjóðsins á hverjum tíma en þær má finna á heimasíðu Birtu. Lán til sjóðfélaga eru eingöngu veitt úr samtryggingardeild sjóðsins.

Markmið stjórnar Birtu er að fasteignaveðtryggð skuldabréf fari ekki umfram 17% af eignasafni sjóðsins með 5% vikiörkum í báðar áttir. Eignaflokkurinn skiptist á milli veðlána til sjóðfélaga Birtu, annars vegar og lögaðila, hins vegar. Hvað varðar veðlán til lögaðila gilda ákveðnar reglur.

Lán eru eingöngu veitt á föstum verðtryggðum vöxtum og taka lánskjör mið af gæðum veðandlags, veðsetningarhlutfalli, áreiðanleika og greiðslugetu útgefanda. Einnig taka lánskjör mið af vöxtum skráðra markaðsskuldabréfa, markaðsaðstæðum og mati á þeirri áhættu sem sjóðurinn tekst á hendur með veitingu slíkra lána. Alla jafna miðast lánveitingar sjóðsins til lögaðila í þessum eignaflokki við að lánsfjárhæðin fari ekki umfram 50% af mati viðkomandi veðandlags ef um atvinnuhúsnæði er að ræða og ekki umfram 65% ef um íbúðarhúsnæði er að ræða.

10.1.11 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikmörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali I undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki samtryggingar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparisjóða, bæði í íslenskum krónum og erlendum gjaldmiðlum, sem hægt er að ráðstafa samdægurs. Þá á deildin markaðsskuldabréf þar sem samningar við fjármálastofnun um viðskiptavakt er til staðar og þ.a.l. hægt að selja slík bréf með skömmum fyrirvara þó að vaxtaáhætta fylgi vissulega bréfunum í samræmi við meðaltíma þeirra.

10.1.12 FJÁRFESTINGAR Í FYRIRTÆKJUM SEM EINGÖNGU SINNA ÞJÓNUSTUVERKEFNUM

Í dag á samtryggingin eignir í nokkrum félögum sem sinna eingöngu þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóði. Hvað fjárhæðir varðar eru þær óverulegar í hlutfallslegu sambengi við stærð sjóðsins. Samkvæmt 8. mgr. 36. gr. c í Isj.lögunum er sjóðnum heimilt að eiga stærri hluta en 20% í félagi sem eingöngu sinnir þjónustuverkefnum fyrir sjóðinn. Þrátt fyrir þessa heimild laganna er það ekki eitt af markmiðum stjórnar Birtu að samtryggingin fjárfesti í slíkum félögum umfram það sem nú er í eigu sjóðsins.

10.2 NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SAMTRYGGINGAR

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu samtryggingar fyrir árið 2025 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikið mörk þeirra.

TAFLA 10.2: SAMTRYGGING

Eignaflokkar Birtu	Markmið 2025	Neðri vikið mörk	Efri vikið mörk	Eignasamsetning 31.10.2024
Innlán	0,5%	0,0%	2,0%	0,9%
Ríkisskuldabréf	13,5%	12,0%	19,0%	13,8%
Skuldabréf sveitarfélaga	5,0%	4,0%	7,0%	4,7%
Skuldabréf lánastofnana	1,5%	0,0%	3,0%	1,3%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	17,0%	14,0%	20,0%	17,0%
Fyrirtækjaskuldabréf	7,0%	4,0%	10,0%	6,5%
Innlend hlutabréf	15,0%	12,0%	18,0%	13,9%
Erlend hlutabréf	27,0%	23,0%	35,5%	29,1%
Sérhæfðar fjárfestingar	13,5%	10,0%	15,0%	12,8%
Þar af gengisbundnar eignir	38,5%	30,0%	50,0%	38,3%
Þar af óskráðar eignir	15,5%	10,0%	20,0%	15,1%
Vænt nafnávöxtun 2025	10,6%	Langtímahorfur	7,3%	
Vænt flökt 2025	6,3%	Langtímahorfur	6,3%	
Vænt raunávöxtun 2025	6,3%	Langtímahorfur	4,6%	

Langtímahorfur miðast við sögulega ávöxtun viðmiðunarvísitalna sl. 10 ár og markmið um eignasamsetningu fyrir árið 2025

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.1 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun fjárfestingarstefnu ársins 2025 10,6% með 6,3% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 4,05% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun 6,3%.

Fylgiskjal I sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. Nýja fjárfestingarstefnan tekur gildi 1. janúar 2025. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á árinu 2025 og halda eignaflokkum stefnunnar innan þeirra vikmarka sem þeim eru settir.

11. FJÁRFESTINGARSTEFNA SÉREIGNARDEILDAR

Séreignardeild Birtu og deild um tilgreinda séreign bjóða upp á þrjár mismunandi sparnaðarleiðir fyrir sjóðfélaga. Þær eru innlánsleið, skuldabréfaleið og blönduð leið. Eins og nöfn þeirra gefa til kynna eru leiðirnar mismunandi með tilliti til einstakra eignaflokka og áhættustigs. Þá eru þær hugsaðar fyrir mismunandi æviskeið og geta sjóðfélagar nýtt sér eina þeirra eða fleiri samtímis. Í lok október sl. var bókfært verðmæti þessara sparnaðarleiða um 26.335 m.kr. og eru þær alfarið gerðar upp á markaðskröfu.

Grundvöllur þessa sparnaðar er annars eðlis en í samtryggingu þar sem inneign sjóðfélaga í séreignardeild, hvort heldur hefðbundinni eða tilgreindri, byggist á krónuframlagi sjóðfélagans að viðbætti áunninni ávöxtun á það framlag.

Rétt eins og um samtryggingardeildina koma margar forsendur við sögu við mótun og ákvörðun á fjárfestingarstefnu séreignardeildarinnar og deildar um tilgreinda séreign. Þær forsendur sem fram koma í köflum 7, 8, 9 og 10 hér á undan eiga við um þessar deildir líka. Aðrar forsendur sem eiga sérstaklega við um séreignina og tilgreindu séreignina verður fjallað um í köflunum hér á eftir. Þá bera að taka það fram að bæði skuldabréfaleiðin og blandaða leiðin eiga skuldabréf útgefin af ÍL-sjóði sem fjallað var um í kafla 10.1.4 hér á undan. Rúmlega 10% af eignum skuldabréfaleiðarinnar er í þessum bréfum og rúmlega 5% af eignum í blönduðu leiðarinnar.

11.1 LÍFEYRISBYRÐI OG FRAMTÍÐARGREIÐSLUFLÆÐI

Samkvæmt núgildandi lögum er heimilt að greiða lífeyrissparnað út í eingreiðslu þegar rétthafi hefur náð 60 ára aldri í tilviki séreignar og 62 ára aldri í tilviki tilgreindrar séreignar. Einnig er heimilt að greiða lífeyrissparnaðinn út í eingreiðslu við fráfall sjóðfélaga. Jafnframt er sjóðfélögum séreignardeildarinnar heimilt að flytja eignir á milli sparnaðarleiða og/eða til annarra vörsluaðila séreignarlífeyrissparnaðar.

Á árinu 2022 var samþykkt að nú mætti einnig nýta tilgreinda séreign til kaupa á fyrstu fasteign að uppfylltum ákveðnum skilyrðum auk þess sem sjóðfélagar sem ekki hafa verið eigendur að íbúðarhúsnaði í fimm ár geta talist fyrstu kaupendur og nýtt heimildir laganna. Áður höfðu þessi lög eingöngu átt við um hefðbundna séreign (viðbótarlífeyrissparnaður) en ekki þá tilgreindu. Þá var heimildinni til að nýta þennan sparnað vegna kaupa á íbúðarhúsnaði eða til ráðstöfunar upp í höfuðstól láns sem tekið var vegna kaupanna framlengt á miðju þessu ári og gildir til ársloka 2024.

Taka þarf tillit til ofangreindra heimilda í forsendum Birtu við mat á lífeyrisbyrði og framtíðargreiðsluflæði þessara þriggja sparnaðarleiða. Til viðbótar byggir spá um þróun lífeyrisbyrðar jafnframt á þegar gerðum samningum til útgreiðslu þessa sparnaðar. Að sama skapi þarf að taka tillit til mögulegra flutninga á milli sparnaðarleiða og/eða til annarra vörsluaðila séreignasparnaðar. Mat á þeirri áhættu að sjóðfélagar flytji réttindi sín á milli ávöxtunarleiða eða annarra vörsluaðila sem bjóða upp á slíkan sparnað er byggt á reynslu sjóðsins síðustu misseri. Gert er ráð fyrir í fjárfestingarstefnum leiðanna þriggja að sjóðfélagar geti flutt eða tekið til sín allt að 10% af eignum hvernar sparnaðarleiðar án þess að það komi niður á lausafjárhlutfalli þeirra eða fari út fyrir þau vikmörk sem eru til grundvallar hverjum eignaflokki. Mögulegu útstreymi umfram þetta hlutfall er einnig hægt að bregðast við með sölu/innlausn á öðrum auðseljanlegum eignum leiðanna eins og markaðsskuldabréfum þar sem samningar við fjármálastofnun um viðskiptavakt er til staðar.

Aðrir þættir sem geta haft áhrif á lífeyrisbyrði þessara sparnaðarleiða er útgreiðsla vegna örorku en þeim greiðslum þarf að dreifa yfir sjö ára tímabil m.v. 100% orkutap og yfir lengra tímabil ef orkutap er minna. Það er hins vegar mat sjóðsins að þessi þáttur hafi ekki teljandi áhrif á lífeyrisbyrði eða framtíðargreiðsluflæði frá því sem nú er.

11.1.1 INNLÁNSLEIÐIN

Eins og nafnið gefur til kynna byggir fjárfestingarstefna innlánsleiðarinnar á einum eignaflokki, þ.e. innlánnum banka og sparisjóða.

TAFLA 11.1.1: INNLÁNSLEIÐ

Eignaflokkar Birtu	Markmið 2025	Neðri vikmörk	Efri vikmörk	Eignasamsetning 31.10.2024
Innlán	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Þar af gengisbundnar eignir	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Þar af óskráðar eignir	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vænt nafnávöxtun 2025	7,7%			
Vænt flökt 2025	0,1%			
Vænt raunávöxtun 2025	3,5%			

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.2 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun fjárfestingarstefnu 2025 7,7% með 0,1% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 4,05% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun 3,5%.

Markmið og viðmið Birtu hvað varðar ávöxtun og áhættu þessarar sparnaðarleiðar er að hún beri alla jafna hæstu vexti sem bjóðast á bundnum innlánnum banka og sparisjóða á hverjum tíma. Höfuðstóll

innlánsleiðarinnar heldur verðgildi sínu í takt við neysluverðsvísitölu en vextirnir eru hins vegar breytilegir. Sparnaðarleiðin felur þ.a.l. í sér litla áhættu. Markmið leiðarinnar er að ávallt séu um 10% af eignum hennar í óbundnum innistæðum sem hægt er að ráðstafa samdægurs til að mæta bæði hefðbundnum greiðslum og/eða öðru ófyrirséðu útflæði, sbr. umfjöllun í kafla 11.1 hér á undan.

Sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum að þá eiga önnur markmið en hér koma fram ekki við um þessa sparnaðarleið.

11.1.2 SKULDABRÉFALEIÐIN

Fjárfestingarstefna skuldabréfaleiðarinnar byggir á nokkrum eignaflokkum skuldabréfa ásamt innlánnum banka og sparisjóða.

11.1.2.1 MARKMIÐ UM GJALDMIÐLASKIPTINGU

Markmið þessarar sparnaðarleiðar hvað varðar gjaldmiðlaskiptingu er þannig háttað að öll skuldabréf og innlán skulu vera í íslenskum krónum, með hóflegum vikmörkum, sbr. fylgiskjal III.

11.1.2.2 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið um atvinnugreinaskiptingu leiðarinnar nær eingöngu til þriggja eignaflokka, þ.e. fasteignaveðtryggðra skuldabréfa, fyrirtækjaskuldabréfa og sérhæfðra fjárfestinga. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í þessum eignaflokkum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu að því tilskyldu að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum þessarar sparnaðarleiðar. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlendar eignir.

11.1.2.3 MARKMIÐ UM MEÐALLÍFTÍMA SKULDABRÉFA

Meðaltími skuldabréfasafns leiðarinnar var 5,9 ár í lok október sl. Eins Tæplega 60% af verðbréfaeignum skuldabréfaleiðarinnar eru í innlendum skuldabréfum, skráðum á markaði, með föstum vöxtum. Viðkomandi bréf eru úppgreiðanleg samkvæmt skilmálum þeirra. Um er að ræða skuldabréf með ábyrgð ríkis, sveitarfélaga og lánastofnana. Skuldabréf útgefin af ÍL-sjóði eru um 18,5% af skuldabréfum með föstum vöxtum sem eru úppgreiðanleg í bókum skuldabréfaleiðarinnar í samræmi við gildandi skilmála bréfanna. Meðaltími þessara bréfa var um 6,1 ár mv. lok október sl. og hækkar um 0,2 ár á milli ára. Markmið stjórnar Birtu er að meðaltíminn sé 7 ár með 3 ára vikmörkum. Önnur skuldabréf leiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf til lögaðila eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Í markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem

eru með heimild til uppgreiðslu á lánstímanum. Almenna markmiðið er að þau bréf hafi a.m.k. 5 ára uppgreiðslubann frá útgáfudegi þar sem því verður komið við og að teknu tilliti til markaðsvaxta hverju sinni.

11.1.2.4 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Vísað er í kafla 10.1.8 hér á undan hvað varðar skilgreiningu á virkri stýringu. Hlutfall eigna skuldabréfaleiðarinnar í virkri stýringu í lok október sl. var 100% og er það mat stjórnar Birtu að það markmið haldist óbreytt á árinu 2025.

11.1.2.5 MARKMIÐ UM FASTEIGNAVEÐTRYGGÐ LÁN TIL SJÓÐFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Það er markmið stjórnar Birtu að fasteignaveðlán til sjóðfélaga séu ekki veitt úr séreignadeildum sjóðsins. Hins vegar hefur sparnaðarleiðin heimild til að veita veðlán til lögaðila og er markmiðið að sá eignaflokkur sé 13% af eignasafni skuldabréfaleiðarinnar með 3% vikiörkum. Hér gilda sömu reglur hvað varðar lánskjör, gæði veðandlags, veðsetningarhlutfall o.s.frv. eins og um sambærileg lán í samtryggingardeild, sbr. kafli 11.1.9 hér á undan.

11.1.2.6 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikiörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali III undir eignafloknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki skuldabréfaleiðarinnar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparissjóða, eingöngu í íslenskum krónum sem hægt er að ráðstafa samdægurs. Þá á deildin markaðsskuldabréf þar sem samningur við fjármálastofnun um viðskiptavakt er til staðar og þ.a.l. hægt að selja slík bréf með skömmum fyrirvara þó að vaxtaáhætta fylgi vissulega bréfunum í samræmi við meðaltíma þeirra.

Sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum að þá eiga önnur markmið en hér koma fram ekki við um þessa sparnaðarleið.

11.1.2.7 NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA SKULDABRÉFALEIÐARINNAR

Taflan hér á eftir sýnir fjárfestingarstefnu skuldabréfaleiðarinnar fyrir árið 2025 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikmörk þeirra.

TAFLA 11.1.2.7: SKULDABRÉFALEIÐ

Eignaflokkar Birtu	Markmið 2025	Neðri vikmörk	Efri vikmörk	Eignasamsetning 31.10.2024
Innlán	2,0%	0,0%	7,0%	3,5%
Ríkisskuldabréf	47,0%	42,0%	52,0%	42,3%
Skuldabréf sveitarfélaga	11,0%	9,0%	13,0%	11,2%
Skuldabréf lánastofnana	13,0%	11,0%	15,0%	11,8%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	13,0%	10,0%	16,0%	13,1%
Fyrirtækjaskuldabréf	10,0%	4,0%	16,0%	13,1%
Sérhæfðar fjárfestingar	4,0%	2,0%	8,0%	5,1%
Þar af gengisbundnar eignir	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%
Þar af óskráðar eignir	10,0%	6,0%	12,0%	7,7%
Vænt nafnávöxtun 2025	7,3%			
Vænt flökt 2025	3,7%			
Vænt raunávöxtun 2025	3,1%			

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.2 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun m.v. fjárfestingarstefnu ársins 2025 7,3% með 3,7% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 4,05% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun 3,1%.

Fylgiskjal III sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. Nýja fjárfestingarstefnan tekur gildi 1. janúar 2025. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á árinu 2025 og halda sig innan þeirra vikmarka sem þar eru sett fram.

11.1.3 BLANDAÐA LEIÐIN

Fjárfestingarstefna blönduðu leiðarinnar byggir á sömu eignaflokkum verðbréfa og samtryggingardeildin ásamt innlánnum banka og sparisjóða.

11.1.3.1 MARKMIÐ UM GJALDMÍÐLASKIPTINGU

Gjaldmiðlasamsetning blönduðu leiðarinnar m.v. lok október sl. var þannig að um 60,7% af verðbréfaeignum og innlánnum var bundið í íslenskum krónum og um 39,3% í erlendum gjaldmiðlum. Þá hefur stjórn sjóðsins sett markmið að þetta hlutfall verði 40,0% í árslok 2025, með 5% vikmörkum.

Stjórn Birtu horfir fyrst og fremst til þess að eignir þessarar sparnaðarleiðar í erlendum gjaldmiðlum séu vel dreifðar á milli einstakra eignaflokka, atvinnugreina og landssvæða og einblína síður á hver undirliggjandi gjaldmiðill viðkomandi eignar er. Stjórn Birtu setur því deildinni ekki ákveðin markmið um vægi einstakra gjaldmiðla heldur einungis markmið um það hversu stórt hlutfall af eignasafninu skuli vera í íslenskum krónum annars vegar og erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Það sama á við um gjaldmiðlasamsetningu fyrir einstaka tegundaflokka samkv. a. lið 36.gr. Isj.laganna en markmið/heimildir hvers flokks fyrir sig má sjá í fylgiskjali IV.

11.1.3.2 MARKMIÐ UM ATVINNUGREINASKIPTINGU

Markmið um atvinnugreinaskiptingu leiðarinnar nær til fimm eignaflokka, þ.e. fasteignaveðtryggðra skuldabréfa, fyrirtækjaskuldabréfa, innlendra og erlendra hlutabréfa og sérhæfðra fjárfestinga. Almenna markmiðið er að fjárfesta í mismunandi atvinnugreinum í þessum eignaflokkum í því skyni að ná fram aukinni áhættudreifingu að því tilskyldu að engin ein atvinnugrein hafi meira en 15% vægi af heildareignum þessarar sparnaðarleiðar. Til hliðsjónar við mat á atvinnugreinaskiptingu eru viðmið Birtu sem byggð eru á ÍSAT 2008 fyrir innlend verðbréf og GICS (*e. Global Industry Classification Standard*) fyrir erlend verðbréf.

11.1.3.3 MARKMIÐ UM MEÐALLÍFTÍMA SKULDABRÉFA

Meðaltími skuldabréfasafns leiðarinnar var 6,2 ár í lok október sl. Tæplega þriðjungur af verðbréfaeignum blönduðu leiðarinnar er í innlendum skuldabréfum, skráðum á markaði, með föstum vöxtum. Viðkomandi bréf eru úppgreiðanleg samkvæmt skilmálum þeirra. Um er að ræða skuldabréf með ábyrgð ríkis, sveitarfélagabréf og skuldabréf lánastofnana. Skuldabréf útgefin af ÍL-sjóði eru um 17,2% af skuldabréfum með föstum vöxtum sem metin eru úppgreiðanleg í bókum þessarar sparnaðarleiðar í samræmi við gildandi skilmála bréfanna. Meðaltími þessara bréfa var um 6,6 ár m.v. lok október sl. og hækkar um 0,4 ár á milli ára. Markmið stjórnar Birtu er að meðaltíminn sé 7 ár með 3 ára vikmörkum. Önnur skuldabréf leiðarinnar, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og fasteignaveðtryggð skuldabréf lögaðila eru með uppgreiðsluheimildum á líftíma viðkomandi bréfa. Við markmiðssetningu um meðaltíma á skuldabréfaeign sjóðsins er ekki tekið tillit til skuldabréfa sem eru með heimild til uppgreiðslu á lánstímanum. Almenna markmiðið hins vegar er að þau bréf hafi a.m.k. 5 ára uppgreiðslubann frá útgáfudegi þar sem því verður komið við og að teknu tilliti til markaðsvaxta hverju sinni.

11.1.3.4 MARKMIÐ UM HLUTFALL EIGNA Í VIRKRI STÝRINGU

Vísað er í kafla 10.1.8 hér á undan hvað varðar skilgreiningu á virkri stýringu. Hlutfall eigna blönduðu leiðarinnar í virkri stýringu í lok október sl. var 100% og er það mat stjórnar Birtu að það markmið haldist óbreytt á árinu 2025

11.1.3.5 FASTEIGNAVEÐTRYGGÐ LÁN TIL SJÓÐFÉLAGA OG LÖGAÐILA

Það er markmið stjórnar Birtu að fasteignaveðlán til sjóðfélaga séu ekki veitt úr séreignadeildum sjóðsins. Hins vegar hefur sparnaðarleiðin heimild til að veita veðlán til lögaðila og er markmiðið að sá eignaflokkur sé 1,0% af eignasafni þessarar sparnaðarleiðar með 1-2% vikiörkum, þ.e. að eignaflokkurinn geti sveiflast niður í 0% af eignasafninu og allt upp í 3,0%. Hér gilda sömu reglur hvað varðar lánskör, gæði veðandlags, veðsetningarhlutfall o.s.frv. eins og um sambærileg lán í samtryggingardeild, sbr. kafli 10.1.10 hér á undan.

11.1.3.6 MARKMIÐ UM HLUTFALL LAUSAFJÁR

Markmið og vikiörk hvað varðar hlutfall lausafjár kemur fram í fylgiskjali IV undir eignaflokknum innlán í bönkum og lánastofnunum, nánar tiltekið eignaflokkur B.b. Í tilviki blönduðu leiðarinnar er um að ræða óbundnar innistæður viðskiptabanka og sparisjóða, eingöngu í íslenskum krónum sem hægt er að ráðstafa samdægurs. Þá á deildin markaðsskuldabréf þar sem samningar við fjármálastofnun um viðskiptavakt er til staðar og þ.a.l. hægt að selja slík bréf með skömmum fyrirvara þó að vaxtaáhætta fylgi vissulega bréfunum í samræmi við meðaltíma þeirra.

Sbr. 5. gr. reglugerðar nr. 916/2009 með síðari breytingum að þá eiga önnur markmið en hér koma fram ekki við um þessa sparnaðarleið.

11.1.3.7 NÝ FJÁRFESTINGARSTEFNA BLÖNDUÐU LEIÐARINNAR

Taflan hér á eftir sýnir nýja fjárfestingarstefnu blönduðu leiðarinnar fyrir árið 2025 samkvæmt eignaflokkun Birtu. Um er að ræða markmiðssetningu einstakra eignaflokka og vikið mörk þeirra.

TAFLA 11.1.3.7: BLANDAÐA LEIÐIN

Eignaflokkar Birtu	Markmið 2025	Neðri vikið mörk	Efri vikið mörk	Eignasamsetning 31.10.2024
Innlán	4,0%	0,0%	10,0%	1,5%
Ríkisskuldabréf	23,0%	20,0%	26,0%	23,0%
Skuldabréf sveitarfélaga	2,0%	1,0%	3,0%	2,4%
Skuldabréf lánastofnana	9,0%	7,0%	11,0%	9,6%
Fasteignaveðtryggð skuldabréf	1,0%	0,0%	3,0%	0,3%
Fyrirtækjaskuldabréf	5,5%	3,0%	10,0%	7,0%
Innlend hlutabréf	14,0%	11,0%	17,0%	14,8%
Erlend hlutabréf	38,0%	34,0%	44,0%	38,5%
Sérhæfðar fjárfestingar	3,5%	1,0%	8,0%	3,0%
Þar af gengisbundnar eignir	40,0%	30,0%	50,0%	39,3%
Þar af óskráðar eignir	5,0%	0,0%	10,0%	5,9%
Vænt nafnávöxtun 2025	10,5%			
Vænt flökt 2025	5,9%			
Vænt raunávöxtun 2025	6,2%			

Miðað við þær forsendur um vænta ávöxtun og áhættu sem fram koma í kafla 8.2 hér á undan og að teknu tilliti til þeirra takmarkana sem greint hefur verið frá er vænt nafnávöxtun fjárfestingarstefnu 2025 10,5% með 5,9% flökti. Miðað við gefnar forsendur um 4,05% verðbólgu yrði þá vænt raunávöxtun 6,2%.

Fylgiskjal IV sýnir þessa sömu fjárfestingarstefnu samkvæmt þeirri tegundaflokkun sem sett er fram í a-lið 36. gr. Isj.laganna. Fjárfestingarstefnan tekur gildi 1. janúar 2025. Gert er ráð fyrir að það takist að ná markmiðum um nýja eignasamsetningu á árinu 2025 og halda sig innan þeirra vikið marka sem þar eru sett fram.

12. ÁHÆTTUSTÝRING OG ÁHÆTTUSTEFNA

Lífeyrissjóðum ber skylda til að koma upp heildaráhættustýringu, sbr. ákvæði laga og reglugerða, auk þess sem almenn viðskipta- og neytendasjónarmið kalla á hana. Heildaráhættustýring er skilgreind sem eftirlitskerfi sem felur í sér reglur, verkferla og verklag sem sameiginlega miða að því að greina, mæla, meta, stýra og fylgjast með áhættu í starfsemi sjóðsins.

Mælikvarði stjórnar Birtu á áhættu verðbréfa er ekki bara flökt ávöxtunar heldur hefur hún sett sérstaka áhættustefnu sem er skjalfest stefna um þá áhættu í starfsemi lífeyrissjóðsins sem stjórnin er tilbúin að taka í samræmi við markmið og framtíðarsýn hans. Áhættustefna Birtu byggir á ákvæðum laga og reglugerða, auk þess sem stuðst er við tilmæli OECD/IOPS er varðar áhættustjórnkerfi lífeyrissjóða. Lífeyrissjóðurinn leitast við að horfa á heildaráhættu og samspil einstakra áhættuþátta með það að markmiði að minnka líkur á skerðingu á réttindum sjóðfélaga sem er í samræmi við hugmyndafræði fjárfestinga sjóðsins að tryggja öryggi eigna og varðveita verðgildi til lengri tíma litið.

12.1 HLÍTING VIÐ FJÁRFESTINGARSTEFNU OG EFTIRLIT

Heildaráhættustýring og það eftirlitskerfi sem sjóðurinn hefur sett upp hvað varðar eignasafn sjóðsins felur m.a. í sér eftirlit með fjárhagslegri áhættu og mótaðilaáhættu sjóðsins. Fjárhagsleg áhætta tekur meðal annars til vöktunar á vaxta- og endurfjárfestingaráhættu, uppgreiðsluáhættu, markaðsáhættu og gjaldmiðlaáhættu. Mótaðilaáhættan skiptist í fjóra mismunandi áhættuflokka sem eru útlánaáhætta, samþjöppunaráhætta, landsáhætta og afhendingar- og uppgjörsáhætta.

Áhættustýring sinnir daglegu eftirliti með fylgni lífeyrissjóðsins við fjárfestingarstefnu. Ef fjárfestingarheimild er að fullu nýtt eða komin umfram heimildir skv. reglum sjóðsins um fjárfestingar er stjórn Birtu upplýst um frávikið og gerð grein fyrir ástæðum þess. Stjórn Birtu er upplýst ársfjórðungslega um fjárfestingar sjóðsins og hlítingu þeirra gagnvart lögbundnum fjárfestingarheimildum og gildandi fjárfestingarstefnu sjóðsins. Þá hefur áhættustýring sjóðsins einnig eftirlit með því að verklagsreglum sé framfylgt og að öll gögn séu til staðar, skv. gátlistum þess efnis, til grundvallar einstaka fjárfestingum.

Eigna og áhættustýring Birtu gefur út hagskýrslu, sem uppfærð er ársfjórðungslega og kynnt stjórn Birtu. Skýrslan inniheldur meðal annars greiningu á ákveðnum áhættuþáttum sem áhættustýring hefur eftirlit með í eignasafni sjóðsins. Í stórum dráttum er farið yfir einstaka undirþætti fjárhagslegrar áhættu og mótaðilaáhættu sjóðsins m.t.t. áhættuvilja stjórnar og áhættuþol sjóðsins.

Áhættuþol er skilgreint sem sú áhætta sem lífeyrissjóðurinn þolir án þess að grípa þurfi til sérstakra aðgerða. Áhættuþol samtryggingardeildar tekur mið af tryggingafræðilegri stöðu hverju sinni. Áhættuvilji er skilgreindur sem sú áhætta sem stjórn sjóðsins er reiðubúin að taka gagnvart eignasafni sjóðsins.⁶

Eigið áhættumat er framkvæmt hjá sjóðnum amk. árlega og/eða þegar veruleg breyting verður á áhættusniði sjóðsins. Áhættumatið á bæði við samtryggingar og séreignadeild sjóðsins. Matið nær til greininga á helstu áhættuþáttum sem skilgreindir hafa verið fyrir deildirnar og lýsingar á því hvaða áhrif áhættan, jákvæð eða neikvæð, hefur í för með sér á eignasafn sjóðsins ef hún raungerist.

⁶ Nánar er fjallað um hugtökin áhættuþol og áhættuvilji í Áhættustefnu Birtu lífeyrissjóðs sem finna má á heimasíðunni, birta.is.

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 fjárfestingarstefnu 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.

Stjórn Birtu lífeyrissjóðs og framkvæmdastjóri staðfesta hér með undirritun sinni fjárfestingarstefnu sjóðsins fyrir árið 2025.

Reykjavík, 1. desember 2024

Ólafur Sigurðsson



Undirtekið af:
Ólafur Sigurðsson
1302702589
Dags: 29.11.2024
Tími: 15:24:25
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Hafliði Kristjánsson



Undirtekið af:
Hafliði Kristjánsson
0907703659
Dags: 01.12.2024
Tími: 15:25:07
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Hrönn Jónsdóttir



Undirtekið af:
Hrönn Jónsdóttir
1705803459
Dags: 02.12.2024
Tími: 14:26:38
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Jakob Tryggvason



Undirtekið af:
Jakob Tryggvason
2006703059
Dags: 29.11.2024
Tími: 16:14:42
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Ólöf Linda Sverrisdóttir



Undirtekið af:
Ólöf Linda Sverrisdóttir
0211734019
Dags: 02.12.2024
Tími: 10:43:04
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Sigurður R. Ragnarsson



Undirtekið af:
Sigurður Ragnar
Ragnarsson
1006655659
Dags: 01.12.2024
Tími: 10:45:42
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Skúli Skúlason



Undirtekið af:
Skúli Skúlason
0204705349
Dags: 01.12.2024
Tími: 15:31:57
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Dóra Eggertsdóttir



Undirtekið af:
Dóra Eggertsdóttir
3107803919
Dags: 29.11.2024
Tími: 15:25:40
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Bára Laxdal Halldórsdóttir



Undirtekið af:
Bára Laxdal Halldórsdóttir
2905635859
Dags: 29.11.2024
Tími: 15:06:48
Astaða: Gambykktt
Signet ID: 06a0b045-fd89-4126-8809-c3e204330fd2

Fylgiskjal I

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

Samtryggingardeild



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning 31.10.2024	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Neðri	Efri			Neðri	Efri		Neðri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	13,5%	12,0%	19,0%	13,9%						
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	17,0%	14,0%	20,0%	17,0%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	5,0%	4,0%	7,0%	4,8%				0,0%	0,0%	1,0%
B.b. Innlán	0,5%	0,0%	2,0%	0,5%						
B.c. Sértryggð skuldabréf	1,5%	0,0%	3,0%	1,3%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%						
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS	24,0%	20,0%	28,5%	24,6%	23,0%	20,0%	28,5%			
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi	4,0%	2,5%	6,0%	4,2%	1,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	3,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,0%	1,5%	4,0%	2,9%	0,5%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	2,0%
E.a. Hlutabréf félaga	18,0%	12,0%	25,0%	18,0%	3,0%	0,0%	7,0%	2,5%	0,0%	5,0%
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	13,5%	10,0%	15,0%	12,8%	9,5%	7,0%	12,0%	12,5%	10,0%	15,0%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
Eignir í erlendum gjaldmiðli	38,5%	30,0%	50,0%	38,3%						

* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi tegundaflökki

Fylgiskjal II

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

Séreignardeild og tilgreind séreign

Innlánsleið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning 31.10.2024	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Neðri	Efri			Neðri	Efri		Neðri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs										
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf										
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga										
B.b. Innlán	100,0%			100,0%						
B.c. Sértryggð skuldabréf										
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga										
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS										
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...										
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu										
E.a. Hlutabréf félaga										
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu										
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
Eignir í erlendum gjaldmiðli	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%						

* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi tegundaflokki

Fylgiskjal III

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

Séreignardeild og tilgreind séreign

Skuldabréfaleið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning 31.10.2024	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Neðri	Efri			Neðri	Efri		Neðri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	47,0%	42,0%	52,0%	42,3%	0,0%	0,0%	5,0%			
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	13,0%	10,0%	16,0%	13,1%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	11,0%	9,0%	13,0%	11,2%						
B.b. Innlán	2,0%	0,0%	7,0%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%			
B.c. Sértryggð skuldabréf	12,0%	11,0%	15,0%	11,8%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga	1,0%	0,0%	2,0%	0,0%				0,0%	0,0%	2,0%
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS										
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...	7,0%	3,0%	9,0%	7,3%				0,0%	0,0%	1,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,0%	1,0%	7,0%	5,7%				0,0%	0,0%	1,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	0,1%					0,0%	0,0%	0,1%
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	4,0%	2,0%	8,0%	5,1%				4,0%	2,0%	7,0%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
Eignir í erlendum gjaldmiðli	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%						

* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi tegundaflokki

Fylgiskjal IV

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

Séreignardeild / tilgreind séreign

Blönduð leið



Í hlutfalli af heildareignum lífeyrissjóðs	Markmið um eignasamsetningu	Vikmörk*		Núverandi eignasamsetning 31.10.2024	Gengisbundin verðbréf	Vikmörk*		Óskráð verðbréf	Vikmörk*	
		Neðri	Efri			Neðri	Efri		Neðri	Efri
A.a. Ríkisvixlar, ríkisskuldabréf og skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	23,0%	20,0%	26,0%	22,9%						
A.b. Fasteignaveðtryggð skuldabréf	1,0%	0,0%	3,0%	0,3%						
B.a. Skuldabréf bæjar- og sveitarfélaga	2,0%	1,0%	3,0%	2,4%				0,0%	0,0%	1,0%
B.b. Innlán	4,0%	0,0%	10,0%	1,5%						
B.c. Sértryggð skuldabréf	9,0%	7,0%	11,0%	9,6%						
C.a. Skuldabréf og vixlar lánastofnana og váttryggingafélaga										
C.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir í UCITS	38,0%	34,0%	44,0%	38,5%	38,0%	34,0%	44,0%			
D.a. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl félaga, og víkjandi...	2,0%	1,0%	3,0%	2,0%	1,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	2,0%
D.b. Skuldabréf og peningamarkaðsskjöl annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	3,5%	2,0%	7,0%	5,0%	1,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	2,0%
E.a. Hlutabréf félaga	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%				0,0%	0,0%	2,0%
E.b. Hlutdeildarskírteini og hlutir annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu	17,5%	12,0%	25,0%	17,8%	0,0%	0,0%	1,0%	3,5%	1,0%	7,5%
E.c. Fasteignir										
F.a. Afleiður										
F.b. Aðrir fjármálagerningar, þó ekki afleiður										
Eignir í erlendum gjaldmiðli	40,0%	30,0%	50,0%	39,3%						

* Vikmörk þýða hámarks- og lágmarksfjárfestingu í viðkomandi tegundaflökki