

# Lífeyrissjóðir og ábyrgar fjárfestingar



**Björn Z. Ásgrímsson,**  
sérfræðingur í  
áhættugreiningu

## Inngangur

Í alþjóðlegri umræðu um ábyrgar fjárfestingar er gjarnan fjallað um umhverfisþætti og samfélagslega þætti auk góðra stjórnarháttanna (UFS á íslensku en ESG á ensku) við fjárfestingaákvæðanir. Helsti ávinningur við innleiðingu þessara þátta er talinn vera bætt áhættustýring, að fjárfestingar verði í auknum mæli sjálfbærar og að langtíma ávöxtun muni aukast. Séu þessir þættir hafðir til hliðsjónar við ákvarðanatöku krefst það víðtækrar gagnaöflunar og mótunar mælikvarða, sem eru ný viðfangsefni og áskorun fyrir marga stofnanafjárfesta, þar með talið lífeyrissjóði.

Mikil vakning er að verða varðandi ábyrgar fjárfestingar og mikilvægi umhverfisverndar er áberandi í þeirri umræðu. Skemmst er að minnast tímamótasamkomulags frá fundi þjóðarleiðtoga á COP 21 loftslagsráðstefnunni í París 2015 sem og nýafstaðinnar loftslagsráðstefnu í Póllandi. Á þessum ráðstefnum hafa þjóðir heims skuldbundið sig til róttækra aðgerða í loftslagsmálum. Framundan eru breytingar á regluverki sem munu hafa áhrif á neytendur, fjárfesta, stofnanafjárfesta og lífeyrissjóði. Alþjóðastofnanir eins og Sameinuðu þjóðirnar, OECD og Alþjóðabankinn hafa í vaxandi mæli sent frá sér skýrslur og tilmæli um nauðsyn viðbragða í umhverfismálum og mikilvægi ábyrgra fjárfestinga.

Á vettvangi Evrópusambandsins hefur að undanfögnu verið lögð aukinn áhersla á UFS (e. ESG) þætti meðal fyrirtækja og fjárfesta. Til að mynda leggur nýinnleidd tilskipun<sup>1</sup> um starfstengda lífeyrissjóði ríka áherslu á innleiðingu UFS þátta við fjárfestingaákvæðanir sjóðanna og er þar stuðst við tilmæli og skilgreiningar Sameinuðu þjóðanna<sup>2</sup> um ábyrgar fjárfestingar. Í tilskipuninni er lögð áhersla á mikilvægi UFS við mótun fjárfestingastefnu og áhættustýringu sjóðanna. Ætlast er til þess að sjóðirnir geti gert eftirlitsaðilum grein fyrir með hvaða hætti UFS þættir eru teknir inn í fjárfestingarferli og áhættustýringu. Einnig er lögð áhersla á almenna upplýsingagjöf um mikilvægi UFS þátta við fjárfestingaákvæðanir og áhættur þeim tengdar. Vísað er til UFS í alls fjórum greinum<sup>3</sup> tilskipunarinnar er

lúta að stjórnarháttum, fjárfestingastefnu, áhættustýringu og upplýsingagjöf.

Íslensk löggjöf um lífeyrissjóði kveður ekki sérstaklega á um ábyrgar fjárfestingar eða að horft sé til UFS þátta við fjárfestingar þeirra. Í lögnum er aðeins kveðið á um að lífeyrissjóðir skulu setja sér siðferðisleg viðmið<sup>4</sup> í fjárfestingum og nánari afmörkun sé á hendi hvers sjóðs. Lagatextinn er því nokkuð takmarkaður að þessu leyti og ekki er nánari skýringar að finna í greinargerð með lögnum. Til að fylgja þeirri alþjóðlegu þróun sem á sér stað og koma til móts við vaxandi kröfur að tekið sé tillit til umhverfis og samfélagslegra þátta og bættra stjórnarháttanna við fjárfestingaákvæðanir er orðið tímabært að slík sjónarmið endurspeglast, í ríkari mæli, í löggjöfinni og starfsemi sjóðanna.

## Áhætta

Fjárhagslegar áhættur vegna loftlagsbreytinga eru að verða æ ljósari um allan heim og er birtingarmynd þeirra bæði með beinum hætti og óbeint sem afleiðing orkuskipta. Bein áhætta eru t.d. hitabylgjur, skógareldar, flóð og ekki síst langtímabreytingar á veðurfari, hækkandi sjávarstaða og hlýnun jarðar. Tryggingabætur á heimsvísu vegna náttúrhamfara náðu hæstu hæðum árið 2017.<sup>5</sup> Árlegur fjöldi tjóna vegna óveðurs hefur þrefaldast frá árinu 1980 og árlegar tjónabætur síðustu ára hafa að meðalatali numið um 55 milljörðum bandaríkjadala samanborið við 10 milljarða bandaríkjadala árið 1980.<sup>6</sup> Óbein áhætta vegna orkuskipta (e. transition risk) endurspeglast í hertum reglum er varðar takmörkun á losun gróðurhúsalofttegunda ásamt þeirri nýju tækni sem því fylgir. Fjöldi fjárfestinga getur fallið í verði eða orðið verðlausar (e. stranded assets) vegna þeirra breytinga sem framundan eru. Einnig geta fyrirtæki og fjárfestar orðið fyrir lögsóknum ef þeim tekst ekki að draga úr áhættum, aðlagast eða gera ekki grein fyrir, með fullnægjandi hætti, þeim áhættum og breytingum er tengjast umhverfismálum. Mikilvægi samþættingar umhverfis og samfélagslegra þátta ásamt bætum stjórnarháttum með viðeigandi

<sup>1</sup> IORP II Directive

<sup>2</sup> UN principles of responsible investments (PRI)

<sup>3</sup> Greinar 21, 30, 25 og 28

<sup>4</sup> 5. t. l. 36. gr laga nr. 129/1997

<sup>5</sup> Swiss Rea Institute, sigma 1 No1/2018

<sup>6</sup> Carney, M (2018). A transition in thinking and action



UMHVERFI (U)	SAMFÉLAG (F)	STJÓRNARHÆTTIR (S)
Loftslagsbreytingar	Mannréttindi	Laun stjórnenda
Gróðurhúsalofttegundir	Vinnuaðstæður og mannsal	Mútugreiðslur og spilling
Nýting auðlinda	Félaga- og tjáningarfrelsi	Fyrirgreiðslur til stjórnámálflokka
Mengun	Nærsmfélagið	Skipun stjórnar og samsetning
Eyðing skóga	Átaksvæði	Réttindi hluthafa
Líffræðileg fjölbreytni	Heilsa og öryggi	Samskipti við hagsmunaaðila
Landnýting	Samskipti við launþega	Skattastefna
Súrnun sjávar	Neytendavernd	Neytendavernd

upplýsingagiöf og gegnsæi mun aukast á næstu árum. Fagfjárfestar og lífeyrissjóðir þurfa að bregðast við því sem ábyrgir langtímafjárfestar.

### Áhættuflokkun

Rannsóknir<sup>7</sup> hafa leitt í ljós að fyrirtækjum sem innleitt hafa UFS viðmið gengur yfirleitt betur á sínum markaði og sýna betri arðsemi til lengri tíma. Virk beiting slíkra viðmiða hefur jákvæð áhrif á orðspor og hlutabréfaverð þeirra fyrirtækja. Mat á ábyrgum fjárfestingum má að sjálfsögðu ekki vera á kostnað ávöxtunar að teknu tilliti til áhættu og áhættuna þarf að meta vandlega með langtímasjónarmið að leiðarljósi. Taflan<sup>8</sup> hér að ofan sýnir helstu þætti er taka þarf tillit til við áhættumat við ábyrgar fjárfestingar.

Ekki er hægt að gera ráð fyrir að ofangreind samantekt sé tæmandi og endanleg, heldur almenn leiðbeining er varðar helstu þætti UFS. Aðstæður breytast hratt í fjárfestingaumhverfinu og nýir þættir og undirþættir þeirra geta skjótt komið til álita við ákvarðanatöku. Lífeyrissjóðir, eins og aðrir stofnanafjárfestar, eru oft tregir við beitingu UFS viðmiða sem geta stangast á við skammtíma fjárhagslega hagsmuni sjóðfélagans. Oft er ekki litið á þessa þætti sem fjárhagslega og erfitt að verðleggja þá inn í hefðbundin fjármála- og áhættulíkon. Þeir fela í sér áhættu til lengri tíma en árangur fjárfesta er því miður oft metinn til skamms tíma, 1 til 5 ár í senn. Breytingar og kröfur til lengri tíma hafa í flestum tilfellum áhrif á verðgildi fjármálafurða og fjárfestinga í dag. Til dæmis eru þær áhættur er tengjast orkuskiptum og nýjum reglugerðum um umhverfisvænni húsbyggingar að mestu komnar inn í verðlagningu slíkra fjárfestinga. Til að meta nákvæmlega

áhrif áhættu er gagnasöfnun og betri skilningur nauðsynlegur á orsakasambandi milli UFS áhættuþátta og ávöxtunar.

Nákvæm flokkun áhættu sem tengist UFS þáttum getur verið flókin og erfið í framkvæmd og oft eru það huglægir þættir sem ráða þar mestu. Áhætta vegna fyrirsjáanlegra orkuskipta er meðal annars pólitísk vegna breytinga á lögum og reglum. Tækniframfarir auka að sama skapi áhættur fjárfesta og ekki síst að markaðsaðstæður geta snögglega breyst vegna breytinga á neyslumynstri neytenda. Beina áhættu vegna skammtíma- og langvarandi breytinga í umhverfisþáttum getur að sama skapi verið erfitt að meta og verðleggja. Allir þættir við mat á UFS hafa áhrif á hefðbundna áhættuflokka og mælikvarða. Til dæmis mun umbreyting væntanlegra orkuskipta (e. transition risk), vegna nýrra reglna í umhverfismálum auka markaðsáhættu verðbréfa þeirra útgefenda sem háðir eru jarðefnaeldsneyti og sömuleiðis útlánaáhættu þeim tengdum. Rekstraráhætta mun enn fremur aukast vegna krafna um mengunarvarnir og kostnaðar sem því fylgir.

Lífeyrissjóðir sem mikilvægir langtíma fjárfestar geta stuðlað að ábyrgum og sjálfbærum fjárfestingum með tvennum hætti. Þeir geta haft áhrif á sjálfbæra þróun í gegnum fjárfestingar sínar og beitt sér með jákvæðum hætti vegna þeirra umhverfis- og samfélagslegu áskorana sem framundan eru. Þeir geta með öðrum orðum haft umhverfis- og samfélagsleg áhrif. Í annan stað geta lífeyrissjóðir með fjárfestingaákvörðunum sínum stuðlað að hærri ávöxtun og dregið úr áhættu með því að taka tillit til umhverfis- og samfélagslegra þátta sem áhrif hafa á áhættusnið fjárfestinga. Í þessu samhengi er verið að tala um umhverfis- og samfélagslega áhættu.

<sup>7</sup> Arabesque report. From the stockholder to the stakeholder. 2016

<sup>8</sup> UN PRI

### Lokaorð

Lífeyrissjóðir sem og aðrir stofnanafjárfestar geta með ýmsum hætti tekið mið af sjónarmiðum um sjálfbærar og ábyrgar fjárfestingar í sinni áhættustýringu. Meðal þess má nefna að fjárfestingar taki mið af fyrirfram skilgreindri útilokun ákveðinna fjárfestinga eða útilokun á verkefnum sem fullnægja ekki á sérstökum UFS mælikvörðum. Í öðru lagi er greining fjárfestinga í samræmi við ákveðin skilyrði algeng aðferð sem byggð er á huglægum UFS þáttum og eða hlutlægu mati á UFS mælikvörðum. Í þriðja lagi að beita áhrifum í krafti eignarhalds með upplýsingagjöf eða jafnvel með atkvæðagreiðslu um málefni tengt UFS þáttum.

Eins og áður hefur komið fram eru eftirlitsstofnanir að móta verklag um hvernig eftirliti verður háttáð með vaxandi kröfum um umhverfis- og samfélagslega þætti og bættu stjórnarhætti við fjárfestingaákvæðanir og áhættumat lífeyrissjóða sem og annarra fagfjárfesta. Það er ljóst að eftirlitin munu ekki segja lífeyrissjóðum nákvæmlega fyrir verkum með hvaða hætti þeir eigi að taka tillit til UFS áhættuþátta. Áhersla verður lögð á að UFS þættir verði samtvinnaðir stjórnarháttum lífeyrissjóðanna, fjárfestingastefnu, áhættustýringu og upplýsingagjöf. Þátttaka stjórnar og ábyrgð er mikilvæg til að tryggja að nægjanleg yfirsýn og skilgreindur áhættuvilji, sé

til staðar er varðar áhættur er tengjast umhverfis- og samfélagsþáttum. Áhættustýring þarf að geta mælt, vakt að og stýrt þessum áhættuþáttum eins og öðrum sem fylgja ákvarðanatöku um fjárfestingar. Einnig verður áhersla á sérstaka upplýsingagjöf til sjóðsfélaga og annarra haghafa um áhættur tengdar umhverfis- og samfélagslegum þáttum. Að sjálfsögðu munu þessar kröfur eða umfram allt áherslur taka mið af stærð og umfangi (e. proportionality) viðkomandi lífeyrissjóðs.

### Aðrar heimildir:

*Task force on climate-related financial disclosure  
European Commission, Action plan: Financing sustainable growth.  
COM (2018)*

*OECD: Investment governance and the integration of  
environmental, social and governance, 2017*

*Sustainable investment in the Dutch pension sector, 2016  
Nasdaq, ESG reporting guide.  
[www.heimsmarkmid.is](http://www.heimsmarkmid.is)*