

2010

Þjóðarspegilinn

Frjáls stofnsetningarréttur fjármálastofnana

Samkvæmt EES-samningnum

Eyvindur G. Gunnarsson

Lagadeild
Ritstjóri: Helgi Áss Grétarsson

Rannsóknir í félagsvísindum XI. Erindi flutt á ráðstefnu í október 2010

Ritstýrð grein

Reykjavík: Félagsvísindastofnun Háskóla Íslands

ISBN 978-9935-424-05-1



HÁSKÓLI ÍSLANDS

Frjáls stofnsetningarréttur fjármálastofnana samkvæmt EES–samningnum

Eyvindur G. Gunnarsson *

1. Inngangur

Hugmyndin að baki hinum innri markaði Evrópusambandsins (ESB) er m.a. að afnema hindranir fyrir frjálsri þjónustustarfsemi og frjálsum flutningum fjármagns.¹ Á árunum upp úr 1980 vantaði töluvert upp á að markmiðum um fullkomið markaðsbandalag væri náð og var fjármálaþjónusta þar ekki undanskilin.² ESB gerði sér því far um að tryggja einsleitni á markaði fyrir fjármálaþjónustu með því að samræma reglur aðildarríkjanna í því sambandi. Þau áform lánuðust ekki. Niðurstaðan var því sú að miða skyldi við gagnkvæma viðurkenningu aðildarríkja á lögum hvers annars um fjármálafyrirtæki og verðbréfavíðskipti. Sú leið var þó takmörkunum háð. Á þessari öld hefur því verið leitast við að samræma enn frekar löggjöf á sviði fjármálamarkaðar, einkum þó lög um verðbréfavíðskipti.³

Við gildistöku EES-samningsins hinn 1. janúar 1994 varð Ísland þátttakandi í sameiginlegum innri markaði ESB, með vissum takmörkunum. EFTA-ríkin tóku upp fjórfrelsisreglur sambandsins sem lúta að frjálsum vöruflutningum, frjálsum fjármagnsflutningum, frjálsri þjónustustarfsemi (stofnsetningarrétti) og frjálsri för launþega, sbr. 2. mgr. 1. gr. EES-samningsins.⁴ Síðan hafa tilskipanir og reglugerðir ESB á sviði fjármálamarkaðar verið innleiddar í íslenskan rétt.

Síðustu árin hafa einkennst af mikilli alþjóðavæðingu fjármálamarkaða. Nú er svo komið að fjöldi fjármálastofnana og samstæðna fjármálastofnana starfar í fleiri en einu landi. Ætla má að markmið Evrópusambandsins um einsleitt markaðssvæði hafi stuðlað að þessari þróun, a.m.k. í Evrópu. Löngum hefur þó verið vitað hvaða hætta fylgir starfsemi fjármálastofnana þvert á landamæri á innri markaði EES.

Í þeirri umfjöllun sem hér fer á eftir verður lýst meginatriðum þeirrar löggjafar sem gildir um starfsemi lánastofnana á EES-svæðinu (2. kafli) en tekið skal fram að orðin banki, fjármálastofnun og lánastofnun eru notuð jöfnum höndum. Því næst verður fjallað um nokkur álitamál sem tengjast starfsemi fjármálastofnana á hinum innra markaði (3. kafli). Þá verður stuttlega vikið að áformum ESB um endurbætur á löggjöf (4. kafli). Loks er að finna samantekt og niðurstöður (5. kafli).

2. Bankatilskipunin

Í EES-samningnum er byggt á svonefndum stofnsetningarrétti (staðfesturéttur) sem felur í sér rétt til að stofna til ótímabundinnar atvinnustarfsemi í öðru aðildarríki, sbr. 31. gr. EES-samningsins. Í réttinum felst bæði réttur til að hefja atvinnurekstur eða flytja rekstur frá einu aðildarríki til annars (frumstofnsetningarréttur) og réttur til þess að setja á fót dótturfélag, útibú eða umboðsskrifstofu í öðru aðildarríki (afleiddur

* Höfundur er lektor við lagadeild Háskóla Íslands.

¹ Stefán Már Stefánsson: *Evrópusambandið og Evrópska efnabagsvæðið*. Reykjavík 2000, bls. 44.

² Stefán Már Stefánsson: *Samstæður hlutafélaga*. Reykjavík 2008, bls. 33–34.

³ Hal S. Scott: *International Finance – Transactions, Policy and Regulation*, New York 2008, bls. 195.

⁴ Sjá Davíð Þór Björgvinsson: *EES-réttur og landsréttur*. Reykjavík 2006, bls. 40.

stofnsetningarréttur).⁵ Í IX. viðauka EES-samningsins er vikið að stofnsetningarrétti lánastofnana.

Um starfsemi lánastofnana á EES-svæðinu gildir tilskipun um 2006/48/EB um stofnun og rekstur lánastofnana.⁶ Með *lánastofnun* er átt við fyrirtæki með starfsemi sem felst í því að taka á móti innlánnum eða öðru fé frá almenningi til endurgreiðslu og veita lán fyrir eigin reikning eða rafeyrisstofnun, sbr. 1. tölul. 4. gr. tilskipunarinnar.⁷

Í tilskipuninni er á því byggt að lánastofnun sem fengið hefur starfsleyfi í einu aðildarríki geti á grundvelli þess opnað útibú í hinum ríkjunum án sérstaks leyfis þarlendrar stjórnvalda (svonefndur „Evrópupassi“).⁸ Einnig er byggt á meginreglunni um eftirlit heimaríkis. Þannig sætir lánastofnun að meginstefnu eftirliti stjórnvalda í heimaríki stofnunarinnar. Það kemur svo að mestu leyti í hlut þeirra stjórnvalda að hafa eftirlit með starfsemi stofnunarinnar annars staðar á EES-svæðinu og með *útibúum* hennar í öðrum aðildarríkjum. Frá þessari reglu eru þó vissar undantekningar, enda hefur það skref aldrei verið stigið til fulls að byggja alfarið á eftirliti heimaríkis. Því hefur gistiríki ýmsar heimildir, einkum til þess að framfylgja eigin peningamálastefnu og hafa eftirlit með lausafjárstöðu útibúa viðkomandi lánastofnunar, sbr. einkum 29.-37. gr. tilskipunarinnar.

Þá er í tilskipuninni vísað til þess að gistiríki hafi heimild til þess að grípa til ýmissa úrræða til verndar almannahagsmunum (e. general good).⁹ Þó hefur verið bent á að ekki megi nota þessa heimild til að sniðganga frelsið sem að sé stefnt, auk þess sem heimildin hafi ekki lengur þýðingu á þeim sviðum þar sem búið er að samræma reglur. Engu að síður sé svigrúm til staðar til þess að vernda smærri fjárfesta samkvæmt lögum gistiríkisins, en líklega einnig til þess að takast á við svik og aðra óreiðu og lausung (e. other forms of irregularities). Það er því ljóst að sjónarmið um vernd smærri fjárfesta skipta miklu máli.¹⁰

Á grundvelli Evrópupassans er lánastofnun, sem hefur starfsleyfi í EES-ríki, heimilt að stofna *útibú* og bjóða einstaklingum og lögaðilum í öðrum EES-ríkjum þjónustu sína. Þessum sömu lánastofnunum er einnig heimilt að eiga *dótturfélög* með höfuðstöðvar í öðrum EES-ríkjum. Þjónusta lánastofnana á innri markaðnum (e. cross-border banking) fer því ýmist fram í gegnum útibú eða dótturfélög. Um dótturfélög lánastofnana gildir reglan um eftirlit gistiríkis, þ.e. eftirlit þess ríkis þar sem höfuðstöðvar dótturfélags eru. Engu að síður hefur það verið gagnrýnt að í raun hafi eftirlit gistiríkja með dótturfélögum lánastofnana, sem eru með höfuðstöðvar í öðru aðildarríki, verið takmarkaðra en vænta mætti. Þannig séu lykilávarðanir oft teknar í móðurfélaginu í heimaríkinu og fjárhagsleg staða dótturfélags sé nátengd fjármálasamstaðunni. Eftirlitið sé því fyrst og fremst á hendi stjórnvalda í heimaríkinu sem fari með eftirlit með fjármálasamstaðunni á samstaðugrundvelli (de facto control).¹¹ Aftur

⁵ Stefán Már Stefánsson: *Samstaður hlutafélaga*, bls. 33-34.

⁶ Um þjónustu lánastofnana á innri markaðinum var fyrst sett tilskipun 77/780/EBE um samræmingu á lögum og stjórnslufyrirmælum um stofnun og rekstur lánastofnana (fyrsta bankatilskipunin). Tilskipun 89/646/EBE um samræmingu laga og stjórnslufyrirmæla um stofnun og rekstur lánastofnana og um breytingu á tilskipun nr. 77/780/EBE (önnur bankatilskipunin) leysti hina eldri tilskipun af hólmi. Sú tilskipun var leyst af hólmi með tilskipun 2000/12/EB um stofnun og rekstur lánastofnana, en síðastnefnd tilskipun var aftur leyst af hólmi með tilskipun 2006/12/EB um sama efni.

⁷ Með rafeyrisstofnun er átt við fyrirtæki sem gefur út greiðslumiðil í formi rafeyris samkvæmt ákvæðum tilskipunar 2000/46/EB um stofnun og rekstur rafeyrisstofnana og eftirlit með þeim.

⁸ Þannig getur t.d. íslensk lánastofnun opnað útibú í Englandi án sérstaks leyfis enskra stjórnvalda. Sjá Alpt. 2002–2003, A-deild, bls. 1092, og 16. gr. tilskipunar 2006/48/EB.

⁹ Sjá um sjónarmið Framkvæmdastjórnar EB varðandi almenna hagsmuni SEC (97) 1193, final, June 20, 1997. Sjá einnig Michael Blair og George Walker: *Financial Services Law*, New York 2006, bls. 773-774 og Hal S. Scott: *International Finance – Transactions, Policy and Regulation*, bls. 232-233.

¹⁰ Sjá J.H. Dalhuisen: *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*. Oxford 2007, bls. 1129.

¹¹ Sjá Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo: „Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities“. *International Finance* 8:1, 2005, bls. 4.

á móti gildir sú meginregla, sem áður er getið, að eftirlit með útibúum lánastofnana í öðrum aðildarríkjum hvílir á heimaríkinu.

Í 1. viðauka tilskipunar 2006/48/EB er að finna skrá yfir starfsemi sem er háð gagnkvæmri viðurkenningu. Þetta er starfsemi sem talin er óaðskiljanlegur hluti hefðbundinnar starfsemi lánastofnana á EES-svæðinu.

1. Móttaka innlánsfjár og annars fjár til endurgreiðslu
2. Útlánastarfsemi
3. Fjármögnunarleiga
4. Greiðslumiðlunarþjónusta
5. Útgáfa og umsýsla greiðslumiðla (t.d. greiðslukorta, ferðatékka og bankatékka)
6. Ábyrgðir og skuldbindingar
7. Viðskipti fyrir eigin reikning eða fyrir reikning viðskiptamanna með: a) greiðsluskjöl á peningamarkaði (tékkka, víxla, innlánskírteini o.s.frv.); b) erlendan gjaldeyri; c) staðlaða framvirka samninga og valrétti í fjármála-starfsemi; d) gengis- og/eða vaxtatengd skjöl; e) framseljanleg verðbréf
8. Þátttaka í verðbréfaútboðum og þjónusta tengd þeim
9. Ráðgjöf til fyrirtækja um uppbyggingu fjármagns, áætlanagerð og skyld mál og ráðgjöf og þjónusta varðandi samruna fyrirtækja og kaup á þeim
10. Miðlun á peningamarkaði
11. Stjórnun og ráðgjöf varðandi samval verðbréfa
12. Varsla og umsýsla verðbréfa
13. Upplýsingar um lánshæfi
14. Útleiga geymsluhólfa

Ljóst er að framangreindar starfsheimildir, sem um getur í 1. viðauka tilskipunarinnar, gera ráð fyrir því að starfsemi lánastofnana geti verið fjölbreytt. Áréttað skal að krafa tilskipunarinnar um viðurkenningu á starfsleyfi heimaríkis tekur einungis til þeirrar starfsemi sem getið er í 1. viðauka, en annars konar starfsemi lánastofnana fellur þar utan. Vera má að heimildir lánastofnana séu að lögum tiltekins aðildarríkis takmarkaðri en 1. viðauki gerir ráð fyrir. Hins vegar tryggir Evrópupassinn að þetta breytir engu um heimild lánastofnunar með höfuðstöðvar í öðru aðildarríki til þess að bjóða þjónustu sína innan þess ríkis (gistiríkisins), enda þótt lög þess geri ráð fyrir mun takmarkaðri starfsheimildum lánastofnunum til handa. Ætla má að þetta stuðli að því að einstök aðildarríki veiti lánastofnunum allar þær heimildir sem er að finna í 1. viðauka. Ella nyttu lánastofnanir frá öðrum aðildarríkjum, sem starfa í viðkomandi ríki á grundvelli Evrópupassans, e.t.v. rýmri heimilda til að bjóða þjónustu sína en lánastofnanir með höfuðstöðvar í gistiríkinu. Hefur þetta verið orðað svo að tilskipunin feli í sér óbeina samræmingu á lögum aðildarríkjanna, enda eru líkur á að aðildarríki rýmki starfsheimildir lánastofnana til þess að gæta eigin hagsmuna.¹²

¹² Hal S. Scott: *International Finance – Transactions, Policy and Regulation*, bls. 228.

3. Nokkur álitamál varðandi fjármálastofnana á innri markaðinum

3.1 Fjármálaeftirlit og ábyrgð á fjármálastöðugleika ekki á sömu hendi

Hættan sem fylgt getur starfsemi banka á innri markaðinum var þekkt fyrir fjármálakreppuna árið 2008.¹³ Síðustu árin fyrir kreppuna var hröð samþjöppun á þessu sviði innri markaðarins. Sú þróun einkenndist af samrunum banka frá mismunandi aðildarríkjum og fjölgun á útibúum í öðrum aðildarríkjum en þeim sem viðkomandi bankar hafa höfuðstöðvar sínar.¹⁴ Útibú Landsbankans í Bretlandi og Hollandi voru dæmi um það. Aukin starfsemi banka þvert á landamæri og upptaka evrunnar var talin geta aukið hættuna á því að bankakreppa í einu aðildarríki leiddi til sambærilegrar kreppu í öðru aðildarríki.¹⁵

Skipting verka og ábyrgðar milli eftirlitsstjórnvalda í heimaríki og gistiríki var gagnrýnd. Þótt eftirlit heimaríkis með bönkum (fjármálaeftirlit) kynni að vera skilvirk og hagkvæmt bæru stjórnvöld heimaríkis ekki ábyrgð á fjármálastöðugleika í gistiríkinu.¹⁶ Aukin einsleitni þessa markaðar var talin auka hættuna á smitáhrifum af falli banka, þ.e. fall banka í einu aðildarríki gæti valdið erfiðleikum í öðrum aðildarríkjum. Bent var á að eftirlit heimaríkis með starfsemi banka, en ábyrgð gistiríkis á fjármálastöðugleika, gæti vart staðist á sameiginlegum innri markaði.¹⁷ Auk þess sætti innstæðutryggingakerfið mikilli gagnrýni. Eftir því sem bönkum fjölgaði með höfuðstöðvar í einu aðildarríki, en útibú í öðrum aðildarríkjum, varð flækjustigið enn meira.¹⁸ Þó að borgarar allra aðildarríkjanna skuli sæta sömu meðferð benti seðlabanki Svíþjóðar (Sveriges Riksbank) á eftirfarandi:

If a cross-border [branch bank] were to fail, it is improbable that either politicians or authorities in the respective countries would be willing to risk taxpayers' money to guarantee stability in countries other than their own. This could prompt the concerned countries to try to ring-fence the bank's assets in their own country with a view to minimizing the costs to the domestic economy, or not to intervene at all in the hope that other countries in which the bank has a bigger presence feel forced to act. The result could be a suboptimal resolution of the crisis that proves more costly or that produces greater adverse effects for all the countries involved.¹⁹

Eins og framangreind tilvitnum ber með sér var sú hættu kunn sem felst í því að hvert ríki taki fyrst og fremst tillit til eigin hagsmuna þegar banki sem er með útibú í öðrum aðildarríkjum fellur. En þó að ýmis vandi fylgi meginreglunni eftirliti heimaríkis

¹³ Sjá t.d. Jean Dermine: „European Banking Integration: Don't Put the Cart before the Horse“. *INSEAD, Fontainebleau*, 2005; Dirk Schoenmaker and Sander Oosterloo: „Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities“; Inwon Song: „Foreign Bank Supervision and Challenges to Emerging Market Supervisors“, *IMF Working Paper WP/04/82*, 2004.

¹⁴ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document, European Financial Integration Report 15 (2007), SEC (2007) 1696, bls. 10 og 17.

¹⁵ Reint Gropp, Marco Lo Duca og Jukka Vesala: „Cross-Border Bank Contagion in Europe.“ *European Central Bank Working Paper Series 662* (July 2006). Á grundvelli þessarar heimildar gæti lánastofnun með höfuðstöðvar í öðru EES-ríki opnað útibú á Íslandi og boðið hagstæð lán í erlendri mynt á lágum vöxtum, sem gæti leitt til þenslu. Hætt er við að stjórnþæki Seðlabanka Íslands hefðu litla þýðingu, auk þess sem fjármálastöðugleika kynni að vera ógnað ef margir taka lán í erlendri mynt, þar sem greiðslubyrðin sveiflast óháð tekjum.

¹⁶ D. Mayes og J. Vesala: „On the Problems of Home Country Control, Current Politics and Economics of Europe“, 10 (2000), bls. 1-26.

¹⁷ Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo: „Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities“, bls. 4.

¹⁸ Robert A. Eisenbeis og George G. Kaufman: „Cross-Border Banking: Challenges for Deposit Insurance and Financial Stability in the European Union“, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2006-15a, January 2007*, bls. 19.

¹⁹ Sveriges Riksbank, 2003, Financial Stability Report, 2/2003, Stockholm, bls. 87.

má fallast á það sjónarmið að ýmsir kostir fylgi eftirliti heimaríkis, t.d. getur þetta fyrirkomulag stuðlað að hagkvæmni og komið í veg fyrir tvíverknað. Aftur á móti er það ókostur að það kann að veita stjórnvöldum gistiríkis ófullnægjandi heimildir til þess að vernda innstæðueigendur. Schoenmaker og Osterloo tóku t.d. svo til orða:

Consider the case of an out-of-state bank closed by its home supervisors when deposit insurance coverage may be adequate in the home but not in the host country.²⁰

Eisenbeis og Kaufman bentu á að eftirlitsstjórnvöld, hvort heldur í heimaríki eða gistiríki, tækju venjulega ákvarðanir sem kæmu sér best fyrir eigin þjód. Vera mætti að eftirlitsstjórnvöld í heimaríkinu tækju ekki nægilegt tillit til þess hvaða áhrif fall banka og viðbrögð við því kynni að hafa í gistiríki. Þess vegna væri nauðsynlegt að taka til athugunar hvernig fyrirkomulagi með eftirliti og innstæðutryggingum á innri markaðnum væri háttáð þegar um útibú banka væri að ræða. Hinu sama gegndi um álítaefni um það hvernig staðið væri að því að bjarga bönkum. Þetta verðskuldaði athygli „because costs of any resulting crisis may be more than offset the efficiency benefits of the branching.“²¹ Framkvæmdastjórn ESB var kunnugt um þennan vanda og tók fram í skýrslu frá 2005 að frekari vinna þyrfti þó að fara fram til þess að tryggja að fyrirkomulag um innstæðutryggingar virkaði með skilvirkum hætti milli aðildarríkja og samræmist aðgerðum lánveitanda til þrautavara og ábyrgðinni á fjármálakreppu.²²

Augljóst dæmi um framanritað eru aðgerðir annars vegar íslenskra stjórnvalda og hins vegar breskra og hollenskra stjórnvalda við fall Landsbankans haustið 2008. Útibú bankans í London og Amsterdam tóku við innlánnum á svonefnda Icesave reikninga. Þegar Landsbankinn féll ákváðu íslensk stjórnvöld að tryggja innstæður í bankanum hér á landi með því að færa þær yfir í nýstofnaðan banka, bresk stjórnvöld ákváðu að frysta eignir útibús bankans í London á grundvelli hryðjuverkalaga og hollensk stjórnvöld ákváðu að skipa hollenska skiptastjóra yfir útibúi bankans í Amsterdam andstætt reglum Evrópuréttar.²³ Eftirlitsaðilar bæði á Íslandi og í Bretlandi og Hollandi gripu því til aðgerða til verndar eigin íbúum og fjármálastöðugleika í sínum löndum. Ákvörðun breskra og hollenskra yfirvalda um að endurgreiða innstæður í útibúum Landsbankans er skiljanleg með tilliti til fjármálastöðugleika, þ.e. að koma í veg fyrir áhlaup á aðra banka í þessum löndum. Síðan hefur verið um það deilt hver skuli bera kostnaðinn af þeim aðgerðum. Ekki verður annað ráðið en að atburðarrásin hafi þróast með svipuðum hætti og á var bent í þeim skrifum, sem að framan eru rakin, löngu fyrir fall Landsbankans.

3.2 Rúmar starfsheimildir lánastofnana

Með aðild Íslands að EES-samningnum urðu umfangsmiklar breytingar á þeim lögum sem giltu um starfsemi lánastofnana. Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis er gerð grein fyrir helstu breytingunum. Nánar tiltekið eru þetta 1) auknar heimildir

²⁰ Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo: „Financial Supervision in Europe: Do We Need a New Architecture?“, *Cahier Comte Boël No. 12, European League for Economic Cooperation (2005)*.

²¹ Robert A. Eisenbeis og George G. Kaufman: „Cross-Border Banking: Challenges for Deposit Insurance and Financial Stability in the European Union“, bls. 43.

²² White Paper – Financial Services Policy 2005-2010, bls. 10.

²³ Um þetta efni gildir tilskipun 2001/24/EB um endurskipulagningu og slit lánastofnana. Samkvæmt 3. og 9. gr. tilskipunarinnar skulu stjórnvöld eða dómsmálayfirvöld heimaríkis ein hafa vald til þess að ákveða endurskipulagningarráðstafanir, t.d. greiðslustöðvun, eða að slitameðferð lánastofnunar skuli hefjast, þ.m.t. fyrir útibú með staðfestu í öðrum aðildarríkjum (e. principle of universality). Þá er meginreglan sú að við endurskipulagningu og slit lánastofnunar skuli farið að lögum, reglum og málsmeðferð sem í gildi eru í heimaríkinu, sbr. 2. mgr. 3. gr. og 1. mgr. 10. gr. Tilskipunarinnar (lex fori).

lánastofnana til að fjárfesta í ótengdum atvinnurekstri, 2) auknar heimildir til lánaþyrirgreiðslu til stjórnenda, 3) auknar heimildir til að fjárfesta í fasteignum og félögum um fasteignir, 4) auknar heimildir til að veita lán vegna kaupa á eigin hlutum, 5) minni kröfur um rekstrarþyrirkomulag verðbréfaþyrirtækja, 6) auknar heimildir til að reka váttryggingafélög og 7) auknar heimildir til að fara með eignarhluti í öðrum lánastofnunum.²⁴ Þetta sýnir að með breytingunum voru afnumin höft sem áður höfðu verið á starfsheimildum lánastofnana. Lagbreytingar þessar voru í samræmi við almenna þróun löggjafar og starfsheimilda lánastofnana í næstu nágrannalöndum á EES-svæðinu, samhliða þróun innri markaðarins og alþjóðavæðingar fjármálakerfisins.²⁵

Framangreindar breytingar á löggjöf um lánastofnanir má flokka sem „deregulation“, en með því er almennt átt við afnám eða einföldun laga og reglna sem setja hinum frjálsa markaði skorður. Óhætt er að fullyrða að hér á landi hafi þetta gerst með afnámi lagahindrana, en ekki með einföldun laga og reglna. Þetta kerfi byggist á þeirri forsendu að skilvirkt eftirlit, bæði af hálfu stjórnvalda og lánastofnananna sjálfra, veiti fullnægjandi vörn gegn óhóflegri áhættutöku og hagsmunaaðrekstrum.

Í bankatilskipuninni og íslenskum lögum er miðað við að lánastofnanir stundi bæði hefðbundna viðskiptabankastarfsemi sem og fjárfestingarbankastarfsemi (e. universal banking). Í kjölfar þess að starfsheimildir íslensku bankanna voru rýmkaðar breyttust þeir á örfáum árum í alþjóðlega banka sem ráku bæði hefðbundna viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi. Þannig buðu bankarnir upp á verðbréfamíðlun, verðbréfasjóði, eigin viðskipti, eignastýringu og fyrirtækjaráðgjöf. Allir voru með starfsemi í hlutabréfum, skuldabréfum, gjaldeyri, skiptasamningum og afleiðum. Þá hófu þeir allir smíði nýrra fjármálagerninga, svo sem skuldavafninga, í einhverjum mæli. Hver um sig var með starfsemi í mörgum löndum, ýmist í gegnum skrifstofu, útibú eða dótturfyrirtæki. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram að þegar stærð og flækjustig banka er orðið svo mikið sé mjög erfitt að hafa yfirsýn yfir starfsemi og eigi þetta bæði við um stjórn bankanna, áhættustýringu og eftirlitsaðila.²⁶ Athuganir nefndarinnar á starfsemi íslensku bankanna bentu til þess að rýmkaðar starfsheimildir hefðu orðið til að auka verulega áhættu í rekstri þeirra.²⁷

Enginn vafi leikur á því að öflugt eftirlit með bönkum er þýðingarmikið. Hins vegar er vandinn sá að hversu gott sem eftirlitið er getur það eitt og sér aldrei komið í veg fyrir að þeir lendi í vandræðum. Það hefur sýnt sig að bankar komast öðru hverju í kröggur. Þess vegna verður að taka tillit til þess að því eru takmörk sett hversu vel er unnt að framfylgja lögum. Núverandi þyrirkomulag tekur ekki nægilegt tillit til þessara takmarkana. Má færa fyrir því rök að of mikið traust sé lagt á eftirlit með stórum og flóknum bönkum í stað þess að setja starfsheimildum þeirra frekari skorður að lögum. Þess konar skorður kæmu einnig í veg fyrir hagsmunaaðrekstra og myndu jafnframt takmarka vöxt banka sem vera kann að sé æskilegt. Hér má benda á að fjárfestingarbankastarfsemi íslensku bankanna var helsta ástæða falls þeirra, en ekki hefðbundin viðskiptabankastarfsemi. Að þessu virtu má spyrja hvort rétt sé að skilja að þessi tvö svið, eftir því sem unnt er. Í Bandaríkjunum var t.d. komið á lögbundnum aðskilnaði milli viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi árið 1933 með svokölluðum Glass-Steagall lögum.²⁸ Lögin voru umdeild allt þar til þau voru numin úr gildi árið 1999. Í ljósi fjármálakreppunnar 2008 hafa menn þar í landi spurt hvort þeir

²⁴ „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir.“ Reykjavík 2010, 5. bindi, bls. 12-22.

²⁵ „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“, 5. bindi, bls. 38.

²⁶ „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“, Reykjavík 2010, 1. bindi, bls. 198.

²⁷ „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“, 1. bindi, bls. 34.

²⁸ Sjá Alan D. Morrison og William J. Wilhelm, Jr.: *Investment Banking – Institutions, Politics and Law*, New York 2007, bls. 209.

sem spáðu alvarlegum afleiðingum af afnámi laganna hafi ekki haft rétt fyrir sér.²⁹ Misheppnuð fjárfestingarbankastarfssemi viðskiptabanka stofnar innstæðueigendum í mikla hættu. Innstæður hafa sérstöðu og sagan sýnir að stjórnvöld grípa almennt til aðgerða þeim til bjargar. Reikningurinn lendir svo á skattgreiðendum.

3.3 „Too big to fail“

Fjármálakreppan sýndi enn og aftur að bankar geta verið of stórir til þess að mega falla (e. too big to fail). Fullyrða má að hinu sama hafi gegnt um íslensku bankana sem féllu í október 2008. Sérstaða Íslands var aftur á móti sú að bankarnir voru ekki einungis of stórir til að falla, heldur voru þeir einnig of stórir til þess að bjarga (e. too big to bail), enda nam stærð fjármálakerfisins nífaldrri þjóðarframleiðslu.³⁰

Stærð banka eru ekki settar beinar skorður í lögum. Almennar reglur samkeppnisréttar geta þó átt við í þessum efnum, en þær leysa þó ekki þann vanda sem hér um ræðir. Ekki verður séð að á vettvangi ESB hafi verið gripið til aðgerða til þess að taka á vandanum sem fylgir bönkum sem eru of stórir til þess að mega falla. Joseph E. Stiglitz hefur fært rök fyrir því að setja eigi stærð banka skorður til að koma í veg fyrir að þær verði of stórir til þess að mega falla.³¹ Að hans mati er eina réttlætningin fyrir því að leyfa bönkum að vera svo stórar sem raun ber vitni, marktæk stærðarhagkvæmni sem að öðrum kosti myndi glatast. Þó sé ekki að sjá neina sönnun þess efnis. Litlu sé að tapa, en til mikils að vinna, með því að brjóta upp þessi ferlíki, sem séu ekki einungis of stór til að falla, heldur einnig of stór til að bjarga og stjórna. Kostnaðurinn við að leyfa bönkum að verða of stórar sé nú ljós, en hagkvæmni stærðarinnar megi draga í efa.³²

4. Fyrirhugaðar breytingar innan ESB

4.1 Almenn

Um árábil hefur verið rætt um þann vanda sem felst í því að eftirlit með fjármálastofnunum er á hendi heimaríkis, en ábyrgð á fjármálastöðugleika á hendi gistiríkis. Meðal hugmynda sem stundum hefur verið hreyft er samevrópskt fjármálaeftirlit. Sú hugmynd hefur verið pólitískt umdeild, enda eru aðildarríki ESB öll fullvalda ríki. Í þessu sambandi hefur verið nefnt að þar sem öll aðildarríkin eru ábyrg fyrir eigin fjármálastöðugleika séu þau treg til að fela öðrum eftirlitsskyldur sínar. Einnig hefur það álitamál lengi verið óleyst hvernig dreifa skuli byrðunum þegar bönkum er bjargað frá falli. ESB hefur aldrei komið með neinar fullmótaðar tillögur í þeim efnum. Afleiðingin er sú að þann vanda hafa menn þurft að nálgast á grundvelli „constructive ambiguity.“³³

²⁹ Joseph E. Stiglitz: „Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions“, April 21, 2009, Washington DC, bls. 6, segir að gagnrýnendur hafi „... warned about conflicts of interest, the increase in concentration of the banking system, with increasing risks of too-big-to-fail institutions – and increasing systemic risk as a result. They warned about the consequences of transferring the investment banking culture to the commercial banks, who are entrusted with the management of the payment system and ordinary individuals’ savings – insured by the government. The critics suggested that the benefits from economies of scope and scale were exaggerated, and, if present at all, these were almost surely outweighed by the costs.“

³⁰ „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“, 1. bindi, bls. 46.

³¹ Joseph E. Stiglitz: „Regulation and the Theory of Market and Government Failure“, April 2009, bls. 8

³² Joseph E. Stiglitz: „Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions“, bls. 5.

³³ Í „constructive ambiguity“ eða „uppbyggilegri tvíræðni“ felst að stjórnvöld gefa ekki skýr skilaboð um það hvort banka verði bjargað frá falli og þá með hvaða skilyrðum. Þannig er kröfuhöfum banka haldið í óvissu um það hvort þeir eigi á hættu að tapa fjármunum sínum. Sjá t.d. Gary H. Stern og Ron J. Feldman: *Too Big To Fail – The Hazards of Bank Bailouts*, Washington DC, 2004, bls. 96.

4.2 de Larosière skýrslan

Hin svokallaða de Larosière skýrsla frá 25. febrúar 2009 er afrakstur vinnu sérfræðingahóps sem skipaður var til þess að koma með tillögur um aðgerðir í kjölfar fjármálakreppunnar og framtíðarskipulag fjármálamarkaðar og eftirlits með honum.³⁴ Í skýrslunni er að finna ýmsar athyglisverðar tillögur um endurbætur á löggjöf og eftirliti með fjármálamarkaðinum. Þar má nefna ábendingar varðandi áhættumat innan sem utan fjármálastofnana, hagsmunaárekstra innan matsfyrirtækja, galla á Basel II reglum, galla á reglum ESB (einkum það hversu sundurlausar reglur ríkjanna eru) o.fl. Þá er sérstaklega vikið að eftirliti með starfsemi fjármálamarkaðar, en í þeim efnum er bent á ófullnægjandi reglur til að grípa inn í starfsemi á innri markaðinum.³⁵ Í skýrslunni er sérstaklega vikið að „íslenska tilvikinu.“ Með þessu er við það átt þegar útibú, sem sætir eftirliti heimaríkis, safnar miklum innlánnum í gistiríki. Meginallinn við þessa tilteknu gagnrýni er þó sá að í skýrslunni er algerlega horft fram hjá þeim heimildum sem gistiríki þó hafa samkvæmt bankatilskipuninni.³⁶

Í de Larosière skýrslunni er ekki beinlínis að því vikið hvernig bregðast eigi við grundvallaratriðunum, sem áður eru rakin, þ.e. að fjármálaeftirlit og ábyrgð á fjármála-stöðugleika sé ekki á sömu hendi, rúmum starfsheimildum fjármálastofnana og vandanum við „too big to fail“. Breytingar á ýmsum reglum sem gilda um starfsemi fjármálastofnana, evrópskt kerfi eftirlitsaðila o.fl. getur að vissu marki dregið úr þeirri hættu sem hlotist getur af starfsemi fjármálastofnana, sérstaklega stórra og flókinna, en þær leysa hann ekki.

4.3 Áform Evrópusambandsins

Hinn 2. september 2010 tilkynnti Michel Barnier, framkvæmdastjóri innri markaðs og þjónustu, að innan ESB hefði náðst samstaða um meginatriði í samevrópsku fjármálaeftirliti. Annars vegar er um að ræða stjórn með kerfisáhættu, European Systemic Risk Board (ESRB) og hins vegar þrjá eftirlitsaðila, European Supervision Authorities (ESAs), sem hafa eftirlit með bönkum, tryggingum og fjármálagerningum. Hlutverk ESRB verður að hafa eftirlit með kerfisáhættu, þ.e. hættu sem steðja kann að stöðugleika fjármálakerfisins í heild. ESAs munu svo aftur fylgjast með hættum sem ógna stöðugleika á einstökum mörkuðum (bankar, tryggingar og fjármálagerningar). Miðað er við að þessar stofnanir taki til starfa hinn 1. janúar 2011. Breytingar þessar byggjast á tillögum Framkvæmdastjórnarinnar frá því í september 2009, sem aftur byggjast að miklu leyti á de Larosière skýrslunni.

4.4 Hugleiðingar um lagabreytingar

Umræðan um lagabreytingar á innra markaðinum hefur einkum snúist um enn frekari samræmingu laga (e. harmonisation) og betra eftirlit (e. better supervision). Auk þess hefur verið lögð áhersla á að fara varlega í sakirnar. Hér má benda á að í de Larosière skýrslunni segir að “[o]ver-regulation, of course, should be avoided because it slows down financial innovation and thereby undermines economic growth in the wider economy.”³⁷

Álitamál er hvort fyrirhugaðar breytingar í átt til samræmingar á lögum og eftirliti eru fullnægjandi. Leggja verður að áherslu á að samræming reglna er ekki lausn á þeim vanda sem fylgir alþjóðlegri starfsemi fjármálastofnana. Það verður vart hjá því komist að eftirlit með þessum stofnunum haldist í hendur við stjórn efnahagsmála einstakra aðildarríkja, auk þess sem mikilvægt er að eftirlitið byggist ekki einungis á formlegum

³⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, February 25, 2009.

³⁵ Sjá nánari umfjöllun um skýrsluna Dóra Guðmundsdóttir: „Fjármálamarkaður innan Evrópusambandsins og EES reglur og eftirlit“, Úlfjótur 2009, bls. 9 o.áfr.

³⁶ de Larosière skýrslan, bls. 34.

³⁷ de Larosière skýrslan, bls. 13-14.

þáttum, heldur skuli fylgja reglunni um „economic substance not legal form.“³⁸ Þá er ljóst að áherslan á „beta“ eftirlit leysir ekki þann grundvallarvanda sem í því felst að bankar munu áfram lenda í vandræðum sama hversu öflugt eftirlit með þeim er. Ef lög eru vel úr garði gerð taka þau mið af þeim takmörkunum sem fólgnar eru í því að innleiða hana og framfylgja.³⁹ Hættan er sú að lagabreytingar gangi ekki nægilega langt, heldur verði eins konar „lýtaaðgerðir.“⁴⁰

5. Samantekt og niðurstaða

Hér að framan hefur verið gerð gein fyrir nokkrum vandamálum sem tengjast frjálsum stofnsetningarrétti starfsemi fjármálastofnana á EES-svæðinu. Í fyrsta lagi var fjallað um þann vanda sem felst í því að eftirlit með fjármálastofnunum og ábyrgð á fjármálastöðugleika er ekki á sömu hendi. Í kjarna hins frjálsa stofnsetningarréttar felst réttur fjármálastofnana til þess að stofna útibú eða dótturfélög í öðrum aðildarríkjum. Eftirlit með starfsemi útibúa hvílir að mestu leyti á heimaríki þótt fjármálastöðugleiki sé á ábyrgð gistiríkis. Við þessar aðstæður er hætt við að eftirlitsstjórnvöld, bæði í heimaríki og gistiríki, grípi til ráðstafana til þess að slá skjaldborg um eignir fjármálastofnana, sem staðsettar eru í viðkomandi aðildarríki, til þess að lágmarka kostnað eigin ríkis (e. ring-fencing), eins og dæmið um Landsbankann sýnir. Þó að sú atburðarrás hafi verið fyrirsjáanleg var ekki brugðist við þessari hættu þótt við henni væri varað, hvorki á vettvangi ESB né einstakra aðildarríkja.

Af framangreindu leiðir jafnframt að nauðsynlegt er að með lögum verði tekið á því hvernig bregðast skuli við gjaldþroti banka sem starfar í fleiri en einu aðildarríki. Tilskipun 2001/24/EB um slit lánastofnana er hvergi nærri fullnægjandi grundvöllur í þeim efnum, enda tekur hún eingöngu á gjaldþrotaskiptum og skyldum úrræðum. Aftur á móti felst vandinn í björgunaraðgerðum og innstæðutryggingum. Það er óheppilegt ef sjálfgefið telst að bönkum sé bjargað frá falli. Á hinum innri markaði þarf að koma upp fullnægjandi málsmeðferð sem gerir kleift að taka banka, þar á meðal kerfislega mikilvæga banka, til gjaldþrotaskipta.

Í öðru lagi var fjallað um rúmar starfsheimildir lánastofnana. Eftir aðild Íslands að EES urðu breytingar á lögum um starfsemi lánastofnana. Helsta einkenni breytinganna, sem voru í samræmi við Evrópurétt, var afnám lagahindrana. Afleiðingin var m.a. sú að innan sömu lánastofnunar var nú unnt að stunda bæði viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi. Einnig eykst hætta á hagsmunaárekstrum innan lánastofnana ef starfsheimildir þeirra eru rúmar. Þá er ljóst að það var fyrst og fremst fjárfestingarbankastarfsemin sem var ástæðan fyrir falli íslensku bankanna. Í þessu ljósi má spyrja hvort tilefni sé til breytinga í þá veru að takmarka starfsheimildir fjármálfyrirtækja. Umræða um þetta mál hefur þó verið fremur takmörkuð og kemur það nokkuð á óvart.

Í þriðja lagi var fjallað um vandamál sem tengist framangreindu álitafni og felst í því þegar fjármálastofnun er of stór til þess að falla („too big to fail“). Þessi vandi hefur aukist hin síðari ár með samrunum og stækkun fjármálastofnana. Nú er svo komið að sumar fjármálasamstæður eru risavaxnar á alþjóðlegan mælikvarða. Hinir föllnu íslensku bankar voru risavaxnir í samanburði við íslenska hagkerfið. Ljóst má vera að falli svo stórar fjármálasamstæður geta afleiðingarnar verið alvarlegar fyrir efnahagskerfið í heild. Því má spyrja hvort rök standi ekki til þess að setja stærð þeirra skorður að lögum. Raunar fæli það líklega einnig í sér nokkra takmörkun á stærð

³⁸ Sjá Turner Review. A regulatory response to global banking crisis. March 2009, bls. 9.

³⁹ Joseph E. Stiglitz: „Regulation and the Theory of Market and Government Failure“, April 2009, bls. 3.

⁴⁰ Joseph E. Stiglitz: „Regulation and the Theory of Market and Government Failure“, bls. 11.

fjármálastofnana væri farin sú leið að takmarka starfsheimildir þeirra eða skilja að viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi.

Í fjórða lagi var fjallað um fyrirhuguð áform á vettvangi ESB um annars vegar eftirlit með kerfisáhættu og hins vegar eftirlitsaðila með bönkum, tryggingafélögum og fjármálagerningum. Breytingar í þá veru eru tvímælalaust til þess fallnar að draga úr áhættu. Þau leysa hins vegar ekki þann vanda sem felst í því að gistiríkið fer með stjórn efnahagsmála og ber ábyrgð á fjármálastöðugleika, að starfsheimildir fjármálafyrirtækja eru rúmar og sum fjármálafyrirtæki eru of stór til að falla. Engu að síður kann þetta að vera skref í rétta átt. Þó verður að hafa í huga að lagabreytingar geta ekki einar sér breytt ástandi á fjármálamarkaði. Meira þarf að koma til, svo sem vilji til að framfylgja lögum o.fl.

Þær leiðir sem helst virðast koma til greina til að mæta framangreindu vandamáli eru annað hvort að takmarka réttinn til þess að stofna útibú í öðrum aðildarríkjum eða ná fram algerum samruna þar sem eftirlit með fjármálastofnunum og eftirlit með fjármálastöðugleika er á sömu hendi. Ekki verður séð að seinni leiðin sé fær á meðal fullvalda ríkja á EES-svæðinu. Í ljósi reynslunnar má aftur á móti spyrja hvort fyrri leiðin komi ekki til greina, þ.e. að takmarka hinn óskoraða rétt lánastofnana til þess að stofna útibú í öðrum aðildarríkjum á EES-svæðinu. Vissulega fæli þetta í sér frávik frá meginreglu Evrópuréttarins um stofnsetningarrétt. Aftur á móti er ljóst að mikil hætta getur skapast af útibúum, bæði fyrir heimaríki og gistiríki, eins og m.a. dæmið um útibú Landsbankans sýnir. Takmörkun á stofnsetningarrétti að þessu leyti, eða algert bann, byggðist því fyrst og fremst á reynslunni og mjög sannfærandi gagnrýni fræðimanna á þetta fyrirkomulag. Í þessu sambandi ber að hafa í huga að fjármálastofnanir eru alveg sérstaks eðlis, þar sem þær gegna lykilhlutverki í gangverki efnahagslífsins. Starfsemi þeirra verður því ekki lögð að jöfnu við annars konar fyrirtækjarekstur.

Verði talið að verulegar takmarkanir við stofnun útibúa eða algert bann komi ekki til greina kæmi hugsanlega til greina að viðurkenna áfram réttinn til stofnunar útibúa, en með frávikum. Um innstæðutryggingar, sem heimaríki ber ábyrgð á, má nefna að í Bandaríkjunum og Ástralíu er þarlendur fjármálastofnunum heimilt að stofna útibú í öðrum löndum. Aftur á móti er sú regla skýr að innstæðutryggingar ná ekki til hinna erlendu útibúa. Að því er varðar gistiríki má nefna auknar heimildir gistiríkisins til þess að grípa inn í starfsemi útibúsins. Þó verður að benda á að þessar heimildir eru að miklu leyti til staðar í Evrópurétti þótt þær hafi verið notaðar sparlega, ef svo má að orði komast.

Fjármálastofnanir gegna lykilhlutverki í gangverki efnahagslífs hvernar þjóðar. Þau miðla greiðslum, veita lán og taka á móti innlánunum. Gjaldþrot þeirra getur haft keðjuverkandi áhrif og leitt til hruns fjármagnsmarkaðarins eða einstakra hluta hans. Afleiðingarnar geta verið alvarlegar fyrir efnahagskerfið í heild. Þó að frjáls stofnsetningarréttur sé almenna reglan í Evrópurétti er mikilvægt að hafa í huga að heilbrigð skynsemi, byggð á reynslunni, eigi að ráða för við lagasetningu sem ætlað er að endurreisa hið fallna fjármálakerfi.

Heimildir

- Alþingistiðindi.
- Alan D. Morrison og William J. Wilhelm, Jr.: *Investment Banking – Institutions, Politics and Law*. New York 2007.
- Arthur O'Sullivan og Steven M. Sheffrin: *Economics: Principles in Action*. New Jersey, 2006.
- Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document.
- D. Mayes og J. Vesala: „On the Problems of Home Country Control, Current Politics and Economics of Europe“, 10 (2000), bls. 1-26.
- Davíð Þór Björgvinsson: *EES-réttur og landsréttur*. Reykjavík 2006.
- Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo: „Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities“, *International Finance* 8:1, 2005.
- Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo: „Financial Supervision in Europe: Do We Need a New Architecture?“, *Cahier Comte Boël No. 12*, European League for Economic Cooperation (2005).
- Dóra Guðmundsdóttir: „Fjármálamarkaður inna Evrópusambandsins og EES reglur og eftirlit“. *Úlfjótur*, 1. tbl. 2009, bls. 9–40.
- European Financial Integration Report 15 (2007), SEC (2007) 1696.
- Gary H. Stern og Ron J. Feldman: *Too Big To Fail – The Hazards of Bank Bailouts*, Washington DC, 2004.
- Hal S. Scott: *International Finance – Transactions, Policy and Regulation*. New York 2008.
- Inwon Song: „Foreign Bank Supervision and Challenges to Emerging Market Supervisors“. *IMF Working Paper WP/04/82*, Washington 2004.
- J.H. Dalhuisen: *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*. Oxford 2007.
- Jean Dermine: „European Banking Integration: Don't Put the Cart before the Horse“, *INSEAD*, Fontainebleau 2005.
- Joseph E. Stiglitz: „Regulation and the Theory of Market and Government Failure“. April 2009 (www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009_Regulation_Theory_Failure.pdf).
- Joseph E. Stiglitz: „Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions“. Washington DC, April 21, 2009 (http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2009_JEC_TooBigToFail.pdf).
- Michael Blair og George Walker: *Financial Services Law*. New York 2006.
- Rannsóknarnefnd Alþingis: *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*. Reykjavík 2010.
- Reint Gropp, Marco Lo Duca og Jukka Vesala: „Cross-Border Bank Contagion in Europe“. *European Central Bank Working Paper Series 662*, Brussel júlí 2006.
- Robert A. Eisenbeis og George G. Kaufman: „Cross-Border Banking: Challenges for Deposit Insurance and Financial Stability in the European Union“. *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Working Paper 2006-15a, January 2007.
- SEC (97) 1193, final, June 20, 1997.
- Stefán Már Stefánsson: *Evrópusambandið og Evrópska efnabagsvæðið*. Reykjavík 2000.
- Stefán Már Stefánsson: *Samstæður hlutafélaga*. Reykjavík 2008.
- Sveriges Riksbank: *Financial Stability Report*, 2/2003. Stokkhólmur 2003.
- The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosiére, Report, Brussels, February 25, 2009.
- Turner Review. A regulatory response to global banking crisis. March 2009. London.
- White Paper – Financial Services Policy 2005-2010 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf).