

## Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Reykjavík, 18. febrúar 2026

### Efni: Umsögn við áform um breytingu á lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða)

Nasdaq Iceland („Kauphöllin“) þakkar fyrir tækifærið til að koma á framfæri athugasemdum sínum við áform um breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða.

Kauphöllin telur það vera rökrétt skref að víkja í ákveðnum tilvikum frá magnbundnum takmörkunum og beita skynsemisreglunni í auknum mæli samhliða styrkingu á stjórnarháttum og innra eftirliti, eins og fram kemur í áformunum.

Þegar útfæra á mögulegar breytingar þarf að hafa í huga að meirihluti langtímasparnaðar landsmanna er bundinn lífeyriskerfinu, á grundvelli lagaskyldu og lögbundinna hvata. Ekki er því um að ræða þjóðhagslegan umframsparnað, eins og til dæmis í tilfelli Norska olíusjóðsins – sem íslenskum lífeyrissjóðum er oft ranglega líkt við. Löggjöfin þarf því ekki einungis að ná því markmiði að ávaxta sparnað landsmanna með myndarlegum hætti heldur einnig að honum sé fjárfest þannig að hann styðji við verðmætasköpun og hagvöxt á Íslandi. Það er ekki sjálfgefin niðurstaða, þó svo að þessi tvö markmið styðji klárlega hvort við annað.

Kauphöllin vill því nota tækifærið og koma á framfæri ákveðnum vangaveltum og varnögnum sem gott er að hafa í huga við útfærslu á mögulegum breytingum. Lífeyrissjóðirnir eru burðarás í fjárfestingarumhverfinu og hafa með fagmennsku og ábyrgu starfi styrkt íslenskan verðbréfamarkað. Mikilvægt er að breytingar á lögnum veiki ekki fjárfestingarumhverfið og þar með aðgengi þeirra að góðum fjárfestingartækifærum.

## Afmörkuð umfjöllun um áformin og tillögur Kauphallarinnar

### Fjárfestingar í óskráðum fjármálagerningum

Lagt er til í áformaskjalinu að heimildir til fjárfestinga í óskráðum fjármálagerningum verði rýmkaðar þannig að lífeyrissjóðir, sem þolinmóðir langtímafjárfestar, hafi aukið svigrúm til að beita skynsemisreglunni við ákvörðun á hlutfalli óskráðra eigna í fjárfestingum. Einnig kemur fram að samhliða auknum heimildum til fjárfestinga í óskráðum bréfum bætist við ákvæði um lausafjárstýringu lífeyrissjóða.

Kauphöllin telur að slíkar breytingar geti verið jákvæðar, enda séu þær hluti af eðlilegri þróun á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða, en einungis ef umgjörð fjárfestinga lífeyrissjóða verður skoðuð með heildstæðum hætti, til að ganga úr skugga um að ekki séu til staðar óæskilegir kerfislegir hvatar sem ýti frekar undir fjárfestingar í óskráðum eignum. Slíkir hvatar geta verið margvíslegir og ýmist verið bundnir í lög og reglur eða hefðir á markaði.

### Gagnsæi og aðhald

Sem dæmi má nefna fylgir skráningu á markað talsvert gagnsæi og aðhald frá fjárfestum, fjölmiðlum og almenningi. Það er hollt fyrir atvinnulífið og samfélagið allt að sem flest fyrirtæki og stofnanir búi

við slíkt aðhald, sem og fyrir lífeyrissjóðina sem fjárfesta í þeim í umboði almennings. En með því að fjárfesta í skráðum félögum eru lífeyrissjóðir aftur á móti einnig að berskjalda sig fyrir gagnrýni og oft frekar óvæginni og ósanngjarnri umræðu um einstaka fjárfestingar eða atkvæðagreiðslu á aðalfundum. Sömu gagnrýni er yfirleitt ekki til að dreifa þegar þeir fjárfesta í óskráðum eignum. Það geta því verið ákveðnir innbyggðir hvatar hjá lífeyrissjóðum að leita að öðru jöfnu frekar í óskráðar eignir en skráðar, ómeðvitað til að komast hjá slíkri gagnrýni, án þess að það sé endilega skynsamlegt fyrir sjóðina sjálfa, sjóðsfélaga eða samfélagið.

Önnur birtingarmynd þessa er að starfsmenn lífeyrissjóða sitja almennt ekki í stjórnnum skráðra fyrirtækja sem lífeyrissjóðirnir hafa fjárfest í. Aftur á móti eru dæmi um að starfsmenn lífeyrissjóða hafi setið í stjórn óskráðra félaga og fjárfestingarráði sjóða sem þeir hafa fjárfest í og þegið laun fyrir þá vinnu. Eðli málsins samkvæmt getur slíkt fyrirkomulag hvatt frekar til fjárfestinga í óskráðum eignum en skráðum. Kauphöllin telur því mikilvægt að umgjörðin tryggi að aðhaldið sem fylgi skráningu á markað verði ekki letjandi fyrir fjárfestingar í skráðum eignum.

Kauphöllin leggur því til að skoðað verði hvort og þá með hvaða hætti hægt væri að auka gagnsæi um fjárfestingar lífeyrissjóða í óskráðum eignum, til að sjóðsfélagar og samfélagið allt geti verið jafn vel upplýst um fjárfestingar þeirra, óháð skráningu á markað.

#### Verðmat og raunvirði óskráðra eigna

Einnig má nefna að virði skráðra eigna sveiflast í rauntíma með hliðsjón af nýjustu upplýsingum og samspili framboðs og eftirspurnar á markaði, á meðan virði óskráðra eigna í bókum lífeyrissjóðanna byggir yfirleitt á einhvers konar verðmati. Óskráðar eignir auka því stöðugleika „á blaði“, sem getur verið þægilegt fyrir lífeyrissjóði sem gætu annars þurft að svara fyrir verðlækkunir við erfiðar markaðsaðstæður. En bókfærður stöðugleiki getur að sama skapi aukið óvissu og áhættu, þar sem raunstaðan kemur ekki ljós fyrr en síðar. Kauphöllin leggur því til að kröfur um verðmat, sem og þær kröfur sem lífeyrissjóðir gera um verðmat sjóða sem þeir fjárfesta í, taki sérstaklega mið af þessum hvötum, þannig að tryggt sé að bókfært virði óskráðra eigna endurspegli raunverulega áhættu og að verðmatsferlar dragi ekki úr gagnsæi í áföllum.

#### Tillögur:

- Skoða umgjörð fjárfestinga lífeyrissjóða með heildstæðum hætti, til að ganga úr skugga um að ekki séu til staðar hvatar sem að öðru jöfnu ýti frekar undir fjárfestingar í óskráðum eignum.
- Skoða hvort og þá með hvaða hætti hægt væri að auka gagnsæi um fjárfestingar lífeyrissjóða í óskráðum eignum.
- Gera ráðstafanir til að draga úr líkunum á því að verðmat óskráðra eigna bregðist of seint við áföllum eða breyttum aðstæðum á markaði.

#### Hámark eignarhlutdeildar í einstaka félögum

Í tillögunum kemur fram að „áfram verði óheimilt fyrir lífeyrissjóði að eiga meira en 20% eignarhlutdeild í einstökum félögum sem skráð eru á skipulegum verðbréfamarkaði enda geta gilt þar

sjónarmið ótengd skynsemi fjárfestinga hjá lífeyrissjóði“ (undirstrikun bætt við). Kauphöllin hefur almennt verið jákvæð fyrir hækkingu þess hlutfalls sem lífeyrissjóðir geta átt í einstökum félögum, sérstaklega þegar kemur að litlum og meðalstórum fyrirtækjum. Fyrir stóra lífeyrissjóði getur verið áskorun að fjárfesta í smærri fyrirtækjum, þar sem umfang vinnunnar – greining, áhættumat, verðmat og eftirfylgni – vegur óhjákvæmilega þyngra en fjárhæðin sem hægt er að ráðstafa þegar eignarhlutir eru takmarkaðir við 20%. Í slíkum tilvikum borgar fjárfestingin sig síður, og sjóðirnir velja því frekar að fjárfesta í stærri félögum. Með hærra hámarki gætu lífeyrissjóðir tekið stærri stöðu í litlum og meðalstórum fyrirtækjum, sem myndi bæði styrkja fjármögnunarmöguleika slíkra félaga og efla raunveruleg fjárfestingartækifæri sjóðanna.

Einnig hefur verið bent á að samkeppni geti raskast ef einstaka lífeyrissjóðir eigi hlut í mörgum félögum í sömu atvinnugrein og að hærra hámark eignarhlutdeildar í einstökum félögum gæti gert þeim kleift að eignast stærri hlut í einu félagi í tiltekinni atvinnugrein í stað þess að eiga minni hlut í mörgum félögum sem eru í samkeppni.

Kauphöllin leggur því til að skoðað verði hvort hækka ætti hámark eignarhlutdeildar lífeyrissjóða í einstaka félögum, að lágmarki fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki. Þá telur Kauphöllin nauðsynlegt að kröfur um hámark eignarhlutdeildar í einstökum félögum verði útfærðar með þeim hætti að þær eigi ekki einungis við um félög sem eru skráð á skipulegan verðbréfamarkaði, eins og orðalag tillögunnar gefur til kynna, heldur einnig fjárfestingar í óskráðum félögum. Sbr. einnig umfjöllun hér að framan um draga þurfi úr óæskilegum hvötum sem ýta frekar undir fjárfestingar í óskráðum eignum en skráðum.

#### Tillögur:

- Hækka hámark eignarhlutdeildar lífeyrissjóða í einstaka félögum, a.m.k. í tilfelli lítilla og meðalstórra fyrirtækja.
- Ganga úr skugga um að kröfur um hámark eignarhluta í einstaka félögum eigi ekki einungis við um eignir lífeyrissjóða í skráðum félögum.

### Fjárfestingar í heimildarskírteinum

Kauphöllin telur afar jákvætt og rökrétt að fjárfestingar í heimildarskírteinum hlutabréfa teljist með hlutabréfafjárfestingum.

### Fjárfestingar í afleiðum

Kauphöllin telur jákvætt að lífeyrissjóðum verði veitt heimild til að fjárfesta í afleiðum til að stuðla að skilvirkri stýringu eignasafna og lægri viðskiptakostnaði.

### Undanþága vegna aðgerðalausra brota (e. passive breach)

Kauphöllin tekur undir að undanþága lífeyrissjóða frá úrbótum, þegar farið er fram úr leyfilegum mörkum vegna gengisbreytinga gjaldmiðla og verðbreytinga á verðbréfum, verði rýmkuð þannig að hún eigi ekki eingöngu við hámark gjaldmiðlaáhættu heldur öll önnur viðmið um hámark fjárfestinga.

### Heimildir til fjárfestinga í sértryggðum skuldabréfum viðskiptabanka

Kauphöllin telur mjög jákvætt að heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga í sértryggðum skuldabréfum viðskiptabanka verði auknar.

## Verðbréfalán

Kauphöllin hefur lengi talað fyrir því að lífeyrissjóðum verði heimilt að veita verðbréfalán, þar sem slíkt geti aukið tekjumöguleika sjóðanna og bætt virkni íslenska verðbréfamarkaðarins, þeim sjálfum og samfélaginu öllu til hagsbóta.

### Aðrar tillögur: Gjaldmiðlaáhætta

Ekki eru lagðar til breytingar á kröfum um gjaldmiðlaáhættu lífeyrissjóðanna, enda liggur þegar fyrir að lágmark eigna lífeyrissjóðs í innlendum gjaldmiðli verði lækkað í skrefum í 35% árið 2035. Kauphöllin telur aftur á móti að skoða megi hvernig gjaldmiðlaáhætta sé skilgreind í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.

Seðlabankinn hefur birt afstöðu sína til þess hvernig túlka beri umrædda skilgreiningu, sem byggir á 36. gr. d. í lögum um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, í 4. útgáfu Spurt og svarað um lífeyrissjóði og vörsluaðila séreignasparnaðar<sup>1</sup>. Ákvæðið sjálf fjallar um gjaldmiðlaáhættu og kveður á um að lífeyrissjóður skuli takmarka gjaldmiðlaáhættu sína með því að tryggja að lágmarki 45,5% [árið 2026] af heildareignum sjóðs séu í sama gjaldmiðli og skuldbindingar hans. Í túlkun Seðlabankans kemur eftirfarandi fram:

*„Í því skyni að tryggja að umrætt lagaákvæði nái markmiði sínu telur Fjármálaeftirlitið brýnt að upplýsingar um sundurliðun fjárfestinga séu bókfærðar í sama gjaldmiðli og viðkomandi fjármálagerningur er gefinn út í. Af því leiðir að lífeyrissjóðir skulu skrá hlutafé í þeim gjaldmiðli sem ákvarðaður er í samræmi við samþykktir viðkomandi hlutafélags.“*

Kauphöllin hefur verið ósammála framangreindri túlkun Seðlabankans og telur hana ekki samræmast markmiði ákvæðisins. Túlkunin byggir á því að lífeyrisjóðir skrái eignir í þeim gjaldmiðli sem útgefandi ákvarðar í samþykktum, sem í raun bókhaldsleg breyta, fremur en að taka mið af raunverulegri gjaldmiðlaáhættu.

Sem dæmi má nefna er hlutafé Embla Medical (áður Össur) skráð í íslenskum krónum í samþykktum félagsins. Lífeyrissjóður ætti því að bókfæra eign sína í félaginu í íslenskum krónum. Félagið er aftur á móti einungis skráð í Nasdaq Copenhagen kauphöllina í Danmörku og fara viðskipti með hlutabréf þess fram í dönskum krónum.

Á hinn bóginn er hlutafé Alvotech skráð í bandaríkjadollar í samþykktum félagsins. Lífeyrissjóðir ættu því að bóka eign sína í félaginu í bandaríkjadollar. Alvotech er m.a. skráð í íslensku kauphöllina (Nasdaq Iceland)<sup>2</sup> þar sem viðskipti með hlutabréf þess fara fram í íslenskum krónum.

Ef lífeyrissjóður þarf að selja hluti í Embla Medical til að greiða út lífeyri fær hann afhentar danskar krónur og er því útsettur fyrir gjaldmiðlaáhættu. Ef lífeyrissjóður þarf aftur á móti að selja hluti í Alvotech af sömu ástæðu getur hann gert það í gegnum íslensku Kauphöllina og fengið afhentar íslenskar krónur. Það liggur því í augum uppi að hann ber takmarkaðri gjaldmiðlaáhættu af félagi sem er skráð í íslensku Kauphöllina en félagi sem skráð í erlenda kauphöll og gengur kaupum og sölum í erlendri mynt, óháð þeim gjaldmiðli sem tilgreindur er í samþykktum félagsins.

Samkvæmt heimildum Kauphallarinnar hefur þessu verið komið á framfæri við Seðlabankann en að svörin hafi verið á þá leið að Seðlabankinn teldi sig ekki hafa lagalegar heimildir til að breyta túlkun sinni. Kauphöllin leggur því til að gerðar verði breytingar á 36. gr. d. í lögnum svo kröfurnar

<sup>1</sup> [https://sedlabanki.is/library/log-og-reglur/spurt-og-svarad-tulkanir/Spurt\\_og\\_svarad\\_Lifeyrissjodir\\_sereignarsparnadur.pdf](https://sedlabanki.is/library/log-og-reglur/spurt-og-svarad-tulkanir/Spurt_og_svarad_Lifeyrissjodir_sereignarsparnadur.pdf)

<sup>2</sup> Félagið er einnig skráð á Nasdaq í Bandaríkjunum og Nasdaq Stockholm.

endurspegli betur raunverulega gjaldmiðlaáhættu lífeyrissjóðanna, annað hvort með því að gera þeim kleift að beita skynsemisreglunni við mat á gjaldmiðli fjárfestingar eða með því að tilgreina sérstaklega að horfa megi til þess gjaldmiðils sem notaður er í viðskiptum með viðkomandi eignir, ef þær eru skráðar á skipulegan markað eða markaðstorg fjármálagerninga.

**Tillögur:**

- Breyta 36. gr. d. laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, þannig að tekin verði af öll tvímæli um að eignir sem skráðar eru á skipulegan markaði eða markaðstorg fjármálagerninga megi bókfæra í þeim gjaldmiðli sem viðskipti með eignirnar fara fram í á viðkomandi markaði.

**Aðrar tillögur: Ráðstöfun viðbótarlífeyrissparnaðar**

Í aformaskjalinu kemur fram að lífeyrissjóðirnir fari samanlagt með um 30% af markaðsvirði hlutabréfa sem skráð eru á Aðalmarkaði Kauphallarinnar. Þetta er í sjálfu sér rétt. Hins vegar ef dregnir eru frá hlutir í tvískráðum félögum sem eru í vörslu erlendis og einungis litið til hluta sem eru í vörslu á Íslandi, og ganga kaupum og sölum á íslenska markaðnum, er eignarhlutdeild lífeyrissjóðanna enn hærrí eða 44% (miðað við 30.9.2025). Mikil fjárfesting lífeyrissjóða á íslenska hlutabréfamarkaðnum hefur verið ómetanleg fyrir uppbyggingu markaðarins og fjármögnunarumhverfi íslensks atvinnulífs. Hún hefur jafnframt þjónað hagsmunum lífeyrissjóðanna með aðgengi að öflugum og seljanlegum fjárfestingarkostum. Að sama skapi þýðir há eignarhlutdeild lífeyrissjóðanna að fáir aðilar stýra háu hlutfalli fjármagns á markaðnum og verðmyndun er því ekki eins virk og ef fleiri og fjölbreyttari fjárfestar kæmu að borðinu. Með sameiningum lífeyrissjóða mun röddunum enn fækka.

Kauphöllin telur brýnt að bregðast við þessu ástandi með því að leyfa einstaklingum að fjárfesta sjálfir viðbótarlífeyrissparnaði sínum. Þar mætti líta til sænskrar fyrirmyndar en í Svíþjóð geta einstaklingar valið að fjárfesta hluta lífeyrissparnaðar síns í fjölbreytilegum verðbréfasjóðum í stýringu mismunandi eignastýringarfyrirtækja. Slík aðgerð myndi styrkja seljanleika og verðmyndun á hlutabréfamarkaðnum, atvinnulífinu og fjárfestum, þ.m.t. lífeyrissjóðum, til hagsbóta. Virkari markaður hvetur félög einnig til skráningar og því er líklegt að skráðum innlendum fjárfestingarkostum fyrir lífeyrissjóðina og aðra fjárfesta myndi fjölga.

**Tillögur:**

- Að sjóðfélögum lífeyrissjóða verði heimilt að stýra sjálfir fjárfestingu viðbótarlífeyrissparnaðar.

Kauphöllin er reiðubúin til áframhaldandi samráðs og samstarfs við stjórnvöld um málið.

Virðingarfyllst,



Baldur Thorlacius,  
Framkvæmdastjóri skráninga hjá Nasdaq Iceland.