



Þjóðarspegilinn 2011

# RANNSÓKNIR Í FÉLAGSVÍSINDUM XII

Viðskiptafræðideild

Erindi flutt á ráðstefnu í október 2011

Ritstjóri  
Ingjaldur Hannibalsson

Félagsvísindastofnun Háskóla Íslands



HÁSKÓLI ÍSLANDS

# Eignarhaldsfélög og markaðsmisnotkun í aðdraganda hruns fjármálakerfis

Villhjálmur Bjarnason

*Í draumi sérhvers manns er fall hans falit.  
Þú ferðast gegnum dimman kynjaskóg  
af blekkingum, sem brjóst þitt hefur alið  
á bak við veruleikans köldu ró.*

*Steinn Steinarr*

Þegar liðin eru þrjú ár frá hruni íslenska fjármálakerfisins er vert að horfa til baka og huga að því hvort til hafi verið einhverjar augljósar vísbendingar um að ekki væri allt með felldu í fjármálakerfinu. Umræður um ástæður fyrir hruni fjármálakerfisins hafa um margt einkennst af deilum um peningamálastefnu Seðlabanka Íslands og stýritæki bankans, sem eru fyrst og fremst stýrivextir (*policy rate*) og bindiskylda (*reserve requirements*). Bindiskylda hefur oft verið ruglað saman við kröfu um laust fé (*liquidity requirement*). Í þessari grein verður ekki fjallað um bindiskyldu þar sem umfjöllun um bindiskyldu í kennslubókum um fjármálastofnanir og fjármálamarkaði er lítil og er ekki talin mikilvæg fyrir rekstur fjármálafyrirtækis.

Að lokum var það skortur á lausu fé sem varð íslenskum bönkum að falli. Það voru engar vísbendingar um að íslensku bankana skorti laust fé í erlendri mynt þegar milliuppgjör eftir annan ársfjórðung voru birt í lok júlí 2008. Í enskri fréttatilkynningu, sem fylgdi með uppgjöri Glitnis banka hf. þann 1.08.2008, var „*liquidity position*“ sögð vera 8,1 milljarðar evra (Glitnir banki hf, 2008). Í íslensku afkomutilkynningunni segir í fyrirsögn, „Hagnaður samstæðu fyrir skatta 15,4 milljarðar á fyrra helmingi ársins. Hagnaður færður yfir eigið fé 40 milljarðar fyrir skatta. Sterk lausafjárstaða 8,1 milljarður evra.“ Við fall bankanna kom fram að verulega skorti á gjaldhæfi (*solvency*), þ.e. að eignir samkvæmt efnahagsreikningi bankanna væru til, sem gefur fulla ástæðu til að ætla að hagnaður á fyrra árshelmingi hafi ekki verið sá sem upp var gefinn í milliuppgjörinu. Afkoma annarra banka á fyrri hluta árs 2008 var svipuð. Þar með skorti á rekstrarhæfi bankanna. Leiða má rök að því að hægt sé að dylja skort á gjaldhæfi þegar fjármálafyrirtæki hafa greiðan aðgang að lausu fé með innstreymi innlána og lántökum á skuldabréfamarkaði. Má vera ljóst að stjórnvöldum var vandi á höndum með þessi milliuppgjör og endurskoðuð ársuppgjör fyrir árið 2007 í höndum án athugasemda.

## Rýmkandi lögskýring

Rekstur fjármálafyrirtækja er bundinn mjög ströngum lögum. Löggjöf á sviði fjármálamarkaðar hefur þróast í takt við starfsemi á markaðnum og tekur mið af reynslu og þörf. Með rýmkandi lögskýringu er átt við að reglur eru túlkaðar að þörfum fjármálafyrirtækis til að auka á arðsemi þess en jafnframt að auka á áhættu í rekstri þess. Í gildandi lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, kemur orðið áhætta fyrir í einhverju sambandi 61 sinni. Áhættustýring og áhættugreining eru grundvallarþættir í starfsemi fjármálafyrirtækja. Á sama hátt kemur orðið endurskoðun 45 sinnum fyrir í einhverju sambandi í lögum um hlutafélög nr. 2/1995. Fjármálafyrirtæki eru starfrækt samkvæmt hlutafélagalögum. Í ljósi þess að um strangar og ítarlegar reglur er að ræða er óhætt að álykta að bankakerfi hrynur ekki af sjálfu sér.

Hér verður vikið að rýmkandi lögskýringu þar sem form var talið uppfyllt en horft fram hjá eðli fjármálagjörninga. Með því að fjalla ekki um eðli fjármálagjörninga var ekki greint á hvern hátt fullnusta vegna veðkalla hafði áhrif á efnahagsreikning fjármálafyrirtækis og reglur um eiginfjárkröfur.

## Greiðsluhæfi og gjaldhæfi fjármálafyrirtækja

Birtingarmynd erfiðleika í rekstri fjármálafyrirtækja felst í getu banka til að standa við skuldbindingar í bráð. Svo fremi að fjármálafyrirtæki geti staðið við greiðslur þá reynir ekki á gjaldhæfi þess. Svo virðist sem í skýrslum og gögnum með upplýsingum um laust fé hjá fjármálafyrirtækjum hafi laust fé verið ofmetið. Þar hafi opnum en afturkallanlegum lánalínum verið gefið sama vægi og lausu fé á reikningum. Því virðist greiður aðgangur íslenskra fjármálafyrirtækja að lausu fé hafa dulið sýn á að fjármálafyrirtækin voru ekki gjaldhæf.

## Trúnaður og traust

Starfsemi fjármálafyrirtækja er hluti af innviðum iðnaðar- og þjónustusamfélags. Fjármálastofnanir veita þjónustu sem felst í miðlun peninga en þær framleiða ekki ápreifanlega vöru. Eignir fjármálastofnana eru að mestu leyti lögvarðar kröfur, þar sem mótaðili er greiðandi kröfunnar. Hin lögvarða krafa byggist á greiðslum og væntum fjárhagslegum ávinningi í framtíðinni.

Lykilorð um starfsemi fjármálafyrirtækja er traust. Innistæðueigendur taka ekki tryggingar hjá bankanum þegar þeir leggja fé sitt inn en þeir eiga rétt á að bankinn haldi þannig á málum að hann sé jafnan fær um að standa við skuldbindingar sínar gagnvart þeim. Án trausts á því mundi enginn leggja fé í banka. Að auki er það lykilatriði að fjármálafyrirtæki viðhafi trúnað gagnvart viðskiptavinum sínum í starfsemi sinni. Í lögum um fjármálafyrirtæki (nr. 161/2002) er fjallað um trúnað:

- 58. gr. Þagnarskylda.  
Stjórnarmenn fjármálafyrirtækis, framkvæmdastjórar, endurskoðendur, starfsmenn og hverjir þeir sem taka að sér verk í þágu fyrirtækisins eru bundnir þagnarskyldu um allt það sem þeir fá vitneskju um við framkvæmd starfa síns og varðar viðskipta- eða einkamálefni viðskiptamanna þess, nema skylt sé að veita upplýsingar samkvæmt lögum. Þagnarskyldan helst þótt látið sé af starfi.  
Sá sem veitir viðtöku upplýsingum af því tagi sem um getur í 1. mgr. er bundinn þagnarskyldu með sama hætti og þar greinir. Sá aðili sem veitir upplýsingar skal áminna viðtakanda um þagnarskylduna.

Þagnarskylda nær ekki til ólöglegar starfsemi innan fjármálafyrirtækja. Trúnaður og þagnarskylda hefur ekki þann tilgang að hylma yfir með lögbrotum, sbr. fyrirmæli í lögum nr. 64/2006 um aðgerðir gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka. Trúnaður og traust er ekki aðeins gagnvart viðskiptavinum, heldur ekki síður gagnvart eigendum, hluthöfum. Þar sem hluthafar eru misjafnlega virkir, t.d. vegna mismunandi stærðar, þá leiðir það til þess að stjórnarforysta verður í höndum stórra hluthafa og óháðra stjórnarmanna, sem oftast en ekki eru fulltrúar stórra hluthafa. „óháðir stjórnarmenn“ í íslenskum fjármálafyrirtækjum hafa í nokkrum tilfellum verið starfandi lögmenn með sérþekkingu í félagarétt. Þannig var það í Glitni banka hf. og Kaupþingi banka hf. Telja má að vera starfandi lögmenn, sem taldir voru hafa þekkingu á félagarétti, hafi átt að auka á traust á stjórn fjármálafyrirtækisins, en þar með er ekki sagt að þekking lögmennanna hafi náð til áhættustýringar.

## Hrakval (adverse selection)

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010) er fjallað um sókn fjármálafyrirtækja á markaði þar sem ríkir samkeppni og viðskipti eru bundin í grónum viðskiptasamböndum. Lýsingin fellur mjög að því sem kalla má hrakval, þ.e. þeir sem koma til viðskipta í nýjum banka eru þeir sem gróin fyrirtæki hafa ekki áhuga á, en „viðskiptavinirnir“ telja sig hafa himin höndum tekið þegar hin nýja fjármálastofnun hefur störf. Eðli málsins samkvæmt er hátt álag eðlilegt í viðskiptunum, en það hefur í för með sér þolanlega afkomu án þess að vextir, hvað þá höfuðstóll, komi til greiðslu. Vanskil verða ekki sýnileg en afkoma góð, án þess að skila sér í fjárstreymi (*cash flow*). Vísbendingar um hrakval fjármálafyrirtækja komu fram í viðtali við Robert Tchenguiz í tímaritinu Frjáls verslun í ágúst 2007 (Sigrún Davíðsdóttir, 2007).

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis er fjallað útlánavöxt og hrakval bankakerfisins:

- „Eins og kom fram var þó vöxturinn mestur til erlendra aðila. Útrás banka og þar með sókn á nýja markaði felur í sér aukna samkeppni á hinum nýja markaði. Bankarnir hófu samkeppni, einkum í Bretlandi og Lúxemborg, og fólst vöxtur þeirra að mestu leyti í aukinni útlánastarfsemi, þ.e. ekki með því að kaupa fyrirliggjandi útlánasafn með yfirtöku erlends banka. Reyndar hófu sér í lagi Kaupþing og Landsbanki innreið sína á breskan markað með kaupum á þarlendum bönkum. Hins vegar var vöxturinn mestur eftir þau kaup og í tilviki Landsbankans var stærstur hluti vaxtarins í eigin nafni. Í þeim löndum þar sem bankarnir hösluðu sér völl var hörd samkeppni fyrir. Til að verða sér úti um viðskiptavinum á þeim markaði þarf að bjóða í viðskiptavinum sem þegar eru í viðskiptum við banka sem fyrir eru á markaðnum. Slíkt leiðir til þess að samkeppnisáðilarnir bregðast við með því að bjóða sínum gömlu og góðu viðskiptavinum enn betri kjör. Í tilviki íslensku bankanna eru líkur á að þeir sem ekki höfðu fengið fyrirgreiðslu áður á markaðnum hafi því orðið hinir nýju viðskiptavinir íslensku (innrásar) bankanna. Almennt eru ekki líkur á að það stöðvi lánsúmsækjanda sem hefur fengið höfnun í einum banka að sækja um í þeim næsta. Nýir bankar sem hefja samkeppni á grónum markaði taka við slíkum viðskiptavinum og útlánagæði bankakerfisins í því landi minnka.“ (bls. 95; sjá einnig Schaffer, 1998 og de Hass og van Lelyveld, 2006).

## Starfsheimildir fjármálafyrirtækja

Fjármálafyrirtæki breyta formi peningalegra eigna þannig að hinar lögvörðu kröfur sem myndast við umbreytinguna verða eftirsóknarverðar fyrir aðila á fjármálamarkaði.

Fjármálafyrirtæki stunda umbreytingarstarfsemi, þau kaupa og selja öðrum fjármálafyrirtækjum lögvarðar kröfur, jafnt fyrir sig og viðskiptavinum sína. Í viðskiptum fyrir viðskiptavinum kann að fylgja ráðgjöf. Í slíkum viðskiptum ber fjármálafyrirtæki að sýna viðskiptavinum fullan trúnað á þann veg að gæta hagsmuna hans á sama veg og gætt er hagsmuna fjármálafyrirtækisins sjálfs.

Í 20. grein laga nr. 161/ 2002 um fjármálafyrirtæki eru taldar upp starfsheimildir fjármálafyrirtækja í 14 tölulíðum og að auki eru tveggja töluliða nánar getið í staflíðum um frekari starfsheimildir. Í 21. grein laganna er nánar tilgreint um heimildir til þjónustustarfsemi og hliðarstarfsemi sem lúta að fjármálastarfsemi.

Í 22. grein laganna eru fjármálafyrirtækjum settar skorður um eignarhald og aðkomu að öðrum atvinnurekstri. Lagagreinin er svohljóðandi með fyrirögn:



- „22. gr. Tímabundin starfsemi og yfirtaka eigna. Viðskiptabönkum, sparisjóðum og lánaþyrirtækjum er því aðeins heimilt að stunda aðra starfsemi en þá sem um getur í þessum kafla að það sé tímabundið og í þeim tilgangi að ljúka viðskiptum eða til að endurskipuleggja starfsemi viðskiptaaðila.“

Í Bandaríkjunum hafa iðnfyrirtæki haldið fjármálastarfsemi fyrir utan meginstarfsemi sína með því að stofna sérstök fjármálaþyrirtæki um fjármálatengd verkefni. Nægir þar að nefna eftirfarandi:

- General Electric Capital Corporation, Inc., GECC, stundar lána- og leigustarfsemi sem tengist framleiðsluvörum móðurþyrirtækisins. GECC er einn stærsti eigandi flugvélahreyfla í veröldinni.
- Boeing Capital Corporation, Inc., BCC, stundar lána- og leigustarfsemi, sem tengist framleiðsluvörum móðurþyrirtækisins.
- General Motors Acceptance Corporation, Inc., GMAC, var stofnað til að fjármagna lána- og leigusamninga vegna sölu á framleiðsluvörum móðurfélagsins. GMAC er núna hluti af Ally Financial, Inc.

Þessi aðdragandi er nauðsynleg undirstaða til að fjalla um hvort Landsbanka Íslands hf. var heimilt að kaupa hlut í Hf. Eimskipafélagi Íslands í viðskiptum 17.-18. september 2003 á grundvelli laga um fjármálaþyrirtæki. Það er álit greinarhöfundar að svo hafi ekki verið þar sem slíkt eignarhald samrýmdist ekki 22. grein laga um fjármálaþyrirtæki þar sem eignarhaldið var ekki komið til vegna fullnustu á vanskilum. Í þeirri uppstokkun sem varð á eignarhaldi í íslensku atvinnulífi þessa daga í september 2003 og í aðkomu fjármálaþyrirtækja að þeim viðskiptum voru fyrstu vísbendingar um að hlutir væru að fara alvarlega úrskaiðis á fjármálamarkaði. Þar voru ýmsar greinar hlutafélagalaga um jafnræði hluthafa ekki virtar, auk þess sem fjármálaþyrirtæki fóru út fyrir starfsheimildir sínar, þar sem kaup Landsbankans á Hf. Eimskipafélagi Íslands var ekki fullnustuaðgerð skv. 22. gr. laga um fjármálaþyrirtæki. Stjórnendur túlkuðu ákvæði 22. gr. laganna afar frjálslega og á þann hátt að fjármálastofnun væri heimil hvers kyns endurskipulagning á þyrirtækjum og viku jafnframt til hliðar hvers kyns óskráðum reglum um „trúnaðarsamband“ fjármálaþyrirtækis og viðskiptavinar. Ákvæði 22. gr. voru sett til að halda rekstraráhættu viðskiptavina utan við áhættustýringu fjármálaþyrirtækjanna, þannig að fjármálaþyrirtækið þurfti aðeins að huga að greiðslufallsáhættu viðskiptavinarins.

Í áðurnefndum viðskiptum 17.-18. september 2003 koma einnig til álita ýmis atriði í hlutafélagalögum, þ.e. ákvæði um jafnræði hluthafa og vernd minnihluta. Þegar til átti að taka þá voru það aðeins hluthafarnir sjálfir sem gátu beitt sér til varnar, því að hvorki Kauphöllin né Fjármálaeftirlitið töldu að þeim bæri eftirlit með framkvæmd hlutfélagalaga í þyrirtækjum, sem skráð eru í Kauphöllinni. Stjórnvöldu skulu huga að þessum þætti.

Í kjölfar fyrrnefndrar uppstokkunar í viðskiptum 17.-18. september 2003 hófst ferli rýmkandi lögskýringa, sem leiddi til þess sem varð í október 2008 og nefnt er hrún á fjármálamarkaði.

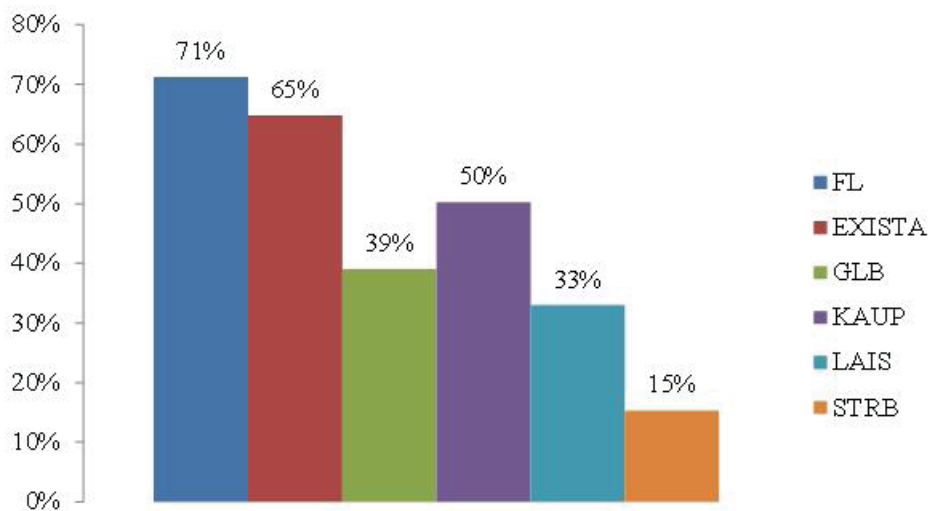
## Kröfur um eigið fé

Í lögum nr. 161/2002 um fjármálaþyrirtæki er fjallað um eigið fé 18 sinnum. Í reglugerð nr. 215/2007 er nánar gerð grein fyrir eiginfjárkröfum fjármálaþyrirtækja. Í daglegu tali er rætt um CAD (Capital Adequacy Directive) reglur og Basel reglur. Meginefni þessara reglna er um áhættuskuldbindingar og lágmark eigin fjár miðað við áhættugrunn.

Í X. kafla laga um fjármálafyrirtæki er fjallað um eigið fé og skilgreiningu á eigin fé. Samandregið má segja:

- Eigið fé er sú fjárhæð sem fjármálastofnun getur tapað en átt fyrir skuldum, m.ö.o. eignir að frádregnum skuldum.
- Eigið fé fjármálastofnana getur aðeins komið fram á einum stað í fjármálakerfinu. Því eru eignarhlutir í öðrum fjármálafyrirtækjum dregnir frá eigin fé fjármálafyrirtækisins.

Með því að veita lán til kaupa á hlutafé í eigin banka og taka hin nýju hlutabréf að veði með beinni veðtöku eða veðkvöð (*negative pledge*) er „eigið fé“ fé bankans vissulega aukið en tapþol er ekkert vegna þess að veðið rýrnar vegna verðbreytinga á hlutabréfunum. Um skilmála á lánnum bankanna til hlutabréfakaupa segir í skýrslu rannsóknarnefndarinnar:



**Mynd 1. Handveð tekin af stóru bönkunum þremur. Hlutfall af útistandandi hlutabréfum félags þann 30.9.2008 (Páll Hreinsson o.fl., 2010, bls. 107)**

- „Eignarhlutirnir reyndust í hæsta máta illseljanlegir. Bankarnir höfðu yfirleitt tryggt fjármögnun með föstum eingreiðslulánum (kúlulán). Það nægði þó ekki. Lánin varð að framlengja. Aftur og aftur. Mjög lítil veltuhraði var á útlánum bankanna. Þessar aðstæður juku fjármögnunarerfiðleika þeirra” (Páll Hreinsson o.fl., 2010, bls. 317).

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis segir um veðtökur þriggja viðskiptabanka:

- „Rannsóknarnefnd Alþingis telur Kaupþing hafa farið út fyrir það sem eðlilegt getur talist í því að taka veð í eigin bréfum. Bankinn var kominn með veð langt umfram 10% hámarkið sem sett er fram í hlutafélagalögum. Þá telur nefndin það mjög óheppilegt að bankinn hafi tekið veð í meira en helmingi hlutabréfa stærsta eiganda síns, Exista, þar sem slíkt hefur í raun samsvarandi áhrif og að taka veð í eigin bréfum eins og rökstutt er í kafla 8.5.6. Nefndin telur einnig að hinir bankarnir tveir, Landsbanki og Glitnir, hafi farið umfram 10% veðsetningarmörk eigin bréfa á árinu 2008.

Rannsóknarnefnd Alþingis telur það hafa verið óheppilegt hversu hátt hlutfall hlutabréfa bankanna og eigenda þeirra var veðsett. Milli helmingur og þriðjungur í bréfum bankanna voru veðsett og yfir tveir þriðju bréfa stærstu eigenda Glitnis og Kaupþings, þ.e. FL Group og Exista. Þetta hafi veikt getu íslenska fjármálakerfisins til þess að standa af sér áföll og myndað sterkan hvata fyrir bankana að reyna að halda uppi verði hlutabréfanna.“ (Páll Hreinsson o.fl.,2010, bls. 106-107).

Tilvitnuð grein hlutafélagalaganna er 54. gr:

1. Hlutafélag má ekki gegn endurgjaldi eignast eigin hluti með kaupum eða fá þá að veði ef nafnverð samantlagðra hluta, sem félagið og dótturfélög þess eiga í félaginu, er meira en eða mun verða meira en 10% af hlutafénu. Með skal telja hluti sem þriðji aðili hefur eignast í eigin nafni en fyrir reikning félagsins. Hluti getur félag aðeins eignast samkvæmt heimild hluthafafundar til handa félagsstjórn. Heimildin verður aðeins veitt tímabundið og ekki til lengri tíma en fimm ára.

Í 55. grein hlutafélagalanna er því kveðið á með skýrum hætti hver eru takmörk eigin hlutabréfa og eigin hluta teknum að veði hjá fjármálastofnun. Eignarhaldsfélög um hlutina geta ekki rofið mat á eignarhlutum. Athyglisvert er að greinin gerir ekki greinarmun á eign eða hlutum að veði. Álykta verður að einnig sé átt við hluti, sem á hvílir veðkvöð, því að veðkall hefur sömu áhrif þar sem um óbeina veðsetningu er að ræða.

Með öflun eigin hluta fara fjármunir úr hlutafélaginu. Það á jafnt við um fjármálafyrirtæki sem önnur fyrirtæki. Það að selja hlutina aftur með lánveitingu gegn veði í hlutabréfunum, breytir þar engu um. Vegna sérstakra ákvæða um eiginfjárkröfur fjármálafyrirtækja ber að viðhafa sérstaka varúð. Sú varúðarskylda hvílir á stjórnendum, stjórnarmönnum, endurskoðendum og eftirlitsaðilum. Í fræðiritum er fjallað um að öflun eigin hluta geti verið varasöm (Stefán Már Stefánsson, 2006).

Þar eru meðal annars nefnd eftirtalin atriði:

- Öflun eigin hluta er leið til að fara í kringum ákvæði um lækun hlutafjár og mismunar hluthöfum, þar sem sumir fá greitt en aðrir ekki.
- Öflun eigin hluta kemur niður á kröfuhöfum þar sem þeir eiga rétt frammar hluthöfum.
- Reglan er sett í samræmi við meginreglu um jafnan rétt hluthafa. Reglan er því sett til að auka minnihlutavernd í hlutafélögum. Með öflun eigin hluta getur félagið haft óeðlileg áhrif á verðlagningu eigin hluta, sem í félögum, sem eru skráð í kauphöll, leiðir til markaðsmisnotkunar, stundum á grundvelli innherjaupplýsinga.
- Öflun eigin hluta getur leitt til þess að stjórn félags fái óeðlilega mikil völd í félagi og fengið þannig óeðlileg áhrif um málefni sem varða eftirlits- og boðvald, eins og kosningu hennar sjálfrar og val á endurskoðendum.

Það að félag hafi gagn af því að eiga eigin hlutabréf vegna hugsanlegra viðskipta í sameiningum og yfirtökum er marklaust, því að félag á þess ávallt kost að auka hlutafé sitt. Það er aðeins við sérstakar aðstæður þegar félag á of mikið lausafé og framtíðartekjur eru tryggar til að gæta hagsmuna kröfuhafa að öflun eigin hluta kann að vera réttlætanager. Annar kostur í þeirri stöðu er að sjálfsgöðu að greiða hluthöfum arð. Það er einungis við afmarkaðar aðstæður þar sem að hlutafélag kann að hafa gagn af eign í eigin hlutabréfum, en það á alls ekki við þegar fjármálafyrirtæki eru að berjast við

skort á lausu fé til að viðhalda starfsemi sinni.

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis segir enn fremur:

- „Umfangsmikil endurkaup eigin hlutabréfa

Allir bankarnir þrír notuðu sérstaklega óheilbrigðar aðferðir sem fólust í að veita lánsfjármögnun til kaupa á eigin hlutabréfum gegn veðum í bréfunum sjálfum. Lán fyrir kaupum eigin bréfa gegn veði í þeim varð eftir október 2007 þannig að formi og umfangi að gera má ráð fyrir að hafi brotið gegn lögum. Í raun og veru rýrðu bankarnir hlutafé sitt án þess að það kæmi nokkurs staðar fram í bókum þeirra. Og án þess að það hefði verið lagt fyrir, eða samþykkt, af aðalfundi. Ekki er ljóst hvers vegna sama gagnrýnisverða framkvæmdin komst á hjá öllum bönkunum þremur. Líklega hafa menn viljað styrkja gengi hlutabréfanna. En það er nú einu sinni ekki hlutverk félags sem gefur út hlutabréf að ákveða gengi þeirra – heldur hlutabréfamarkaðarins. Augljóst er að bankarnir lentu í víthring þegar þeir hófu að fjármagna kaup á eigin hlutabréfum hjá viðskiptavinum sem skorti bæði greiðslugetu og -vilja. Bankarnir sáu sig knúna til að vernda virði trygginga sinna – sinna eigin hlutabréfa.

Ekki er ljóst hvernig þessi keðjuverkun hófst – hvað það var sem kveikti þennan áhuga bankanna á gengi hlutabréfa þeirra. En það er líklega ágætis ágiskun að hinar fáránlegu valréttaraðferðir hafi valdið þeirri óeðlilegu athygli sem gengi hlutabréfanna fékk. Hin útbreidda aðferð að gera starfsmenn að stórum hluthöfum í bönkunum með því að lána fyrir því, bjó til óheilbrigð gagnkvæm tengsl.

Allir flæktust þar inn í. Í slíku umhverfi verða ekki margir til að benda á keisarann”  
(Páll Hreinsson, o.fl., 2010, bls. 317-318).

Það kom fram í yfirheyrslu yfir stjórnarmönnum Glitnis banka hf. hjá dómara í Héraðsdómi Reykjavíkur, þar sem stjórnarmönnum var stefnt vegna kaupa Glitnis banka hf. á hlutabréfum fráfarandi bankastjóra, að tilgangur bankans með kaupum á hlutabréfunum var að koma í veg fyrir verðfall á hlutabréfum í bankanum, þ.e. fyrir lájtning stjórnarmanna á markaðsmisnotkun (Hrd. nr. 228/2009).

- „Hin mikla hlutdeild eignarhaldsfélaga er athyglisverð. Lán til eignarhaldsfélaga eru ekki tryggð með traustum rekstri heldur eru verðbréf uppistaðan í eignum þeirra, oft hlutabréf. Líta má svo á að lán til eignarhaldsfélags, sem á hlutabréf í tilteknu hlutafélagi, sé svipað víkjandi láni til hlutafélagsins.

Þetta er vegna þess að ef umrætt hlutafélag lendir í erfiðleikum eru það lánardrottinnar félags sem fá fyrst greitt en síðan hluthafar og þar með lánardrottinnar eignarhaldsfélagsins. Markaðsáhætta vegna undirliggjandi eigna eignarhaldsfélags sem lánað er til er því mikil nema eignasafn eignarhaldsfélagsins sé mjög vel dreift eða að félagið sé mjög sterkt með hátt eiginfjárlutfall.

Lágt eiginfjárlutfall og hærri hlutfall óáþreifanlegra eigna fyrirtækja eru meðal þeirra þátta sem spá með tölfraðilega marktækum hætti fyrir um lágt innheimtuhlutfall lána. Þorri eignarhaldsfélaga á Íslandi sem stofnuð voru á árunum 2004–2007 getur flokkast undir hvort tveggja, sjá viðauka 2 við skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um rannsókn á krosseignatengslum “ (Páll Hreinsson, o.fl., 2010, bls. 95).

Hér segja skýrsluhöfundar einfaldlega um lán eignarhaldsfélaga að lánin séu víkjandi lán til hins undirliggjandi félags. Þá má útskýra það betur með því að huga að hvaða áhrif árangurslaust veðkall lánveitanda, sem leiðir til yfirtöku veðs, hefur á efnahagsreikning lánveitandans, þ.e. bankans. Þar sem bankinn þarf að yfirtaka eigin hlutabréf kemur það beint til lækkunar á eigin fé bankans og þar með er vegið að starfsgrundvelli hans vegna eiginfjárreglna. Með því að banki þarf að yfirtaka hlutabréf í öðrum banka, kemur sú eign einnig til frádráttar frá eigin fé bankans þar sem sú eign telst til eigin fjár hins



bankans. Hér er vísað til X. kafla laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002:

- „85. gr. Frádráttur frá eigin fé.

Frá eiginfjárgrunni skv. 4. mgr. 84. gr. skal draga bókfært virði á eignarhlutum og víkjandi kröfum í öðrum fjármálafyrirtækjum eða fyrirtækjum tengdum fjármálasviði.

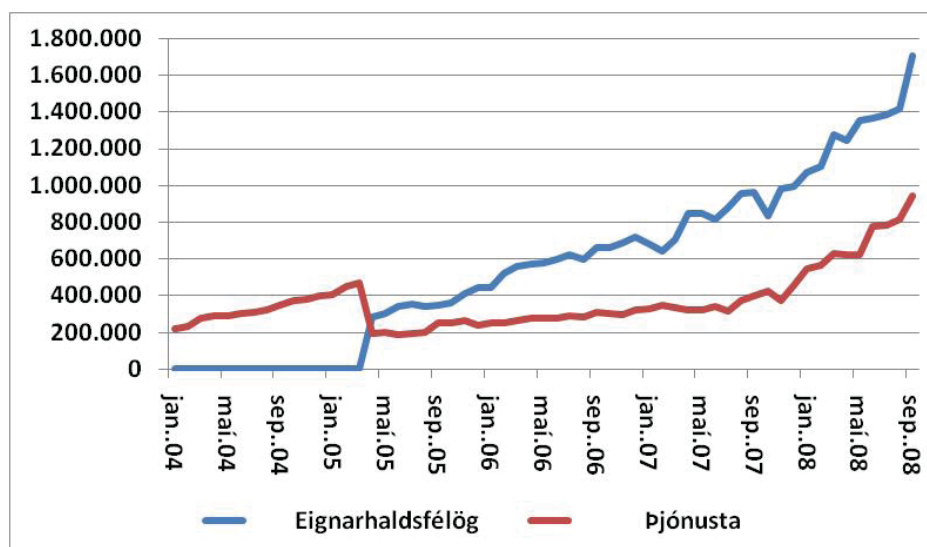
Þegar fjárfesting í hlutum í öðru fjármálafyrirtæki, fyrirtæki tengdu fjármálasviði, váttryggingafélagi eða eignarhaldsfélagi á váttryggingasviði er bráðabirgðaráðstöfun og ætluð sem fjárhagsaðstoð við endurskipulagningu eða til bjargar hlutaðeigandi fyrirtæki er Fjármálaeftirlitinu heimilt að veita undanþágu frá ákvæði 1. mgr.

Eignarhlutir og víkjandi kröfur í öðrum fjármálafyrirtækjum eða fyrirtækjum tengdum fjármálasviði, sbr. 1. mgr., eða í váttryggingafélögum eða eignarhaldsfélögum á váttryggingasviði, sbr. 4. mgr., sem reiknast með í samstæðureikningi hlutaðeigandi fjármálafyrirtækis eða við beitingu ákvæða um eftirlit með fjármálasamsteypum, dragast ekki frá eiginfjárgrunni hlutaðeigandi fyrirtækis.

Eignarhlutir og víkjandi kröfur í váttryggingafélögum og eignarhaldsfélögum á váttryggingasviði, svo og liðir sem taldir eru upp í 4. og 5. tölul. 1. mgr. 29. gr. laga nr. 60/1994 og fjármálafyrirtækið á í krafti hlutdeildar í fyrrgreindum félögum, dragast frá skv. 84. gr. Frádrátturinn sem tengist eignarhlutum í váttryggingafélögum takmarkast þó við þá fjárhæð sem samsvarar hlutdeild í lágmarksgjaldþoli viðkomandi váttryggingafélags. Þegar um er að ræða fjármálasamsteypur gilda þó ákvæði 3. mgr. 84. gr. um útreikning á eiginfjárhlutfalli.

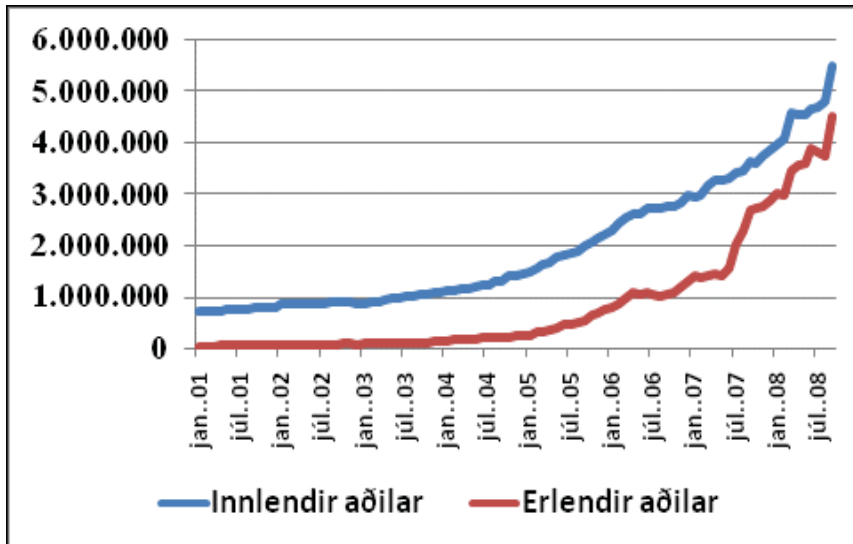
Frá eiginfjárgrunni skv. 84. gr. dragast eignarhlutir í félögum sem eru umfram þau mörk sem greinir í 1. mgr. og 1. másl. 3. mgr. 28. gr.“

Tilgangurinn með þessari grein laganna er að koma í veg fyrir að „eigið fé“ fjármálafyrirtækja sé talið oftar en einu sinni. Með því að færa það til frádráttar við útreikning á eiginfjárgrunni er reiknað með því að það teljist sem eigið fé í síðara fyrirtækinu.



Mynd 2. Útlán íslenskra banka og sparisjóða til eignarhaldsfélaga og þjónustufyrirtækja í milljónum kr (Seðlabanki Íslands, 2011)

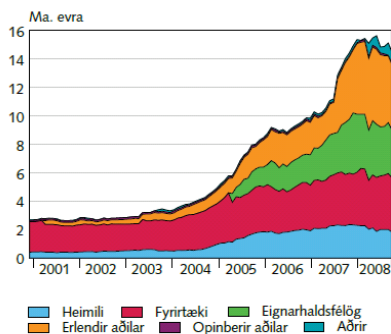
Á þessari Mynd 2 má sjá hvernig útlán til eignarhaldsfélaga aukast skyndilega árið 2005 allt til loka september árið 2008. Einhver hluti af þessari útlánaukningu stafar af hækun gengisbundinna lána til eignarhaldsfélaga. Aukningin er slík að hagfræðideild Seðlabanka Íslands taldi rétt að aðgreina eignarhaldsfélög og þjónustu í mars 2005 til að hafa betri mynd af þróuninni. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis er aldrei fjallað um hvort stjórnendur Seðlabankans hafi íhugað þessa þróun eða lagt mat á hana. Útlán til eignarhaldsfélaga er u.þ.b. þriðjungur af innlendum útlánnum bankakerfisins. Innlend útlán voru u.þ.b. 55% af útlánnum bankakerfisins en erlend útlán voru um 45% af heildarútlánnum (sbr. Stefán Már Stefánsson, 2006).



Mynd 3. Útlán íslenskra banka og sparisjóða til innlendra og erlendra aðila í milljónum kr (Seðlabanki Íslands, 2011)

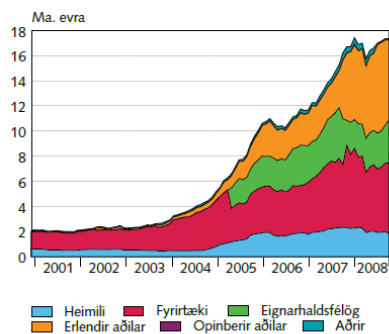
Álitamál er hvort erlend útlán voru í raun erlend útlán, eða hvort þau voru lán til eignarhaldsfélaga í eigu íslenskra fyrirtækja og einstaklinga.

Útlán Glitnis banka hf.  
Flokkuð eftir tegund lántakanda



Heimild: Seðlabanki Íslands.

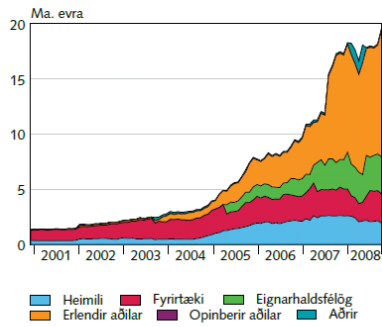
Útlán Landsbanka Íslands hf.  
Flokkuð eftir tegund lántakanda



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán Kaupþings banka hf.

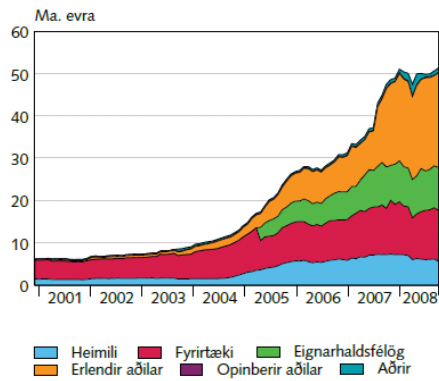
Flokkuð eftir tegund lántakanda



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán stóru bankanna þriggja

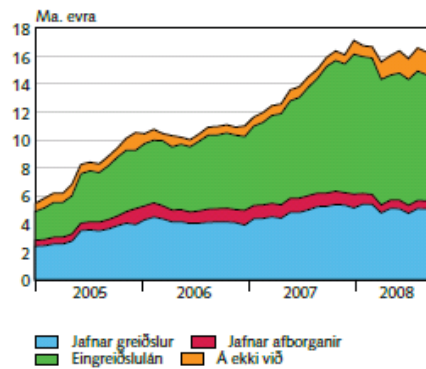
Flokkuð eftir tegund lántakanda



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán Landsbanka Íslands hf.

Flokkuð eftir afborgunarfyrirkomulagi

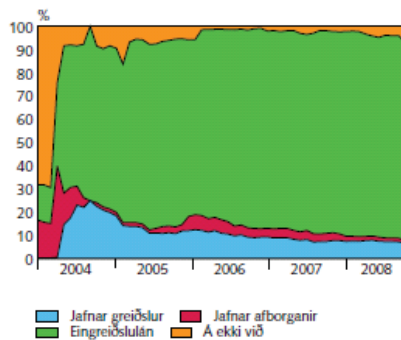


Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Útlán Landsbanka Íslands hf. til íslenskra eignarhaldsfélaga

Flokkuð eftir afborgunarfyrirkomulagi

Hlutfall af heildarútlánnum móðurfélags



Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Myndir á þessari síðu eru teknar úr skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis (Páll Hreinsson, o.fl., 2010, bls. 94-102).

Fjárfestum, hvort heldur stofnanafjárfestum eða einstaklingum, var alls ekki ljóst á hvern veg útlán fjármálafyrirtækja höfðu þróast á 5 árum. Þeir höfðu ekki aðgang að frumgögnum í fjármálafyrirtækjunum. Útlánaþróun einkenndist af nokkrum þáttum:

- Lán til eignarhaldsfélaga. Afrakstur af framleiðslu stóð ekki undir endurgreiðslu lána, heldur aðeins væntanlegar arðgreiðslur til eignarhaldsfélagsins og verðbreytingar á undirliggjandi eignum. Með því að undirliggjandi eign voru hlutabréf í lánveitanda leiddi það af sjálfu sér að lánveitandinn varð „greiðandi“ lánsins.
- Lán með eingreiðslufyrirkomulagi þar sem vanskil urðu ekki mælanleg og vöxtum var gjarnan bætt við höfuðstól.
- Lán til erlendra aðila þar sem hinn endanlegi lántakandi var því sem næst óþekktur þannig að erfitt var að átta sig á eðli þeirrar starfsemi sem átti að standa undir endurgreiðslu lána.

## Ályktanir

Í upphafi greinarinnar er fjallað um rýmkandi lögskýringu. Það er ályktun höfundar að hrun íslenska bankakerfisins hafi ekki átt sér stað á tímabilinu frá júlí til september 2008 eins og ætla má af lestri milliuppgjöra íslenskra fjármálafyrirtækja. Hrun bankakerfisins varð vegna atvika í a.m.k. 5 ára þróun frá 2003, eftir að Landsbanki Íslands hf. og Búnaðarbanki Íslands hf. voru einkavæddir að fullu. Leiða má líkur að því að einkavæðing bankanna hafi átt sér stað án þess að raunverulegt eigið fé nýrra eigenda væri lagt fram. Verulega stór þáttur í eiginfjármýndun bankakerfisins varð vegna lána til kaupa á hlutabréfum/stofnabréfum í fjármálafyrirtækjunum, sem að eðli voru víkjandi lán til fjármálafyrirtækja eins og rökstutt er í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis. Þegar að þrengdi á lánamörkuðum hófu fjármálafyrirtækin að kaupa eigin hluti til að koma í veg fyrir verðfall, m.a. til að komast hjá veðköllum. Tilgangurinn með því að „þenja út“ eigið fé fjármálafyrirtækjanna var að geta aukið útlán þeirra til að bæta afkomuna. Útlán til eignarhaldsfélaga voru einkum eingreiðslulán, „kúlulán“, þar sem vöxtum var bætt við höfuðstól á gjalddögum.

Þróun útlána til eignarhaldsfélaga var eftirlitsaðilum ljós ekki síðar en í apríl 2005 þegar útlánaflokknum „Þjónusta“ er skipt upp í „Eignarhaldsfélög“ og „Þjónusta“ í hagtölum Seðlabanka Íslands. Það er gert í kjölfar þess að útlán til „þjónustu“ höfðu aukist um rúm 100% á einu ári en útlán til „eignarhaldsfélaga“ jukust um 500% frá apríl 2005 til september 2008. Með því að horfa fram hjá eðli útlánanna varð til tifandi tímasprengja sem varð virk haustið 2008. Með þessum hætti var sveigt fram hjá eiginfjárreglum fjármálafyrirtækja.

Með því að Fjármálaeftirlitið túlkaði ákvæði 22. greinar laga um fjármálafyrirtæki rúmt, þ.e. að fjármálafyrirtækjum væri heimilt að stunda annan samkeppnisrekstur en rekstur fjármálaþjónustu án þess að um fullnustu vegna vanskila væri að ræða. Að fenginni þeirri niðurstöðu var fjármálafyrirtækjum ljós sú staðreynd að formið væri eðlinu yfirsterkara í rekstri fjármálafyrirtækja á Íslandi sem leið til að stækka og auka hagnað.

## Niðurstaða

Hér hafa verið raktir nokkrir þættir í þróun í rekstri íslenskra fjármálafyrirtækja frá 2003 til 2008. Þolendur þessa mikla hildarleiks sem efnahagshrunið er máttu sín lítils þegar allt var talið leika í lyndi. Þolendurnir töldu sig mega treysta því að grundvallarlögmál siðferðis væru virt í viðskiptum.

Eftirlitsaðilar á fjármálamarkaði eru stjórnarmenn fjármálafyrirtækja og endurskoðendur



fyrirtækjanna í umboði hluthafa. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið voru hinir opinberu eftirlitsaðilar. Allir þessir eftirlitsaðilar brugðust í aðdraganda hruns bankakerfisins þegar markaðsmisnotkun og eignarhaldsfélög voru notuð sem tæki til blekkinga. Þegar hulunni var swift af blekkingunni kom á daginn að ágirnd, hroki og þjónkun hafði valdið óbætanageri ógæfu og tjóni þar sem var spilað og við borð lá framtíð lands og þjóðar.

## Heimildir

- de Haas, R. og van Lelyveld, I. (2006). Foreign banks and credit stability in central and eastern Europe: Panel data analysis. *Journal of Banking & Finance*, 30(7), 1927–1952.
- Glitnir banki hf. (2008). *Condensed consolidated interim financial statements* [Árshlutareikningur]. Sótt af [http://en.sff.is/media/auglysingar/Glitnir\\_Q2\\_results\\_2008.pdf](http://en.sff.is/media/auglysingar/Glitnir_Q2_results_2008.pdf)
- Hæstaréttardómur nr. 228/2009.
- Lög um aðgerðir gegn peningahvætti og fjármögnun hryðjuverka nr. 64/2006.
- Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002.
- Lög um váttryggingastarfssemi nr. 60/1994.
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson. (ritstjórar). (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (2. Bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis.
- Reglugerð um eiginfjárkröfur og ábattgrunn fjármálafyrirtækja nr. 215/2007.
- Schaffer, S. (1998). Winners Curse in Banking. *Journal of Financial Intermediation*, 7(4), 359–392.
- Seðlabanki Íslands. (2011). *Bankakerfi*. Sótt 25. ágúst 2011 af <http://sedlabanki.is/?pageid=444&itemid=5a037662-26ea-477d-bda8-d71a6017cc05&nextday=%2025&nextmonth=8,%20s%C3%B3tt%2025.%20%C3%A1g%C3%BAst%202011>
- Sigrún Davíðsdóttir. (2007). Ég læt heit lönd eiga sig. *Frjáls verslun*, 4, 20-29.
- Stefán Már Stefánsson. (2006). *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*. Reykjavík: Háskóli Íslands, Lagadeild.