

# FJÁRFESTINGARSTEFNA 2012

## Efnisyfirlit

I.	Almennir lífeyrissjóðurinn .....	2
	Breytingar frá fjárfestingarstefnu 2011 .....	2
	Ávöxtunarleiðir séreignarsjóðs .....	3
	Samtryggingarsjóður .....	4
	Um áætlað greiðsluflæði og lífeyrisbyrði séreignarsjóðs .....	8
	Ráðgjöf og áherslur í stýringu .....	8
	Ábending um frávik frá fjárfestingarstefnu .....	9
II.	Söguleg ávöxtun .....	10
	Um langtímaávöxtun .....	10
	Um samspil ávöxtunar og áhættu .....	11
	Um sögulega ávöxtun verðbréfa .....	12
III.	Vænt ávöxtun og framreikningur .....	14
	Ávöxtun og flökt .....	15
	Samfylgni vísitalna .....	15
	Verðbréfasöfn Almenna lífeyrissjóðsins .....	16
IV.	Fjárfestingarstefna 2012 .....	19
	Eignasamsetning og fjárfestingarstefna .....	21
	Takmarkanir fyrir séreignarsjóð .....	21
	Takmarkanir fyrir samtryggingarsjóð .....	22
	Veðhlutföll veðskuldabréfa .....	23
	Þjónustuverkefni fyrir sjóðinn .....	23
	Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði .....	23
	Verðbréf fyrirtækja .....	23
	Verðbréf fjármálafyrirtækja .....	23
	Aðrir sjóðir um sameiginlega fjárfestingu .....	23
	Erlend verðbréf, gjaldmiðlasamsetning og atvinnugreinaskipting .....	24
	Erlend hlutabréf .....	25
	Lausafjárstýring .....	26
V.	Viðmiðanir .....	28
	Skuldabréf .....	28
	Skuldabréf sveitarfélaga .....	30
	Skuldabréf fyrirtækja .....	30
	Skuldabréf fagfjárfestasjóða .....	31
	Hlutabréf .....	31
VI.	Áhættustýring .....	32
	Fjárhagsleg áhætta .....	33
	Lausafjáraáhætta .....	35
	Mótaðilaáhætta .....	36
	Staðfesting stjórnar .....	38
	Fylgiskjal: Reglur um lán til sjóðfélaga .....	39

## I. Almenni lífeyrissjóðurinn

Almenni lífeyrissjóðurinn er fullgildur lífeyrissjóður og hefur starfsleyfi samkvæmt lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.

- Almenni lífeyrissjóðurinn er öllum opin en er jafnframt starfsgreinasjóður arkitekta, leiðsögumanna, lækna, hljómlistarmanna og tæknifræðinga. Lífeyrissjóðir þessara stétta hafa sameinast Almenna lífeyrissjóðnum og greiða félagar þeirra lágmarksiðgjöld í hann.
- Sjóðurinn hentar líka þeim sem geta valið í hvaða lífeyrissjóð þeir greiða lágmarksiðgjaldið og einnig þeim sem vilja greiða viðbótariðgjöld í lífeyrissjóð til að auka ráðstöfunartekjur sínar á eftirlaunaárunum.

Markmið Almenna lífeyrissjóðsins er að tryggja sjóðfélögum sínum sem hæstan lífeyri við starfslok, veita sjóðfélögum tryggingavernd vegna tekjumissis í kjölfar örorku og stuðla að auknu fjárhagslegu öryggi aðstandenda við andlát.

Almenni lífeyrissjóðurinn er blandaður lífeyrissjóður. Lágmarksiðgjald er 12% af launum og skiptist þannig að 4% greiðast í séreignarsjóð og 8% í samtryggingarsjóð. Viðbótariðgjald (iðgjald umfram 12% af launum) er greitt í séreignarsjóð. Sjóðfélagar geta aukið iðgjald í samtryggingarsjóð ef þeir vilja bæta við sig tryggingavernd. Hámarksiðgjald í samtryggingarsjóðinni er 15% af launum.

Í séreignarsjóði geta sjóðfélagar valið á milli sjö ávöxtunarleiða og hversu mikla áhættu þeir vilja taka eða valið ávöxtunarleið í samræmi við aldur. Þeir geta einnig valið **Ævileiðina** en þá flyst inneign þeirra milli verðbréfasafna með það fyrir augum að draga úr vægi hlutabréfa og minnka áhættu eftir því sem nær dregur starfslokum. Samtryggingarsjóður ávaxtar fé sjóðfélaga í sérgreindu verðbréfasafni.

### Breytingar frá fjárfestingarstefnu 2011

Í fjárfestingarstefnu fyrir árið 2012 eru gerðar eftirfarandi breytingar:

- Vægi innlendra hlutabréfa í fjárfestingarstefnu blandaðra verðbréfasafna hefur verið aukið en vegur þó tiltölulega lítið af heildareignum hvers safns. Ævisafn I stefnir nú að því að 6% eigna séu innlend hlutabréf, Ævisafn II 4%, Ævisafn III 1,5% og Samtryggingarsjóður 3%.
- Viðmiðanir við val á verðbréfum sem útgefin eru af innlendum útgefendum öðrum en ríkinu eru nú enn ítarlegri. Markmiðið er að draga úr líkum á eignatapi og að auka gegnsæi með því að varpa ljósi á þau skilyrði sem sjóðurinn hefur til viðmiðunar þegar keypt eru innlend verðbréf útgefin af öðrum en íslenska ríkinu.
- Vegna takmarkaðs framboðs af skráðum verðbréfum hafa viðmiðanir við val á óskráðum verðbréfum verið gerðar ítarlegri. Meðal annars hefur verið bætt við viðmiðunum um skuldabréf fasteignafélaga og fagfjárfestastjóða. Sjóðurinn má þó ekki fjárfesta meira en 20% af eignum í óskráðum verðbréfum.
- Umfjöllun um áhættustýringu sjóðsins er nú ítarlegri, en slík umfjöllun kom fyrst inn í fjárfestingarstefnuna í fyrra. Mikil áhersla er lögð á víðtækt áhættueftirlit og áhættustýringu hjá sjóðnum. Sjóðurinn hefur skilgreint þrjá meginflokka áhætta sem tengjast eignum sjóðsins, sem eru fjárhagsleg áhætta, lausafjáraáhætta og mótaðilaáhætta. Í kaflanum er umfjöllun um þessa áhættuflokka og lýsing á eftirliti sjóðsins.

### Ávöxtunarleiðir séreignarsjóðs

Ávöxtunarleiðir Almenna lífeyrissjóðsins eru sjö. Þær eru Ævisafn I, Ævisafn II, Ævisafn III, Ævisafn IV, Ríkissafn langt, Ríkissafn stutt og Innlánasafn. Ævisöfn I, II og III eru blönduð verðbréfasöfn með skuldabréfum, hlutabréfum og innlánum. Eignasamsetning safnanna er mismunandi og er ráðlegging okkar að sjóðfélagar greiði í söfnin eftir aldri þannig að vægi skuldabréfa aukist með aldrinum. Innlánasafnið fjárfestir eingöngu í innlánum, Ríkissafn langt fjárfestir í ríkisskuldabréfum með löngum meðaltíma og Ríkissafn stutt fjárfestir í ríkisskuldabréfum með stuttum meðaltíma og innlánum. Stefnt er að sameiningu Ævisafns IV og Innlánasafns, en það hefur dregist vegna uppgjörs á vaxtaskiptasamningi í eigu Ævisafns IV.

Frá haustinu 2008 hefur öllum iðgjöldum í séreignarsjóð verið ráðstafað í Innlánasafn sem ávaxtar eignir sínar á innlánsreikningum innlánastofnana. Þessi ákvörðun var tekin vegna óvissu á fjármála-mörkuðum og óvissu um mat á ýmsum eignum lífeyrissjóðsins vegna efnahagsáfallsins. Ákvörðun um að aflétta sjálfkrafa ráðstöfun í Innlánasafn liggur ekki fyrir en sjóðfélagar sem vilja greiða iðgjöld strax inn á eldri ávöxtunarleiðir eða í ríkissöfnin geta óskað eftir því.

**Ævisafn I** hentar þeim sem eru að ávaxta lífeyrissparnað sinn til langs tíma og er hugsað fyrir sjóðfélaga á aldrinum 16-44 ára. Ávöxtunartími inneignar í þessu safni er að jafnaði 20-25 ár. Markmið safnsins er langtímahækkun eigna með því að fjárfesta 70% af eignum í hlutabréfum. Vegna þessa má búast við miklum sveiflum í ávöxtun safnsins en á löngum tíma er reiknað með að sjóðfélögum verði umbunað fyrir sveiflurnar með hærri ávöxtun.

**Ævisafn II** hentar þeim sem eru að ávaxta lífeyrissparnað sinn til langs tíma og er hugsað fyrir sjóðfélaga á aldrinum 45-56 ára. Ávöxtunartími inneignar í þessu safni er að jafnaði 10-15 ár. Markmið safnsins er langtímahækkun eigna með fjárfestingum í hlutabréfum og skuldabréfum að jöfnu. Sveiflur í ávöxtun geta verið miklar þar sem markmið safnsins er að 50% af eignum séu hlutabréf. Búast má við minni sveiflum og lægri ávöxtun en í Ævisafni I til lengri tíma litið.

**Ævisafn III** er fyrir sjóðfélaga sem vilja taka litla áhættu og hentar vel fyrir sjóðfélaga sem eru 57 ára og eldri. Markmið safnsins er að tryggja sjóðfélögum jafna og góða ávöxtun. Sveiflur í ávöxtun eru nokkrar þar sem fjárfestingarstefnan gerir ráð fyrir að fimmtungur eigna sé í hlutabréfum en 80% er hins vegar ávaxtaður í skuldabréfum. Ávöxtunartími í þessu safni er að jafnaði um 5-10 ár. Með auknu vægi skuldabréfa er stefnt að minni sveiflum en í Ævisöfnum I og II en um leið má búast við lægri ávöxtun til lengri tíma.

**Innlánasafn** er ávaxtað að öllu leyti á innlánsreikningum. Ávöxtun er sambærileg og ávöxtun á verðtryggtum bankareikningum með hæstu vöxtum á hverjum tíma og breytast vextirnir með almennu vaxtastigi í landinu. Eignum Innlánasafnsins er dreift á a.m.k. fjórar innlánsstofnanir.

Innlánasafnið er fyrir sjóðfélaga á öllum aldri sem vilja ávaxta inneign sína í innlánnum banka og sparisjóða. Breytingar á markaðsvöxtum hafa ekki áhrif á höfuðstól innlána og því eru gengissveiflur mjög litlar og safnið hentar vel fyrir þá sem eru að ganga á inneign sína eða hyggjast gera það fljótlega. Sagan sýnir hins vegar að blönduð verðbréfasöfn gefa betri ávöxtun en innlán yfir lengra tímabil.

Innstæður í innlendum bönkum og sparisjóðum eru tryggðar samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands frá 3. febrúar 2009. Innlán eru einnig forgangskrafa við slit fjármálafyrirtækis, samkvæmt lögum nr. 125/2008, neyðarlögum vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði. Inneignir sjóðfélaga í Innlánasafninu falla undir ákvæði laga nr. 98/1999 um innstæðutryggingar.

**Ríkissafn langt** hentar sjóðfélögum sem vilja ávaxta inneign sína í löngum ríkisskuldabréfum og geta þolað sveiflur í ávöxtun. Áætlaður meðaltími safnsins er 8 – 13 ár og safnið fjárfestir í skuldabréfum með ábyrgð ríkisins sem eru að stærstum hluta verðtryggð. Við bendum sjóðfélögum sem eru 58 ára

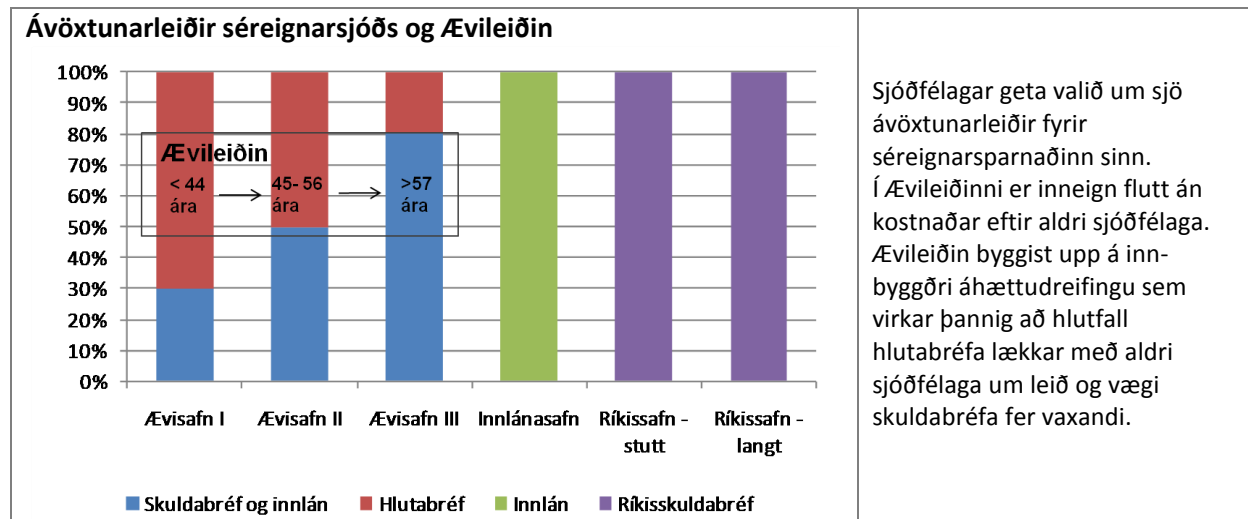
og eldri og hyggjast ganga á inneign sína fljótlega að það geta verið miklar sveiflur á gengi safnsins þar sem meðaltími þess er langur. Til að menn geri sér frekari grein fyrir áhrifum vaxtabreytinga á verð skuldabréfa breytist verð skuldabréfa með 10 ára meðallíftíma um 10% ef vextir hækka eða lækka um eitt prósentustig (1%). Jafnvel þó að um skuldabréf sé að ræða sem talin eru traust, eins og ríkisskuldabréf, geta sveiflur orðið miklar í ávöxtun við miklar vaxtabreytingar.

**Ríkissafn stutt** fjárfestir í skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs sem eru að mestu leyti óverðtryggð og í innlánnum fjármálastofnana. Áætlaður meðaltími stutta ríkissafnsins er 1 – 3 ár. Safnið hentar vel fyrir sjóðfélaga sem eru eldri en 58 ára og vilja ávaxta inneign sína að mestu leyti í ríkisskuldabréfum. Þar sem meðaltími safnsins er stuttur eru sveiflur á gengi safnsins litlar og því hentar safnið mjög vel fyrir sjóðfélaga sem ætla að ganga á inneign sína á næstunni.

### Ævileiðin

Ævileiðin byggir á því að inneign sjóðfélaga er ávöxtuð í verðbréfasöfnum sem taka mið af aldri sjóðfélaga. Þá er ævinni skipt í þrjá hluta:

- Fram til 44 ára aldurs er inneign ávöxtuð í Ævisafni I.
- Á aldrinum 45 til 48 ára flyst inneign í jöfnum áföngum í Ævisafni II.
- Á aldrinum 57-60 ára flyst inneign í jöfnum áföngum í Ævisafni III.



Í Ævileiðinni er innbyggð áhættudreifing þar sem hlutfall hlutabréfa lækkar með aldrinum en hlutfall skuldabréfa vex að sama skapi. Að öllu jöfnu er óhætt að taka mesta áhættu á fyrsta æviskeiðinu, enda er þá góður tími til að vinna upp tap, en á eftirlaunaárunum ætti yfirleitt sem minnsta áhættu að taka, enda þarf fólk þá að lifa af eignum sínum.

### Samtryggingarsjóður

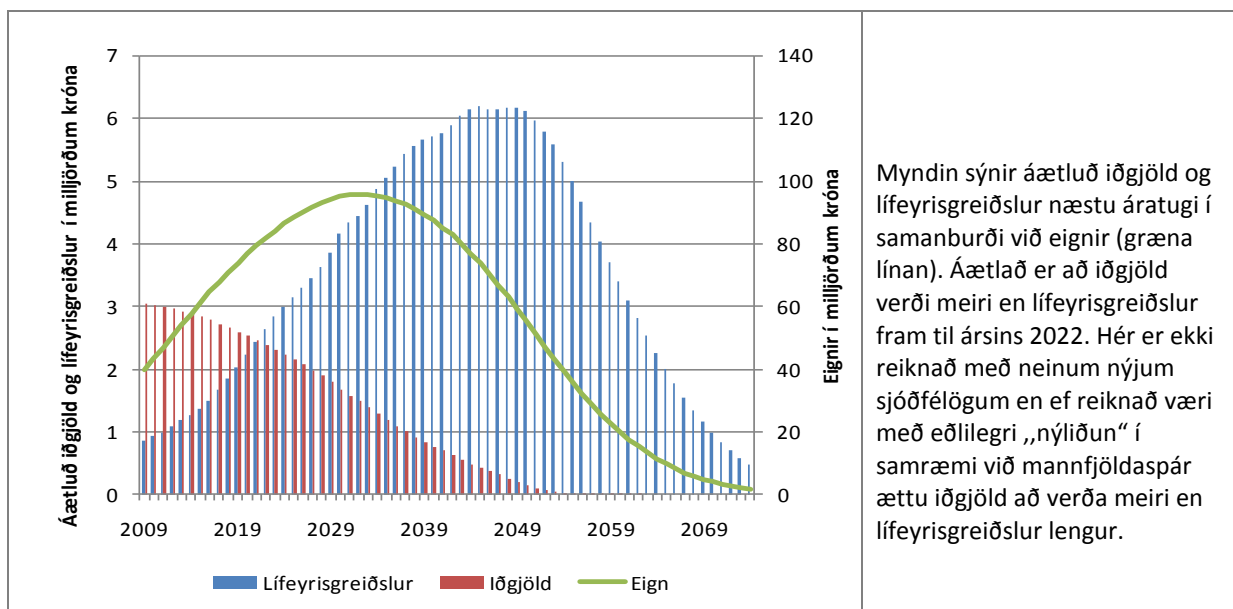
Með greiðslum í **samtryggingarsjóð** ávinna sjóðfélagar sér rétt á ævilöngum ellilífeyrisgreiðslum frá 60 ára aldri, örorku- og barnalífeyri við starfsorkumissi og maka- og barnalífeyri til eftirlifandi maka og barna við fráfall.

- Sjóðfélagar geta hafið töku ellilífeyris á aldrinum 60 til 70 ára.
- Örorkulífeyrir er greiddur ef sjóðfélagi missir starfsgetu og orkutap er metið 50% eða meira.
- Makalífeyrir er greiddur úr samtryggingarsjóði við fráfall sjóðfélaga. Makalífeyrir er alltaf greiddur í 2,5 ár og lengur ef yngsta barn sjóðfélaga er yngra en 20 ára.
- Betri barnalífeyrir. Sjóðurinn greiðir tvöfalt hærra barnalífeyri en lágmarkið er samkvæmt lögum (fjórðfalt hærra barnalífeyri eigi barn látins sjóðfélaga hvorki foreldri né kjörforeldri á lífi).

Lífeyrisgreiðslur eru verðtryggðar og breytast mánaðarlega í takt við breytingar á vísitölu neysluverðs. Áunnin lífeyrisréttindi og skuldbindingar samtryggingarsjóðs breytast samsvarandi með breytingum á vísitölunni.

Eignir samtryggingarsjóðs eru ávaxtaðar í sérgreindu verðbréfasafni. Markmið safnsins er langtíma-hækkun eigna með fjárfestingum í skuldabréfum og hlutabréfum. Fjárfestingarstefna samtryggingarsjóðsins tekur mið af réttindakerfi, lífeyrisbyrði og áætluðu framtíðargreiðsluflæði vegna lífeyris-skuldbindinga sjóðsins.

- Stefnt er að því að skuldabréf vegi 60% og hlutabréf 40% af eignum samtryggingarsjóðs.
- Ákvörðun um vægi hlutabréfa í fjárfestingarstefnu er tekin með hliðsjón af áætluðu greiðsluflæði samtryggingarsjóðs en samkvæmt því er reiknað með að iðgjöld verði meiri en lífeyrisgreiðslur að minnsta kosti til ársins 2022.
- Samtryggingarsjóðurinn þolir því að taka á sig sveiflur á verði hlutabréfa og býr ekki við þá áhættu að þurfa að selja hlutabréfin þegar hlutabréfaverð er lágt á mörkuðum og getur því fjárfest nokkuð hátt hlutfall af eignum í hlutabréfum.



Fjárfestingarstefna samtryggingarsjóðs miðar að því að hámarka markaðsvirði eigna sjóðsins til lengri tíma. Sjóðurinn stefnir að því að stýra eignum með þeim hætti að lágmarka sveiflur í ávöxtun sjóðsins vegna verðsveiflna á markaði að því marki sem hægt er. Samkvæmt lögum ber lífeyrissjóðum að breyta lífeyrisréttindum ef fjárhagsstaða þeirra breytist og mismunur á eignum og skuldbindingum fer út fyrir tiltekin mörk.

Við mat á fjárhagsstöðu samtryggingarsjóða eru eignir bornar saman við skuldbindingar. Tryggingafræðileg staða skiptist í þrjá hluta.

- **Áunnin staða.** Núverandi eignir eru bornar saman við skuldbindingar vegna áunninna réttinda sem sjóðfélagar eru búnir að ávinna sér með greiðslum í sjóðinn.
- **Framtíðarstaða.** Núvirði iðgjalda virkra sjóðfélaga til 70 ára aldurs er borið saman við réttindi sem framtíðariðgjöld mynda.
- **Heildarstaða.** Heildarskuldbindingar eru samtala áunninna skuldbindinga og framtíðarskuldbindinga. Heildareignir eru samtala núverandi eigna og núvirði framtíðariðgjalda.

## Fjárhagsstaða samtryggingarsjóða

### Áunnin staða

- Núverandi eignir
- Skuldbindingar vegna réttinda sem sjóðfélagar hafa áunnið sér með greiðslum í sjóðinn

+

### Framtíðarstaða

- Núvirði framtíðariðgjalda virkra sjóðfélaga til 70 ára
- Skuldbindingar vegna framtíðariðgjalda

=

### Heildarstaða

- Núverandi eignir + núvirði framtíðariðgjalda
- Áunnar + framtíðar-skuldbindingar

Tryggingafræðileg athugun eða uppgjör felur í sér samanburð á eignum og áætluðum skuldbindingum.

Helstu forsendur:

- Árleg raunávöxtun 3,5%
- Nýjustu lífslíkur (síðast notað 2004-2008)
- Íslenskar barnseigna- og hjúskaparlíkur
- 50% af meðaltali örorkulíka íslenskra lífeyrissjóða

Ef niðurstaða tryggingafræðilegs uppgjors sýnir að heildarstaða, sem hlutfall af heildarskuldbindingum, er +/-10% í eitt ár verður samtryggingarsjóður að breyta réttindum sjóðfélaga. Ef heildarstaða er +/- 5% af heildarskuldbindingum samfelt í fimm ár verður einnig að breyta réttindum.

Stjórn Almenna lífeyrissjóðsins hefur samþykkt eftirfarandi markmið fyrir samtryggingarsjóðinn og stefnu um tryggingafræðilega stöðu. Markmið samtryggingarsjóðs Almenna lífeyrissjóðsins er að

- tryggja sjóðfélögum lífeyri til æviloka í hlutfalli við inngreiðslur og verja þá og fjölskyldur þeirra fyrir tekjumissi vegna örorku eða fráfalls sjóðfélaga með því að greiða áfallalífeyri (örorku, maka- og barnalífeyri).
- áunnar skuldbindingar verði jafnháar eignum sjóðsins.
- eignum sjóðsins verði vel dreift á milli eignaflokka, atvinnugreina, útgefenda og landa til að tryggja góða áhættudreifingu og draga þannig úr sveiflum á ávöxtun og áföllum á eignahlið.

Sjóðurinn stefnir á að tryggingafræðileg staða sé í jafnvægi. Með því er átt við að:

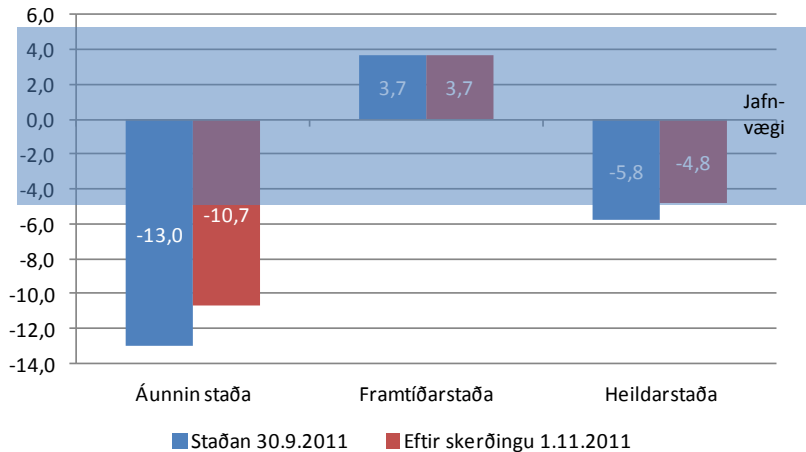
- áunnin staða, mismunur á eignum og áunnum skuldbindingum, sé innan við +/-5% af skuldbindingum.
- framtíðarstaða, mismunur á núvirði framtíðariðgjalda og skuldbindinga vegna þeirra, sé innan við +/-5% af skuldbindingum.

Tryggingafræðileg staða samtryggingarsjóðsins var reiknuð af tryggingafræðingi sjóðsins m.v. 30. september 2011.

- Áfallnar skuldbindingar voru 13,0% hærri en eignir sjóðsins.
- Núvirði framtíðariðgjalda var 3,7% hærri en áætlaðar framtíðarskuldbindingar.
- Heildarskuldbindingar voru 5,8% umfram heildareignir.

Á ársfundi sjóðsins í apríl 2011 var samþykkt að lækka lífeyrisréttindi um 2,5% frá og með 1. nóvember 2011 ef áunnin skuldbinding væri 7,5% hærri en eignir í tryggingafræðilegri athugun m.v. 30. september 2011. Réttindi sjóðfélaga voru því lækkuð um 2,5% þann 1. nóvember 2011. Eftir lækkunina voru heildarskuldbindingar 4,8% umfram heildareignir og áunnar skuldbindingar 10,7% umfram eignir.

### Tryggingafræðileg staða í árslok 2009



Myndin sýnir tryggingafræðilega stöðu samtryggingarsjóðs 30.9.2011 og eftir 2,5% skerðingu réttinda 1.11.2011. Sjóðurinn skilgreinir langtíma-jafnvægi á tryggingafræðilegri stöðu þannig að áunnin, framtíðar- og heildarstaða skuli vera innan við +/-5% af skuldbindingum.

Tryggingafræðileg staða samtryggingarsjóðs Almenna lífeyrissjóðsins versnaði mikið við efnahagshrunið sem hófst með falli viðskiptabankanna í október 2008 og hefur sjóðurinn þurft að skerða réttindi sjóðfélaga þrjár, um 10% árið 2009, um 12% árið 2010 og um 5% árið 2011 (2,5% 1.6.2011 og 2,5% 1.11.2011). Eftir breytingar á réttindum eru framtíðarstaða og heildarstaða innan þeirra marka sem sjóðurinn stefnir að en áunnin staða er hins vegar ennþá utan þeirra marka.

Þar sem áunnin staða er utan jafnvægismarka er staða samtryggingarsjóðsins viðkvæm og verkefni eignastýringar sjóðsins er að reyna að verja sjóðinn eins og hægt er fyrir hugsanlegum lækkunum á eignum. Taflan sýnir eignasamsetningu samtryggingarsjóðsins í október 2011 og áætluð áhrif eignaflokka á eignir vegna verðsveiflna.

### Eignasamsetning í október 2011 og áhrif eignaflokka á áunna stöðu

Verðbréf	Vægi	Sveiflur	Áhrif	Skýringar
Innlend skuldabréf	77,6%	Engar		Eru metin m.v. 3,5% kröfu og sveiflast því ekki í verði
Innlend hlutabréf	1,3%	Óveruleg áhrif		Vega lítið og hafa óveruleg áhrif
Erlend hlutabréf	18,2%	21,5%	3,9%	Sveiflur í ávöxtun eru eitt staðalfrávik meðalávöxtunar
Erlend skuldabréf	2,6%	13,0%	0,3%	Sveiflur í ávöxtun eru eitt staðalfrávik meðalávöxtunar
Innlán	0,3%	Engar		Innlán sveiflast ekki en vextir eru breytilegir
Samtals	100%		<b>4,3%</b>	

Stærstur hluti eigna eru skuldabréf sem sveiflast ekki þar sem þau eru metin í tryggingafræðilegu uppgjöri miðað við ávöxtunarkröfuna 3,5%. Þær eignir sem sveiflast í tryggingafræðilegu uppgjöri eru erlend verðbréf, bæði hlutabréf og skuldabréf. Miðað við sveiflur viðmiðunarvísitalna í íslenskum krónum er staðalfrávik meðalávöxtunar 21,5% á erlendum hlutabréfum og 13% á erlendum skuldabréfum. Ef tekið er tillit til vægi þessara eignaflokka í eignasamsetningu getur sveifla upp á eitt staðalfrávik breytt eignastöðu um 4,3%, bæði til hækkunar og lækkunar.

Það er ekki stefnan að selja og minnka vægi erlendra verðbréfa þrátt fyrir halla á áunninni stöðu og markaóshættu. Erlendar fjárfestingar eru vel dreifðar á lönd, atvinnugreinar og fjölda útgefenda. Sjóðurinn telur það eðlilega áhættudreifingu að hluti eigna sé ávaxtaður erlendis. Einnig verður að hafa í huga að lífeyrissjóðir og fjárfestar geta tímabundið ekki keypt erlend verðbréf vegna gjald-eyrishatta. Því stefnir í að vægi erlendra verðbréfa í eignasafni samtryggingarsjóðs lækki þar sem inn-greiðslur í sjóðinn eru meiri en útgreiðslur.

## Um áætlað greiðsluflæði og lífeyrisbyrði séreignarsjóðs

Í september 2011 voru heimildir sjóðfélaga í séreignarsjóðum til tímabundinnar útborgunar rýmkaðar enn frekar. Nú er sjóðfélögum yngri en 60 ára heimilt að taka út allt að 6.250 þúsund á 15 mánuðum.

Taflan sýnir eignir séreignarsjóðs í nóvember 2011 og hversu hátt hlutfall eigna er laust til útborgunar og hvað mun losna á næstu fimm árum. Fimmti dálkurinn sýnir áætlun um hvað er laust til útborgunar vegna tímabundinnar heimildar til útborgunar séreignarsjóðs vegna sérstakra aðstæðna.

Séreignarsjóður	Eignir nóv.11 milljónir kr.	60 ára og eldri	55-59 ára			Greiðsluflæði	Taflan sýnir áætlun um hlutfall eigna sem eru lausar til útborgunar og losna á næstu fimm árum.  Einnig koma fram upplýsingar um greiðsluflæði fyrstu 10 mánuði ársins 2011
		Laust til útborgunar %	Losnar næstu 5 ár %	Laust v. sérst. aðstæðna %	Samtals laust %	Iðgjöld - lífeyrir millj.kr. 1.1. - 31.10.2011	
Ávöxtunarleið							
Ævisafn I	7.824	3	6	47	50	-507	
Ævisafn II	27.658	23	24	19	42	-810	
Ævisafn III	2.602	71	23	11	82	-138	
Ævisafn IV	1.455	79	6	7	86	-124	
Innlánasafn	17.126	24	14	53	77	2.212	
Ríkissafn langt	1.688	62	9	11	73	13	
Ríkissafn stutt	325	65	8	10	75	-24	
<b>Samtals</b>	<b>58.678</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>32</b>	<b>57</b>	<b>622</b>	

Aftasti dálkurinn sýnir innflæði í ávöxtunarleiðir eða iðgjöld að frádregnum lífeyrisgreiðslum. Þar sem iðgjöldum í séreignarsjóð er ráðstafað í Innlánasafn er greiðsluflæði Ævisafna I-IV neikvætt. Stjórn Almenna lífeyrissjóðsins mun endurskoða ráðstöfun iðgjalda í séreignarsjóð á vormánuðum 2012 en bendir á að sjóðfélagar geta óskað eftir að iðgjöldin greiðist inn á aðrar leiðir. Lítið mun greiðast inn á önnur söfn á meðan þessi ráðstöfun er í gildi.

Taflan sýnir að inn- og útlæði ávöxtunarleiðanna hefur breyst á síðustu tveimur árum og söfnin þurfa að leggja sérstaka áherslu á lausafjárstýringu. Að minnsta kosti 57% eigna eru lausar til útborgunar strax (mismunandi eftir söfnum) í öllum söfnum og á næstu fimm árum losnar allt að fjórðungur í sumum söfnum. Í IV. kafla fjárfestingarstefnunnar er fjallað sérstaklega um lausafjárstýringu og í VI. kafla er fjallað um lausafjánhættu.

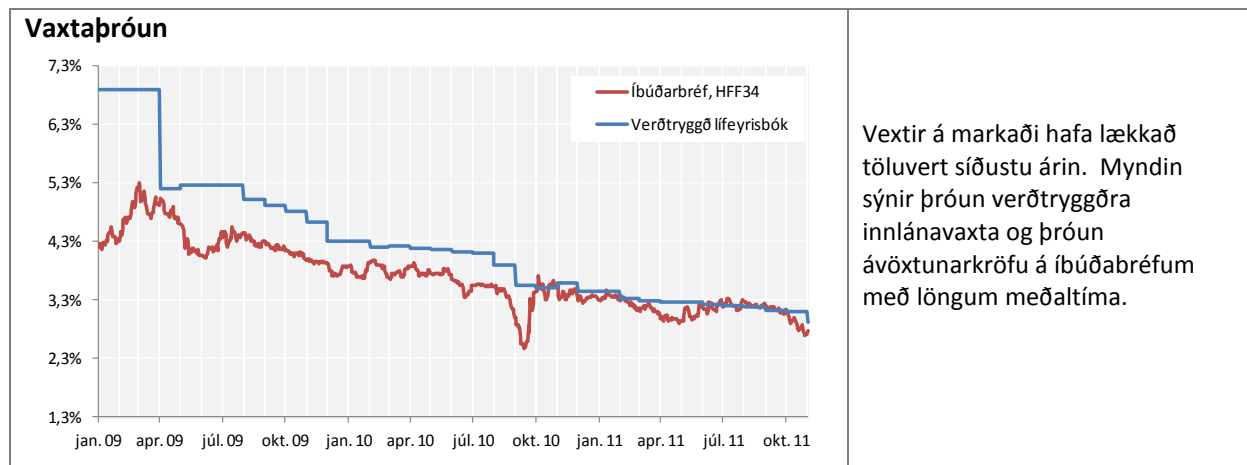
### Ráðgjöf og áherslur í stýringu

Ráðgjöf Almenna lífeyrissjóðsins er að blönduð og vel dreifð verðbréfasöfn séu góður kostur fyrir lífeyrissparnað og skili bestu ávöxtuninni til lengri tíma og veiti góða áhættudreifingu. Í efnahags-áfallum hefur komið í ljós mikilvægi þess að vera með vel dreifð eignasöfn þegar áföll verða. Mikilvægt er að dreifa fjárfestingum á milli innlána, skuldabréfa og hlutabréfa og einnig á milli ólíkra hagkerfa. Reynslan hefur m.a. kennt okkur að of mikil áhætta á íslenskt atvinnulíf er varhugaverð.

Í stýringu blandaðra skuldabréfasafna Almenna lífeyrissjóðsins er eftir sem áður lögð mikil áhersla á áhættudreifingu í fjárfestingum. Þá hafa skilyrði fyrir kaupum verðbréfa verið hert með strangari viðmiðunum, auk þess sem nú er gerð krafa um víðtækari skilmála og tryggingar.

Ríkistryggð skuldabréf, sveitarfélagabréf og laust fé hefur verið að aukast í ævisöfnunum á undanförunum mánuðum og eignasamsetning skuldabréfahluta safnanna hefur breyst. Ástæðan er m.a. sú stefna að auka markvisst vægi þessara bréfa og vegna afborgana og uppgreiðslu skuldabréfa. Einnig má nefna það að skortur á öðrum fjárfestingarkostum en innlendum ríkisskuldabréfum hefur aukið vægi þeirra bréfa í skuldabréfasöfnum lífeyrissjóða. Meðaltími skuldabréfa í ævisöfnum Almenna lífeyrissjóðsins hefur því lengst þar sem ríkisskuldabréfin eru með lengri meðaltíma en fyrirtækjabréf, sem áður voru stærri hluti af skuldabréfasafni sjóðsins. Einnig er meðalraunávöxtun

orðin lægri í söfnunum þar sem lægri ávöxtunarkrafa er á ríkisskuldabréfum og skuldabréfum sveitarfélaga.



### Ábending um frávik frá fjárfestingarstefnu

Sjóðfélögum er bent á að hlutabréf vega minna af eignum en stefnt er að samkvæmt fjárfestingarstefnu. Samkvæmt fjárfestingarstefnu eru erlend hlutabréf uppistaðan í hlutabréfum sjóðsins þar sem ekki er hægt að ná nægjanlegri áhættudreifingu á innlendum hlutabréfamarkaði. Vegna gjald-eyrishafta getur sjóðurinn ekki náð stefnu um erlend hlutabréf. Sjóðurinn er langtímafjárfestir og lítur á gjaldeyrishöftin sem tímabundin og hefur því ekki breytt fjárfestingarstefnu sinni þrátt fyrir höftin.

### Fjárfestingarstefnan

Í næstu köflum er að finna lýsingu á fjárfestingarstefnunni og rökum fyrir henni.

- Í öðrum kafla er fjallað um sögulega ávöxtun en sagan er besta heimildin um langtímaávöxtun og sveiflur í ávöxtun.
- Í þriðja kafla er að finna spá um vænta ávöxtun helstu verðbréfaflokka næstu fimm ár og val á eignasamsetningu sem gefur bestu ávöxtun miðað við áhættu.
- Í fjórða kafla er fjárfestingarstefnan sjálf.
- Í fimmta kafla eru viðmiðanir sem sjóðstjóri skal hafa til hliðsjónar við val á verðbréfum til að draga úr tapsáhættu.
- Í sjötta kafla er sérstök umfjöllun um áhættustýringu lífeyrissjóðsins.

## II. Söguleg ávöxtun

Söguleg ávöxtun er besta heimildin um ávöxtun eignaflokka og áhættu þeirra. Ávöxtun getur verið mjög sveiflukennd milli tímabila en á löngum tíma minnka sveiflurnar. Söguleg ávöxtun er því góð vísbending um hvers má vænta um ávöxtun á löngum tíma. Það sem skiptir e.t.v. meira máli er að sagan segir líka til um ávöxtunarbíl á milli verðbréfaflokka til lengri tíma og áhættu mælda sem flökt ávöxtunar eða sveiflur í kringum meðalávöxtun.

### Um langtímaávöxtun

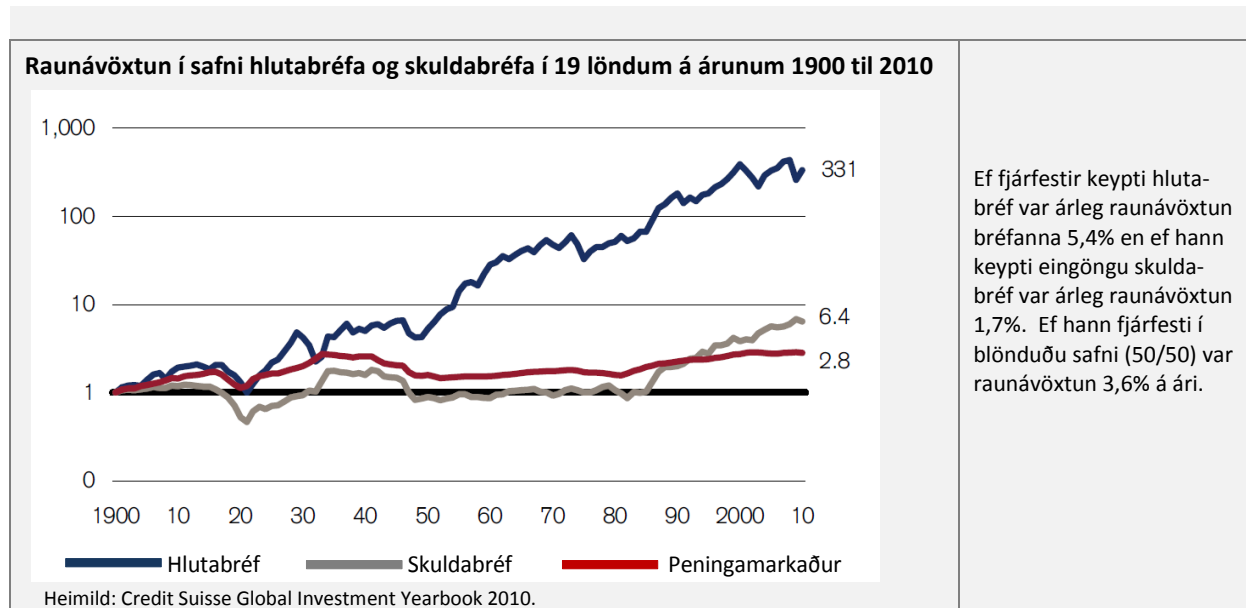
Svissneski bankinn Credit Suisse gaf út árbók árið 2010 með upplýsingum um langtímaávöxtun í 19 löndum á árunum 1900 til 2009 eða í 110 ár. Tölflurnar og myndin sýna yfirlit um langtímaávöxtun í nokkrum löndum (ávöxtun í heimamynt hvers lands, heimur í USD).

Raunávöxtun í % í nokkrum löndum 1900-2009						
<b>Ríkisskuldabréf</b>						
Land	Raun-ávöxtun	Staðal-frávik	Lægsta ávöxtunin	Versta árið	Hæsta ávöxtunin	Besta árið
Danmörk	3,0	11,7	-18,2	1919	50,1	1983
Sviss	2,1	9,4	-21,4	1918	56,1	1922
Holland	1,4	9,4	-18,1	1915	32,8	1932
Bretland	1,3	13,7	-30,7	1974	59	1921
Bandaríkin	1,9	10,2	-19,4	1918	35,1	1982
Heimur	1,7	10,4	-27,1	1946	31,7	1932
Ríkisskuldabréf skiluðu á þessu tímabili jákvæðri raunávöxtun í öllum löndunum. Þau geta bæði hækkað og lækkað í verði eins og taflan sýnir.						
<b>Hlutabréf</b>						
Land	Raun-ávöxtun	Staðal-frávik	Lægsta ávöxtunin	Versta árið	Hæsta ávöxtunin	Besta árið
Danmörk	4,9	20,8	-49,2	2008	107,8	1983
Sviss	4,3	19,9	-37,8	1974	59,4	1922
Holland	4,9	21,9	-50,4	2008	101,6	1940
Bretland	5,3	20,1	-57,1	1974	96,7	1975
Bandaríkin	6,2	20,4	-38	1931	56,5	1933
Heimur	5,4	17,8	-40,4	2008	70,1	1933
Hlutabréf skiluðu að jafnaði um nálægt 5% raunávöxtun á ári. Sveiflur geta verið gríðarlegar en á löngum tíma er ekkert sparnaðarform með jafn góða ávöxtun.						
<b>Raunávöxtun á ári að jafnaði</b>						
<p>3,6% Heimssafn skuldabréf og hlutabréf (50/50)</p>						
Raunávöxtun ríkisskuldabréfa var hæst í Danmörku en hlutabréf hækkuðu mest í Bandaríkjunum. Safn sem fjárfesti á heimsvísu að jöfnu í ríkisskuldabréfum og hlutabréfum skilaði að jafnaði 3,6% raunávöxtun í 110 ár.						

Það er mjög fróðlegt að skoða ávöxtun í langan tíma vegna þess að ávöxtun er sveiflukennd til skamms tíma og alveg sérstaklega ávöxtun hlutabréfa. Hins vegar þarf að hafa í huga að það koma alltaf tímabil með óvenjulegri ávöxtun og þau tímabil geta varað lengi. Sagan sýnir afdráttarlaust að hlutabréf skila hæstu ávöxtuninni á löngum tíma en einnig að staðalfrávik ávöxtunar þeirra er umtalsvert hærra en skuldabréfa.

Á löngum tíma munar mjög miklu um hvert prósent í ávöxtun. Þess vegna skiptir miklu máli að nýta tækifærið sem felst í löngum sparnaðartíma eftirlaunasparnaðar. Myndin fyrir neðan sýnir þetta vel

en hún sýnir hvernig ein eining sem fjárfest var í safni hlutabréfa og skuldabréfa frá 19 löndum ávaxtaðist á 110 ára tímabili.



Þrátt fyrir yfirburði hlutabréfa sem ávöxtunarkostur fyrir langtímasparnað er nauðsynlegt að dreifa áhættunni og fjárfesta einnig í skuldabréfum. Verðbreytingar hlutabréfa eru oft mjög miklar og geta varað lengi, jafnvel 10 til 20 ár. Enginn fjárfestir til 110 ára og þrátt fyrir að sparnaðartími eftirlaunastjóðs sé oft mjög langur geta lækkanir á verði hlutabréfa haft slæm áhrif á eftirlaunastjóðinn, einkum ef það gerist á seinni árum starfsævinnar. Þess vegna er einnig skynsamlegt að draga úr vægi hlutabréfa með aldrinum.

### Um samspil ávöxtunar og áhættu

Að öllu jöfnu má gera ráð fyrir að meiri áhætta sé fólgin í fjárfestingum sem gefa háa ávöxtun. Ávöxtun verðbréfa sveiflast alltaf en ávöxtun mismunandi verðbréfaflokka sveiflast mismunandi mikið sé litið til sögulegra gagna. Eðli verðbréfa er að verð þeirra sveiflast en til lengri tíma litið hækka verðbréfin að jafnaði í verði.

- Verðbreytingar eru mismunandi miklar eftir tegundum verðbréfa en almennt má segja að því meiri sem sveiflurnar eru því hærri verður ávöxtunin.
- Sagan segir að hlutabréf gefi að jafnaði um 3%-5% hærri ávöxtun en skuldabréf en sveiflur í ávöxtun hlutabréfa eru meiri en skuldabréfa. Þó verður að hafa í huga að á ákveðnum tímabilum hafa skuldabréf skilað hærri ávöxtun en hlutabréf.
- Til skamms tíma draga skuldabréf í verðbréfasöfnum úr sveiflum en að sama skapi lækkar ávöxtunin. Ef sparnaðartíminn er langur, vegur há ávöxtun hlutabréfa þyngra en sveiflujöfnunaráhrif skuldabréfa og þess vegna er eftirsóknarvert að hafa vægi hlutabréfa hátt.
- Sá sem kaupir skuldabréf með föstum vöxtum og á það til gjalddaga fær þá ávöxtun sem miðað var við þegar skuldabréfið var keypt. Markaðsverð skuldabréfa breytist hins vegar þegar vextir á markaði breytast og þess vegna sveiflast ávöxtun skuldabréfs frá kaupdegi til gjalddaga.
- Verðbreytingar skuldabréfa ráðast af breytingu á markaðsvöxtum og lánstíma skuldabréfanna. Verð skuldabréfa hækkar þegar markaðsvextir lækka og öfugt. Því meira sem markaðsvextir breytast og því lengri sem lánstíminn er því meiri verða verðbreytingarnar og öfugt. Stutt skuldabréf sveiflast því minna í verði en löng og henta því betur ef menn vilja leggja áherslu á stöðuga og jafna ávöxtun.
- Á innlánsreikningum banka og sparisjóða breytist höfuðstóllinn ekkert þótt breytingar verði á markaðsvöxtum. Við vaxtabreytingar breyta innlánsstofnanir vöxtum á innlánsreikningum og gilda þá nýir vextir eftir það. Til langs tíma má búast við því að innlánsstofnanir geti boðið spari-

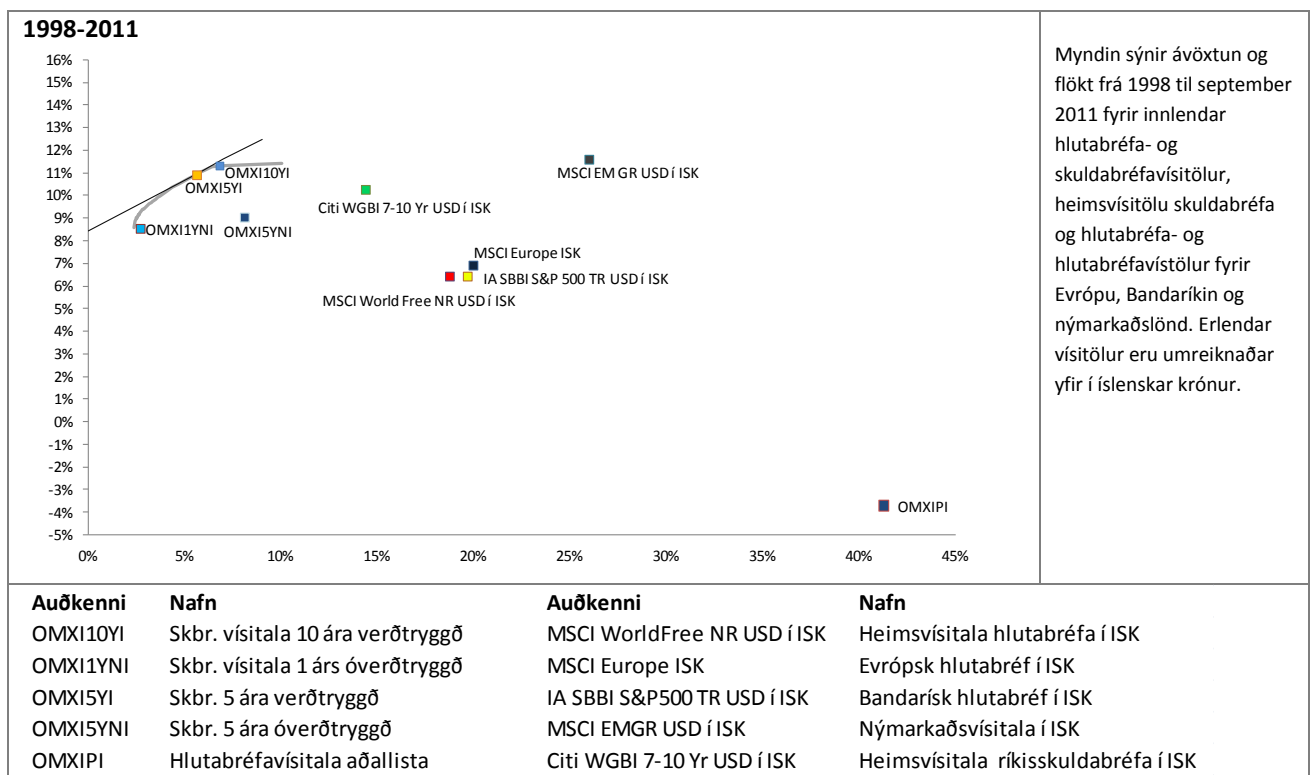
fjáreigendum svipaða vexti og eru á markaðsskuldabréfum hverju sinni. Til þess að innlánsreikningar borgi sig verða bankarnir að geta lánað peningana á hærri vöxtum en þeir greiða sparifjáreigendum og útlánsvextir geta aldrei annað en endurspeglad markaðsvexti á hverjum tíma.

- Það munu alltaf koma tímabil þar sem vextir á innlánsreikningum eru hærri eða lægri en markaðsvextir en til lengdar munu þeir ekki víkja langt frá þeim. Við ávöxtun eftirlaunasparnaðar er skynsamlegt að geyma hluta sparnaðarins á innlánsreikningum af því að höfuðstóllinn breytist ekki við breytingar á markaðsvöxtum.
- Innlánsreikningar draga úr áhættu á gengistapi vegna vaxtahækkana en á hinn bóginn missir eigandi þeirra af gengishækkun skuldabréfa ef vextir lækka.

**Tapsáhætta** er hættan á að fjárfesting tapist vegna gjaldþrots útgefanda verðbréfs eða þess sem inna á af hendi greiðslu. Hlutabréf eru aftasta krafan í kröfuröð og hafa því hæstu tapsáhættuna. Skuldabréf hafa minni tapsáhættu en þau teljast til almennra krafna nema að sérstaklega sé kveðið á um að tiltekið skuldabréf skuli víkja fyrir almennum kröfum. Innlánsreikningar í íslenskum fjármálastofnunum eru samkvæmt neyðarlögum forgangskrafa og njóta tryggingar Tryggingarsjóðs innstæðueigenda upp að vissu marki. Mikilvægt er að huga vel að tapsáhættu og draga úr henni eins og hægt er. Það er gert með því að vanda val á útgefendum og með því að dreifa eignum á mikinn fjölda verðbréfa, útgefenda, atvinnugreina og landssvæða.

### Um sögulega ávöxtun verðbréfa

Myndin fyrir neðan sýnir sögulega meðalávöxtun og flökt ávöxtunar (staðalfrávik ávöxtunar) helstu verðbréfaflokka. Lóðrétti ásinn sýnir meðalársávöxtun verðbréfaflokksins en lárétti ásinn staðalfrávik meðalávöxtunar sem er mælikvarði á flökt ávöxtunar. Fyrir neðan myndina er tafla sem sýnir hvaða vísitölur eru skoðaðar og auðkenni þeirra.



Við skoðun á sögulegri ávöxtun skiptir miklu máli hvaða tímabil er valið og hver er upphafs og lokapunktur. Myndin sýnir samanburð á ávöxtun verðbréfaflokka með endapunkt í lok september 2011, en á árinu 2008 og framan af árinu 2009 lækkuðu allar hlutabréfavísitölur mjög mikið sem hefur mikil áhrif á stuttum tímabilum. Mikilvægt er að hafa í huga að myndin sýnir punktstöðu sögulegrar ávöxt-

unar og flökts ávöxtunar eftir hrun hlutabréfa. Við áföll á fjármálamarkaði flyst fjármagn frá áhættu-  
meiri fjárfestingum (hlutabréfum) yfir í áhættuminni fjárfestingar (ríkisskuldabréf) sem eykur ávöxtun  
áhættuminni fjárfestinga.

Verðtryggð ávöxtun íslenskra ríkisskuldabréfa (OMXI10YI, OMXI5YI) kom vel út á tímabilinu vegna  
hærra vaxtastigs en í helstu viðskiptalöndum og hárrar verðbólgu. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa var  
um 11% á ári að jafnaði og staðalfrávik um 6,8%. Samanburðurinn sýnir að innlendur og erlendur  
hlutabréfamarkaður gaf lakari ávöxtun og sveiflaðist meira en verðtryggð innlend ríkisskuldabréf.  
Þetta skýrist af aukinni áhættufælni, mikilli verðbólgu, háu vaxtastigi á Íslandi og vegna áhrifa gjald-  
eyrishafta. Ef lítið er til Bandaríkjanna, sem oft er gert vegna stærðar og langrar viðskiptasögu, hefur  
ávöxtun hlutabréfa að jafnaði verið hærri en skuldabréfa.

### III. Vænt ávöxtun og framreikningur

Við móttun fjárfestingarstefnu er nauðsynlegt að horfa til framtíðar og gera spá um ávöxtun helstu verðbréfaflokka. Þegar reynt er að spá um ávöxtun næstu ára er bæði horft til sögulegra staðreynda um ávöxtun og reynt að leggja mat á núverandi efnahagsástand og framtíðarhorfur.

Fyrir neðan er spá um ávöxtun fyrir árin 2012-2016 og framreikningur á ávöxtun byggður á henni og sögulegum gögnum um flökt ávöxtunar og samfylgni verðbréfaflokka. Spáin er gerð af starfsmönnum Almenna lífeyrissjóðsins en við gerð hennar var tekið tillit til greiningarefnis, m.a. frá Seðlabanka Íslands og öðrum aðilum. Með þessum forsendum er síðan reiknað hvernig ávöxtunarleidir sjóðsins munu ávaxtast á tímabilinu. Með þessu móti er hægt að bera saman áhættu og árangurshlutfall.

- Gert er ráð fyrir að verðbólga árin 2012-2016 verði að jafnaði 3,5% á ári.
- Reiknað er með að íslenska krónan (gengisvísitala ISK) breytist lítið næstu mánuði en geti svo veikst þegar gjaldeyrishöftum verður aflétt og krónan sett á flot. Ef lítið er til næstu fimm ára er talið að krónan veikist um 1,5% á ári vegna hærri verðbólgu innanlands en erlendis.
- Gert er ráð fyrir lágu vaxtaumhverfi áfram erlendis.
- Seðlabanki Íslands telur að núverandi vaxtastig sé hæfilegt á næstu mánuðum og má því draga þá ályktun að ólíklegt megi teljast að hann hækki stýrivexti á næstunni umfram það sem orðið er. Hann hefur hækkað stýrivexti sína í tvígang síðan í ágúst og eru stýrivextir 4,75% í nóvember 2011.
- Reiknað er með að ávöxtunarkrafa langra verðtryggðra skuldabréfa verði í kringum 2,5%-3,5%. Framboð á ríkistryggðum bréfum gæti aukist vegna fjármögnunarþarfar ríkisins en á móti kemur að mikið fjármagn liggur enn í innlánnum, sem munu leita að hluta til inn á skuldabréfamarkað og leiða til lækkunar ávöxtunarkröfunnar. Einnig hefur takmarkað framboð á fjárfestingarkostum vegna gjaldeyrishafta áhrif til lækkunar á ávöxtunarkröfunni. Ef farið verður í aðlögunarferli vegna upptöku evru þá breytast forsendur og vaxtastigið verður lægra. Ekki er gert ráð fyrir slíku í þessari spá.



- Gert er ráð fyrir að heimsvísitala hlutabréfa hækki að jafnaði um 9% á ári í íslenskum krónum. Síðastliðin 5 ár hefur heimsvísitala hlutabréfa hækkað um 8,6% á ári í ISK og um 5,3% í ISK sl. 10 ár. Mælt í USD hefur vísitalan hækkað um 3,7% á ári sl. 10 ár en lækkað um 2,2% á ári sl. 5 ár.
- Búið er við að innlend hlutabréf hækki að jafnað um 8,0% á ári. Síðastliðin 18 ár hefur innlendir hlutabréfamarkaður hækkað um 3,2% á ári en sl. 10 ár hefur lækkunin verið 5,9% en þar spilar inni bæði mikill vöxtur innlendra fjármálafyrirtækja og hrun þeirra árið 2008. Erfitt er að setja fram spá á þessum markaði þar sem viðbúið er að miklar breytingar verði á íslenskum hlutabréfamarkaði á næstu árum og samsetningu félaga á markaði.

Hér að neðan er tafla með samantekt á væntri ávöxtun eignaflokka til 5 ára, ásamt sögulegri ávöxtun og sögulegu flökki (notað er árlegt staðalfrávik 2006-2011):

Ávöxtun og flökt				Búist er við að erlend hlutabréf hækki mest á næstu árum en að sama skapi verði sveiflur í ávöxtun þeirra mjög miklar. Áfram er búist við ágætri ávöxtun á innlendum ríkisskuldabréfum.
	Vænt ávöxtun	5 ára ávöxtun	staðalfrávik	
Innlend skuldabréf (verðtr. 10 ára mt.)	6,0%	15,1%	8,8%	
Heimsvísitala hlutabréfa (USD)	7,5%	-2,2%	20,3%	
Heimsvísitala hlutabréfa (ISK)	9,0%	8,6%	20,1%	
Innlend hlutabréf	8,0%	-36,9%	62,8%	
<b>Breyting</b>				
Verðbólga	3,5%			

### Samfylgni vísitalna

Mjög mikilvægt er að hafa mismunandi eignaflokka í verðbréfasöfnum til að draga úr áhættu og ná góðri dreifingu.

- Áhættudreifing er nauðsynleg til að draga úr sveiflum í ávöxtun en ávöxtun verðbréfa sveiflast alltaf. Með því að fjárfesta í mismunandi eignaflokkum má draga úr sveiflum með því að velja saman verðbréf sem sveiflast ólíkt eða eru með litla fylgni.
- Áhættudreifing er einnig mikilvæg til að draga úr tapi vegna einstakra útgefenda, atvinnugreina eða vegna efnahagshruns í tilteknu landi eða landssvæðum.

Taflan fyrir neðan sýnir fylgni á milli ávöxtunar mismunandi verðbréfaflokka. Í töflunni kemur t.d. fram að lítil fylgni er á milli innlendra og erlendra hlutabréfa. Einnig kemur fram að lítil fylgni er milli verðtryggðra og óverðtryggðra innlendra skuldabréfa og lítil eða neikvæð fylgni er á milli erlendra skuldabréfa og annarra eignaflokka. Með því að velja verðbréfaflokka með lága eða neikvæða fylgni er hægt að draga úr áhættu.

	Citi WGBI 7-10 Yr		MSCI World Free NR					
	USD í ISK	USD í ISK	OMXI1YNI	OMXI5YNI	OMXI5YI	OMXI10YI	OMXIPI	OMXI3MNI
Citi WGBI 7-10 Yr USD í ISK	1,00	0,44	-0,27	-0,33	0,39	0,30	-0,26	0,04
MSCI World Free NR USD í ISK	0,44	1,00	-0,14	-0,19	0,25	0,17	0,18	0,00
OMXI1YNI	-0,27	-0,14	1,00	0,72	0,18	0,26	0,04	0,55
OMXI5YNI	-0,33	-0,19	0,72	1,00	0,17	0,30	0,17	0,29
OMXI5YI	0,39	0,25	0,18	0,17	1,00	0,86	0,02	0,14
OMXI10YI	0,30	0,17	0,26	0,30	0,86	1,00	-0,09	0,14
OMXIPI	-0,26	0,18	0,04	0,17	0,02	-0,09	1,00	-0,09
OMXI3MNI	0,04	0,00	0,55	0,29	0,14	0,14	-0,09	1,00

Rétt er að benda á að fylgni á milli ávöxtunar verðbréfaflokka er ekki meitluð í stein heldur breytist á milli tímabila. Fylgni í fortíð er því einungis vísbending. Fylgni verðbréfaflokka getur til dæmis aukist mikið þegar mikið uppnám er á verðbréfamörkuðum eins og var árið 2008, einmitt þegar fjárfestar myndu ekki slá hendinni á móti lítilli fylgni.

## Verðbréfasöfn Almenna lífeyrissjóðsins

Hér að neðan eru tilgreind 8 verðbréfasöfn Almenna lífeyrissjóðsins.

- Innlánasafnið (IS), Ríkissafn stutt (RS), Ríkissafn langt (RL), Ævisafn I (ÆI), Ævisafn II (ÆII), Ævisafn III (ÆIII) og Ævisafn IV (ÆIV) eru öll söfn sem eru í boði fyrir séreignarsparnað sjóðfélaga.
- Samtryggingarsjóðurinn (ST) ávaxtar lífeyrisréttindi sjóðfélaga (samtryggingarhluta).

Í töflunni kemur fram eignasamsetning verðbréfasafnanna og vænt ávöxtun og sögulegt flökt (staðalfrávik) sl. 5 ár í hverju safni fyrir sig. Einungis er birt vænt ávöxtun fyrir Innlánasafnið og ÆIV þar sem þau söfn eru alfarið í innlánnum.

Eignasamsetning og áætluð ávöxtun		IS	RS	RL	ÆIV	ÆIII	ÆII	ÆI	ST
<b>Safn</b>									
Skuldabréf		100%	100%	100%	100%	80%	50%	30%	60%
Hlutabréf		0%	0%	0%	0%	20%	50%	70%	40%
<b>Skuldabréf</b>	<b>Auðkenni</b>								
Ríkisvixlar 3 mánn	OMX13MNI					18%	5%	3%	2%
Skuldabréf 1 ár, óv	OMX11YNI		100%			19%	7%	4%	4%
Skuldabréf 5 ár, óv	OMX15YNI					9%	4%	3%	4%
Skuldabréf 5 ár, v.	OMX15YI					10%	13%	8%	20%
Skuldabréf 10 ár, v	OMX110YI			100%		24%	21%	12%	30%
<b>Meðaltími skbr, ár</b>			1,0	10,0		4,5	6,0	6,0	7,0
<b>Hlutabréf</b>	<b>Auðkenni</b>								
Heimsvísitala	MSCI World TR	0%	0%	0%	0%	18,5%	46%	64%	37%
Innlend hlutabréf	OMX1PI	0%	0%	0%	0%	1,5%	4%	6%	3%
<b>Tölfræði</b>									
Vænt ávöxtun		5,5%	4,3%	6,0%	5,5%	5,8%	7,1%	7,8%	6,8%
Flökt ársávöxtunar			2,7%	6,8%		4,8%	9,8%	13,1%	8,5%
Sharpe hlutfall*			0,1	0,3		0,4	0,3	0,3	0,3
Árangurshlutfall			1,6	0,9		1,2	0,7	0,6	0,8

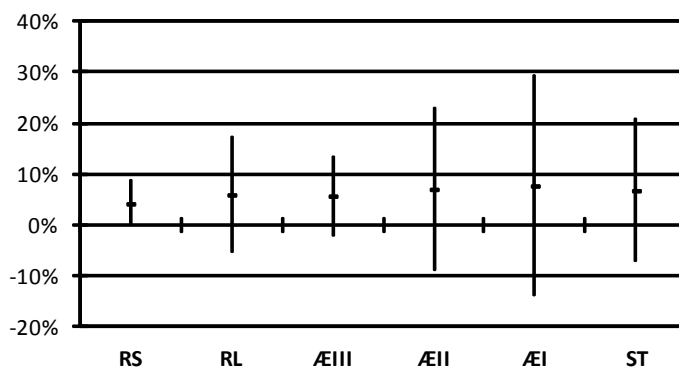
\*M.v. 4% áhættulausa vexti

- Tölurnar eru byggðar á sögulegum gögnum á verðbréfamarkaði og væntingum um ávöxtun í framtíðinni. Ávöxtun verðbréfa er háð mörgum þáttum og því verður að taka tölunum með fyrirvara.
- Taflan sýnir að vænt ávöxtun eykst með vægi hlutabréfa á kostnað skuldabréfa en um leið eykst flökt ársávöxtunar.
- Vænt ávöxtun Ævisafns I er hæst eða um 7,8% nafnávöxtun á ári. Að sama skapi mun ávöxtun safnsins sveiflast mest og er árlegt flökt 13,1%.
- Ríkissafn stutt er með 4,3% vænta ávöxtun og flökt um 2,7%. Ríkissafn langt er með 6,0% vænta ávöxtun og töluvert meira flökt eða um 6,8%.
- Árangurshlutfall er hlutfall væntrar ávöxtunar og flökts. Á vissan hátt má segja að hlutfallið sýni gæði ávöxtunar þar sem það tekur tillit til bæði ávöxtunar og flökts. Af blönduðum verðbréfasöfnum kemur ÆIII best út úr þessum samanburði en árangurshlutfallið er 1,2%.

Mikilvægt er að hafa í huga að söfn sem skila að jafnaði hærri ávöxtun á lengri tíma geta sveiflast mikið til skamms tíma. Í næstu töflu og mynd kemur fram hvernig ávöxtun getur sveiflast einstök ár miðað við þá forsendu að ávöxtunin sé normaldreifð. Líkindadreifingin sýnir líkur á tiltekinni ávöxtun á einu ári.

## Ávöxtun og flökt

Safn	RS	RL	ÆIII	ÆII	ÆI	ST
Skuldabréf	100%	100%	80%	50%	30%	60%
Hlutabréf	0%	0%	20%	50%	70%	40%
Meðalávöxtun	4,3%	6,0%	5,8%	7,1%	7,8%	6,8%
Árlegt flökt	2,7%	6,8%	4,8%	9,8%	13,1%	8,5%
<b>Líkindadreifing</b>						
% mark						
95	8,7%	17,2%	13,6%	23,1%	29,3%	20,8%
75	6,1%	10,6%	9,0%	13,7%	16,6%	12,6%
50	4,3%	6,0%	5,8%	7,1%	7,8%	6,8%
25	2,4%	1,4%	2,5%	0,5%	-1,1%	1,1%
5	-0,2%	-5,2%	-2,1%	-9,0%	-13,8%	-7,2%
Bilið 5%-95%	8,8%	22,4%	15,7%	32,1%	43,1%	28,0%

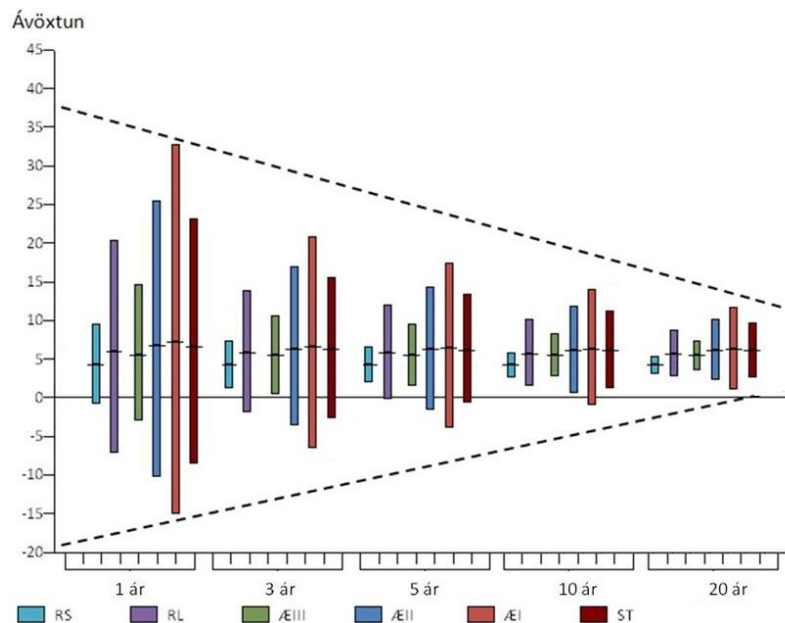


Taflan sýnir hvernig ávöxtun getur sveiflast einstök ár m.v. þá forsendu að ávöxtunin sé normaldreifð. Líkindadreifingin sýnir líkur á tiltekinni ávöxtun. Sem dæmi má nefna að 45% líkur eru á að ávöxtun ÆII verði á bilinu -9% til 7,1% og einnig eru 45% líkur á að ávöxtun verði á bilinu 7,1% til 23,1%.

Myndin sýnir áætlaða meðalávöxtun +/- eitt staðalfrávik.

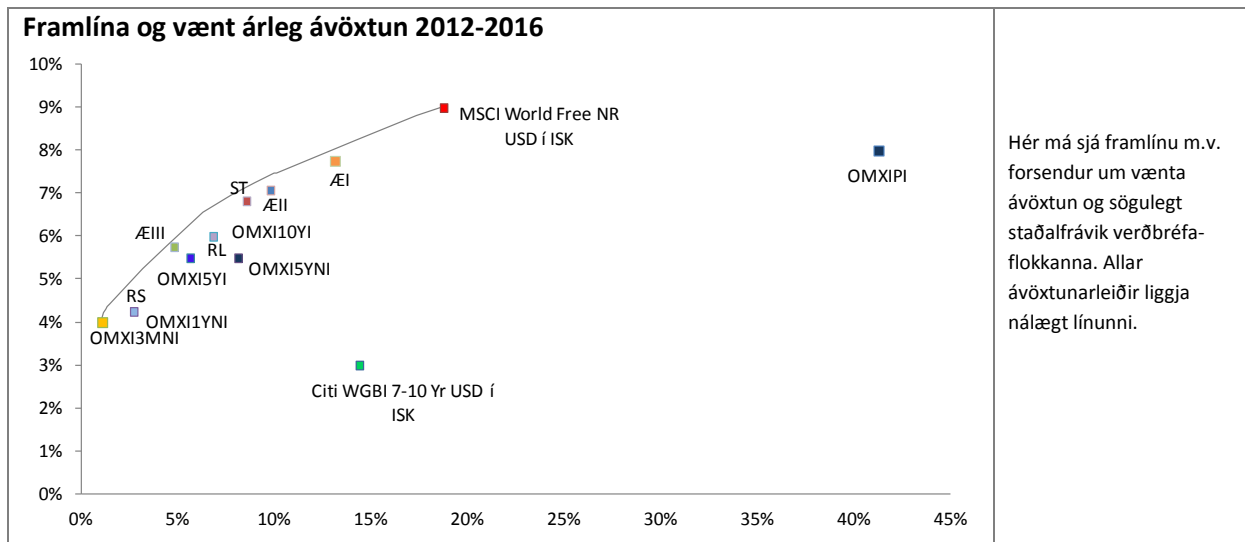
Sagan segir að fjárfestar sem ávaxta eignir sínar í ávöxtunarleiðum sem sveiflast sé umbunað á löngum tíma með hærri ávöxtun. Á löngum tíma skiptir hver prósentu máli og þess vegna er skynsamlegt fyrir þá sem hafa langan sparnaðartíma að fjárfesta í eignum sem sveiflast en gefa hærri ávöxtun. Þegar ávöxtun er mæld yfir lengri tíma minnka sveiflurnar þar sem mælingar innihalda þá bæði tímabil hárrar og lágrar ávöxtunar. Myndin sýnir þessi áhrif fyrir ávöxtunarleiðir Almenna lífeyrissjóðsins miðað við forsendur um vænta ávöxtun og sögulegt flökt.

## Væntanlegt bil árlegrar ávöxtunar



Myndin sýnir vænta ávöxtun m.v. +/- tvö staðalfrávik fyrir mismunandi langan sparnaðartíma. Hver súla táknar væntanlegt bil ávöxtunar. Yfir lengri tíma minnkar flökt ávöxtunar og sveiflurnar jafnast út.

Síðasta myndin í þessum kafla sýnir svo framlínu (efficient frontier) miðað við spá um vænta ávöxtun og sögulegt staðalfrávik eignaflokkanna. Framlína sýnir hæstu mögulegu ávöxtun miðað við áhættu. Fræðilega liggja bestu eignasöfnin á framlínunni eða nálægt henni og að því leyti má segja að mótun fjárfestingarstefnu sé tiltölulega einfalt verkefni eða að setja saman söfn sem liggja sem næst línunni. Verkefnið er því miður ekki svona einfalt m.a. vegna þess að framlína og útreikningar á væntri ávöxtun og flökki byggja á sögulegum gögnum en eru samt sem áður spá um framtíðarþróun sem óvíst er að rætist.



## IV. Fjárfestingarstefna 2012

í samræmi við reglur FME um form og efni fjárfestingarstefna lífeyrissjóða

Markmið Almenna lífeyrissjóðsins er að ávaxta fé sjóðfélaga á hagkvæman hátt og tryggja þeim bestu ávöxtun miðað við áhættu (skilgreind með flökki ársávöxtunar). Við fjárfestingarákvarðanir sjóðsins er miðað við að hámarka verðmæti eigna sjóðsins.

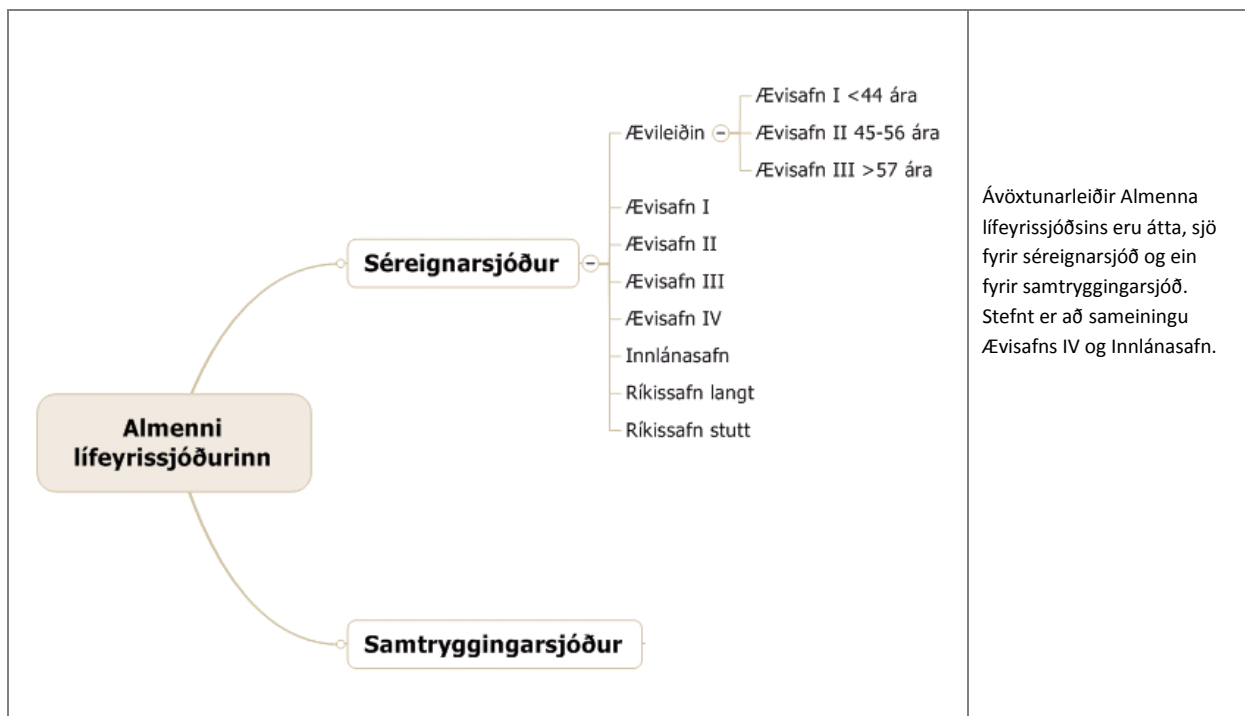
Sjóðstjórar skulu ávaxta fé sjóðsins með hliðsjón af þeim kjörum sem best eru boðin á hverjum tíma með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Eignasamsetning Almenna lífeyrissjóðsins skal vera í samræmi við heimildir í VII. kafla laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997 með síðari breytingum.

Í séreignarsjóði Almenna lífeyrissjóðsins geta sjóðfélagar valið á milli þriggja verðbréfasafna, Ævisafna I, II og III, með mismunandi eignasamsetningu og áhættu, eins Innlánasafns sem geymir eignir sínar á innlánsreikningum og tveggja ríkissafna. Sjóðfélagar geta valið sér safn ýmist eftir því hversu mikla áhættu þeir vilja taka eða eftir aldri. Þeir geta einnig valið Ævileiðina en þá flyst inneign þeirra milli ævisafna til að minnka áhættuna eftir því sem nær dregur starfslokum.

Eignir samtryggingarsjóðs eru ávaxtaðar í sérgreindu verðbréfasafni og er markmið þess að sjóðurinn eigi alltaf fyrir skuldbindingum og skili á löngum tíma ávöxtun umfram viðmiðunarávöxtun (3,5% raunávöxtun).

Almenni lífeyrissjóðurinn stefnir að því að halda fjárfestingarkostnaði í lágmarki þannig að ávöxtunin skili sér sem mest til sjóðfélaga.

### Ávöxtunarleiðir



Á næstu síðu er að finna fjárfestingarstefnu ávöxtunarleiðanna.

Taflan sýnir fjárfestingarstefnu Almenna lífeyrissjóðsins, þ.e. fjárfestingarstefnu ævisafnanna fjögurra, fjárfestingarstefnu samtryggingarsjóðs, Innlánaafns, Ríkissafns langs og Ríkissafns stutts.

	Ævisafn I		Ævisafn II		Ævisafn III		Ævisafn IV		Ríkissafn langt		Ríkissafn stutt		Innlánaafn	Samtryggingarsjóð	
	Stefna	Vikm.	Stefna	Vikm.	Stefna	Vikm.	Stefna	Vikm.	Stefna	Vikm.	Stefna	Vikm.	Stefna	Stefna	Vikm.
<b>Fjárfestingarstefna í %</b>															
Skuldabréf	30%	+50/-0	50%	+40/-10	80%	+17/-10			100%	0	100%	0		60%	+35/-10
Innlán, laust fé	1%	+12/-1	2%	+20/-2	7%	+30/-7	100%			+30	20%	+50/-20	100%	3%	+25/-3
Með ábyrgð íslenska ríkisins	12,5%	+35/-5	24%	+30/-15	38%	+50/-25			100%	+0/-30	80%	+20/-50		28%	+35/-15
Með ábyrgð erlendra ríkja	4%	+15/-4	3%	+10/-3	2%	+7/-2								4%	+10/-4
Bæjar- og sveitarfélög	5%	+10/-4	7,5%	+10/-5	12%	+15/-10								9%	+15/-5
Fjármálastofnanir	0,5%	+10/-0,5	1%	+10/-1	1%	+10/-1								1%	+10/-1
Veðskuldabréf	6%	+20/-5	10%	+20/-5	16%	+15/-10								12%	+25/-5
Önnur skuldabréf	1%	+15/-1	2,5%	+25/-2,5	4%	+30/-4								3%	+25/-3
Hlutabréf	70%	+0/-50	50%	+10/-40	20%	+10/-17								40%	+10/-35
Innlend hlutabréf	6%	+3/-6	4%	+2,5/-4	1,5%	+1/-1,5								3%	+2/-3
Erlend hlutabréf	60%	+10/-45	43,5%	+16,5/-35	17,5%	+12,5/-15								35%	+15/-31
Hlutir og hlutdeildarsk. annarra sjóða um sameiginlegar fjárfestingar	4%	+16/-4	2,5%	+12,5/-2,5	1%	+5/-1								2%	+8/-2
<b>Eignastýringaraðferðir</b>															
Virk stýring innlendra hlutabréfa	100%		100%		100%									100%	
Hlutlaus stýring innlendra hlutabréfa	0%		0%		0%									0%	
Virk stýring erlendra hlutabréfa	33%	+12/-13	33%	+12/-13	33%	+12/-13								33%	+12/-13
Hlutlaus stýring erlendra hlutabréfa	67%	+13/-12	67%	+13/-12	67%	+13/-12								67%	+13/-12
<b>Ávöxtun og áhætta, %</b>															
Vænt ávöxtun	7,8%		7,1%		5,8%		5,5%		6,0%		4,3%		5,5%	6,8%	
Flökt ársávöxtunar, %	-13,8% til 29,3%		-9,0 til 23,1%		-2,1% til 13,6%				-5,2% til 17,2%		-0,2% til 8,7%			-7,2% til 20,8%	
<b>Viðmiðun, %</b>															
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 10 ár									100%						
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 7,0 ár														60%	
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 6,0 ár	30%		50%												
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 4,5 ár					80%										
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 2,5 ár											100%				
Skuldabréfavísitala KÍ með mt. 1,0 ár															
Vísitala aðallista	6%		4,0%		1,5%									3%	
Heimsvísitala hlutabréfa	64%		46,0%		18,5%									37%	
Meðaltal verðtryggðra vaxta á lífeyrisreikningum hjá viðskiptaböndum							100%						100%		
Viðmiðun fyrir meðaltíma skuldabréfa	6,0 ár		6,0 ár		4,5 ár				10 ár		1 ár			7,0 ár	
Leyfilegur meðaltími safna	4-11 ár		4-11 ár		3-10 ár				7-13 ár		1-3 ár			5-11 ár	

Í töflunni eru eftirfarandi upplýsingar:

- Fjárfestingarstefna** Fremst í hverju safni kemur fram langtímamarkmið um eignasamsetningu safnsins, síðan upplýsingar um vikmörk, sem segja til um leyfileg frávik frá langtíma stefnunni.
- Eignastýringaraðferðir** Í Ævisöfnum I, II, III og samtryggingarsjóði er stefnt að því að 55-80% af erlendra hlutabréfaeign sé fjárfest í sömu hlutföllum og hlutabréf viðkomandi fyrirtækja vega á markaði. Fyrir fjárfestingar í innlendum hlutabréfum er stýringin að öllu leyti virk.
- Ávöxtun og áhætta** Vænt ávöxtun og flökt ársávöxtunar taka mið af fjárfestingarstefnu hvers safns fyrir sig og eru byggð á spá um ávöxtun helstu verðbréfaflokka 2012-2016 og sögulegum gögnum um flökt og samfylgni ávöxtunar m.v. mán-aðarlegar mælingar á árunum 1998 til september 2011.
- Viðmiðun** Viðmiðunarvísitala skuldabréfa fyrir Ævisöfn I og II er með 6 ára meðaltíma, viðmiðunarvísitala samtryggingarsjóðs er með 7 ára meðaltíma og viðmiðunarvísitala skuldabréfa fyrir Ævisafn III er með 4,5 ára meðaltíma. Þessar vísitölur eru settar saman úr skuldabréfavísitölum Kauphallar Íslands. Viðmiðunarvísitala fyrir innlend hlutabréf er vísitala aðallista Kauphallar Íslands og fyrir erlend hlutabréf er notuð heimsvísitala MSCI. Viðmiðunarvísitala fyrir Ríkissafn langt er 10 ára verðtryggð skuldabréfavísitala Kauphallar Íslands. Viðmiðunarvísitala fyrir Ríkissafn stutt er 1 árs óverðtryggð skuldabréfavísitala Kauphallar Íslands. Viðmiðun fyrir Ævisafn IV og Innlánaafn er meðaltal verðtryggðra vaxta á lífeyrisreikningum hjá viðskiptaböndum.

## Önnur atriði úr fjárfestingarstefnu Almenna lífeyrissjóðsins

### Eignasamsetning og fjárfestingarstefna

Taflan sýnir eignasamsetningu Ævisafns I, Ævisafns II, Ævisafns III og samtryggingarsjóðs þann 30. september 2011 og samanburð við fjárfestingarstefnu safnanna.

Fjárfestingarstefna í %	Ævisafn I		Ævisafn II		Ævisafn III		Samtryggingarsjóður	
	Stefna	Staða	Stefna	Staða	Stefna	Staða	Stefna	Staða
Skuldabréf	30%	53%	50%	72%	80%	89%	60%	80%
Hlutabréf	70%	47%	50%	28%	20%	11%	40%	20%
Erlend hlutabréf	64%	45%	46%	27%	18,5%	11%	37%	19%
Innlend hlutabréf	6%	2%	4%	1%	1,5%	0%	3%	1%

- Vægi hlutabréfa er lægra í öllum söfnum en samkvæmt fjárfestingarstefnu. Gjaldeyrishöftin koma í veg fyrir að stefnu um erlenda hlutabréfaeign verði náð að óbreyttu. Þrátt fyrir að gjaldeyrishöftin gætu varað í nokkur misseri í viðbót lítur Almenni lífeyrissjóðurinn á þau sem tímabundin. Fjárfestingarstefnan er mótuð með hliðsjón af því en vegna gjaldeyrishaftanna gæti liðið nokkur tími þar til eignasamsetning verður í takt við fjárfestingarstefnuna.
- Samkvæmt núverandi fyrirkomulagi gjaldeyrishaftanna eru nýfjárfestingar í erlendum eignum ekki heimilar. Lífeyrissjóðir hafa þó heimild til að standa við skuldbindingar vegna framtaks-sjóða sem stofnað var til áður en höftin voru sett á og mun erlend hlutabréfaeign því smám saman aukast sem því nemur. Aukning erlendra hlutabréfa á næstu misserum vegna slíkra skuldbindinga er áætluð um 1,2 milljarðar króna m.v. gjaldmiðlagengi í nóvember 2011.
- Seðlabanki Íslands kynnti fyrr á árinu nýja áætlun bankans um losun gjaldeyrishafta. Engar tímasetningar er að finna í áætluninni en fyrri hluti áætlunarinnar gengur út á að losa um aflandskrónur og síðari hlutinn snýst um að losa aðrar krónueignir. Mikilvægur þáttur í áætluninni er að draga úr stöðu aflandskróna í smáum skrefum og binda í langtímafjárfestingum innanlands. Tímalengd áætlunarinnar veltur því á áhuga erlendra aðila til að fjárfesta hér á landi.
- Ljóst er að töluverð óvissa ríkir um afléttingu haftanna og þar með hvenær stefnu um erlenda hlutabréfaeign verði náð á næstu árum. Vegna þess að fyrirsjáanlegt er að höftin verða ekki afnumin á næstu mánuðum og almennrar óvissu um afnám gjaldeyrishafta er ekki gert ráð fyrir að stefnu um erlenda hlutabréfaeign verði náð á næstu fimm árum.
- Samkvæmt reglugerð um form og efni fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða skal gera áætlun um hvenær markmiði um eignasamsetningu verði náð. Vegna mikillar óvissu, m.a. um greiðslu-flæði séreignarsjóðs og takmarkanir á heimildum til erlendra fjárfestinga vegna gjaldeyrishafta, er óraunhæft að setja fram áætlun um hvenær markmiði um eignasamsetningu verði náð. **Vegna gjaldeyrishafta er ólíklegt að sjóðurinn nái markmiðum sínum um erlendar fjárfestingar á næstu fimm árum. Ef gjaldeyrishöftin gilda út tímabilið eða hluta þess er líklegt að vægi erlendra eigna í sjóðnum lækki.**

### Takmarkanir fyrir séreignarsjóð

Fjárfestingarstefna blandaðra verðbréfasafna séreignarsjóðs (Ævisafn I, Ævisafn II, Ævisafn III) er háð eftirfarandi takmörkunum.

- Óheimilt er að fjárfesta fyrir meira en 20% af hreinni eign hvers ávöxtunarleiðar í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum markaði.
- Samanlögð eign hvers ávöxtunarleiðar í verðbréfum útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meira en 5% af hreinni eign sjóðsins (heimild í lögum er 20%).
- Óheimilt er að eiga meira en 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki.

- Samanlögð eign hvernar ávöxtunarleiðar má ekki vera meira en 30% af hlutdeildarskírteinum eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans eða í verðbréfasjóðum innan sama rekstrarfélags.
- Óheimilt er að fjárfesta eða eiga í fjárfestingarsjóðum samkv. lögum nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, (eða tilskipun 85/611/EBE um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (UCITS-tilskipuninni)) sem fjármagna sig með lántöku eða skortsölu.
- Hlutabréf fyrirtækja mega ekki vera meira en 70% af heildareignum Ævisafns I (stefna 70%, vikmörk 0%), 60% af eignum Ævisafns II (stefna 50%, vikmörk 10%) og 30% af eignum Ævisafns III (stefna 20%, vikmörk 10%). Samkvæmt lögum mega hlutabréf fyrirtækja ekki veða meira en 70% af eignum.
- Afleiðusamningar mega ekki veða meira en 10% af hreinni eign hvernar fjárfestingarleiðar.

Fjárfestingarstefna Ríkissafns langs og Ríkissafns stutts er háð eftirfarandi takmörkunum.

- Óheimilt er að fjárfesta fyrir meira en 20% af hreinni eign hvernar ávöxtunarleiðar í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum markaði.
- Samanlögð eign hvernar ávöxtunarleiðar má ekki vera meira en 30% af hlutdeildarskírteinum eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans eða í verðbréfasjóðum innan sama rekstrarfélags.
- Óheimilt er að fjárfesta eða eiga í fjárfestingarsjóðum samkv. lögum nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, (eða tilskipun 85/611/EBE um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (UCITS-tilskipuninni)) sem fjármagna sig með lántöku eða skortsölu.
- Afleiðusamningar mega ekki veða meira en 10% af hreinni eign hvernar fjárfestingarleiðar.

#### **Takmarkanir fyrir samtryggingarsjóð**

Fjárfestingarstefna samtryggingarsjóðs er háð eftirfarandi takmörkunum.

- Óheimilt er að fjárfesta fyrir meira en 20% af hreinni eign í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum markaði. Fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum eru þó eingöngu heimil ef engar hömlur eru á viðskiptum með hlutabréfin og ársreikningar hlutafélaganna öllum aðgengilegir. Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu eru eingöngu heimil ef engar hömlur eru á viðskiptum með eignarhlutina. Ákvæði um að rekstrar- eða ábyrgðaraðili sjóðs um sameiginlega fjárfestingu eigi forkaupsrétt á eignarhlut eða þurfi að samþykkja kaupanda að eignarhlut í sjóðnum teljast ekki hamla viðskiptum.
- Samanlögð eign í skuldabréfum sveitarfélaga og Lánasjóðs sveitarfélaga ohf., skuldabréfum fjármálastofnana, í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu og í öðrum verðbréfum má vera að hámarki 50% af eignum í hverjum eignaflokki fyrir sig.
- Samanlögð eign í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu sem lúta ekki opinberu eftirliti skal að hámarki vera 10% af hreinni eign sjóðsins.
- Samanlögð eign í fjármálagerningum útgefnum af sama aðila, tengdum aðilum, sbr. lög um fjármálafyrirtæki, eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meira en 5% af hreinni eign sjóðsins (heimild í lögum er 10%).
- Hlutabréf fyrirtækja mega ekki vera meira en 50% af heildareign sjóðsins (stefna 40%, vikmörk 10%). Sameiginleg fjárfesting í hlutabréfum fyrirtækja og í hlutdeildarskírteinum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu mega ekki vera meira en 50% af heildareignum sjóðsins. Samkvæmt lögum mega hlutabréf fyrirtækja og hlutdeildarskírteini annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu ekki vera meira en 60% af eignum.
- Samanlögð eign í verðbréfum útgefnum af sama aðila og innlánnum, tengdum aðilum, samaber lög um fjármálafyrirtæki, eða aðilum sem tilheyra sömu samstæðunni skal ekki vera meira en 25% af eignum sjóðsins.
- Óheimilt er að eiga meira en 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu né meira en 25% af hlutdeildarskírteinum

eða hlutum útgefnum af sama verðbréfasjóði eða fjárfestingarsjóði eða einstakri deild hans. Samtryggingarsjóði er heimilt að eiga allt að 20% af hlutafé í samlagshlutafélögum samkvæmt bráðabirgðaákvæði laga.

- Óheimilt er að binda meira en 25% af hreinni eign í innlánnum sama banka eða sparisjóðs.
- Afleiðusamningar mega ekki vera meira en 10% af hreinni eign sjóðsins.
- Óheimilt er að hafa meira en 25% af hreinni eign í verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum innan sama rekstrarfélags.
- Óheimilt er að fjárfesta eða eiga í fjárfestingarsjóðum samkv. lögum nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, (eða tilskipun 85/611/EBE um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (UCITS-tilskipuninni)) sem fjármagna sig með lántöku eða skortsölu.
- Samtryggingarsjóður skal takmarka áhættu í erlendum gjaldmiðlum í heild við 50% af hreinni eign sjóðsins.

### **Veðhlutföll veðskuldabréfa**

Veðhlutföll fasteignatryggðra skuldabréfa skulu að hámarki vera 75% af metnu markaðsverði fasteignar. Á lánum til sjóðfélaga er hámarkið 75% af metnu markaðsverði íbúðarhúsnæðis en þó aldrei hærra en 90% af brunabótamati nema lögð sé fram viðbótarbrunatrygging og þurfa skilmálar tryggingarinnar að vera þannig að henni verði ekki sagt upp nema með samþykki sjóðsins. Ef um er að ræða sérhæft atvinnuhúsnæði er hámarkið 35% af metnu markaðsverði.

Ef lánsfjárhæð er hærri en 35% af metnu markaðsverði íbúðar skal lánið hvíla á fyrsta veðrétti. Ef sjóðfélagi hefur áður fengið lán hjá sjóðnum og sækir um viðbótarlán með sama veði og samanlögð veðsetning fer yfir 35% verður nýtt lán að vera á fyrsta veðrétti og eldra lán að vera innan 75% veðmarka.

Lán til sjóðfélaga eru veitt samkvæmt lánareglum sem er fylgiskjal með fjárfestingarstefnunni.

### **Þjónustuverkefni fyrir sjóðinn**

Almenni lífeyrissjóðurinn á ekki í neinum fyrirtækjum sem eingöngu sinna þjónustuverkefnum fyrir lífeyrissjóðinn.

### **Fjárfestingar í íbúðarhúsnæði**

Almenni lífeyrissjóðurinn hefur heimild til að stofna félag um rekstur íbúðarhúsnæðis eða gera samning við einkaaðila um slíkan rekstur.

### **Verðbréf fyrirtækja**

Almenni lífeyrissjóðurinn fjárfestir í hlutabréfum og skuldabréfum fyrirtækja með trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu til að hækka ávöxtun sjóðsins. Fyrirtæki skulu uppfylla viðmiðunarreglur sjóðsins við mat á því hvort þau uppfylli skilyrði um trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu, sjá kafla V um viðmiðanir.

### **Verðbréf fjármálafyrirtækja**

Almenni lífeyrissjóðurinn fjárfestir í skuldabréfum fjármálafyrirtækja með trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu til að hækka ávöxtun sjóðsins. Fjármálafyrirtækin skulu uppfylla viðmiðunarreglur sjóðsins við mat á því hvort þau uppfylli skilyrði um trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu, sjá kafla V um viðmiðanir.

### **Aðrir sjóðir um sameiginlega fjárfestingu**

Með hugtakinu aðrir sjóðir um sameiginlega fjárfestingu er átt við óhefðbundna sjóði þar sem ekki er horft í gegnum fjárfestingarnar við sundurliðun eigna lífeyrissjóðsins. Í flestum tilvikum eru þetta sjóðir sem fjárfesta í öðrum eignum en innlánnum og skráðum hlutabréfum og skuldabréfum. Eignum hefðbundinna verðbréfasjóða, sem fjárfesta í skráðum skuldabréfum og hlutabréfum, er skipt upp á milli eigna lífeyrissjóðsins og falla þar með undir takmarkanir í lögum og fjárfestingarstefnu. Dæmi um sjóði um sameiginlega fjárfestingu eru framtakssjóðir og vögunarsjóðir.

- Framtakssjóðir eru sjóðir sem fjárfesta í óskráðum félögum í þeim tilgangi að fjármagna einhvers konar breytingar innan fyrirtækjanna. Fjárfestingar framtakssjóða eru yfirleitt flokkaðar í áhættufjármagn (venture capital), uppkaup fyrirtækja (buyouts), millilagsfjármögnun (mezzanine) og sérstakar aðstæður (special situations). Framtakssjóðir geta sérhæft sig í einstökum eignaflokkum eða dreift fjárfestingum á milli þeirra.
- Vogunarsjóðir eru sjóðir sem fjárfesta á ýmsum mörkuðum með það að markmiði að finna tækifæri sem eru ekki rétt verðlögð. Vogunarsjóðir fjárfesta m.a. í hlutabréfum, skuldabréfum, afleiðum, gjaldmiðlum, góðmálum eða hrávörum. Margir vogunarsjóðir eiga í mjög fjölbreyttum viðskiptum með ólíkar eignir á mörgum mörkuðum. Einstakir vogunarsjóðir fylgja oft mjög ólíkri stefnu og því getur verið mikill munur á því í hvaða eignum þeir fjárfesta og hvernig þeir afla fjár. Vogunarsjóðir hafa oft heimild til lántöku (leverage) og skortsölu (short selling) í fjárfestingum sínum. Með skortstöðu er átt við að sjóðurinn fær verðbréf að láni frá öðrum og selur þau til að afla fjár.

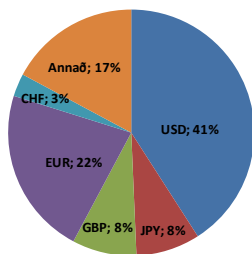
### Erlend verðbréf, gjaldmiðlasamsetning og atvinnugreinaskipting

Erlend verðbréf eru hluti af eignum blandaðra verðbréfasafna Almenna lífeyrissjóðsins, þ.e. í ævisöfnum og samtryggingarsjóði. Tilgangurinn er að dreifa áhættu og hækka ávöxtun til lengri tíma litið.

Markmið um gjaldmiðlasamsetningu:

- Ævisafn I stefnir að því að 68% eigna verði í erlendri mynt og 32% í íslenskum krónum.
- Ævisafn II stefnir að því að 49% eigna verði í erlendri mynt og 51% í íslenskum krónum.
- Ævisafn III stefnir að því að 18,5% eigna verði í erlendri mynt og 81,5% í íslenskum krónum.
- Samtryggingarsjóður stefnir að því að 41% eigna verði í erlendri mynt og 59% í íslenskum krónum.
- Ævisafn IV, Innlánasafn og ríkissöfnin stefna að því að allar eignir verði í íslenskum krónum.

#### Gjaldmiðlasamsetning

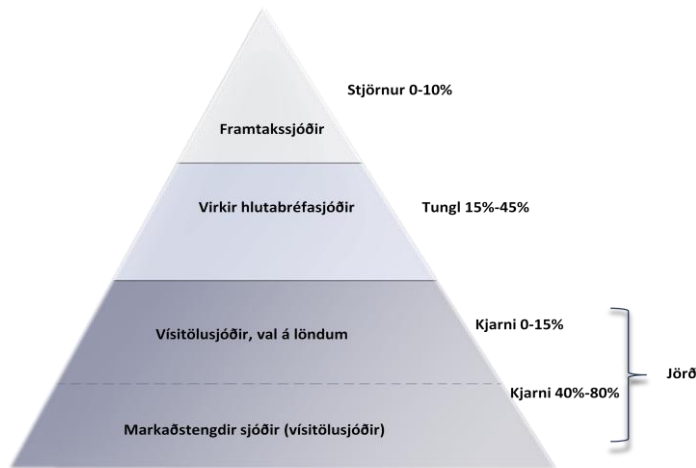


Myndin sýnir samsetningu gjaldmiðla erlendra eigna eins og hún var í söfnum lífeyrissjóðsins í lok október 2011.

Stefnt er að því að blönduð verðbréfasöfn (Ævisafn I, Ævisafn II, Ævisafn III og samtryggingarsjóður) eigi erlend verðbréf sem skiptast í hlutabréf, ríkisskuldabréf og aðra sjóði um sameiginlega fjárfestingu.

Markmiðið er að erlend ríkisskuldabréf vegi um 6%-10% af erlendum verðbréfum. Ríkisskuldabréfin skulu vera útgefin af Bandaríkjunum og Evrópuríkjum.

## Erlend hlutabréf



Fjárfestingum í erlendum hlutabréfum er skipt í jörð, tungl og stjórnur. Jörðin myndar kjarna sem er grunnur að traustri eignamyndun og vel skilgreindri áhættu. Tilgangurinn með tunglum og stjórnunum er að ná ávöxtun umfram viðmiðunarvísitölu.

Stefnt er að því að virkir sjóðir (tungl) séu a.m.k. þrír og að hámarksvægi hvers þeirra sé 15% sem hlutfall af erlendra hlutabréfaeign.

Erlend hlutabréf eru keypt með milligöngu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða. Sjóðurinn skiptir fjárfestingum í þrjá hluta; jörð, tungl og stjórnur.

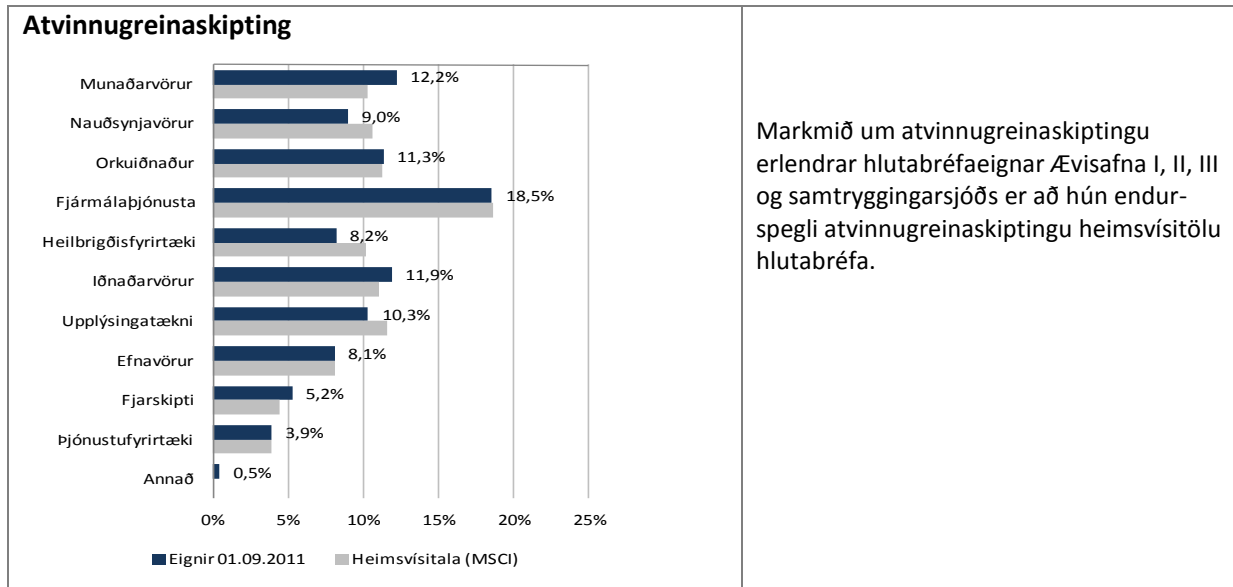
- **Jörð.** Stefnt er að því að 67% af erlendra hlutabréfaeign séu markaðssjóðir sem fjárfesta í sömu hlutföllum og hlutabréf vega á markaði eða í sjóðum sem líkja eftir vísitölu (enhanced index funds). Þar sem viðmiðunarvísitala sjóðsins er heimsvísitala hlutabréfa er stefnt að því að nálægt 80% af markaðssjóðum fjárfesti í sömu hlutföllum og heimsvísitalan. Sjóðurinn hefur heimild til að fjárfesta 20% af erlendum hlutabréfum í markaðssjóðum sem víkja frá heimsvísitölunni með því að velja markaðstengda sjóði í einstökum löndum eða landssvæðum. Tilgangurinn með jörðinni er að mynda kjarna sem er grunnur að traustri eignamyndun og vel skilgreindri áhættu. Einnig er rétt að benda á að kostnaður í markaðssjóðum er yfirleitt mun lægri en í virkum sjóðum sem þýðir að ávöxtun skilar sér að mestu leyti til eigenda. Sagan segir líka að á löngum tíma skiptir kostnaður mjög miklu máli við samanburð á sjóðum eða m.ö.o. að fáir virkir sjóðir ná betri árangri en markaðssjóðir vegna hærri kostnaðar.
- **Tungl.** Stefnt er að því að u.þ.b. 33% af erlendum hlutabréfum séu virkir sjóðir, þ.e. sjóðir sem velja verðbréf með það að markmiði að ná hærri ávöxtun en heimsvísitala hlutabréfa. Með virkri stýringu er stefnt að umframávöxtun. Tunglin eru notuð til að hækka ávöxtun en um leið eykst áhætta. Til að draga úr áhættu er reynt að velja sjóði með lága eða neikvæða fylgni við viðmiðunarvísitölu.
- **Stjórnur.** Stefnt er að því að 0-10% af erlendra hlutabréfaeign sé í svokölluðum framtakssjóðum (Private Equity) sem fjárfesta í óskráðum hlutafélögum. Vegna gildandi gjaldeyrishafta er núverandi eign í framtakssjóðum hærri eða um 22%. Stefnt er að því að minnka hlutfall framtakssjóða af erlendra hlutabréfaeign með því að ráðstafa endurgreiðslum í erlendra hlutabréfasjóði. Einnig er heimild til að fjárfesta í vogunarsjóðum (Hedge Fund) fyrir 0-5% af hlutabréfaeign.

Almenni lífeyrissjóðurinn notar svokallaðan fókuslista til að aðstoða við val á virkum sjóðum. Með fókuslistanum eru sjóðir flokkaðir eftir árangri og hlutlausum viðmiðunum. Sjóðir sem koma vel út á fókuslista eru síðan skoðaðir nánar og að lokum ræður huglægt mat endanlegu vali á sjóðum. Horft er m.a. til eftirtalinna atriða.

- Starfsfólk, umgjörð, bakland, form og eftirlit.
- Starfstími. Miðum við að sjóðir hafi starfað í 5 ár.
- Sækjumst eftir sjóðum með lága eða neikvæða fylgni við heimsvísitöluna.
- Lágmarksfjárfestingartími. Fylgst er með hvort virkir sjóðir ná markmiðum sínum innan 3ja ára.
- Fjárfestingarkostnaður. Almenni lífeyrissjóðurinn hefur það að markmiði að árlegur umsýslukostnaður skráðra sjóða í eignasafni lífeyrissjóðsins sé að meðaltali ekki hærri en 0,5%. Bera skal

undir stjórn lífeyrissjóðsins ákvörðun um fjárfestingar í nýjum sjóðum sem bera hærri árlegan umsýslukostnað en 0,5%.

Sjóðurinn stefnir á að atvinnugreinaskipting erlendra hlutabréfa sé sambærileg og í heimsvísitölu hlutabréfa, MSCI.



### Lausafjárstýring

Lausafjárstýring til skamms tíma tekur mið af greiðsluflæði ávöxtunarleiða sem ræðst að mestu af iðgjöldum og lífeyrisgreiðslum. Í samtryggingarsjóði Almenna lífeyrissjóðsins er jákvætt greiðsluflæði, þ.e. iðgjöld eru hærri en útgreiðdur lífeyrir. Í séreignarsjóði Almenna lífeyrissjóðsins hefur greiðsluflæði breyst mikið síðastliðin 3 ár. Fyrir efnahagsáfallið 2008 naut séreignarsjóðurinn þess að innborgunarir voru mun meiri en útgreiðslur og því var hægt að bregðast við óvæntu útflæði vegna flutninga eða eingreiðslna með því að greiða út af lausu fé vegna jákvæðs greiðsluflæðis. Frá því í október 2008 hefur iðgjöldum í séreignarsjóð verið ráðstafað í sérstakt innlánasafn og að auki hafa úttektir úr séreignarsjóði verið óvenju miklar. Vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði hefur verið opnað fyrir úttekt á séreignarsparnaði fyrir sjóðfélaga yngri en 60 ára upp að ákveðnu hámarki og einnig hefur það aukist að sjóðfélagar eldri en 60 ára taki inneign sína út með eingreiðslu eða á skemmri tíma en áður. Þá er nokkuð um að sjóðfélagar hafi fært eignir sínar á milli ávöxtunarleiða. Að þessu leyti hefur efnahagsáfallið gerbreytt forsendum fjárfestingarstefnu séreignarsjóðsins og leggja þarf meiri áherslu á lausafjárstýringu en áður.

Lausafjárstýring til langs tíma byggir á eftirfarandi atriðum.

- Flest söfn stefna nú að því að hluti af eignum sé í innlánnum sem eru laus til útborgunar.
- Vægi ríkisskuldabréfa hefur verið aukið í öllum söfnum en markaður með þau er mjög virkur og velta er mikil.
- Skuldabréfastýring mun leggja áherslu á að skuldabréf séu með jöfnum greiðslum eða afborgunum í stað árlegra vaxtagreiðslna og eingreiðslu í lok tímabils.
- Ævisöfnin stefna að því að fjárfesta að mestu leyti í verðbréfum sem eru skráð á verðbréfa-markaði og hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði. Tilgangurinn er að sjóðurinn geti brugðist við miklu útflæði með því að selja sneið af öllum eignum þannig að eignasamsetning annarra sjóðfélaga breytist ekki.
- Samkvæmt lögum hafa lífeyrissjóðir og vörsluaðilar séreignarsparnaðar heimild til að fjárfesta allt að 20% af eignum í óskráðum bréfum. Þessi heimild verður eingöngu nýtt fyrir ávöxtunarleiðir séreignarsjóðs ef sjóðstjórar telja að hægt sé að selja viðkomandi verðbréf með stuttum fyrirvara.

	Samtryggingarsjóður	Ævisafn I	Ævisafn II	Ævisafn III	Ríkissafn langt	Ríkissafn stutt
Innlán						
<b>Innlán</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>15,7%</b>	<b>20,1%</b>	<b>12,2%</b>
Innlend skuldabréf						
Ríkisskuldabréf	40,7%	24,0%	35,5%	45,3%	79,9%	87,8%
Sveitarfélög	9,9%	4,5%	6,7%	5,8%	0,0%	0,0%
Sjóðfélagalán	15,2%	11,2%	16,6%	14,3%	0,0%	0,0%
Fyrirtæki	11,2%	5,8%	7,9%	6,7%	0,0%	0,0%
<b>Innlend skuldabréf samtals</b>	<b>77,1%</b>	<b>45,5%</b>	<b>66,7%</b>	<b>72,1%</b>	<b>79,9%</b>	<b>87,8%</b>
Aðrar eignir						
<b>Innlend hlutabréf</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Erlendar eignir						
Gjaldeyrir	0,6%	1,4%	0,9%	0,3%	0,0%	0,0%
Ríkisskuldabréf	1,8%	4,5%	2,7%	1,0%	0,0%	0,0%
Hlutabréf	14,4%	35,5%	21,4%	7,9%	0,0%	0,0%
Framtaksfjárfestingar	4,2%	10,3%	6,2%	2,3%	0,0%	0,0%
<b>Erlend verðbréf samtals</b>	<b>21,0%</b>	<b>51,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>11,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Áætlun um seljanleika</b>						
Lausar / auðseljanlegar eignir	60%	79%	79%	85%	100%	100%
Bundnar / illseljanlegar eignir	40%	21%	21%	15%	0%	0%
<b>Markmið um auðseljanlegar eignir</b>						
Auðseljanlegar eignir og sjóðfélagalán	30%	75%	75%	75%	75%	75%

Taflan sýnir eignasamsetningu samtryggingarsjóðs, Ævisafna og Ríkissafna í lok október 2011.

Eignaflokkar með bláum tölum eru flokkaðar sem lausar eignir sem hægt er að leysa út eða selja á skömmum tíma. Neðst í töflunni er eignum skipt í lausar og bundnar eignir.

Í lausafjárstýringu eru sett markmið um auðseljanlegar eignir. Í samtryggingarsjóði er stefnt að því að auðseljanlegar eignir séu að lágmarki 30%. Í séreignarsöfnum er stefnt að því að auðseljanlegar eignir séu að lágmarki 75%.

Vegna jákvæðs greiðslufæðis getur samtryggingarsjóður átt eignir í töluverðum mæli sem ekki eru auðseljanlegar. Að lágmarki er stefnt að því að í samtryggingarsjóði séu að lágmarki 30% af eignum auðseljanlegar.

Í séreignarsöfnum er sjóðfélögum heimilt að flytja eignir á milli vörsluaðila og að auki hefur verið opnað fyrir úttektir upp að ákveðnu marki vegna sérstakra aðstæðna, eins og áður sagði. Því er talið æskilegt að ekki minna en 75% af eignum séreignarsafna séu auðseljanlegar til að geta brugðist við mögulegu ústreymi. Sjóðfélagalán hafa verið hluti af fjárfestingarstefnu Ævisafna I - III. Sjóðfélagalán eru hér flokkuð sem seljanleg þar sem þau falla vel að fjárfestingarstefnu samtryggingarsjóðs og væri hann kaupandi að sjóðfélagalánum séreignarsjóðs. Aðrar eignir sem skilgreindar eru sem auðseljanlegar eru eignir sem hægt er að losa innan dags. Þær eignir sem uppfylla þetta skilyrði eru eignir í innlendum og erlendum verðbréfasjóðum og íslensk ríkisskuldabréf. Aðrar eignir eru flokkaðar sem illseljanlegar.

Við gerð fjárfestingarstefnu fyrir árið 2012 uppfylltu öll söfn Almenna lífeyrissjóðsins skilgreint markmið um lágmarkshlutfall auðseljanlegra eigna.

## V. Viðmiðanir

Ákvörðun um fjárfestingu í verðbréfum ræðst einvörðungu af fýsileika fjárfestingarinnar, þ.e. að hún samræmist markmiði sjóðsins um að ávaxta fé sjóðfélaga á hagkvæman hátt og tryggja þeim bestu ávöxtun miðað við áhættu. Lykilatriði við mat á fjárfestingakostum er að meta tapsáhættu í hverjum viðskiptum. Sjóðurinn hefur því skilgreint viðmiðanir sem sjóðstjóri skal hafa til hliðsjónar við val á verðbréfum til að draga úr tapsáhættu eins og hægt er.

### Skuldabréf

Almenni lífeyrissjóðurinn fjárfestir í skuldabréfum fyrirtækja með trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu og í skuldabréfum sveitarfélaga til að hækka ávöxtun sjóðsins. Við kaup á skuldabréfum fyrirtækja með opinbert lánshæfismat skal miðað við að skuldari hafi a.m.k. lánshæfismat eins og fram kemur í töflunni fyrir neðan.

Lánstími	Styttra en 2 ár	2-5 ár	Lengra en 5 ár
Lánshæfismat (S&P)	BBB	A-	A

Lánshæfismat er mat á gjaldþrotalíkum viðkomandi fyrirtækis eða ríkis.

- Lánshæfismatseinkunnir S&P eru (frá besta til lakasta) AAA, AA, A, BBB, BB, B og svo framvegis, + og – gefa til kynna hvernig viðkomandi skuldari er hlutfallslega miðað við aðra í sama flokki.
- Skuldari með lánshæfiseinkunnina A er metinn sterkur til að takast á við fjárhagslegar skuldbindingar sínar en er nokkuð næmari en skuldari metinn AA fyrir breyttum aðstæðum og neikvæðum efnahagshorfum.
- Staða skuldara með lánshæfiseinkunnina A- er lakari en meðaltalið innan einkunnarinnar A.
- Skuldari með lánshæfiseinkunnina BBB er metinn sterkur skuldari en er þó nokkuð næmur fyrir breyttum aðstæðum og neikvæðum efnahagshorfum, við breyttar aðstæður aukast líkur á skertri getu til að standa við skuldbindingar.

Við kaup á skuldabréfum sem hafa ekki lánshæfismat skulu sjóðstjórar hafa eftirtalin atriði til hliðsjónar við mat á því hvort skuldarar uppfylla skilyrði um trausta eiginfjárstöðu og góða rekstrarafkomu. Viðmiðanir eru fyrir skuldabréf sem eru án trygginga.

Almennt er mati á útgefanda skipt upp í eðlislæga og mælanlega þætti útgefanda og útgáfunnar. Eðlislægir þættir eru t.d. atvinnugrein, lagaumhverfi og skilmálar útgáfu. Þeir mælanlegu þættir sem horft er til eru eftirfarandi: Fjármagnsskipan, greiðslugeta og arðsemi. Lagt er mat á lánshæfi útgefanda á grundvelli þessara þátta.

Við greiningu á mælanlegum þáttum útgefanda er horft til eftirfarandi kennitalna:

- Fjármagnsskipan: Eiginfjárhlutfall, heildarskuldir sem hlutfall af EBITDA (hagnaður fyrir fjármagnskostnað, skatta og afskriftir)
- Greiðslugeta: Vaxtaþekjuhlutföll, veltufjárhlutfall, lausafjárhlutfall
- Arðsemi: Ávöxtun á eigið fé, EBITDA framlegð, EBIT framlegð

Almenn en mikilvæg atriði sem hafa þarf í huga við mat á skuldabréfum og greiðsluhæfi:

- Við mat á lánshæfi sveitarfélaga skal horfa til skuldsetningar sveitarfélaga og getu þeirra til að standast þær skuldbindingar. Skuldsetning viðkomandi sveitarfélags byggist á heildarskuldstöðu í hlutfalli við heildartekjur.
- Við mat á framtíðargreiðslugetu sé haft í huga geta skuldara til að standa skil á greiðslum afborgana og vaxta við skilyrði óhagstæðra efnahagslegra og/eða rekstrarlegra aðstæðna.

- Sérstök aðgát sé höfð þegar um ræðir starfsemi/fyrirtæki sem hefur ekki langa rekstrarsögu. Að öðru óbreyttu eru skuldabréf fyrirtækja sem hafa ágæta rekstrarsögu áhugaverðari en skuldabréf fyrirtækja sem miklar vonir eru bundnar við að ná árangri.
- Gæta þarf að því ef fyrirtæki eru að vaxa mjög hratt. Hér þarf að huga að því hvort að vöxtur er fjármagnaður í óhóflegum mæli með lánsfjármagni og einnig að því hvort að fyrirtækið sé að vaxa í rekstri sem það hefur ótvíræða þekkingu á eða hvort vöxturinn sé í meira eða minna óskyldum rekstri.
- Hugsa þarf að „eðli“ þeirrar atvinnugreinar sem viðkomandi útgefandi starfar í. Flestar atvinnugreinar lenda í rekstartímabilum þar sem gefur á bátinn í rekstri. Í atvinnugreinum þar sem búast má við (löngum) tímabilum erfiðs rekstrar getur komið upp sú staða að skuldabréfaeigandi þurfi að treysta um of á að fjárhagslegur styrkur viðkomandi skuldara sé nægur til að kröfuhafa sé borgið. Slíkt er ekki ákjósanleg staða.
- Hafa þarf í huga hvort afkoma viðkomandi útgefenda sé mjög háð þróun sem hann getur lítil áhrif haft á. Sem dæmi má nefna fyrirtæki sem á eignir, t.d. hlutabréf, sem geta breyst verulega í verði, og haft marktæk áhrif á greiðsluhæfi útgefenda í bráð og lengd.
- Skoða þarf þróun rekstrar yfir lengra tímabil. Þar þarf m.a. að skoða hvort vísbendingar séu um að arðsemi og fjárhagur fari smátt og smátt hnignandi sem geti komið fram í lakari greiðslugetu þegar til lengri tíma er litið.
- Skoða þarf hvort tekjuflæði fyrirtækja er stöðugt eða sveiflukennt. Breytilegt tekjuflæði getur haft mikil áhrif á greiðslugetu skuldara á stuttum tíma.
- Skortur á góðum skuldabréfum á aldrei vera ástæða þess að léleg skuldabréf séu keypt.

Sjóðstjórar skulu skrá sérstaklega forsendur sem hafðar voru til hliðsjónar við ákvörðun um kaup á skuldabréfum viðkomandi fyrirtækis eða sveitarfélags. Jafnframt skal sjóðurinn hafa aðgang að ársuppgjörum útgefanda og funda með skuldara einu sinni til tvisvar á ári til að fá upplýsingar um reksturinn ef talin er þörf á. Sjóðstjórar skulu skrifa minnisblað eftir hvern fund með helstu upplýsingum sem komu fram á fundinum og leggja mat á hvort hæfi skuldara til að standa við skuldbindingar hafi breyst.

Sjóðurinn kaupir ekki óveðtryggð skuldabréf nema þau innihaldi sem flest af neðangreindum skilmálum til að tryggja betur endurgreiðslu skuldabréfa. Við brot á skilmálum er hægt að gjaldfella skuldabréfin einhliða og án fyrirvara.

- Upplýsingaskylda. Útgefandi skuldbindur sig til að veita reglulega upplýsingar um fjárhagslega stöðu sína.
- Eiginfjárvöð. Ef eiginfjárlutfall fer niður fyrir tiltekin mörk er skuldabréf uppsegjanlegt.
- Breytingar á grundvallar rekstrarþáttum. Eigendur skuldabréfa þurfa að samþykkja starfsemi útgefanda sem er skilgreind fyrirfram í skilmálum.
- Breyting á eignarhaldi. Eigendur skuldabréfa þurfa að samþykkja breytingar á eignarhaldi útgefanda samkvæmt nánari skilgreiningu í skilmálum.
- Skuldsetning. Útgefendur skuldabréfa skuldbinda sig til að auka skuldir ekki umfram tiltekin mörk.
- Veðsetning eigna. Útgefendur skuldabréfa skuldbinda sig til að veðsetja ekki eignir umfram tiltekin mörk sem eru skilgreind í skilmálum.
- Vanskil annarra skuldbindinga (cross default). Ef aðrar skuldir eða skuldbindingar útgefanda umfram tiltekin mörk eru vanefndar.
- Ákvæði um að krafa samkvæmt útgáfunni sé jafn rétt há og aðrar óveðtryggðar kröfur á útgefanda og ekki víkjandi (pari passu).
- Vaxtaþekja. Ákvæði um að rekstrarhagnaður fyrir vaxtagjöld og skatta dugi fyrir vaxtagjöldum.

Ef sjóðurinn fer fram á viðbótartryggingar til greiðslu á skuldabréfum skal taka tillit til fjárhagslegs styrkleika útgefanda og tímalengdar skuldabréfa. Tryggingar sem sjóðurinn metur gildar eru t.d. eftirfarandi:

- Veð í auðseljanlegum eignum sem uppfylla skilyrði sjóðsins um veðhlutföll.
- Veð í leigusamningum við opinbera aðila eða aðila sem uppfylla viðmiðanir sjóðsins.
- Skilyrðislaus ábyrgð annars greiðanda sem uppfyllir viðmiðanir sjóðsins.

Hér að neðan eru viðmiðanir sem þurfa að vera til staðar til þess að sjóðurinn kaupi skuldabréfin án trygginga. Ef skuldabréf uppfylla ekki viðmiðanir sjóðsins verður útgefandi skuldabréfs að leggja fram tryggingar fyrir skuldinni og/eða setja inn skilmála til að tryggja endurgreiðslu skuldabréfsins.

### Skuldabréf sveitarfélaga

Við mat á láns hæfi sveitarfélaga skal horfa til skuldsetningar sveitarfélaga og getu þeirra til að standast þær skuldbindingar. Skuldsetning viðkomandi sveitarfélags byggist á heildarskuldastöðu í hlutfalli við árlegar heildartekjur. Miða skal við allar skuldir A og B-hluta efnahagsreiknings. Skuldir og tekjur vegna orkufyrirtækja skulu undanþegnar þegar verið er að meta stöðuna. Óreglulegir tekjuliðir skulu einnig undanskildir, s.s. söluhagnaður eigna og/eða tekjur af lóðasölu.

Lífeyrissjóðurinn kaupir skuldabréf sveitarfélaga ef skuldsetning þeirra, að teknu tilliti til skuldabréfa-útgáfu, er undir 100% af heildartekjum á ári samkvæmt ofangreindum matsreglum. Skuldabréf sveitarfélaga með skuldsetningu á bilinu 100% til 250% eru ekki keypt nema með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins eða tryggingum sem sjóðurinn metur gildar.

### Skuldabréf fyrirtækja

Samkvæmt kauphallarstöðlum (GICS) um atvinnugeiraflokkun eru flokkarnir tíu. Hér er útgefendum fyrirtækjaskuldabréfa skipt upp í þrjá flokka; rekstrarfélög, fasteignafélög og fjármálafyrirtæki.

Sjóðurinn kaupir skuldabréf rekstrarfélaga ef eiginfjárlutfall þeirra er 30% eða hærra, veltufjárlutfall er hærra en 1,0, lausafjárlutfall a.m.k. 0,6 og vaxtaþekja ekki undir 1. Ef viðskiptavild er hluti af eigin fé skal leggja fram virðismat, sem m.a. geta verið studd með útreikningum og/eða gögnum um mat á verðmæti viðskiptavildarinnar frá fyrirtækjunum sjálfum. Standist viðskiptavildin að hluta eða öllu leyti að mati starfsmanna sjóðsins er þeim heimilt að telja þann hluta til eigin fjár við mat á eigin fé félags. Skuldabréf rekstrarfélaga sem uppfylla ekki ofangreind skilyrði eru ekki keypt nema með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins og/eða tryggingum sem sjóðurinn metur gildar. Dæmi um slíkar tryggingar eru einföld ábyrgð ríkis eða sveitarfélags.

Sjóðurinn kaupir skuldabréf fasteignafélaga ef eiginfjárlutfall þeirra er 25% eða hærra, veltufjárlutfall er hærra en 1,0 og lausafjárlutfall a.m.k. 1,0 og vaxtaþekja ekki undir 1. Ef viðskiptavild er hluti af eigin fé skal leggja fram virðismat, sem m.a. geta verið studd með útreikningum og/eða gögnum um mat á verðmæti viðskiptavildarinnar frá fyrirtækjunum sjálfum. Skuldabréf fasteignafélaga sem uppfylla ekki ofangreind skilyrði eru ekki keypt nema með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins og/eða tryggingum sem sjóðurinn metur gildar, þó er gerð krafa um að eiginfjárlutfall sé að lágmarki 20%. Heimilt er að kaupa skuldabréf útgefin af fasteignafélagi með lægra eiginfjárlutfalli en 20% í þeim tilfellum þar sem eigendur eiginfjár fasteignafélags eru þeir sömu og eigendur skuldabréfa útgefin af viðkomandi fasteignafélagi og fasteignir eru ekki veðsettar öðrum lánveitendum umfram 35% af markaðsverði.

Sjóðurinn kaupir skuldabréf fjármálafyrirtækja ef eiginfjárlutfall (CAD hlutfall) þeirra er 16% eða hærra, arðsemi eiginfjár hefur verið ásættanleg sl. 3 ár að mati sjóðstjóra og framkvæmdastjóra og fyrirtæki getur sýnt fram á fjármögnun sé tryggð á tímabilinu sem skuldabréf nær yfir. Skuldabréf fjármálafyrirtækja með eiginfjárlutfall (CAD hlutfall) á bilinu 12%-15% eru ekki keypt nema með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins og/eða tryggingum sem sjóðurinn metur gildar. Dæmi um slíkar tryggingar eru sértryggð skuldabréf útgefin samkvæmt lögum nr. 11/2008.

Til fyrirtækja með einfalda ríkisábyrgð eða lögbundna einkaleyfisvernd eru ekki gerðar jafn strangar kröfur um eiginfjárlutföll og er fjárhagsstaða/eiginfjárlutföll metin í hverju tilviki fyrir sig en geta til að standa við skuldbindingar verður að vera fyrir hendi.

### Skuldabréf fagfjárfestastjóða

Sjóðurinn kaupir skuldabréf útgefin af fagfjárfestastjóðum sem starfa í samræmi við lög nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins og/eða tryggingum sem sjóðurinn metur gildar. Ef veð í fasteign er sett sem trygging fyrir greiðslu skuldabréfsins skal veðsetningarhlutfall vera í samræmi við lánareglur lífeyrissjóðsins. Skuldabréf sem uppfyllir ekki ofangreint skilyrði um veðsetningu eru ekki keypt nema með skilmálum sem tryggja betur rétt sjóðsins og tryggingum sem sjóðurinn metur gildar. Sem dæmi um slíkar tryggingar væri veð í leigu-greiðslum og/eða óuppsegjanlegur leigusamningur við opinbera aðila eða fyrirtæki sem uppfyllir viðmiðanir sem sjóðurinn setur við kaup á skuldabréfum. Veðsetningarhlutfall má þó aldrei vera hærra en 85% af verðmati.

### Hlutabréf

Samkvæmt fjárfestingarstefnu er stefnt að því að innlend hlutabréf vegi 1,5-6% af eignum sjóðsins. Við mat á hlutabréfum skal sjóðstjóri **hafa til hliðsjónar sömu viðmið og gilda fyrir skuldabréf** og eftirfarandi atriði til viðbótar.

- Hlutafélag er talið góður fjárfestingarkostur til langs tíma. Í því felst að lífeyrissjóðurinn hefur trú á framtíðaráformum og markmiðum og væntir þess að félagið geti skilað góðri arðsemi til langs tíma.
- Leitast skal við að fjárfesta í félögum sem eru á hagstæðu verði miðað við vaxtarhorfur og reiknað innra verðmæti. Einnig skal leitast við að fjárfesta í félögum með góðar framtíðarhorfur t.d. að væntur framtíðarvöxtur hagnaðar sé meiri en 10% á fyrstu árum áætlana.
- Að jafnaði skal miða við að hlutafélag hafi skilað góðri afkomu sl. 5 ár eða a.m.k. 4-6% arðsemi eiginfjár umfram áhættulausa vexti (t.d. ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa með 10 ára meðallíftíma). Heimilt er að fjárfesta í félögum sem uppfylla ekki ofangreint skilyrði um sögulega arðsemi eiginfjár, ef þau uppfylla skilyrði um fjárhagslegan styrkleika og ef framtíðaráætlanir uppfylla skilyrði um góða afkomu og góðar framtíðarhorfur t.d. hvað varðar væntan framtíðarvöxt hagnaðar.
- Meta skal getu hlutafélags til að standa við lán og aðrar skuldbindingar.
- Reynt skal að haga fjárfestingum þannig að endursölumöguleikar séu fyrir hendi, þ.e. að nægjanlega mikil velta sé með bréf viðkomandi félags. Heimilt er að fjárfesta í óskráðum félögum sem hafa það að markmiði að verða skráð á markað innan 3-5 ára frá kaupum. Einnig er heimilt að fjárfesta í óskráðum félögum sem stefna ekki að því að verða skráð á markað, séu þau með skýra arðgreiðslustefnu.
- Hámarksfjárfesting í einstökum félögum má ekki vera meiri en 15% af hlutafé viðkomandi fyrirtækis. Þó er heimilt að eiga allt að 20% af hlutafé í samlagshlutafélögum, skv. gildandi bráðabirgðaákvæðum laga.

Sjóðurinn hefur eignast hlutafé í nauðasamningum við endurskipulagningu innlendra fyrirtækja í kjölfar efnahagshrunsins. Í þeim tilfellum eiga ofangreind atriði ekki við.

## VI. Áhættustýring

Ávöxtun fjármuna er í öllum tilvikum samofin við áhættu sem fylgir fjárfestingunni. Hefðbundnar aðferðir í fjármálafræðum leitast við að koma auga á samband ávöxtunar og áhættu og út frá því hafa spunnist aðferðir við að meta, greina og stýra áhættu í eignasöfnum. Áhættustýring lífeyrissjóða er þó miklu víðtækara en svo að hún taki aðeins tillit til áhættu við fjárfestingar því hún tekur einnig mið af áhættu við fjármögnun (skuldbindingar) sem og rekstrartengdri áhættu.

Víðtæk áhættustýring er og hefur verið til staðar hjá Almenna lífeyrissjóðnum um árabíl í formi starfslýsinga, áhættugreiningar, aðskilnaðar starfa, verkferla, verklagsreglna, gátlista, aðgangsstýringa, ábyrgðaskiptingar, viðmiðana við val á verðbréfum og gerð fjárfestingarstefnu. Kafli um áhættustýringu kom nýr inn í fjárfestingastefnuna 2011.

- Rekstrarstjóri Almenna lífeyrissjóðsins hefur umsjón með framkvæmd og skipulagningu innra eftirlits samkvæmt skipulagi sjóðsins.
- Rekstrarstjóri leiðir m.a. vinnu við skipulagningu eftirlitsins og þróun og fylgist með að starfsmenn sinni þeim eftirlitsaðgerðum sem fram koma í skipulaginu.
- Endurskoðunarfyritæki sér um framkvæmd innri endurskoðunar á grundvelli reglna frá FME um endurskoðunardeildir og eftirlitsaðila lífeyrissjóða.
- Endurskoðunarnefnd starfar hjá sjóðnum samkvæmt lögum um ársreikninga og annast hlutverk stjórnar sem lýtur að innra eftirliti. Endurskoðunarnefndin sem er skipuð af stjórn sjóðsins hefur það hlutverk að hafa eftirlit með vinnuferli við gerð reikningsskila, eftirlit með fyrirkomulagi og virkni innra eftirlits, innri endurskoðun og áhættustýringu, eftirlit með endurskoðun ársreiknings, mat á óhæði endurskoðanda, mat á reikningsskilum, eftirlit með áhættugreiningu og viðbrögðum við áhættu, fylgir eftir að úrbætur verði gerðar á annmörkum sem fram koma við innra eftirlit o.fl.

Landsamtök lífeyrissjóða gáfu út á árinu 2010 greinargerð um góðar venjur í eigna- og áhættustýringu lífeyrissjóða. Í ritinu er m.a. að finna yfirlit og skilgreiningar á áhættum í rekstri lífeyrissjóða. Á árinu 2011 gaf Fjármálaeftirlitið út drög að leiðbeinandi tilmælum um áhættustýringu hjá lífeyrissjóðum (umræðuskjal nr. 3/2011) þar sem sett eru fram tilmæli um áhættustýringu hjá samtryggingardeildum lífeyrissjóða. Samkvæmt drögum er áhætta skilgreind sem öll þau atvik sem auka marktækt líkurnar á því að réttindi sjóðfélaga skerðist til skemmri eða lengri tíma. Í drögum FME er byggt á áhættum í riti LL og tilgreindir fjórir meginflokkar áhættu og 29 undirflokkar sem lífeyrissjóðir eigi að taka tillit til við greiningu og mat á áhættum í rekstri lífeyrissjóðs. Taflan hér að neðan sýnir yfirlit um áhættur í rekstri lífeyrissjóða.

Fjárhagsleg áhætta	Lífeyrisstryggingaráhætta	Mótaðilaáhætta	Rekstraráhætta
<ul style="list-style-type: none"><li>• Vaxtaáhætta</li><li>• Uppgreiðsluáhætta</li><li>• Markaðsáhætta</li><li>• Gjaldmiðlaáhætta</li><li>• Ósamæmisáhætta</li><li>• Verðbólguáhætta</li><li>• Eignir utan efnahagsreiknings</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Skerðingaráhætta</li><li>• Iðgjaldaáhætta</li><li>• Umhverfisáhætta</li><li>• Lýðfræðileg áhætta</li><li>• Réttindaflutningsáhætta</li><li>• Lausafjáraáhætta</li><li>• Seljanleikaáhætta</li><li>• Útstreymisáhætta</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Útlánaáhætta (e. credit risk)</li><li>• Samþjöppunaráhætta</li><li>• Landsáhætta</li><li>• Afhendingaráhætta</li><li>• Uppgjörsáhætta</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Starfsmannaáhætta</li><li>• Áhætta vegna svika</li><li>• Upplýsingatækniáhætta</li><li>• Orðsporsáhætta</li><li>• Pólitísk áhætta</li><li>• Skjalaáhætta</li><li>• Úrskurðaráhætta lífeyris</li><li>• Áhætta vegna útvistunar</li><li>• Upplýsingaráhætta</li></ul>

Almenni lífeyrissjóðurinn hefur útbúið kerfi til að halda utan um áhættugreiningu, áhættumat og skipulag eftirlits með ofangreindum áhættum og hvernig bregðast skuli við ef niðurstaða eftirlits krefst viðbragða. Reglubundnar eftirlitsaðgerðir eru í skráðar í verkferla en óreglubundnar eftirlits-

aðgerðir (sérstakt eftirlit) skráðar á sérstakt eftirlitsblað og kerfið notað til að fylgjast með framvindu þeirra.

Af þeim 29 undirliðum sem sjóðurinn hefur skilgreint sem áhættuþætti eru 15 liðir sem sérstaklega eru tengdir eignum og eru þeir liðir feitletraðir í töflunni að ofan. Í þessum kafla er fjallað um áhættu- eftirlit og stýringu. Áhætta tengd eignum er hér skilgreind sem hættan á því að óvæntar markaðs- hreyfingar eða óvæntir atburðir hafi neikvæð áhrif á virði eigna sjóðsins eða leiði af sér lausafjárskort.

Almenni lífeyrissjóðurinn hefur skilgreint þrjá meginflokka áhætta sem tengjast eignum sjóðsins sem eru fjárhagsleg áhætta, lausafjáraáhætta og mótaðilaáhætta.

- **Fjárhagsleg áhætta** er sú áhætta sem fólgin er í verulegum verðbreytingum á fjármálagerningum vegna breytinga á vaxtastigi, gjaldmiðlagengi, markaðsgengi skráðra fjármálagerninga o.fl.
- **Lausafjáraáhætta** er sú áhætta sem fólgin er í því að lífeyrissjóðurinn eigi til skemmri tíma ekki nægilegt laust fé eða nægjanlega seljanlegar eignir til að standa við skuldbindingar við sjóðfélaga eða til að greiða kostnað og leiði af sér sölu á eignum undir raunvirði til að mæta lausafjárskorti.
- **Mótaðilaáhætta** er hættan á því að mótaðili í viðskiptum eða útgefandi verðbréfs geti ekki staðið við skuldbindingu sína gagnvart sjóðnum.

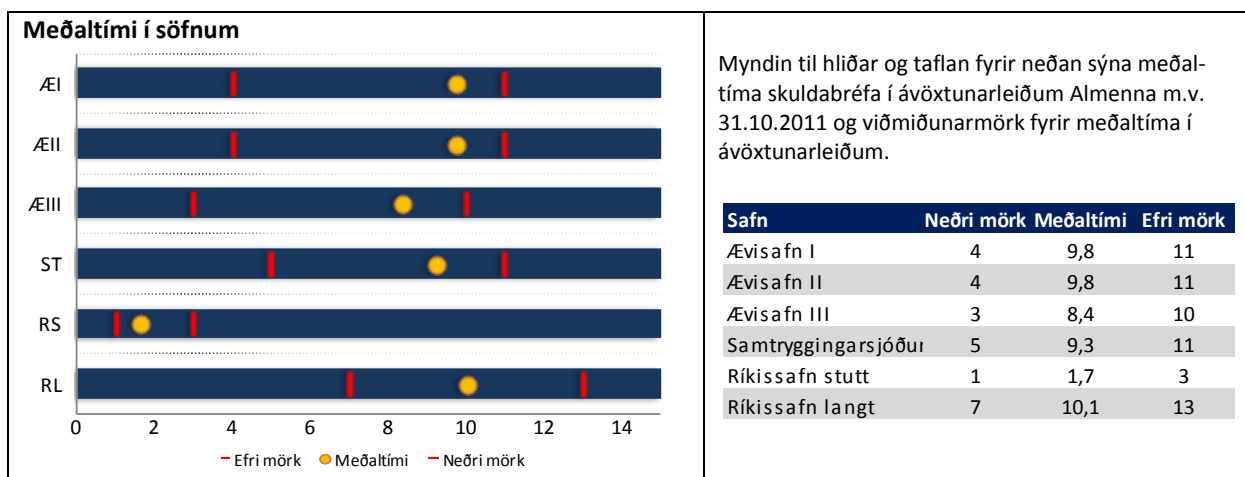
Markmið, viðmið, eftirlit og stýring ofangreindra þriggja flokka eignasafnsáhættu er með ólíkum hætti eftir eðli hvers og eins. Hér verður fjallað í stuttu máli um hvern þessara áhættuþátta og undir- liða og hvernig eftirliti með þeim er háttað hjá Almenna lífeyrissjóðnum.

### Fjárhagsleg áhætta

Almenni lífeyrissjóðurinn skiptir fjárhagslegri áhættu í sjö undirþætti.

**Vaxtaáhætta** er hættan á að breytingar á vöxtum og lögum vaxtaferils leiði til lækkunar á virði skuldabréfa og annarra vaxtatengdra fjármálagerninga. Breytingar á vöxtum eða lögum vaxtaferils hefur að öllu jöfnu áhrif á virði allra vaxtatengdra fjármálagerninga. Almenni lífeyrissjóðurinn leggur mat á þessa áhættu með útreikningi á meðaltíma (duration) skuldabréfa í söfnum sjóðsins. Vaxta- áhætta er ákvörðuð í ávöxtunarleiðum Almenna lífeyrissjóðsins með því að setja í fjárfestingarstefnu markmið um ásættanlega vaxtanæmni og vikmörk um meðaltíma fyrir hverja leið.

**Eftirlit**  
Mánaðarlega er meðaltími allra ávöxtunarleiða sjóðsins reiknaður og borinn saman við skilgreindar viðmiðanir. Meðaltími er birtur á upplýsingablöðum ávöxtunarleiða í hverjum mánuði.



**Uppgreiðsluáhætta** er hættan á því að skuldabréf með föstum vöxtum verði greitt upp fyrir loka-gjalddaga og að lífeyrissjóðurinn fái ekki þá ávöxtun sem stefnt var að við fjárfestingu í skuldabréfinu. Áhættan eykst þegar mikill munur verður á markaðsvöxtum og vöxtum skuldabréfa, þ.e. ef útgefendur geta fjármagnað sig á lægri vöxtum með nýrri útgáfu. Hjá Almenna lífeyrissjóðnum er sú vinnuregla að taka tillit til uppgreiðsluáhættu í verðlagningu við kaup á uppgreiðanlegum markaðs-skuldabréfum. Sjóðfélagalán með fasteignaveði eru uppgreiðanleg en eru hinsvegar ekki verðlögð með þessum hætti.

#### Eftirlit

Við ákvörðun um kaup á uppgreiðanlegu bréfi skal tekið tillit til uppgreiðsluáhættu í kaupverði.

Árlega er metið hvort vaxtaumhverfi hafi þróast á þann veg að auknar líkur séu á uppgreiðslum uppgreiðanlegra skulda-bréfa (sjóðfélagalán).

**Markaðsáhætta** er hættan á fjárhagslegu tapi vegna verðbreytinga á fjármálagerningum, sem skráðir eru á markaði eða hafa beina tengingu við skráð markaðsbréf. Þar á meðal eru breytingar á vöxtum, gengi gjaldmiðla eða virði hlutabréfa. Almenni lífeyrissjóðurinn leggur mat á þessa áhættu með því að reikna út virði í húfi (Value at Risk) og Sharpe hlutfall fyrir hverja ávöxtunarleidd. Virði í húfi sýnir í tölum mögulega lækkun markaðsverðs í krónum á tilteknu tímabili og byggir á sögulegu flökki ávöxtunar, normaldreifingu ávöxtunar og 5% öryggismörkum. Sharpe hlutfallið er mælikvarði á ávöxtun að teknu tilliti til áhættu (staðalfrávíks ávöxtunar).

#### Eftirlit

Mánaðarlega er reiknað virði í húfi (VaR) og Sharpe hlutfall fyrir allar ávöxtunarleiddir.

**Gjaldmiðlaáhætta** er hættan á að breytingar á gengi gjaldmiðla (styrking ISK) rýri verðmæti erlendra eigna sjóðsins mælt í íslenskum krónum. Í núverandi umhverfi þar sem gjaldeyrishöft gilda er ekki hægt að verja erlendar eignir með afleiðum á íslensku krónuna.

#### Eftirlit

Skoðuð er þróun gengisvísitölu íslensku krónunnar síðustu misseri og út frá þeim gögnum er vænt þróun hennar metin.

Á þriggja mánaða fresti er reiknuð samdreifni helstu gjaldmiðla og áhætta sem fylgir eignum í erlendum gjaldmiðlum metin með virði í húfi (VaR).

**Ósamræmisáhætta** er hættan á ósamræmi í breytingum á markaðsverði eigna annars vegar og skuldbindinga hins vegar. Dæmi um áhættuþátt er verðtrygging. Lífeyrisréttindi eru verðtryggðar skuldbindingar, en eignasafn er sjaldnast verðtryggt að fullu. Álagspróf eða næmnipróf eru dæmigerð próf fyrir ósamræmi eigna og skuldbindinga þar sem leitast er við að meta næmni eigna og skuldbindinga fyrir breytingum á vöxtum, verðbólgu og öðrum þáttum sem eru sameiginlegir í báðum tilvikum.

#### Eftirlit

Álagspróf er gert einu sinni á ári í framhaldi af úttekt tryggingafræðings á stöðu sjóðsins. Í prófinu eru metin áhrif vaxta-breytinga, verðbólgu, styrkingu krónunnar, lækkun hlutabréfa-verðs á verðmæti eigna á móti skuldbindingum.

**Verðbólguáhætta** er sú hætta að verðbólga valdi því að verðtryggðar skuldbindingar hækki umfram eignir vegna verðbólgu. Óhjákvæmilega er um að ræða ólík hlutföll á milli verðtryggðra eigna og verðtryggðra skuldbindinga í rekstri lífeyrissjóða. Lífeyrisskuldbindingar samtryggingarsjóðs Almenna lífeyrissjóðsins eru verðtryggðar en vegna takmarkaðs framboðs verðtryggðra eigna og eignastýringar-sjónarmiða er aðeins hluti eigna verðtryggður.

Verðtryggingarhlutfall								
	Samtryggingarsjóður	Ævisafn I	Ævisafn II	Ævisafn III	Ævisafn IV	Innlánasafn	Ríkissafn langt	Ríkissafn stutt
Verðtryggingarhlutfall skuldabréfa	94%	95%	95%	95%	-	-	97%	3%
Verðtryggingarhlutfall safns	71%	43%	63%	68%	96%	92%	77%	3%

Taflan sýnir verðtryggingarhlutföll allra safna Almenna lífeyrissjóðsins, bæði samtryggingarsjóðs og séreignarleiða. Skilgreind verðbólguáhætta á við um samtryggingarsjóð en til upplýsingar eru birt hlutföll allra safna.

#### Eftirlit

Mánaðarlega er gerð úttekt á hlutfalli verðtryggðra eigna í ávöxtunarleiðum.

**Áhætta vegna liða utan efnahagsreiknings** er hættan á breytingum á undirliggjandi eignum eða skuldbindingum utan efnahags. Dæmi um liði utan efnahagsreiknings eru skuldbindingar í framtaksjóðum og afleiðusamningar.

#### Eftirlit

Einu sinni á ári við gerð fjárfestingarstefnu er dregin upp mynd af heildareign í framtaksfjárfestingum að viðbættum eftirstæðum ádráttarskuldbindingum og borið saman við fjárfestingarstefnu fyrra árs.

#### Lausafjánhætta

**Lausafjánhætta** er hættan á að sjóðurinn hafi ekki nægilegt laust fé til að standa við nauðsynlegar greiðslur, t.d. að: 1) greiða lífeyri samkvæmt samþykktum, 2) gera upp verðbréfavíðskipti sem hann hefur stofnað til, eða 3) greiða fyrir rekstur á sjóðnum. Þá getur sjóðurinn orðið fyrir óvæntu útstreymi sem einnig getur haft áhrif. Lausafjánhætta skiptist í seljanleikaáhættu og útstreymisáhættu, sem skilgreindir eru hjá lífeyrissjóðunum sem sérstakir áhættuþættir.

#### Eftirlit

Almennt gæta sjóðstjórar að því við mat á fjárfestingakosti að viðkomandi fjárfesting sé seljanleg. Skilgreindar eru auðseljanlegar eignir og metið hvort rými er fyrir tregseljanlegar eignir.

Mánaðarlega eru teknar saman upplýsingar um hlutfall auðseljanlegra eigna í ávöxtunarleiðum.

**Seljanleikaáhætta** er hættan á að ekki takist að selja verðbréf eða innleysa fjármálagerninga á nógu skömmum tíma nema verulega undir matsvirði, sem þar með leiðir af sér tap.

#### Seljanlegar eignir í söfnum

	Samtryggingarsjóður	Ævisafn I	Ævisafn II	Ævisafn III	Ríkissafn langt	Ríkissafn stutt
Lausar eignir	60%	68%	63%	71%	100%	100%
Lausar eignir (+ sjóðfélagalán í séreign)	60%	79%	79%	85%	100%	100%

Taflan sýnir seljanlegar eignir blandaðra safna og ríkisskuldbréfasafna Almenna lífeyrissjóðsins, með og án sjóðfélaglána. Í samtryggingarsjóði er innstreymi iðgjalda og afborgana af skuldabréfum töluvert umfram lífeyrisgreiðslur úr sjóðnum eða um 300 milljónir hvern mánuð. Ekki er ástæða til að ætla að veruleg breyting verði á því að inngreiðslur verði meiri en útgreiðslur. Þess vegna getur samtryggingarsjóður átt eignir í töluverðum mæli sem ekki eru auðseljanlegar. Að lágmarki er stefnt að því að í samtryggingarsjóði séu 30% af eignum auðseljanlegar.

Í séreignarsjóði er sjóðfélögum heimilt að flytja inneignir sínar á milli vörsluaðila séreignasparnaðar og að auki er sjóðfélögum heimilt að hefja töku ellilífeyris fyrr en í samtryggingarsjóði. Vegna þessa er æskilegt að ekki minna en 75% af eignum að meðtöldum sjóðfélagalánum séu auðseljanlegar.

#### Eftirlit

Daglega er fylgst með seljanleika innlendra ríkisskuldabréfa (seljanlegar eignir) með því að skoða veltu á markaði.

**Útstreymisáhætta** er hættan á að eignir greiðist hraðar úr sjóðnum en ráð var fyrir gert. Þessari áhættu þarf að gefa sérstakan gaum í séreignardeildum. Þá kunna breytingar á lögum um greiðslur úr séreignardeildum að auka þessa áhættu umfram það sem gert hafði verið ráð fyrir. Útstreymis-áhætta er einnig hættan á að réttihafar í séreign flytji réttindi á milli séreignarleiða, ýmist innan séreignarsjóðs eða á milli vörsluaðila séreignasparnaðar.

#### Eftirlit

Árlega eru teknar saman upplýsingar hversu mikið er laust til úttektar úr ávöxtunarleiðum séreignarsjóðs og oftast ef reglur um úttektir breytast.

Mánaðarlega er farið yfir greiðslufæði í samtryggingarsjóði (innstreymi að frádrögnum útstreymi).

#### Mótaðilaáhætta

Mótaðilaáhætta er hættan á því að gagnaðili fjármálagernings uppfylli ekki ákvæði hans.

**Útlánaáhætta** er hættan á greiðslufalli tiltekins skuldara og tapi sem af því getur orðið. Útlánaáhætta (skuldaraáhætta) er jafnan mæld með gjaldþolsprófi eða lánshæfismati. Aldursgreining vanskila og breyting á tryggingahlutföllum eru önnur dæmi um mat á útlánaáhættu.

#### Eftirlit

Útgefendur þurfa að uppfylla viðmiðanir í fjárfestingarstefnu þegar ákvörðun er tekin um fjárfestingar.

Metin er mótaðilaáhætta stærstu útgefenda m.t.t. líkinda á greiðslufalli að einhverju eða öllu leyti. Sjóðstjórar fylgjast með uppgjörum stærstu útgefenda í eignasafni og reikna út viðmiðunarhlutföll fyrir þá.

Sjóðstjórar fylgjast með greiðslum og afborgunum markaðsskuldabréfa.

Lán til sjóðfélaga eru í innheimtu hjá Íslandsbanka. Fjórum sinnum á ári er sérstaklega farið yfir vanskil á lánum til sjóðfélaga.

**Samþjöppunaráhætta** er hættan á of lítilli dreifingu mótaðila lífeyrissjóðs. Til dæmis getur verið að lífeyrissjóður kaupi talsvert magn skuldabréfa og hlutabréfa sama aðila eða tengdra aðila. Takmarkanir í lögum draga úr samþjöppunaráhættu en koma ekki í veg fyrir að lífeyrissjóðir geti verið með mikla mótaðilaáhættu á einn útgefanda, eina atvinnugrein eða landsvæði.

#### Eftirlit

Mánaðarlega eru hlutabréf og skuldabréf flokkuð eftir útgefendum, atvinnugreinum og landsvæðum.

Við mat á fjárfestingakosti er hugað að tengslum útgefanda við útgefendur annarra verðbréfa í eigu sjóðsins.

**Landsáhætta** er hættan á að fjárfestingar lífeyrissjóðs séu of tengdar einu landi eða landsvæði. Landsáhætta nær til fjölmargra þátta sem einkenna einstök landsvæði. Gjaldeyrisstefna, hagvöxtur, ríkisfjármál og líkur á átökum á atvinnumörkuðum, borgarastríði eða stríði á milli nærliggjandi landa eru dæmi um þætti sem hafa áhrif á landsáhættu.

#### Eftirlit

Mánaðarlega eru teknar saman upplýsingar um landsvæðaskiptingu eigna. Markmið er að erlend hlutabréf sjóðsins endurspegli að mestu landsvæðaskiptingu heimsvísitölu hlutabréfa.

Mánaðarlega eru tekin saman hlutföll innlendra eigna í ávöxtunarliðum og skoðuð í samanburði við skilgreind hámarkshlutföll samkvæmt fjárfestingastefnu.

**Afhendingaráhætta** er sú áhætta að mótaðili afhendi ekki verðbréf í samræmi við ákvæði fjármála-samnings. Slík áhætta getur skapast þegar varsla verðbréfa er hjá 3ja aðila og getur leitt til tjóns.

#### Eftirlit

Gætt er að því að við kaup á órafvæddu skuldabréfi að greiðslur fari ekki fram fyrir en við afhendingu skuldabréfs.

**Uppgjörsáhætta** er hættan á því að mótaðili í viðskiptum afhendi ekki fjármálagerning eða virði hans í reiðufé eins og um var samið og eftir að lífeyrissjóðurinn hefur uppfyllt sinn hluta samningsins, þ.e. afhent fjármálagerning eða virði hans í reiðufé.

#### Eftirlit

Eftirfylgni er með uppgjöri á öllum viðskiptum Almenna lífeyrissjóðsins og sjóðurinn á eingöngu viðskipti við og í gegnum aðila sem lúta opinberu eftirliti.

## Staðfesting stjórnar

Almenni lífeyrissjóðurinn vinnur eingöngu fyrir sjóðfélaga og hefur að markmiði að tryggja þeim sem hæstan lífeyri við starfslok. Sjóðurinn gerir sér ljósa þá ábyrgð sem fylgir því að hafa umsjón með fjármunum sjóðfélaga og starfar í samræmi við það. Sjóðurinn setur sér skýra fjárfestingarstefnu og stefnir á að ná góðum árangri fyrir sjóðfélaga með markvissum vinnubrögðum og faglegum aðferðum við eignastýringu.

Almenni lífeyrissjóðurinn leggur áherslu á gegnsæi og að allar upplýsingar um sjóðinn séu settar fram á skiljanlegan hátt. Sjóðurinn leggur áherslu á vandaða fjárfestingarstefnu og að veita sjóðfélögum greinargóðar upplýsingar um eignir og ávöxtun sjóðsins á hverjum tíma.

*Staðfest af stjórn og framkvæmdastjóra Almenna lífeyrissjóðsins 23. nóvember 2011*

Pau A. Atlsson

Hrónn Sveinsson

Elitínur Þorláksson

Óddur Ingimarsson

Guðmar Einarsson

Vilhjalmur Alvaldsdóttir

Ólafur

Þorgerður Gunnarsdóttir

Guðma Dillmann

## Fylgiskjal: Reglur um lán til sjóðfélaga

Lán til sjóðfélaga eru afgreidd eftir því sem umsóknir berast.

<b>Skilyrði</b>	Umsækjendur þurfa að vera (1) virkir sjóðfélagar (hafa greitt iðgjöld síðustu 3 mánuði í samtryggingarsjóð en þeir sem eingöngu greiða í séreignarsjóð þurfa að hafa greitt í sex mánuði) eða (2) hafa greitt til sjóðsins í alls 3 ár og eiga inneign eða réttindi í sjóðnum eða (3) eru lífeyrisþegar hjá sjóðnum. Hafi sjóðfélagi misst rétt á að sækja um lán vegna tímabundinnar fjárveru af vinnumarkaði þá stofnast réttur til að sækja um lán ef viðkomandi hefur greitt a.m.k. 200.000 kr. til sjóðsins af launum eða reiknuðu endurgjaldi og er með gildan ráðningarsamning þar sem tilgreint er að sjóðfélagi sé aftur farin að greiða iðgjöld til Almenna lífeyrissjóðsins.
<b>Lánsfjárhæð</b>	Allt að 35 milljónum og er háð veðskilmálum.
<b>Tegund láns</b>	<u>Langtímalán</u> Lán til allt að 40 ára. Höfuðstóll greiddur út í einu lagi og lán endurgreitt með jöfnum afborgunum eða jöfnum greiðslum að vali lántakenda.
<b>Lánskjör</b>	Lán til sjóðfélaga geta verið með föstum eða breytilegum vöxtum. <u>Lánin með föstum vöxtum</u> Lánin eru verðtryggð og eru vextir ákvarðaðir af stjórn sjóðsins. Gildandi vextir hverju sinni eru birtir á heimasíðu sjóðsins. <u>Lán með breytilegum vöxtum</u> Lánin eru verðtryggð og breytast vextir lánanna 15. hvers mánaðar. Vextir taka mið af meðalávöxtun á skuldabréfaflokki Íbúðarlánasjóðs HFF150434 í viðskiptakerfi Kauphallar Íslands undangenginn mánuð að viðbættu 0,5% álagi. Vextirnir verða þó aldrei lægri en sú vaxtaviðmiðun sem lífeyrissjóðir nota við núvirðisreikning væntanlegs lífeyris (3,5%) og framtíðariðgjalda samkvæmt 19. gr. reglugerðar nr. 391/1998 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða að viðbættu 0,25% álagi. Gildandi vextir hverju sinni eru birtir á heimasíðu sjóðsins.  Verði skuldaraskipti á láninu og nýr skuldari er ekki sjóðfélagi bætist við fast vaxtaálag sem er 1 prósentustig. Flytji sjóðfélagi meira en 25% af inneign sinni úr séreignarsjóði Almenna lífeyrissjóðsins til annars vörsluaðila og á ekki réttindi í samtryggingardeild sjóðsins hækka vaxtakjör á lánum sem hann hefur fengið hjá sjóðnum um 1 prósentustig.
<b>Veðskilmálar</b>	<u>Íbúðarhúsnæði</u> Fasteignaveð þarf að vera til tryggingar láninu og getur veðsetning með umbeðnu láni verið allt að 75% af metnu markaðsverði íbúðarhúsnæðis. Veðsetning má þó aldrei vera hærrí en 90% af brunabótamati nema lögð sé fram viðbótarbrunatrygging og þurfa skilmálar tryggingarinnar að vera þannig að henni verði ekki sagt upp nema með samþykki sjóðsins.  Ef lánsfjárhæð er hærrí en 35% af metnu markaðsverði íbúðar skal lánið hvíla á fyrsta veðrétti. Ef sjóðfélagi hefur áður fengið lán hjá sjóðnum og sækir um viðbótarlán með sama veði og samanlögð veðsetning fer yfir 35% verður nýtt lán að vera á fyrsta veðrétti og eldra lán að vera innan 75% veðmarka.  <u>Atvinnuhúsnæði</u> Ef um atvinnuhúsnæði er að ræða er hámarkslán 12 milljónir og má veðsetning með umbeðnu láni vera mest 35% af metnu markaðsverði. Veðsetning má þó aldrei vera hærrí en 90% af brunabótamati.  <u>Sumarhús</u> Ef veðsett eign er sumarhús er hámarkslán 12 milljónir og verður lánið að hvíla á fyrsta veðrétti. Veðsetning með umbeðnu láni má vera mest 35% af metnu markaðsverði eða brunabótamati og gildir það mat sem lægra er. Þar sem sumarhús eru oft yfirgefin í langan tíma er farið fram á að sumarhús séu tryggð fyrir öðrum tjónum en brunatjóni, t.d. gegn vatnstjóni, innbroti o.s.frv. Gerð er krafa að lántakendur sendi einu sinni á ári afrit af

tryggingaskírteini sínu en sé það ekki gert hefur lífeyrissjóðurinn heimild til að gjaldfella lánið.

<b>Greiðslumat</b>	Með umsókn um lán skal fylgja greiðslumat sem framkvæmd hefur verið af banka eða sparisjóði. Umsækjandi verður að standast greiðslumat þannig að sýnt sé að hann geti greitt af skuldbindingum sínum.
<b>Veðsett eign</b>	Fasteignaveð þarf að vera í eigu lántaka eða liggja fyrir þinglýstur kaupsamningur þar sem lántakandi er aðili að og mun eignast viðkomandi eign.
<b>Lánstími</b>	Lánstími getur verið allt að 40 ár. Ef veðsett eign er sumarhús getur lánstími verið allt að 15 ár en ef sumarhúsið er á leigulóð getur lánstími þó aldrei verið lengri en gildistími lóðarleigusamnings.
<b>Gjalddagar</b>	Gjalddagar eru minnst fjórir á ári. Þeir geta líka verið fleiri eftir óskum lántakenda. Lántakendur greiða kostnað af greiðslu afborgana.
<b>Uppgreiðsla</b>	Heimilt er að greiða lánin upp hvenær sem er án uppgreiðslugjalds.
<b>Kostnaður</b>	Lántökugjald er 0,5%. Stimpilgjald er 1,5% af lánsfjárhæð. Kostnaður við að útbúa skuldabréf er kr. 2.800. Lántakandi greiðir þinglýsingargjald.
<b>Fylgiskjöl</b>	<p>Með umsókninni þurfa að fylgja eftirfarandi upplýsingar um húsnæðið.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Nýtt veðbókarvottorð.</li><li>• Greiðslumat</li><li>• Afrit af síðustu greiðslukvittunum af þeim lánum sem hvíla á undan</li><li>• Afrit af tryggingabréfum sem hvíla á eigninni.</li><li>• Afrit af þinglýstum kaupsamningi hafi eignin skipt um eigendur á síðustu þremur árum.</li><li>• Fasteignamat eða verðmat frá löggiltum fasteignasala (í samráði við starfsmenn sjóðsins).</li><li>• Upplýsingar um brunabótamat.</li><li>• Afrit af skilmálum fyrir viðbótarbrunatryggingu. Í skilmálum tryggingarinnar þarf að koma fram að ekki sé heimilt að breyta tryggingunni nema með samþykki Almenna lífeyrissjóðsins.</li><li>• Húseignir í smíðum þurfa að vera komnar með foheldisvottorð ásamt smíðatryggingu og kvittun fyrir greiðslu gatnagerðargjalda.</li></ul> <p>Ef sótt er um lán með veði í sumarhúsi skulu fylgja sömu upplýsingar og farið er fram á hér að ofan en til viðbótar er farið fram á eftirfarandi gögn:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Verðmat frá fasteignasala sem sjóðurinn viðurkennir þarf alltaf að fylgja umsóknum auk staðfestingar fasteignasalans um að hann hafi farið á staðinn og skoðað aðstæður.</li><li>• Afrit af lóðarleigusamningi.</li><li>• Staðfesting á að sumarhús sé tryggt gegn tjóni, öðru en brunatjóni.</li></ul> <p>Almenni lífeyrissjóðurinn áskilur sér rétt að óska eftir öðru verðmati frá löggiltum fasteignasala sem sjóðurinn tilnefnir. Ef verðmat sem fylgir með umsókn er 20% hærra en fasteignamat fer sjóðurinn alltaf fram á annað sölumat frá fasteignasala sem sjóðurinn tilnefnir.</p> <p>Sjóðurinn áskilur sér rétt til að fá annað verðmat frá löggiltum fasteignasala, sem sjóðurinn tilnefnir. Lántakandi greiðir kostnað við eitt sölumat.</p>

Lántakanda ber að leggja fram yfirlit yfir skuldastöðu í lánastofnunum auk afrits af skattframtali, óski sjóðurinn eftir því. Komi í ljós að skuldastaða sé með þeim hætti að vafi leiki á greiðsluhæfi lántakanda getur sjóðurinn lækkað umbeðna lánsfjárhæð eða hafnað lánveitingu.

Umsókn ásamt fylgiskjöllum á að skila á skrifstofu Almenna lífeyrissjóðsins, Borgartúni 25, Reykjavík. Gera má ráð fyrir að afgreiðsla lánsumsóknna taki um viku, þó svo að leitast verði við að afgreiða umsóknir innan þriggja daga.

Þrátt fyrir ofangreindar lánareglur áskilur Almenni lífeyrissjóðurinn sér rétt til að hafna lánsbeiðnum.

**Samþykkt af stjórn 23. nóvember 2011.**