

Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir

Rannsóknarnefnd Alþingis

1

Útgefandi:

Rannsóknarnefnd Alþingis samkvæmt lögum nr. 142/2008
um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna
og tengdra atburða

Ritstjórn:

Páll Hreinsson
Sigríður Benediktsdóttir
Tryggvi Gunnarsson

Útgáfustjóri:

Anna Sigríður Guðfinnsdóttir

Kápur:

Hrund Guðmundsdóttir

Ljósmyndir:

Rebekka Guðleifsdóttir

Prentun og bókkband:

Oddi hf.

Umbrot:

Essinþrjú

Reykjavík 2010

ISBN: 978-9979-888-33-8

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun
- 0 Minna en helmingur einingar
- Núll, þ.e. ekkert
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til
- . Tala á ekki við

Efnisyfirlit

Bindi 1

1.0	Verkefni og skipan nefndarinnar	21
1.1	Skipan rannsóknarnefndar Alþingis	21
1.2	Afmörkun á efni rannsóknarinnar	23
1.3	Afmörkun á tímabili sem rannsóknin tók til	24
1.4	Rannsóknarheimildir nefndarinnar	25
1.5	Um þagnarskyldu og birtingu trúnaðarupplýsinga	26
1.6	Um mistök, vanrækslu og refsiverða háttsemi svo og aðrar aðfinnslur	27
1.7	Framsetning skýrslunnar	29
1.8	Horft til baka	30
2.0	Ágrip um meginniðurstöður skýrslunnar	31
3.0	Sérstaða og mikilvægi banka og fjármálafyrirtækja í samfélagi	49
3.1	Inngangur	49
3.2	Eðli banka- og fjármálastarfsemi og þýðing fyrir gangverk samfélagsins	50
3.3	Sérstaða og samfélagsleg ábyrgð umfram það sem gildir um rekstur fyrirtækja almennt?	52
3.4	Afskipti hins opinbera í forni laga og eftirlits stjórnvalda	53
3.5	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis	54
4.0	Efnahagslegt umhverfi og innlend peningamálastjórnun	57
4.1	Inngangur	57
4.2	Efnahagsþróun í umheiminum	58
4.2.1	Inngangur	58
4.2.2	Lágvaxtaskeið og lausafjárnótt	58
4.2.3	Hin alþjóðlega fjármálakreppa	68
4.2.4	Lánskjör Íslands og íslenskra banka erlendis	70
4.3	Hagþróun á Íslandi við upphaf 21. aldar	78
4.3.1	Yfirlit um þróun helstu þjóðhagsstærða	78
4.3.2	Fiskveiðistjórnun	80
4.3.3	Verðbólga, verðtrygging og vaxtafrelsi	82
4.3.4	Markaðsvæðing og opnun hagkerfisins	84
4.3.5	Sjálfstæði Seðlabankans og verðból gumarkmið	86
4.3.6	Þróun raungengis	88
4.3.7	Blikur á lofti	91
4.3.8	Hagsveifla og hagstjórn	94
4.4	Stefnan í ríkisfjármálum	97
4.4.1	Yfirlit – tekjur og gjöld	97
4.4.2	Frjálsir fjármagnsflutningar og alþjóðlegir fjármálamarkaðir	101
4.4.3	Einkavæðing	107
4.4.4	Stóriðju fjárfestingar	113
4.4.5	Húsnæðismál	117
4.4.6	Skattastefna	126
4.4.7	Aðhaldsstig ríkisfjármála	129
4.5	Peningastefnan	130
4.5.1	Framkvæmd peningastefnunnar – verðból gumarkmið	130
4.5.2	Seðlabankavextir og lausafé í umferð	134
4.5.3	Miðlunarferlið	141
4.5.4	Trúverðugleiki peningastefnunnar og verðból guvæntingar	154
4.5.5	Lán gegn veði	162
4.5.6	Gjalddeyrissvaraforði Seðlabanka Íslands	166
4.5.6.1	Tölur, myndir og kenningar	166

4.5.6.2	Tilraunir til að auka við gjaldeyrisforða	167
4.5.6.3	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis.	181
4.6	Vaxandi ójafnvægi	182
4.6.1	Innra ójafnvægi	182
4.6.2	Ytra ójafnvægi.	188
4.7	Þáttur fjármálakerfisins	197
4.8	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis	201
5.0	Stefna stjórnvalda um stærð og starfsemi íslenskra fjármálfyrirtækja	209
5.1	Inngangur	209
5.2	Stefnan eins og hún birtist í stefnuýfirlýsingum ríkisstjórna	209
5.3	Dæmi um viðhorf ráðherra sem birtust á opinberum vettvangi um starfsemi fjármálfyrirtækja 2003–2008	211
5.4	Viðhorf til umfangs og áherslu á starf eftirlitsstofnana gagnvart fjármálfyrirtækjum	220
5.5	Viðhorf til stefnuýfirlýsingar ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá 23. maí 2007 sem fram komu í skýrslutökum	221
5.6	Ísland sem miðstöð alþjóðlegrar fjármálastarfsemi?	223
5.7	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis	225
6.0	Einkavæðing og eignarhald bankanna	227
6.1	Frá ríkisbönkum til einkabanka.	227
6.2	Fyrstu skref í einkavæðingu bankanna	229
6.2.1	Lagasetningin vorið 1997 og fyrsta salan á hlutafé	229
6.2.2	Áhugi Skandinaviska Enskilda Banken á Landsbankanum árið 1998	230
6.2.3	FBA seldur að fullu árið 1999	232
6.2.4	Frekari sala hluta í Landsbankanum og Búnaðarbankanum	232
6.3	Lok einkavæðingar Landsbankans og Búnaðarbankans	233
6.3.1	Söluheimild laga nr. 70/2001	233
6.3.2	Ákvörðun um samhlíða sölu bankanna	235
6.3.3	Viðmið og kröfur til kaupenda í söluférlinu	239
6.3.3.1	(Erlendur) kjölfestufjórðing og stærð kjölfestuhlutar	239
6.3.3.2	Fagleg þekking og reynsla á sviði fjármálaþjónustu	244
6.3.3.3	Erlend þátttaka í kaupum á hlut í Búnaðarbankanum	250
6.3.3.4	Upplýsingar úr gögnum og skýrslutökum rannsóknarnefndar Alþingis um breytingar á viðmiðum og kröfum á lokastigi söluférlis ríkisbankanna.	261
6.3.4	Almenn stefnumótun og ákvarðanataka í söluférlis bankanna	264
6.3.4.1	Störf ráðherranefndar og samspil við framkvæmdanefnd og HSBC	264
6.3.4.2	Sjónarmið um stýringu ráðherranefndar á vali á viðsejendum um bankana á lokastigi söluférlisins	266
6.3.5	Samskipti Samsonar og stjórnvalda í söluférlis Landsbankans	268
6.3.6	Fjármögnun Samsonar samkvæmt kaupsamningi um Landsbankann	271
6.3.6.1	Áhersla á þýðingu „erlends fjár“ í samningaviðræðum	271
6.3.6.2	Ákvæði um fjármögnun í rammasamkomulagi og kaupsamningi.	272
6.3.6.3	Önnur greiðsla Samsonar. Lán Samsonar nr. 997 frá Búnaðarbankanum.	276
6.3.6.4	Lokagreiðsla Samsonar. Lán Samsonar nr. 1427 frá Kaupþingi Búnaðarbanka	278
6.3.6.5	Önnur lán Samsonar hjá Kaupþingi	280
6.3.7	Atriði varðandi kaupsamning um Búnaðarbankann	281
6.4	Ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins um hæfi kaupenda Landsbankans og Búnaðarbankans til að fara með virka eignarhluti í fjármálfyrirtæki	284
6.4.1	Ákvæði laga um eftirlit með virkum eignarhlutum í fjármálfyrirtækjum	284
6.4.2	Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 3. febrúar 2003 um hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum	287
6.4.2.1	Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 2. júní 2006 um að fallast á útvíkkun samþykka Samsonar	288
6.4.3	Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 17. mars 2003 um hæfi S-hópsins til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbankanum	292
6.5	Eignarhald stóru bankanna þriggja 2004–2008	292
6.5.1	Eignarhald Glitnis	293
6.5.1.1	Stærstu hluthafar Glitnis.	293
6.5.1.2	Eignarhlutir lífeyrissjóða í Glitni	294
6.5.1.3	Innra eignarhald í Glitni	294
6.5.2	Eignarhald Landsbankans.	297
6.5.2.1	Stærstu hluthafar Landsbankans.	297
6.5.2.2	Eignarhlutir lífeyrissjóða í Landsbankanum	297
6.5.2.3	Innra eignarhald í Landsbankanum	297
6.5.3	Eignarhald Kaupþings.	297
6.5.3.1	Stærstu hluthafar Kaupþings	297

6.5.3.2	Eignarhlutir lífeyrissjóða í Kaupþingi	298
6.5.3.3	Innra eignarhald í Kaupþingi	298
6.6	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis	299

Bindi 2

7.0	Fjármögnun bankanna
7.1	Inngangur
7.2	Almennt yfirlit 1999 til 2003 – tími vaxtar og breyttrar fjármögnunar
7.3	Fjármögnun með útgáfu skuldabréfa árin 2004 til 2008
7.3.1	Skuldabréfaútgáfa Landsbanka Íslands hf. erlendis
7.3.2	Skuldabréfaútgáfa Glitnis banka hf. erlendis
7.3.3	Skuldabréfaútgáfa Kaupþings banka hf. erlendis
7.3.4	Greiðslubyrði vegna erlendu skuldabréfanna
7.3.5	Skuldatryggingamarkaðurinn og lánsþæfistengd skuldabréf
7.3.6	Lánsþæfistengd skuldabréf
7.3.6.1	Landsbankinn
7.3.6.2	Glitnir
7.3.6.3	Kaupþing
7.3.6.4	Sparisjóðabankinn (Icebank)
7.3.7	Víkjandi langtímalán
7.4	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
7.5	Innlán stóru bankanna þriggja
7.5.1	Innlán bankanna á samstæðugrundvelli
7.5.2	Innlán Landsbanka Íslands hf.
7.5.3	Innlán Kaupþings banka hf.
7.5.4	Innlán Glitnis banka hf.
7.6	Endurhverf viðskipti og sambærileg veðlán
7.6.1	Veðlán hjá Seðlabanka Íslands
7.6.2	Veðlán við Seðlabanka Evrópu
7.6.2.1	Glitnir, eignavarin skuldabréf
7.6.2.2	Landsbankinn, eignavarin skuldabréf
7.6.2.3	Önnur veðlán og lokadagarnir
7.7	Heildarskiptasamningur
7.7.1	Almennt um heildarskiptasamninga
7.7.2	Glitnir banki hf.
7.7.3	Landsbanki Íslands hf.
7.7.4	Kaupþing banki hf.
7.8	Opnar lánalínur án „MAC“-ákvæða og laust fé
7.8.1	Lausafjäreftirlit
7.8.2	Glitnir banki hf.
7.8.3	Kaupþing banki hf.
7.8.4	Landsbanki Íslands hf.
7.9	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
8.0	Útlán íslensku bankanna
8.1	Inngangur
8.2	Gögn og nálgun við útlágreiningu
8.3	Bankar og útlán þeirra
8.3.1	Inngangur
8.3.2	Hvatar sem bankar hafa til að taka áhættu
8.3.3	Útlánaáhætta
8.3.4	Hraður vöxtur útlána
8.4	Vöxtur íslenska bankakerfisins
8.4.1	Inngangur
8.4.2	Vöxtur bankanna
8.4.3	Ályktanir rannsóknarnefndar um vöxt útlána bankanna
8.5	Þróun útlánasafns bankanna
8.5.1	Inngangur
8.5.2	Samsetning lántakenda bankanna
8.5.3	Myntsamsetning lána
8.5.4	Þróun afborgunarfyrikomulags útlána bankanna
8.5.5	Vanskil
8.5.6	Veð tekin í hlutabréfum
8.5.7	Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

- 8.6 Reglur um stórar áhættur
 - 8.6.1 Inngangur
 - 8.6.2 Bakgrunnur reglna um stórar áhættur og söguleg þróun
 - 8.6.3 Gildandi reglur um stórar áhættur
 - 8.6.3.1 Almenn
 - 8.6.3.2 Skilgreining á áhættu
 - 8.6.3.3 Hvað telst vera stór áhætta?
 - 8.6.3.4 Tengdir viðskiptamenn
 - 8.6.3.4.1 Almenn
 - 8.6.3.4.2 Bein og óbein yferráð
 - 8.6.3.4.3 Fjárhagslega tengdir aðilar
 - 8.6.3.4.4 Frádráttarreglur
 - 8.6.4 Reglur um stærstu viðskiptabankana um stórar áhættur
 - 8.6.4.1 Almenn
 - 8.6.4.2 Landsbanki Íslands hf.
 - 8.6.4.3 Kaupþing banki hf.
 - 8.6.4.4 Glitnir banki hf.
 - 8.6.4.5 Straumur-Burðarás Fjárfestingarbanki hf.
 - 8.6.5 Framkvæmd Fjármálaeftirlitsins
 - 8.6.5.1 Eftirlitshlutverk Fjármálaeftirlitsins
 - 8.6.5.2 Valdheimildir Fjármálaeftirlitsins
 - 8.6.5.3 Viðurlög við brotum gegn reglum um stórar áhættur
 - 8.6.5.4 Útfærsla og framkvæmd Fjármálaeftirlitsins á reglum um stórar áhættur
 - 8.6.5.5 Nokkur dæmi úr framkvæmd Fjármálaeftirlitsins
 - 8.6.5.5.1 Landsbanki Íslands hf.
 - 8.6.5.5.1.1 Actavis
 - 8.6.5.5.1.2 Bakkavör Group og Exista
 - 8.6.5.5.2 Kaupþing banki hf.
 - 8.6.5.5.2.1 Mosaic Fashion
 - 8.6.5.5.2.2 Baugur Group og Landic Property
 - 8.6.5.5.3 Glitnir banki hf.
 - 8.6.5.5.3.1 Máttur ehf.
 - 8.6.5.5.3.2 Stím ehf.
 - 8.6.5.5.3.3 Félög í eigu Ingibjargar Pálmadóttur
 - 8.6.5.6 Eftirlit með heildaráhættu í fjármálakerfinu
 - 8.6.6 Samanburður milli Íslands og helstu nágrannalanda
 - 8.6.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 8.6.7.1 Innleiðing reglna um stórar áhættur
 - 8.6.7.2 Framkvæmd fjármálaafyrirtækja
 - 8.6.7.3 Framkvæmd eftirlits
- 8.7 Útlán til fyrirtækjahópa
 - 8.7.1 Inngangur
 - 8.7.2 Aðferðafræði við skilgreiningu fyrirtækjahópa
 - 8.7.3 Fyrirtækjahóparnir
 - 8.7.3.1 Baugur Group hf.
 - 8.7.3.2 Exista hf.
 - 8.7.3.3 Robert Tchenguiz
 - 8.7.3.4 Björgólfur Thor Björgólfsson
 - 8.7.3.5 Björgólfur Guðmundsson
 - 8.7.3.6 Milestone ehf.
 - 8.7.3.7 Hlutafélagið Eimskipafélag Íslands
 - 8.7.3.8 Magnús Kristinsson
 - 8.7.3.9 Ólafur Ólafsson
 - 8.7.3.10 Fons hf.
 - 8.7.3.11 Atorka Group hf.
 - 8.7.3.12 Samherji hf.
 - 8.7.3.13 Byggingarfélag Gylfa og Gunnars hf.
 - 8.7.3.14 Jákub á Dul Jacobsen
 - 8.7.3.15 BNT hf.
 - 8.7.3.16 Eyfir Invest ehf.
 - 8.7.3.17 FI fjárfestingar ehf.
 - 8.7.3.18 Icelandair Group hf.
 - 8.7.3.19 Nýsir hf.

- 8.7.3.20 Nordic Partners ehf.
- 8.7.3.21 Eignarhaldsfélagið Fasteign hf.
- 8.7.3.22 Saxhóll ehf.
- 8.7.3.23 Sund ehf.
- 8.7.3.24 Gift fjárfestingafélag ehf.
- 8.7.3.25 Straumborg ehf.
- 8.7.3.26 Jakob Valgeir Flosason
- 8.7.3.27 Brim hf.
- 8.7.3.28 Materia Invest ehf.
- 8.7.3.29 Skúli Þorvaldsson
- 8.7.3.30 Fram ehf.
- 8.7.3.31 Stök fyrirtæki með stór útlán
- 8.7.4 Stórar áhættur tengdar bönkunum
- 8.7.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 8.8 Víkjandi áhætta íslenskra banka samanborið við erlenda banka
 - 8.8.1 Inngangur
 - 8.8.2 Aðkoma erlendra banka að fjármögnun íslenskra fjárfesta
 - 8.8.2.1 Deutsche Bank tekur þátt í fjármögnun yfirtöku á Actavis
 - 8.8.2.2 Milestone fær lán í Morgan Stanley til að kaupa Invik og fjármagna hlutabréf í Glitni
 - 8.8.2.3 Citibank fjármagnar hlutabréfaeign Kjalars í Kaupþingi
 - 8.8.2.4 Sampo-hlutur Exista fjármagnaður af Citibank
 - 8.8.3 Lánin flytjast heim til Íslands
 - 8.8.3.1 Glitnir lánar til uppgreiðslu skulda Milestone við Morgan Stanley
 - 8.8.3.2 Kaupþing greiðir upp skuldir Eglu Invest við Citibank
 - 8.8.3.3 Glitnir greiðir upp lokahluta láns FL hjá Morgan Stanley
 - 8.8.3.4 Landsbanki lánar fyrir veðkalli Deutsche Bank vegna fjármögnunar kaupa á Actavis
 - 8.8.4 Samanburður við fall Gnúps
 - 8.8.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 8.9 Afleiðusamningar um verðbréf
 - 8.9.1 Inngangur
 - 8.9.2 Almenn lýsing á afleiðusamningum um verðbréf
 - 8.9.2.1 Framvirkir samningar
 - 8.9.2.2 Valréttarsamningar
 - 8.9.3 Framvirkir samningar bankanna
 - 8.9.3.1 Glitnir
 - 8.9.3.2 Kaupþing
 - 8.9.3.3 Landsbanki
 - 8.9.3.4 Straumur-Burðarás
 - 8.9.3.5 Um lokun á framvirkum samningum
 - 8.9.4 Valréttir um hlutabréf
 - 8.9.4.1 Afleiðutengd skuldabréf
 - 8.9.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 8.10 Lánabækur dótturfélaga íslensku bankanna í Lúxemborg
 - 8.10.1 Inngangur
 - 8.10.2 Öflun gagna
 - 8.10.3 Glitnir Bank Luxembourg S.A.
 - 8.10.4 Kaupthing Bank Luxembourg S.A.
 - 8.10.5 Landsbanki Luxembourg S.A.
 - 8.10.5.1 Flutningur áhættuskuldbindinga frá Landsbanki Luxembourg S.A. til Landsbanka Íslands hf.
 - 8.10.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 8.11 Lánafyrirgreiðslur til alþingis- og fjölmiðlamanna
 - 8.11.1 Inngangur
 - 8.11.2 Alþingismenn
 - 8.11.3 Fjölmiðlamenn
- 8.12 Lánveitingar og fyrirgreiðsla lánastofnana til nokkurra stærstu viðskiptavina þeirra
 - 8.12.1 Inngangur
 - 8.12.2 Yfirlit yfir heildar- og stórar áhættuskuldbindingar fjármálfyrirtækjanna
 - 8.12.3 Umfjöllun um lánveitingar til einstakra samstæðna og heildarskuldbindingar
 - 8.12.3.1 Exista hf. og tengd félög
 - 8.12.3.2 Fjárfestingafélagið Gaumur ehf. og tengd félög
 - 8.12.3.3 Robert Tchenguiz og tengd félög
 - 8.12.3.4 Björgólfur Thor Björgólfsson og tengd félög
 - 8.12.3.5 Stoðir ehf. og tengd félög

- 8.12.3.6 Kjalar ehf. og tengd félög
- 8.12.3.7 Björgólfur Guðmundsson og tengd félög
- 8.12.3.8 Landic Property hf. og tengd félög
- 8.12.3.9 Eimskip og tengd félög
- 8.12.3.10 Lagerinn ehf. og tengd félög
- 8.12.3.11 Milestone ehf. og tengd félög
- 8.12.3.12 Skúli Þorvaldsson og tengd félög
- 8.12.3.13 Mosaic Fashions og tengd félög
- 8.12.3.14 Nordic Partners ehf. og tengd félög
- 8.12.3.15 Saxhóll ehf. og tengd félög
- 8.12.3.16 Samherji hf. og tengd félög
- 8.12.3.17 Magnús Kristinsson og tengd félög
- 8.12.3.18 Magnolia Finance VI
- 8.12.3.19 Norvik (BYKO) og tengd félög
- 8.12.3.20 Sund og tengd félög
- 8.12.3.21 Kevin G. Stanford og tengd félög
- 8.12.3.22 Styttu ehf.
- 8.12.3.23 Crosslet Vale
- 8.12.3.24 Atorka Group
- 8.12.3.25 REIM Plc.
- 8.12.3.26 Gift fjárfestingarfélag ehf. og tengd félög
- 8.12.3.27 Eyrir Invest ehf.
- 8.12.3.28 Jakob Valgeir ehf. og tengd félög
- 8.12.3.29 Salt Investments ehf. og tengd félög
- 8.12.3.30 Svartháfur ehf.
- 8.12.3.31 Fons hf. og tengd félög
- 8.12.3.32 Property Group og tengd félög
- 8.12.3.33 Stapi fjárfestingafélag ehf.
- 8.12.3.34 ADR-HAANPAA og tengd félög
- 8.12.3.35 Penninn ehf. og tengd félög
- 8.12.3.36 Nordcar og tengd félög
- 8.12.3.37 Lindberg ehf. og tengd félög (Magnús Jónatansson)
- 8.12.3.38 Scanbox Entertainment Group
- 8.12.3.39 Suðurnesjamenn ehf. og tengd félög
- 8.12.3.40 Brautarholt 20 ehf. og tengd félög
- 8.12.3.41 Viking ehf. og tengd félög
- 8.12.3.42 Eignarhaldsfélagið Kirkjuhvoll ehf. og tengd félög
- 8.12.3.43 Zegna III Holdings Inc.
- 8.12.3.44 Eignarhaldsfélagið Arev og tengd félög
- 8.12.3.45 14 sp/f.
- 8.12.3.46 Knightscross Ltd., Bákn ehf. og Investum Holding ehf.

8.12.4 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Fylgiskjal 1

Fylgiskjal 2

Fylgiskjal 3

Bindi 3

9.0 Eigið fé íslenska fjármálakerfisins

- 9.1 Inngangur
- 9.2 Hlutverk eigin fjár og tilgangur reglna um það
- 9.3 Gildandi reglur og bakgrunnur þeirra
- 9.4 Eigið fé og eiginfjárlutfall
 - 9.4.1 Almenn
 - 9.4.2 Eiginfjárgrunnur
 - 9.4.2.1 Samsetning eiginfjárgrunnis
 - 9.4.2.2 Helstu frádráttarliðir frá eiginfjárgrunni
 - 9.4.3 Áhættugrunnur
- 9.5 Framkvæmd fjármálafyrirtækja á reglum um eigið fé vegna eigin hluta
- 9.6 Mat á áhrifum fjármögnunar bankanna á eigin bréfum
 - 9.6.1 Inngangur
 - 9.6.2 Mat á veiku eigin fé
 - 9.6.3 Mat á krossfjármögnun bankanna
 - 9.6.4 Fjármögnun á hlutabréfum FL Group hf. og Exista hf.
- 9.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

- 10.0 Launa- og hvatakerfi bankanna
 - 10.1 Þáttur hvatakerfanna í rekstri bankanna
 - 10.2 Gagnasöfnun og úrtak
 - 10.3 Hvatakerfi Glitnis banka hf.
 - 10.3.1 Launadreifing Glitnis
 - 10.3.2 Hvatakerfi starfsmanna tekjusviða Glitnis
 - 10.3.3 Árangurstenging launa hjá Glitni
 - 10.3.4 Kaupréttarsamningar
 - 10.3.5 Starfskjör forstjóra Glitnis banka hf.
 - 10.3.5.1 Samningar við Bjarna Ármannsson
 - 10.3.5.2 Árangurstenging launa Bjarna Ármannssonar
 - 10.3.5.3 Samningar við Lárus Welding
 - 10.3.6 Nánar um launakjör forstjóra Glitnis
 - 10.3.7 Lánafyrirgreiðslur til starfsmanna Glitnis
 - 10.3.8 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 10.4 Hvatakerfi Landsbanka Íslands hf.
 - 10.4.1 Launadreifing Landsbankans
 - 10.4.2 Hvatakerfi starfsmanna tekjusviða Landsbankans
 - 10.4.2.1 Inngangur
 - 10.4.2.2 Árangurstenging launa í Landsbankanum
 - 10.4.3 Starfskjör bankastjóra Landsbankans
 - 10.4.3.1 Samningar Halldórs J. Kristjánssonar
 - 10.4.3.2 Samningar Sigurjóns Þ. Árnasonar
 - 10.4.4 Nánar um laun bankastjóra Landsbankans
 - 10.4.5 Fjármögnun og innlausn kaupréttarsamninga í Landsbankanum
 - 10.4.6 Lánafyrirgreiðsla til starfsmanna Landsbankans
 - 10.4.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 10.5 Hvatakerfi Kaupþings banka hf.
 - 10.5.1 Launadreifing Kaupþings
 - 10.5.2 Hvatakerfi starfsmanna tekjusviða Kaupþings
 - 10.5.2.1 Kaupréttarsamningar starfsmanna Kaupþings
 - 10.5.2.2 Lán starfsmanna Kaupþings til hlutabréfakaupa
 - 10.5.2.3 Árangurstenging launa starfsmanna Kaupþings
 - 10.5.3 Starfskjör forstjóra og stjórnarformanns Kaupþings
 - 10.5.3.1 Samningar við Sigurð Einarsson
 - 10.5.3.2 Samningar við Hreiðar Má Sigurðsson
 - 10.5.3.3 Samningar við Ingólf Helgason
 - 10.5.4 Nánar um laun bankastjóra Kaupþings
 - 10.5.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - Fylgiskjal 1
 - Fylgiskjal 2
- 11.0 Innri og ytri endurskoðun
 - 11.1 Innri endurskoðun og áhættustýring
 - 11.1.1 Inngangur
 - 11.1.2 Lög og reglur um hlutverk innri endurskoðunar
 - 11.1.3 Umfang innri endurskoðunar
 - 11.1.4 Umfjöllun í skýrslum innri endurskoðenda um tiltekin viðfangsefni á árinu 2008
 - 11.1.5 Endurskoðunarnefndir fjármálafyrirtækjanna
 - 11.1.6 Virkni innra eftirlits bankanna
 - 11.1.7 Tengsl Fjármálaeftirlitsins og innri endurskoðenda
 - 11.1.8 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um innri endurskoðun
 - 11.1.9 Áhættustýring
 - 11.1.9.1 Kaupþing banki hf.
 - 11.1.9.2 Glitnir banki hf.
 - 11.1.9.3 Landsbanki Íslands hf.
 - 11.1.10 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um áhættustýringu
 - 11.2 Ytri endurskoðun
 - 11.2.1 Inngangur
 - 11.2.2 Lagagrundvöllur endurskoðunar
 - 11.2.3 Nánar um aðferðafræði og afmörkun rannsóknarinnar
 - 11.2.4 Áritun ytri endurskoðenda á ársreikninga fjármálafyrirtækjanna og árshlutauppgjör
 - 11.2.5 Árshlutareikningar fjármálafyrirtækjanna í júnílok 2008 og fyrsta áætlun um virði fyrirtækjanna eftir fall

- 11.2.6 Yfirlit yfir áætlað virði þriggja stærstu fjármálafyrirtækjanna eftir fall sem hlutfall af virði þeirra fyrir fall
- 11.2.7 Reikningsskil bankanna samkvæmt alþjóðlegum reikningsskilastöðlum
- 11.2.8 Um niðurfærslu fjármálakrafna
 - 11.2.8.1 Inngangur
 - 11.2.8.2 Niðurfærsla skuldbindinga þeirra aðila, sem til sérstakrar skoðunar voru, fyrir og eftir fall fjármálafyrirtækjanna
 - 11.2.8.3 Umfjöllun ytri endurskoðenda í endurskoðunarskýrslum um þörf á niðurfærslu útlána
 - 11.2.8.4 Hálfársuppgjör fjármálafyrirtækja 2008
- 11.2.9 Atriði sem koma m.a. til skoðunar við mat á virkni innra eftirlits með útlánnum
- 11.2.10 Útgáfa hlutafjár eða sala eigin hlutabréfa til starfsmanna eða annarra
- 11.2.11 Lán til aðila með veði í eigin hlutabréfum
- 11.2.12 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Bindi 4

- 12.0 Verðbréfamarkaðir
 - 12.1 Inngangur
 - 12.2 Öflun gagna
 - 12.3 Umgjörð verðbréfiðskipta
 - 12.4 Regluverk og eftirlitsaðilar
 - 12.4.1 Fjármálaeftirlitið
 - 12.4.2 Kauphöllin
 - 12.5 Þróun á íslenska hlutabréfamarkaðnum
 - 12.6 Hlutabréf bankanna
 - 12.6.1 Kaupþing
 - 12.6.1.1 Kaup- og söluprýstingur
 - 12.6.1.2 Eigin viðskipti Kaupþings
 - 12.6.1.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi
 - 12.6.1.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja
 - 12.6.1.5 Niðurstöður og ályktanir
 - 12.6.2 Glitnir
 - 12.6.2.1 Kaup- og söluprýstingur
 - 12.6.2.2 Eigin viðskipti Glitnis
 - 12.6.2.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Glitni
 - 12.6.2.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja
 - 12.6.2.5 Niðurstöður og ályktanir
 - 12.6.3 Landsbankinn
 - 12.6.3.1 Kaup- og söluprýstingur
 - 12.6.3.2 Eigin viðskipti Landsbankans
 - 12.6.3.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Landsbankanum
 - 12.6.3.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja
 - 12.6.3.5 Niðurstöður og ályktanir
 - 12.6.4 Upplýsingagjöf bankanna
 - 12.6.4.1 Viðskipti bankanna með hlutabréf tengdra félaga
 - 12.6.4.2 Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í tengdum félögum
 - 12.6.4.3 Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í tengdum félögum
 - 12.6.4.4 Viðskipti Glitnis með hlutabréf í tengdum félögum
 - 12.6.4.5 Niðurstæða
 - 12.6.5 Þróun á íslenska skuldabréfamarkaðnum
 - 12.7 Niðurstöður rannsóknarnefndar Alþingis
 - 12.8 Greinargerð um lánveitingar til hlutbréfaþega
 - 12.8.1 Inngangur
 - 12.8.2 Umfjöllun um einstök fyrirtæki
- 13.0 Gjaldeyrismarkaður
 - 13.1 Inngangur
 - 13.2 Umgjörð gjaldeyrisviðskipta
 - 13.3 Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri
 - 13.4 Viðskipti á markaði með gjaldeyrisskiptasamninga
 - 13.5 Greining á gjaldeyrisviðskiptum bankanna
 - 13.5.1 Kaupþing
 - 13.5.1.1 Gjaldyrisviðskipti Kaupþings
 - 13.5.2 Glitnir
 - 13.5.2.1 Gjaldyrisviðskipti Glitnis
 - 13.5.3 Landsbankinn
 - 13.5.3.1 Gjaldyrisviðskipti Landsbankans

- 13.6 Viðskipti annarra aðila
 - 13.6.1 Gjaldeyrisvarnir stærstu lífeyrissjóða landsins
- 13.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 14.0 Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir
 - 14.1 Inngangur
 - 14.2 Yfirlit um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði
 - 14.2.1 Lagaumhverfi
 - 14.2.2 Starfsemi rekstrarfélaga
 - 14.2.3 Fjöldi og heildarverðmæti verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða 2005–2008
 - 14.2.3.1 Almenn
 - 14.2.3.2 Glitnir sjóðir
 - 14.2.3.3 Landsvaki
 - 14.2.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.3 Fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða
 - 14.3.1 Almenn
 - 14.3.2 Í hvers konar eignum er sjóðum heimilt að binda fé sitt?
 - 14.3.3 Hvert er hámark fjárfestingar í einum útgefanda?
 - 14.3.4 Frekari takmarkanir á eignasafni sjóða
 - 14.3.5 Lán og aðrar ábyrgðir
 - 14.3.6 Skortsala
 - 14.3.7 Ráðstafanir til úrbóta
 - 14.3.8 Eftirlit með áhættu
 - 14.4 Fjárfestingarstefnan
 - 14.4.1 Almenn
 - 14.4.2 Glitnir sjóðir
 - 14.4.3 Landsvaki
 - 14.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.5 Samsetning eigna í peningamarkaðssjóðunum 2005–2008
 - 14.5.1 Almenn
 - 14.5.2 Glitnir sjóðir
 - 14.5.2.1 Inngangur
 - 14.5.2.2 Sjóður 9 – Peningamarkaðsbréf
 - 14.5.2.3 Sjóður 1 – Skuldabréf
 - 14.5.2.4 Sjóður 11 – Fyrirtækjabréf
 - 14.5.2.5 Helstu eignir sjóðanna
 - 14.5.2.6 Viðbrögð Glitnis sjóða vegna greiðslufalls/erfiðleika skuldara
 - 14.5.2.7 Önnur tilvik
 - 14.5.2.8 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um starfsemi Glitnis sjóða
 - 14.5.3 Sjóðir Landsvaka
 - 14.5.3.1 Inngangur
 - 14.5.3.2 Peningabréf Landsvaka
 - 14.5.3.3 Fyrirtækjabréf Landsvaka
 - 14.5.3.4 Viðskipti milli sjóða Landsvaka
 - 14.5.4 Sjóðir Rekstrarfélags Kaupþings banka hf.
 - 14.5.4.1 Inngangur
 - 14.5.4.2 Peningamarkaðssjóður
 - 14.5.4.3 Hávaxtasjóður
 - 14.5.4.4 Skammtímasjóður
 - 14.5.4.5 Skuldabréf Stutt
 - 14.5.4.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um fjárfestingar peningamarkaðssjóða Kaupþings
 - 14.6 Áhættustýring
 - 14.6.1 Almenn
 - 14.6.2 Hver sá um áhættustýringu?
 - 14.6.2.1 Glitnir sjóðir
 - 14.6.2.2 Landsvaki
 - 14.6.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.6.3 Skýrslur Fjármálaeftirlitsins um áhættustýringu
 - 14.6.3.1 Almenn
 - 14.6.3.2 Glitnir sjóðir
 - 14.6.3.3 Landsvaki
 - 14.6.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.6.4 Hver voru viðmið áhættustýringar?
 - 14.6.4.1 Glitnir sjóðir

- 14.6.4.2 Landsvaki
 - 14.6.4.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.6.5 Gildi reglna nr. 216/2007 um stórar áhættuskuldbindingar hjá verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum
 - 14.6.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um áhættustýringu
- 14.7 Óhæði rekstrarfélaganna
 - 14.7.1 Almennt
 - 14.7.2 Starfsmenn rekstrarfélaganna og launakerfi
 - 14.7.2.1 Glitnir sjóðir
 - 14.7.2.2 Landsvaki
 - 14.7.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.7.2.4 Samskipti starfsmanna við móðurfélög rekstrarfélaganna
 - 14.7.3 Stjórnir rekstrarfélaganna
 - 14.7.3.1 Almennt
 - 14.7.3.2 Verkaskipting stjórnar og framkvæmdastjóra og starfshættir stjórnar
 - 14.7.3.3 Glitnir sjóðir
 - 14.7.3.4 Landsvaki
 - 14.7.3.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.7.4 Hversu nákvæmar og réttar upplýsingar voru veittar um rekstrarfélögin?
 - 14.7.4.1 Almennt
 - 14.7.4.2 Glitnir sjóðir
 - 14.7.4.3 Landsvaki
 - 14.7.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.7.5 Innri endurskoðun
 - 14.7.5.1 Almennt
 - 14.7.5.2 Glitnir sjóðir
 - 14.7.5.3 Landsvaki
 - 14.7.5.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka
 - 14.7.6 Skýrslur ytri endurskoðenda
 - 14.7.7 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um óhæði rekstrarfélaganna
- 14.8 Hvernig var kynningarstarfsemi háttáð?
 - 14.8.1 Almennt
 - 14.8.2 Nánar um kynningarstarfsemina
 - 14.8.3 Ályktun um kynningarstarfsemi
- 14.9 Hlutdeildarskírteinishafar
 - 14.9.1 Útflæði úr sjóðum fyrir október 2008
 - 14.9.2 Samspil innlánstrygginga, eignar í hlutdeildarskírteinum og neyðarlaganna
 - 14.9.3 Gögn rannsóknarnefndar Alþingis um eigendur hlutdeildarskírteina
 - 14.9.4 Tölfræði
 - 14.9.5 Úrtakshópur þrengdur
 - 14.9.6 Úttektir stærstu eigenda hlutdeildarskírteina og ályktanir
- 14.10 Hvernig var eftirliti Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum háttáð?
 - 14.10.1 Almennt
 - 14.10.2 Hversu margir starfsmenn sinntu eftirliti 2005 – 2008?
 - 14.10.3 Vettvangskannanir Fjármálaeftirlitsins
 - 14.10.3.1 Almennt
 - 14.10.3.2 Almenn vettvangskönnun í nóvember 2007
 - 14.10.3.3 Vettvangskönnun vegna óhæðis í maí 2008
 - 14.10.3.4 Samantekt um vettvangskannanir
 - 14.10.4 Leiðbeinandi tilmæli Fjármálaeftirlitsins
 - 14.10.5 Hvernig beitti Fjármálaeftirlitið valdheimildum sínum?
 - 14.10.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum
- 14.11 Samandregnar ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um peningamarkaðssjóði
 - 14.11.1 Ályktun um sjóðsform og þróun heildarverðmætis sjóða rekstrarfélaganna
 - 14.11.2 Ályktun um fjárfestingar peningamarkaðssjóðanna
 - 14.11.3 Ályktun um áhættustýringu
 - 14.11.4 Ályktun um sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögum
 - 14.11.5 Ályktun um kynningarstarfsemi
 - 14.11.6 Ályktun um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum
- 14.12 Greinargerð um uppgjör peningamarkaðsjóða eftir fall bankanna
 - 14.12.1 Inngangur
 - 14.12.2 Aðdragandi og almennt um uppgjör sjóðanna
 - 14.12.3 Glitnir sjóðir
 - 14.12.4 Landsvaki
 - 14.12.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Bindi 5

- 15.0 Löggjöf um fjármálamarkaðinn og áhrif aðildar Íslands að EES
 - 15.1 Inngangur
 - 15.2 Söguleg þróun
 - 15.3 Breytingar á starfsemi lánastofnana við aðild að EES
 - 15.3.1 Almenn
 - 15.3.2 Heimild viðskiptabanka og sparisjóða til að fjárfesta í ótengdum atvinnurekstri
 - 15.3.3 Lán og annars konar fyrirgreiðsla til stjórnenda
 - 15.3.4 Fasteignir og eignarhlutir í félögum um fasteignir
 - 15.3.5 Lán vegna kaupa á eigin hlutabréfum eða stofnfjárlutum
 - 15.3.6 Rekstur verðbréfafyrirtækja á vegum lánastofnana
 - 15.3.7 Rekstur váttryggingafélaga á vegum lánastofnana
 - 15.3.8 Rýmri heimild til að fara með eignarhluti í öðrum lánastofnunum
 - 15.4 Innleiðing regluverks Evrópusambandsins í íslenska löggjöf
 - 15.4.1 Almenn
 - 15.4.2 Samkeppnisáætlun höfðu mikil áhrif á innleiðingarferli
 - 15.4.3 Innleiðing tilskipana ESB á grundvelli EES-samningsins
 - 15.5 Aukin áhættutaka í starfsemi lánastofnana
 - 15.5.1 Almenn
 - 15.5.2 Lánasamningar í stað skuldabréfa
 - 15.5.3 Lán til eignarhaldsfélaga
 - 15.5.4 Önnur atriði
 - 15.6 Eftirlit gistiríkis með útibúum fjármálafyrirtækja innan Evrópska efnahagssvæðisins
 - 15.6.1 Inngangur
 - 15.6.2 Tilskipun 2006/48/EB
 - 15.6.2.1 Almenn
 - 15.6.2.2 Reglur um stofnsetningarrétt
 - 15.6.2.3 Heimildir yfirvalda í gistiáðildarríki
 - 15.6.2.4 Heimildir yfirvalda í heimaríki og gistiríki
 - 15.6.2.5 Almennir hagsmunir
 - 15.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.0 Eftirlit með starfsemi á fjármálamarkaði
 - 16.1 Skipan eftirlits með fjármálastarfsemi
 - 16.1.1 Inngangur
 - 16.1.2 Mismunandi hlutverk og úrræði stofnana að lögum
 - 16.1.2.1 Alþingi
 - 16.1.2.2 Ríkisstjórn og ráðuneytin
 - 16.1.2.3 Forsætisráðuneyti
 - 16.1.2.4 Viðskiptaráðuneyti
 - 16.1.2.5 Fjármálaráðuneyti
 - 16.1.2.6 Frumkvæðisskylda ráðherra
 - 16.1.2.7 Starfsskyldur embættismanna ráðuneyta
 - 16.1.2.8 Eftirlit ráðuneyta
 - 16.1.2.9 Aðrir eftirlitsaðilar
 - 16.2 Fjármálaeftirlitið, stofnun og stjórnábyrging staða
 - 16.2.1 Inngangur
 - 16.2.2 Stofnun Fjármálaeftirlitsins og hlutverk
 - 16.2.3 Stjórnábyrging staða Fjármálaeftirlitsins
 - 16.2.4 Almenn um heimildir og úrræði Fjármálaeftirlitsins
 - 16.2.5 Athugasemdir og kröfur um úrbætur
 - 16.2.6 Boðun fundar í stjórn eða framkvæmdastjórn
 - 16.2.7 Dagsektir
 - 16.2.8 Féviti
 - 16.2.9 Stjórnvaldssektir
 - 16.2.10 Sáttir
 - 16.2.11 Framkvæmdastjóra eða stjórnarmanni vikið frá
 - 16.2.12 Svipting starfsleyfis
 - 16.2.13 Tilkynning til lögreglu um brot á lögum um starfsemi á fjármálamarkaði
 - 16.2.14 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 16.3 Verkefni Fjármálaeftirlitsins og nýting ráðstöfunartíma
 - 16.3.1 Verkefni Fjármálaeftirlitsins
 - 16.3.2 Upplýsingar um nýtingu ráðstöfunartíma
 - 16.3.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

- 16.4 Viðvarandi fjárhagslegt eftirlit
 - 16.4.1 Reglubundin skýrsluskil
 - 16.4.1.1 Almennt
 - 16.4.1.2 Verkaskipting innan Fjármálaeftirlitsins
 - 16.4.1.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 16.4.2 Álagspróf
 - 16.4.2.1 Almennt um álagspróf sem Fjármálaeftirlitið beitir
 - 16.4.2.2 Eftirlit með eiginfjárstöðu og álagspróf
 - 16.4.2.3 Fjölþætt álagspróf Fjármálaeftirlitsins
 - 16.4.2.4 Önnur álagspróf Fjármálaeftirlitsins
 - 16.4.2.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.5 Vettvangsathuganir
 - 16.5.1 Almennt
 - 16.5.2 Skipulagning vettvangsathugana
 - 16.5.3 Framkvæmd vettvangsathugana
 - 16.5.4 Málsmeðferð
 - 16.5.5 Málshraði
 - 16.5.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 16.5.7 Rannsókn á úrtaki vettvangsathugana
 - 16.5.7.1 Framkvæmd rannsóknarinnar
 - 16.5.7.2 Inngangur
 - 16.5.7.3 Athugun Fjármálaeftirlitsins á áhættumati Landsbanka Íslands hf. (mál 2005040012)
 - 16.5.7.4 Eftirlitsheimsókn Fjármálaeftirlitsins í NordVest Verðbréf hf. (mál 2007020016)
 - 16.5.7.5 Útlánaathugun Fjármálaeftirlitsins haustið 2007
 - 16.5.7.6 Skýrsla Fjármálaeftirlitsins um athugun á útlánaáhættu hjá Kaupþingi banka hf.
 - 16.5.7.7 Skýrsla Fjármálaeftirlitsins um athugun á útlánaáhættu hjá Landsbanka Íslands hf.
 - 16.5.7.8 Skýrsla Fjármálaeftirlitsins um athugun á útlánaáhættu hjá Glitni banka hf.
 - 16.5.7.9 Skýrsla Fjármálaeftirlitsins um athugun á útlánaáhættu hjá Straumi-Burðarási Fjárfestingabanka hf.
 - 16.5.7.10 Samandregnar niðurstöður Fjármálaeftirlitsins um útlánaathugunina haustið 2007
 - 16.5.7.11 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um útlánaathugun Fjármálaeftirlitsins haustið 2007
 - 16.5.8 Rannsókn á eftirfylgni Fjármálaeftirlitsins
 - 16.5.8.1 Framkvæmd rannsóknarinnar
 - 16.5.8.2 Stórar áhættuskuldbindingar Landsbanka Íslands hf.
 - 16.5.8.3 Athugun á lausfjáráhættu, markaðsáhættu, rekstraráhættu og útlánaáhættu Landsbanka Íslands hf.
 - 16.5.8.4 Athugun á aðkomu stærstu eigenda, stjórnarmanna og tengdra aðila í stjórn KB banka hf. að ákvarðanatöku um einstök viðskipti innan bankans
 - 16.5.8.5 Athugun á innra eftirliti og áhættustýringu hjá Kaupþingi banka hf.
 - 16.5.8.6 Athugun á stærstu áhættuskuldbindingum Íslandsbanka hf.
 - 16.5.8.7 Athugun á innra eftirliti og starfsaðferðum Glitnis banka hf. sem miða að því að koma í veg fyrir peningþvætti og fjármögnun hryðjuverka
 - 16.5.8.8 Útlánaúttekt hjá sex stærstu fjármálafyrirtækjunum á Íslandi 2007
 - 16.5.8.9 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 16.5.9 Samandregnar ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um framkvæmd vettvangsathugana
- 16.6 Önnur eftirlitsverkefni
 - 16.6.1 Almennt
 - 16.6.2 Mat á hæfi framkvæmdastjóra og stjórnarmanna
 - 16.6.3 Eftirlit með eignarhaldi
 - 16.6.3.1 Ákvæði VI. kafla laga nr. 161/2002
 - 16.6.3.2 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.7 Rekstrarfé og mannauður Fjármálaeftirlitsins
 - 16.7.1 Rekstrarfé Fjármálaeftirlitsins
 - 16.7.1.1 Almennt
 - 16.7.1.2 Þróun löggjafar og vöxtur íslensks fjármálamarkaðar
 - 16.7.1.3 Þróun rekstrarkostnaðar og tekna Fjármálaeftirlitsins 1999–2008
 - 16.7.1.4 Sjónarmið innan stjórnsýslunnar
 - 16.7.1.5 Sjónarmið hagsmunaaðila
 - 16.7.1.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 16.7.2 Mannauður Fjármálaeftirlitsins
 - 16.7.2.1 Almennt
 - 16.7.2.2 Starfsmannafjöldi
 - 16.7.2.3 Starfsmannavelta
 - 16.7.2.4 Menntun og starfsreynsla
 - 16.7.2.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

- 16.8 Upplýsingatækni og skjalaskráning
 - 16.8.1 Almenn
 - 16.8.2 Skýrsluskilakerfi og gagnauðvinnsla
 - 16.8.3 Skjalaskráning
 - 16.8.4 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.9 Matskenndar heimildir Fjármálaeftirlitsins og lögmætisreglan
 - 16.9.1 Inngangur
 - 16.9.2 Almenn um lögmætisregluna
 - 16.9.3 Matskenndar lagaheimildir á fjármálamarkaði
- 16.10 Starf Fjármálaeftirlitsins í aðdraganda bankahruns 2007 og 2008
 - 16.10.1 Inngangur
 - 16.10.2 Viðhorf Fjármálaeftirlitsins til stöðu bankanna og stærðar
 - 16.10.3 Viðlagaæfingar Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands
 - 16.10.4 Störf viðbúnaðarhóps Fjármálaeftirlitsins 2008
 - 16.10.4.1 Inngangur
 - 16.10.4.2 Mat stjórnenda Fjármálaeftirlitsins á stöðu bankanna
 - 16.10.4.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.11 Störf stjórnar Fjármálaeftirlitsins
 - 16.11.1 Inngangur
 - 16.11.2 Sjónarmið stjórnarformanna Fjármálaeftirlitsins
 - 16.11.2.1 Almenn
 - 16.11.2.2 Um hraðan vöxt bankanna
 - 16.11.2.3 Um stöðu bankanna árin 2007 og 2008
 - 16.11.2.4 Um hlutverk stjórnar Fjármálaeftirlitsins og verkaskiptingu stjórnar og forstjóra
 - 16.11.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.12 Opinber upplýsingagjöf Fjármálaeftirlitsins í aðdraganda falls bankanna um stöðu þeirra
 - 16.12.1 Framkvæmd opinberra upplýsingagjafa
 - 16.12.2 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 16.13 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um störf Fjármálaeftirlitsins
- 16.14 Seðlabanki Íslands
 - 16.14.1 Hlutverk Seðlabankans
 - 16.14.2 Stjórnarsýsluleg staða Seðlabankans
 - 16.14.3 Úrræði Seðlabankans samkvæmt lögum nr. 36/2001
 - 16.14.4 Úrræði Seðlabankans samkvæmt öðrum lögum
 - 16.14.5 Erlent samstarf
 - 16.14.6 Eftirlitshlutverk Seðlabankans
 - 16.14.6.1 Inngangur
 - 16.14.6.2 Almenn um viðfangsefni Seðlabankans á sviði fjármálastöðugleika
 - 16.14.6.3 Skipulag fjármálasviðs, starfsmannafjöldi og kostnaður
 - 16.14.6.4 Eftirlit með lausafjárstöðu
 - 16.14.6.5 Eftirlit með gjaldeyrisjöfnuði
 - 16.14.6.6 Álagspróf og viðlagaæfingar
 - 16.14.6.7 Eftirlit með greiðslu- og uppgjörskerfum
 - 16.14.6.8 Bindiskylda
 - 16.14.7 Lánveitingar Seðlabankans
 - 16.14.8 Viðhorf Seðlabankans til stöðu bankanna og stærðar þeirra
- 16.15 Samstarf og samskipti innan stjórnsýslunnar
 - 16.15.1 Inngangur
 - 16.15.2 Samstarf Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins
 - 16.15.3 Staðsetning fjármálaeftirlitsins í stjórnsýslunni
 - 16.15.3.1 Aðdragandi bankahruns og gallar á fyrirkomulagi eftirlits
 - 16.15.3.2 Þróun í fyrirkomulagi fjármálaeftirlits erlendis
 - 16.15.3.3 Ástæður sameiningar fjármálaeftirlits á Íslandi
 - 16.15.3.4 Rök með og á móti sameinuðu fjármálaeftirliti
- 17.0 Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta og ábyrgð á innlánnum almenn
 - 17.1 Innstæður aukast úr 530 milljörðum í 3.100 milljarða á fjórum árum
 - 17.2 Hvers vegna innstæðutryggingar?
 - 17.3 Tilkoma innstæðutrygginga á Íslandi og samræming að Evrópurétti
 - 17.4 Hvaða skyldur leiða af tilskipun ESB um innstæðutryggingar og hvernig voru þær uppfylltar af hálfu Íslands?
 - 17.4.1 Inngangur
 - 17.4.2 Mismunandi markmið togast á
 - 17.4.3 Opinber aðili eða einkaaðili?

- 17.4.4 Fjármögnun og stærð sjóðsins
- 17.4.5 Erlend útibú
- 17.4.6 Innlán í skilningi tilskipunar 94/19/EB. Heimildir til undanþága frá bótagreiðslum
- 17.4.7 Greiðslur til innstæðueigenda
- 17.4.8 Staðan ef eignir tryggingarsjóðsins duga ekki til að greiða lágmarksbætur
- 17.4.9 Ábyrgð vegna innleiðingar á tilskipun 94/19/EB í íslenskan rétt
- 17.5 Stjórn TIF og rekstur
- 17.6 Innlán og staða TIF á árunum 2000–2006 og ábendingar um þörf á að styrkja innlánstryggingakerfið
- 17.7 Aukin söfnun innlána erlendis og áhrif á skuldbindingar TIF
- 17.8 Samtök fjármálafyrirtækja óska eftir endurskoðun á reglum um hvaða innlán TIF tryggir
- 17.9 Viðskiptaráðherra skipar nefnd til að fara yfir lög um innstæðutryggingar
- 17.10 Hver voru viðbrögð stjórnar TIF og stjórnvalda við auknum skuldbindingum TIF?
 - 17.10.1 Stjórn TIF
 - 17.10.2 Samráðshópurinn
 - 17.10.3 Seðlabanki Íslands, Fjármálaeftirlitið og ráðuneytin
- 17.11 Viðhorf innan stjórnkerfisins og bankanna til ábyrgðar á skuldbindingum TIF ef eignir sjóðsins dygðu ekki fyrir lágmarksbótum
 - 17.11.1 Inngangur
 - 17.11.2 Viðhorf einstakra aðila úr stjórnkerfi og ríkisstofnunum
 - 17.11.3 Viðhorf innan bankanna
- 17.12 Hvað lá fyrir í fræðiskrifum og gögnum ESB um ábyrgð á skuldbindingum tryggingarsjóða innstæðueigenda á EES-svæðinu?
 - 17.12.1 Almenn
 - 17.12.2 Gögn af vettvangi ESB og skrif fræðimanna
 - 17.12.3 Innstæðutryggingakerfi og kerfishrun
- 17.13 Breytingar á innstæðutryggingakerfi ESB og nágrannalanda
 - 17.13.1 Vinna við endurskoðun tilskipunar ESB á árunum frá 2005 og þar til einstök Evrópuríki lýstu yfir ríkisábyrgð á innlánnum haustið 2008
 - 17.13.2 Breytingar á innstæðutryggingum innan ESB eftir október 2008 og ný tilskipun nr. 2009/14/EB
 - 17.13.3 Umráður um breytingar á innstæðutryggingakerfum í Bretlandi og Noregi
- 17.14 Eftirlit Fjármálaeftirlitsins með TIF
- 17.15 Öryggissjóðir banka og sparisjóða
- 17.16 Tryggingarsjóðurinn leitar eftir stuðningsyfirlýsingu íslenska ríkisins
- 17.17 Svör við fyrirspurnum erlendra stjórnvalda varðandi TIF og stöðu ríkisins gagnvart sjóðnum
 - 17.17.1 Inngangur
 - 17.17.2 Samskipti við bresk yfirvöld
 - 17.17.3 Samskipti við hollensk yfirvöld
 - 17.17.4 Svör við tveimur eftirstandandi fyrirspurnum breskra yfirvalda
 - 17.17.5 Samskipti og upplýsingagjöf til breskra yfirvalda í byrjun október 2008
 - 17.17.6 Samskipti við bresk yfirvöld kringum setningu neyðarlaganna með tilliti til stöðu TIF og innlána í útibúum bankanna í Bretlandi
 - 17.17.7 Yfirlýsingar um samningaviðræður við hollensk og bresk stjórnvöld
- 17.18 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Bindi 6

- 18.0 Innlán fjármálastofnana í útibúum erlendis
 - 18.1 Inngangur
 - 18.2 Icesave reikningar Landsbanka Íslands hf. í útibúi hans í London
 - 18.2.1 Almenn um Icesave reikninga Landsbanka Íslands hf. í London
 - 18.2.2 Lausafjárstyring útibús Landsbanka Íslands hf. í London
 - 18.2.3 Áform um flutning Icesave reikninga Landsbanka Íslands hf. úr útibúi hans í London yfir í dótturfélag tekin upp að nýju
 - 18.2.4 Bresk yfirvöld yfirtaka útibú Landsbanka Íslands hf. í London
 - 18.2.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um Icesave reikninga í útibúi Landsbanka Íslands hf. í London
 - 18.3 Icesave reikningar Landsbanka Íslands hf. í útibúi hans í Amsterdam
 - 18.3.1 Uppgangur og fall útibús Landsbanka Íslands hf. í Amsterdam
 - 18.3.2 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um Icesave reikninga Landsbanka Íslands hf. í útibúi í Amsterdam
- 19.0 Aðgerðir og viðbrögð íslenskra stjórnvalda á árunum 2007–2008 vegna hættu á fjármálaáfalli
 - 19.1 Inngangur
 - 19.2 Samráðshópur forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlits og Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika og viðbúnað og aðdragandi þess að honum var komið á fót
 - 19.3 Ágríp um aðgerðir og viðbrögð íslenskra stjórnvalda og ýmsa markverða atburði frá 1. janúar 2007 til 25. september 2008
 - 19.3.1 Janúar 2007 til og með júní sama ár
 - 19.3.2 Júlí til október 2007
 - 19.3.3 Nóvember og desember 2007

- 19.3.4 Janúar 2008
- 19.3.5 Febrúar 2008
- 19.3.6 Mars 2008
- 19.3.7 Apríl 2008
- 19.3.8 Maí 2008
- 19.3.9 Júní 2008
- 19.3.10 Júlí 2008
- 19.3.11 Ágúst 2008
- 19.3.12 September 2008
- 19.4 Nánar um samráðshóp stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðbúnað
 - 19.4.1 Hlutverk samráðshópsins að mati þeirra sem skýrslur gáfu fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
 - 19.4.2 Hvernig var upplýsingum miðlað af fundum samráðshópsins til viðeigandi aðila?
 - 19.4.3 Hvernig var starfið í samráðshópnum?
 - 19.4.4 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 19.5 Aðgerðir ráðherra og ríkisstjórnar
 - 19.5.1 Hvað var rætt í ríkisstjórn um stöðu bankanna og lausafjárkreppuna?
 - 19.5.2 Tilraunir Stjórnarráðsins til þess að leggja mat á hugsanlega fjárhagslega áhættu íslenska ríkisins vegna starfsemi fjármálafyrirtækja hér á landi
 - 19.5.3 Yfirlýsingar ráðherra varðandi stuðning við bankana
 - 19.5.4 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 19.6 Aðgerðir stjórnvalda til að draga úr stærð bankakerfisins
 - 19.6.1 Flutningur höfuðstöðva einhvers af stóru bönkunum úr landi
 - 19.6.2 Höfðu stjórnvöld uppi hvatningu til bankanna um að færa niður efnahagsreikninga sína?
 - 19.6.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 19.7 Upplýsingar um stórar áhættuskuldbindingar sem Seðlabanki Íslands hafði aðgang að
 - 19.7.1 Dæmi um upplýsingar sem Seðlabanka Íslands bárust um stórar áhættuskuldbindingar og hugsanlega kerfisáhættu
 - 19.7.2 Miðlun upplýsinga á milli Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands
 - 19.7.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 19.8 Afstaða erlendra seðlabankastjóra til Íslands
 - 19.8.1 Upplýsingar sem fram komu í skýrslutökum
 - 19.8.2 Upplýsingar sem rannsóknarnefnd Alþingis aflaði frá bankastjóra Seðlabanka Svíþjóðar
 - 19.8.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 19.9 Sjónarmið forsvarsmanna þriggja stóru bankanna
 - 19.9.1 Samskipti þeirra við Seðlabanka Íslands
 - 19.9.2 Um ýmislegt sem miður fór að mati forsvarsmanna bankanna
 - 19.9.3 Um sjónarmið forsvarsmanna stóru bankanna þriggja

Bindi 7

- 20.0 Atburðarásin frá því að beiðni Glitnis banka hf. um fyrirgreiðslu kom fram þar til bankarnir féllu
 - 20.1 Inngangur
 - 20.2 Beiðni Glitnis banka hf. um fyrirgreiðslu, viðbrögð stjórnvalda og afleiðingar
 - 20.2.1 Inngangur
 - 20.2.2 Almennar um heimildir Seðlabanka Íslands til að veita lánastofnunum veðlán
 - 20.2.3 Beiðni Glitnis banka hf. um fyrirgreiðslu
 - 20.2.4 Undirbúningur Seðlabanka Íslands að afgreiðslu á beiðni Glitnis banka hf. um lán og ákvörðun ríkisstjórnarinnar sem tekin var í kjölfarið
 - 20.2.5 Tilraunir til sameiningar á bankamarkaði
 - 20.2.6 Fall Glitnis banka hf.
 - 20.2.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
 - 20.3 Atburðarásin frá því að kauptilboð ríkisins í 75% eignarhlut Glitnis banka hf. var kynnt opinberlega og fram að setningu neyðarlaganna
 - 20.3.1 Viðbrögð markaðarins við kauptilboði ríkisins í Glitni banka hf.
 - 20.3.2 Fundur ríkisstjórnarinnar 30. september 2008
 - 20.3.3 Störf aðgerðarhóps í Seðlabanka Íslands 30. september 2008
 - 20.3.4 Fundur bankaráðs Seðlabanka Íslands 30. september 2008
 - 20.3.5 Viðbrögð stjórnvalda 1. til 3. október 2008
 - 20.3.6 Viðlagaundirbúningur í Seðlabanka Íslands helgina 4. til 5. október 2008
 - 20.3.7 Störf sérfræðingahóps forsætisráðherra 3. til 5. október 2008
 - 20.3.8 Fundur ráðherra með Davíð Oddssyni í Ráðherrabústaðnum 4. október 2008
 - 20.3.9 Viðræður stjórnvalda við lífeyrissjóði og aðila vinnumarkaðarins helgina 4.–5. október 2008
 - 20.3.10 Tillaga forsætisráðherra um neyðarstjórn
 - 20.3.11 Aðgerðir stjórnvalda að kvöldi sunnudagsins 5. október 2008
 - 20.3.12 Neyðarlögin
 - 20.3.13 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

- 20.4 Fall Landsbanka Íslands hf.
 - 20.4.1 Almennt
 - 20.4.2 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 20.5 Fall Kaupþings banka hf.
 - 20.5.1 Inngangur
 - 20.5.2 Kaupthing Singer & Friedlander
 - 20.5.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis
- 21.0 Orsakir falls íslensku bankanna – ábyrgð, mistök og vanræksla
 - 21.1 Inngangur
 - 21.2 Fjármálamarkaðir í aðdragandanum að falli íslensku bankanna
 - 21.2.1 Meginorsakir
 - 21.2.1.1 Vöxtur bankakerfisins og trúverðugleiki
 - 21.2.1.2 Skuldsetning eigenda bankanna
 - 21.2.1.3 Samþjöppun áhættu
 - 21.2.1.4 Veikt eigið fé
 - 21.2.2 Umhverfið til vaxtar og áhættuaukningar
 - 21.2.2.1 Rýmkun starfsheimilda fjármálfyrirtækja
 - 21.2.2.2 Ytri aðstæður og lausafjargnótt
 - 21.2.2.3 Hagstjórn
 - 21.2.2.4 Peningamálastjórnun
 - 21.2.2.5 Innra og ytra ójafnvægi
 - 21.2.3 Nánar um fjármálamarkaði og fjármálastofnanir
 - 21.2.3.1 Íslenski hlutabréfamarkaðurinn
 - 21.2.3.2 Peningamarkaðssjóðir
 - 21.2.3.3 Gjaldeyrismarkaður
 - 21.2.3.4 Fjármögnun
 - 21.2.3.5 Útlán í erlendri mynt
 - 21.2.3.6 Ytri endurskoðun
 - 21.2.3.7 Hvatakerfi
 - 21.2.3.8 Lánin heim
 - 21.2.3.9 Mars 2008
 - 21.3 Vinna stjórnvalda í aðdragandanum að falli íslensku bankanna
 - 21.3.1 Umfjöllun um vinnu stjórnvalda og ýmsa markverða atburði árið 2006
 - 21.3.2 Umfjöllun um vinnu stjórnvalda og ýmsa markverða atburði árið 2007
 - 21.3.3 Umfjöllun um vinnu stjórnvalda og ýmsa markverða atburði árið 2008
 - 21.3.4 Fall Glitnis banka hf.
 - 21.3.5 Viðlagastarf stjórnvalda í lok september og byrjun október 2008
 - 21.3.6 Fall Landsbanka Íslands hf.
 - 21.3.7 Fall Kaupþings banka hf.
 - 21.4 Nánari ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um afmarkaða þætti
 - 21.4.1 Inngangur
 - 21.4.2 Ríkisstjórnin
 - 21.4.3 Seðlabanki Íslands
 - 21.4.4 Fjármálaeftirlitið
 - 21.4.5 Samráðshópur forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika og viðbúnað
 - 21.4.6 Einangrun íslenskra stjórnvalda á alþjóðavettvangi
 - 21.4.7 Stjórnarráð Íslands
 - 21.4.8 Löggjöf um fjármálamarkaðinn
 - 21.4.9 Gallar í regluverki Evrópusambandsins
 - 21.5 Mistök eða vanræksla samkvæmt 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008
 - 21.5.1 Afmörkun athugunar
 - 21.5.2 Hugtökin mistök og vanræksla
 - 21.5.3 Nánari afmörkun að virtum athugasemdum samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008
 - 21.5.4 Ráðherrar
 - 21.5.4.1 Staða ráðherra að lögum og aðgengi að upplýsingum í framkvæmd
 - 21.5.4.2 Almennt um viðbrögð og frumkvæði ráðherra í tilefni af alvarlegum upplýsingum um stöðu bankanna og horfur í íslensku efnahagslífi
 - 21.5.4.3 Nánar um viðbrögð og frumkvæði ráðherra með hliðsjón af starfi samráðshóps stjórnvalda
 - 21.5.4.4 Skortur á heildstæðri greiningu á fjárhagslegri áhættu ríkisins vegna starfsemi bankanna
 - 21.5.4.5 Frumkvæði ráðherra að aðgerðum til að draga úr stærð bankakerfisins

- 21.5.4.6 Eftirfylgni og frumkvæði til að stuðla að flutningi Icesave reikninga Landsbankans yfir í dótturfélag bankans
- 21.5.4.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um mistök eða vanrækslu ráðherra í skilningi 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 í aðdraganda falls íslensku bankanna
- 21.5.5 Forstjóri Fjármálaeftirlitsins
- 21.5.6 Bankastjórn Seðlabanka Íslands
 - 21.5.6.1 Inngangur
 - 21.5.6.2 Viðbrögð bankastjórnar Seðlabanka Íslands í tilefni af erindi Landsbanka Íslands hf. í ágúst 2008 um aðstoð við flutning Icesave innlánsreikninga úr útibúi yfir í dótturfélag
 - 21.5.6.3 Afgreiðsla bankastjórnar Seðlabanka Íslands á erindi Glitnis banka hf. í september 2008
- 22.0 Tilkynningar á grundvelli 14. gr. laga nr. 142/2008
 - 22.1 Inngangur
 - 22.2 Stjórnir og framkvæmdastjórnar þeirra fjármálafyrirtækja sem rannsókn nefndarinnar tók til
 - 22.3 Fjármögnun bankanna
 - 22.4 Útlán íslensku bankanna
 - 22.5 Atriði sem tengjast hvatakerfum bankanna
 - 22.6 Veltubókarviðskipti stóru bankanna þriggja með eigin bréf
 - 22.7 Gjaldeyrisviðskipti
 - 22.8 Löggitir endurskoðendur þeirra fjármálafyrirtækja sem rannsókn nefndarinnar tók til
 - 22.9 Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir
- 23.0 Athugasemdabréf samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008

Bindi 8

Viðauki 1 Siðferði og starfshættir í tengslum við fall íslensku bankanna 2008

Inngangur

- I. Siðferði fjármálalífsins og starfshættir banka
 - I.1 Einkavæðing, ábyrgð eigenda og stjórnenda
 - I.2 Innri starfshættir og fagmennska
 - I.3 Samfélagsleg ábyrgð: Viðskiptavinir, lífeyrissjóðir og lúxuslífið
 - I.4 Stefnumótun og samskipti: Smæð í alþjóðlegu samhengi
 - I.5 Hrunadans
- II. Stjórnsýsla, stjórnisiðir, stjórnsmál
 - II.1 Starfshættir og sjálfstæði eftirlitsstofnana
 - II.2 Stjórnsýslan
 - II.3 Samskipti stjórnsmála og efnahagslífs
 - II.4 Hlutur forseta Íslands
 - II.5 Um íslenska stjórnsmálamenningu
- III. Samfélagið
 - III.1 Samfélagssýnin
 - III.2 Þáttur fjölmiðla
 - III.3 Háskólasamfélagið
 - III.4 Samstaða og samábyrgð

Lokaorð

Viðauki I

Rannsóknasetur um fjölmiðlun og boðskipti: *Um fjöllun fjölmiðla á Íslandi um banka og fjármálafyrirtæki 2006–2008*

Viðauki II

Hulda Þórisdóttir: *Afsprengi aðstæðna og fjöttruð skynsemi: Aðdragandi og orsakir efnahagshrunsins á Íslandi frá sjónarhóli kenninga og rannsókna í félagslegri sálfræði*

Bindi 9

Viðauki 2 Margrét V. Bjarnadóttir, Guðmundur Axel Hansen: *Rannsókn á krosseignatengslum og útlánum bankanna til tengdra aðila*

Viðauki 3 Mark J. Flannery: *Iceland's Failed Banks: A Post-Mortem*

Viðauki 4 Skrá yfir þá sem kvaddir voru fyrir nefndina til skýrslutöku á grundvelli 8. gr. laga nr. 142/2008

Vefútgáfa

- Viðauki 5 Magnús Sveinn Helgason: *Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið*
- Viðauki 6 Gunnar Þór Pétursson: *Innleiðing gerða skv. EES samningnum á sviði fjármálaþjónustu í íslenskan rétt*
- Viðauki 7 Jørn Astrup Hansen: *Íslandske banker*
- Viðauki 8 Mark J. Flannery: *The importance of government supervision in producing financial services.*
- Viðauki 9 Tölur um tengda aðila samkvæmt kafla 8.0
- Viðauki 10 Chapter 18: Deposits in Financial Institutions in Branches Abroad
- Viðauki 11 Skriflegar athugasemdir samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008
- Viðauki 12 Ákvarðanir um sérstakt hæfi nefndarmanna og starfsmanna

1. kafli

Verkefni og skipan nefndarinnar

1.1 Skipan rannsóknarnefndar Alþingis

Hinn 12. desember 2008 samþykkti Alþingi frumvarp til laga um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna 2008 og tengdra atburða. Lögín hlutu númerið 142/2008 við birtingu í Stjórnartíðindum. Frumvarpið var lagt fram af forseta Alþingis og formönnum allra stjórnmalaflokka á Alþingi og var afrakstur samkomulags um skipan sérstakrar rannsóknarnefndar.

Hinn 30. desember 2008 lauk forsætisnefnd Alþingis við að skipa í rannsóknarnefnd Alþingis. Í samræmi við 1.–3. tölulið 1. mgr. 2. gr. laga 142/2008 voru skipuð í nefndina dr. Páll Hreinsson, hæstaréttardómari, Tryggvi Gunnarsson, umboðsmaður Alþingis, og dr. Sigríður Benediktsdóttir, hagfræðingur og kennari við hagfræðideild Yale-háskóla í Bandaríkjunum.

Í samræmi við 3. mgr. 2. gr. laga nr. 142/2008 skipaði forsætisnefnd Alþingis einnig sérstakan vinnuhóp til að leggja mat á hvort skýringar á falli íslensku bankanna og tengdum efnahagsáföllum megi að einhverju leyti finna í starfsháttum og siðferði. Í starfshópinn voru skipuð dr. Vilhjálmur Árnason, prófessor í heimspeki við Háskóla Íslands; Salvör Nordal, forstöðumaður Siðfræðistofnunar Háskóla Íslands, og Kristín Ástgeirsdóttir, framkvæmdastýra Jafnréttisráðs.

Skrifstofu og starfsaðstöðu fyrir nefndina var komið upp í Skeifunni 19 í Reykjavík. Rannsóknarnefndin hefur við störf sín notið aðstoðar starfsmanna, sem ráðnir voru til nefndarinnar ýmist í fullt starf eða hlutastarf, en einnig hafa starfað með nefndinni sérfræðingar sem hún fékk til að vinna ákveðin verkefni og veita ráðgjöf. Þeir sem störfuðu með nefndinni voru eftirtaldir:

Starfsmenn og þeir sem veitt hafa nefndinni ráðgjöf og aðstoð:

Aðalsteinn E. Jónasson, hæstaréttarlögmaður og dósent við lagadeild

Háskólans í Reykjavík

Agnar R. Agnarsson, B.Sc. í tölvunarfræði

Anna Sigríður Guðfinnsdóttir, verkefnastjóri, CPMA

Arna Varðardóttir, doktorsnemi í hagfræði

Arnaldur Hjartarson, lögfræðingur

Ástríður Þórðardóttir, viðskiptafræðingur, MBA

Baldur Thorlacius, M.Sc. í hagfræði

Bjarni Kristinn Torfason, B.S. í stærðfræði og iðnaðarverkfræði og doktorsnemi í fjármálafræði við Columbia-háskóla

Eiríkur Jónsson, lektor við lagadeild Háskóla Íslands

Elín Jónsdóttir, lögfræðingur, LL.M.

Finnur Þór Vilhjálmsson, lögfræðingur

Esther Finnbogadóttir, viðskiptafræðingur, MBA
Eyvindur G. Gunnarsson, lektor við lagadeild Háskóla Íslands
Guðmundur Axel Hansen, B.S. í véla- og iðnaðarverkfræði
Guðrún Aradóttir, B.Sc. í viðskiptafræði
Guðrún Johnsen, MA.E. í hagfræði, M.A. í tölfraði og lektor við viðskipta-
deild Háskólans í Reykjavík
Gunnar Sigurðsson, löggiltur endurskoðandi
Gunnar Þór Pétursson, sérfræðingur við lagadeild Háskólans í Reykjavík og
nú doktorsnemi
Heiðar Þór Guðnason, kerfisstjóri
Héðinn Eyjólfsson, M.Sc. í viðskiptafræði
Inga Sigrún Þórarinsdóttir, rekstrarstjóri
Lúðvík Elíasson, Ph.D. í hagfræði, lektor við hagfræðideild Háskóla Íslands
Magnús Sveinn Helgason, hagsögufraeðingur
Magnús Stefánsson, B.Sc. í stærðfræði, M.Sc. í hagnýtri stærðfræði og
M.Sc. í hagfræði
Margrét V. Bjarnadóttir, lektor við Stanford Graduate School of Business,
Ph.D. frá MIT í aðgerðarannsóknunum
Edward McGehee, laganemi við Harvard-háskóla
Ólafur Guðmundsson, M.Sc. í rafmagnsverkfræði
Sigurður Þórðarson, löggiltur endurskoðandi
Snæbjörn Gunnsteinsson, B.Sc. í stærðfræði, M.Sc. í tölfraði, Ph.D. Cand.
í hagfræði
Þuríður B. Sigurjónsdóttir, lögfræðingur

Þeir sem veittu starfshópi um siðferði aðstoð

Friðrik Þór Guðmundsson, stundakennari í blaða- og fréttamennsku við
Háskóla Íslands
Hlynur Orri Stefánsson, M.A. í heimspeki
Hulda Þórisdóttir, Ph.D. í félagsálfræði
Kjartan Ólafsson, lektor við félagsvísindadeild Háskólans á Akureyri
Valgerður Anna Jóhannsdóttir, verkefnisstjóri og adjunkt í blaða- og fréttamennsku við Háskóla Íslands
Þorbjörn Broddason, prófessor í félagsfræði við Háskóla Íslands

Erlendir sérfræðingar:

Kern Alexander, Ph.D. og prófessor við lagadeild Queen Mary, University of
London í Bretlandi. Forstöðumaður „Law and Finance Programme at the
center for Commercial Law Studies“
Mark J. Flannery, Ph.D. og prófessor í fjármálum við University of Florida í
Flórída Bandaríkjunum
Frøystein Gjesdal, Ph.D. og prófessor við verslunarháskólann í Bergen í
Noregi
Lars Gorton, prófessor við lagadeild Háskólans í Lundi í Svíþjóð
Jørn Astrup Hansen, cand. oecon. og formaður stjórnar EBH bank A/S í
Danmörku
Nina Dietz Legind, Ph.D. og prófessor við lagadeild Syddansk Universitet í
Óðinsvéum í Danmörku
Eric Talley, Ph.D. prófessor og aðstoðarforstöðumaður laga-, viðskipta- og
hagfræðistofnunar Berkeley-háskóla í Kaliforníu í Bandaríkjunum

Annað starfslið og aðstoð:

Þegar unnið var að því að koma upp starfsaðstöðu fyrir rannsóknarnefndina í byrjun árs 2009 naut nefndin aðstoðar frá starfsmönnum Alþingis við að draga að húsgögn og koma upp skrifstofuaðstöðu í húsnæðinu sem leigt hafði verið fyrir starfseminna. Jafnframt fékk rannsóknarnefndin að nýta skrifstofu- og fundaraðstöðu hjá embætti umboðsmanns Alþingis á fyrstu starfsdögum nefndarinnar. Þegar kom að því að skrá niður skýrslur, sem teknar höfðu verið fyrir nefndinni, náðist samkomulag um að ræðulesarar Alþingis sæju um það verk. Fyrir utan ofangreint starfslið unnu um 20 starfsmenn fyrir nefndina við prófarkalestur, umbrot og fleira. Rannsóknarnefndin færir öllum þessum aðilum bestu þakkir fyrir veitta aðstoð.

Þá færir rannsóknarnefnd Alþingis Seðlabanka Íslands þakkir fyrir að hafa notið starfskrafta þriggja starfsmanna til að aðstoða við úrvinnslu upplýsinga um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði, en það voru þau Daníel Svavarsson, Ph.D. í hagfræði, Kristín Rós Jóhannesdóttir, B.Sc. í hagfræði og Perla Ö. Ásgeirsdóttir, M.Sc. í fjármálum.

Ríkisendurskoðanda Danmerkur og starfsfólki hans eru einnig færðar þakkir fyrir að veita nefndinni aðgang að aðferðafræði og undirbúningsgögnum sem tekin voru saman fyrir úttekt á danska fjármálaeftirlitinu og fyrir aðra veitta aðstoð. Þá eru bæði danska og norska fjármálaeftirlitinu færðar þakkir fyrir veitta aðstoð.

Prentsmiðjunni Odda ehf. eru færðar þakkir fyrir vandaða vinnu við prentun skýrslunnar.

Við stjórnun og skipulag á rannsókninni var þess gætt, í samræmi við ákvæði 1. mgr. 4. gr. laga nr. 142/2008, að starfsmenn, sem áður höfðu unnið hjá fjármálafyrirtækjum, sinntu ekki rannsóknum á þeim fyrirtækjum sem þeir áður unnu hjá. Þess var jafnframt gætt að aðrir starfsmenn nefndarinnar og þeir sérfróðu aðilar sem hún leitaði til hefðu ekki tengsl eða hagsmuni vegna þeirra viðfangsefna sem þeir sinntu fyrir nefndina sem leiddu til þess að þeir uppfylli ekki kröfur skv. 3. gr. stjórnisýslulaga nr. 37/1993.

1.2 Afmörkun á efni rannsóknarinnar

Með töluverðri einföldun má segja að meginhlutverk rannsóknarnefndar Alþingis hafi verið að draga upp heildarmynd af aðdraganda að falli bankanna og leita svara við spurningunni um hverjar hafi verið orsakir þess. Þá var nefndinni jafnframt falið að leggja mat á hvort um mistök eða vanrækslu hafi verið að ræða við framkvæmd laga og reglna um fjármálastarfsemi á Íslandi og eftirlit með henni.

Í 1. gr. laga nr. 142/2008 er nánar afmarkað að hverju rannsókn nefndarinnar skyldi lúta. Þar kemur fram að nefndin skyldi:

1. Varpa sem skýrustu ljósi á aðdraganda og orsakir þess vanda íslenska bankakerfisins sem varð Alþingi tilefni til að setja lög nr. 125/2008, um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl.
2. Afla upplýsinga um starfsemi fjármálafyrirtækja sem geta skýrt vanda þeirra, svo sem um fjármögnun og útlánastefnu þeirra, eignarhald, endurskoðun og tengsl þeirra við atvinnulífið.
3. Gera úttekt á reglum íslenskra laga um fjármálamarkaðinn og

tengda atvinnustarfsemi í samanburði við reglur annarra landa og framkvæmd stjórnvalda á þeim.

4. Leggja mat á hvernig staðið hafi verið að eftirliti með fjármálastarfsemi hér á landi á síðustu árum og upplýsingagjöf af því tilefni milli stjórnvalda, til ríkisstjórnar og til Alþingis.
5. Koma með ábendingar og tillögur að breytingum á lögum, reglum, vinnubrögðum og skipulagi opinberrar stjórnarsýslu sem miða að því að gera íslenskt fjármálakerfi færara um að bregðast við þróun og breytingum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.
6. Gera ráðstafanir til þess að hlutaðeigandi yfirvöld fjalli um mál þar sem grunur vaknar við rannsókn nefndarinnar um refsiverða háttsemi eða brot á starfsskyldum og gera jafnframt grein fyrir þeim málum í skýrslu til Alþingis.
7. Skila Alþingi skýrslu um rannsóknina ásamt þeim samantektum og úttektum sem nefndin ákveður að láta vinna í þágu rannsóknarinnar.

[...]

Í tengslum við athugun á fyrrgreindum atriðum skal enn fremur fara fram rannsókn þar sem lagt verði mat á hvort skýringar á falli íslensku bankanna og tengdum efnahagsáföllum megi að einhverju leyti finna í starfsháttum og siðferði.

Samkvæmt 5. gr. laga nr. 142/2008 var nefndinni falið að taka ákvörðun um hvernig haga skyldi rannsókninni, þar á meðal um nánari afmörkun rannsóknarefnisins.

Fall Glitnis banka hf., Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. í október 2008 var tilefni þess að Alþingi setti lög nr. 142/2008 og kom á fót rannsóknarnefndinni og beindist rannsókn nefndarinnar því aðallega að þessum bönkum, sem allir töldust kerfislega mikilvægir. Í rannsókn nefndarinnar var horft til þeirra atriða í rekstri þeirra sem ætla má að hafi haft mesta þýðingu fyrir það hvernig fór. Rannsókn nefndarinnar tók einnig til nb.is – sparisjóðs hf. (Netbankans), Fjárfestingarbankans hf., Sparisjóðs Reykjavíkur og nágrennis hf., SPRON verðbréfa, Sparisjóðabanka Íslands hf. svo og Straums-Burðaráss hf. sem féllu á fyrri hluta ársins 2009 eftir því sem tilefni var til vegna einstakra rannsóknarviðfangsefna sem nefndin hafði til athugunar s.s. lánveitingar og fyrirgreiðslu stærri viðskiptavina.

Þótt allar íslenskar fjármálastofnanir hafi orðið fyrir einhverjum skakka-föllum samhliða þeim áföllum sem gengu yfir fjármálamarkaði heimsins haustið 2008 eru vandamál sparisjóðakerfisins um margt sérstök. Vegna hins mikla umfangs verkefnis nefndarinnar, að skýra meginorsakir falls bankanna 2008, vannst ekki tími til að taka hin sérstöku vandamál sparisjóðakerfisins til umfjöllunar þótt þau hafi verðskuldað það. Það er því undir Alþingi komið hvort þau verða tekin til sérstakrar rannsóknar.

1.3 Afmörkun á tímabili sem rannsóknin tók til

Ákvæði 1. töluliðar 1. gr. laga nr. 142/2008 afmarkaði það tímabil sem rannsókn nefndarinnar tók til. Í ákvæðinu kemur fram að nefndin skuli varpa sem skýrustu ljósi á ástæður þess vanda íslenska bankakerfisins sem leiddi til setningu laga nr. 125/2008 um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sér-

stakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl. Í athugasemdum við 1. gr. frumvarps þess er varð að lögum nr. 142/2008 var tekið fram að aðeins væri ætlunin að fjallað yrði um þá atburði sem gerðust fyrir setningu laganna en ekki að lagt yrði mat á hvernig til hefði tekist við framkvæmd þeirra eða önnur viðbrögð stjórnvalda eftir að löggin voru sett. Að því marki sem nefndin taldi nauðsynlegt í ljósi viðfangsefnis rannsókna sinna var henni þó heimilt á grundvelli 2. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 að láta rannsókn sína taka til atburða eftir gildistöku laga nr. 125/2008 eða gera tillögu um frekari rannsókn á slíkum atburðum. Í lögum nr. 142/2008 var á hinn bóginn ekki tekin afstaða til þess hversu langt aftur rannsókn nefndarinnar ætti að ná. Nefndin mat þörfina á því með hliðsjón af hverju rannsóknarverkefni fyrir sig.

1.4 Rannsóknarheimildir nefndarinnar

Í III. kafla laga nr. 142/2008 er mælt fyrir um rannsóknarheimildir nefndarinnar. Samkvæmt ákvæðum þess kafla var sérhverjum, jafnt einstaklingum, stofnunum sem lögaðilum, skylt að verða við kröfu rannsóknarnefndarinnar um að láta í té upplýsingar, gögn og skýringar sem hún fór fram á. Undir hugtakið gögn í þessum skilningi féllu m.a. skýrslur, skrár, minnisblöð, bók-anir, samningar og önnur gögn sem nefndin taldi tilefni til að óska eftir í þágu rannsóknarinnar.

Þagnarskylda stóð ekki í vegi fyrir rannsókn nefndarinnar því að almennt var skylt að verða við kröfu hennar um að veita upplýsingar þó að þær væru háðar þagnarskyldu. Frá þessu gildi þó sú undantekning að lögmaður, endurskoðandi eða annar aðstoðarmaður varð ekki krafinn upplýsinga sem honum hafði verið trúað fyrir út af rannsókn nefndarinnar nema með leyfi þess sem í hlut átti. Samkvæmt 6. mgr. 6. gr. laganna var heimilt að bera ágreining um upplýsingaskyldu samkvæmt lögnum undir héraðsdóm á grundvelli XV. kafla laga nr. 88/2008 um meðferð sakamála. Ekki kom til þess í starfi nefndarinnar að mál væri lagt fyrir dóm til úrskurðar um upplýsingaskyldu.

Á grundvelli framangreindra rannsóknarheimilda fékk nefndin aðgang að upplýsingum úr upplýsingakerfum þeirra fjármálastofnana sem rannsóknin tók til. Í ljós kom að hjá þeim voru í notkun mörg og oft ósambæfð kerfi. Þá rak nefndin sig á að fjármálastofnanir varðveittu ekki í öllum tilvikum sambærilegar upplýsingar. Var því oft töluverðum erfiðleikum bundið að draga saman upplýsingar þannig að heildarmynd fengist af rannsóknarefninu hverju sinni. Bæði frá Seðlabanka Íslands svo og samráðshópi forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlits og Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika og viðbúnað bárust rannsóknarnefndinni gögn sem ýmist bera heitið „fundargerðir“ eða „drög að fundargerðum“. Upplýst hefur verið að þessi skjöl hafa ekki öll hlotið venjubundna meðferð fundargerða, þ.e. að allir nefndar- og fundarmenn hafi lesið þau yfir og samþykkt í endanlegri mynd, eftir atvikum að undangengnum breytingum. Í einhverjum tilvikum virðast þessi skjöl eiga meira sammerkt með minnisblöðum en fundargerðum. Þar sem þessi skjöl eru á hinn bóginn oft einu samtímagögnin sem til eru um það hvað fór fram á fundum þessara stjórnvalda er vitnað til þeirra þar sem við á í umfjöllun nefndarinnar. Það er þó gert með fyrirvara um það einkenni á tilurð þeirra í sumum tilvikum, sem hér var lýst, að skjölin hafa ekki alltaf hlotið venjubundna meðferð og afgreiðslu í samræmi við það sem vænta má almennt út frá heiti þeirra.

Samkvæmt 2. mgr. 6. gr. laga nr. 142/2008 var nefndinni heimilt að kalla einstaklinga til fundar við sig til að afla munnlegra upplýsinga í þágu rannsóknarinnar. Nefndin hélt 93 slíka fundi með 183 einstaklingum. Sumir komu fyrir nefndina oft en einu sinni.

Samkvæmt 8. gr. laga nr. 142/2008 var nefndinni heimilt að kveðja menn til skýrslutöku. Alls voru 147 einstaklingar kvaddir til skýrslutöku hjá nefndinni. Sumir gáfu skýrslu oft en einu sinni. Allar skýrslur voru hljóðritaðar.

Nefndin hafði heimasíðu þar sem veittar voru upplýsingar um framgang rannsóknarinnar. Jafnframt var almenningi veitt færi á að koma að ábendingum til nefndarinnar um hvaðeina sem varðaði rannsóknina. Nefndinni bárust 219 tölvupóstar þar sem komið var á framfæri slíkum ábendingum.

Rannsóknarheimildir nefndarinnar tóku ekki til erlendra stjórnvalda og einkaaðila. Nefndin lét eigi að síður á það reyna hvort afla mætti upplýsinga frá erlendum stjórnvöldum. Þannig var breska fjármálaeftirlitinu (FSA) ritað bréf 11. júní 2009. Í því var óskað eftir tilteknum upplýsingum um Icesave innlánsreikninga útibús Landsbanka Íslands hf. í London. Fyrirspurnir nefndarinnar lutu m.a. að því hvort lagt hefði verið mat á gæði þeirra eigna sem ætlunin var að færa á móti innlánssskuldbindingum við tilflutning Icesavereikninganna yfir í dótturfélag. Í bréfi FSA frá 3. júlí 2009 bar eftirlitið fyrir sig þagnarskyldu um þau málefni og svaraði þannig ekki þeirri fyrirspurn nefndarinnar. FSA svaraði hins vegar öðrum fyrirspurnum um hvort mögulegt hefði verið að færa þessa innlánsreikninga á tiltekinn hátt úr útibúi yfir í dótturfélag. Efni þeirra samskipta nefndarinnar við FSA eru rakin í kafla 18.0.

Jafnframt ritaði rannsóknarnefndin fjármálaeftirliti Lúxemborgar (Commission de Surveillance du Secteur Financier) þrjú bréf 9. september 2009. Í þeim var óskað eftir upplýsingum um dótturfélög stóru íslensku viðskiptabankanna í Lúxemborg. Þeim bréfum var svarað með tveimur bréfum hinnar erlendu stofnunar, dags. 2. október 2009, og einu bréfi til viðbótar, dags. 17. nóvember 2009. Í framhaldinu ritaði rannsóknarnefnd Alþingis hinni erlendu stofnun bréf 25. nóvember 2009 og óskaði eftir afritum gagna vegna viðskipta með hlutabréf Kaupþings banka hf. stuttu fyrir fall bankans. Því bréfi var svarað 3. desember 2009.

Þá ritaði nefndin Stefan Ingves, bankastjóra Seðlabanka Svíþjóðar, bréf 4. nóvember 2009. Í því var þess farið á leit að Ingves svaraði tilteknum spurningum. Svör Ingves bárust nefndinni með bréfi, dags. 22. janúar 2010. Nánar er fjallað um þessi efni í kafla 19.8.2.

Loks ritaði nefndin Seðlabanka Hollands bréf 17. febrúar 2010 og kannaði hvort bankinn hefði gögn sem vörpuðu ljósi á starfsemi Landsbankans í Amsterdam. Svör bárust frá Hollenska seðlabankanum 19. mars 2010 og fylgdi með því skrá í tímaröð yfir samskipti við útibú Landsbankans.

Rannsóknarnefnd Alþingis færir öllum framangreindum aðilum þakkir fyrir veitta aðstoð.

1.5 Um þagnarskyldu og birtingu trúnaðarupplýsinga

Samkvæmt 3. mgr. 6. gr. laga nr. 142/2008 var, eins og áður segir, skylt að verða við kröfu rannsóknarnefndarinnar um að veita upplýsingar þó að þær væru háðar þagnarskyldu, t.d. samkvæmt reglum um starfsemi fjármála fyrirtækja, sérstökum reglum um utanríkismál, öryggi ríkisins eða fundargerð ríkisstjórnar og ráðherra fundu og fundargerðir nefnda Alþingis.

Sama gilti um upplýsingar sem óheimilt var að lögum að veita fyrir dómi nema með samþykki ráðherra, forstöðumanns eða annars yfirmanns viðkomandi, jafnt hjá hinu opinbera sem einkafyrirtæki.

Vegna framangreinds lagaákvæðis fékk rannsóknarnefndin í hendur trúnaðargögn frá íslenskum stjórnvöldum og fjármálafyrirtækjum sem vörðuðu viðfangsefni rannsóknarinnar og um var beðið. Samkvæmt 3. mgr. 4. gr. laga nr. 142/2008 hvílir þagnarskylda á nefndarmönnum og starfsmönnum hennar um upplýsingar sem leynt eiga að fara. Samkvæmt 4. mgr. 4. gr. sömu laga stendur þessi þagnarskylda nefndarmanna þó ekki í vegi fyrir því að nefndin geti birt upplýsingar í skýrslu sinni til Alþingis sem annars væru háðar þagnarskylda, ef nefndin telur slíkt nauðsynlegt til að rökstyðja niðurstöður sínar. Nefndin skal þó því aðeins birta upplýsingar um persónuleg málefni einstaklinga, þ.m.t. fjármál þeirra, að verulegir almannahagsmunir af því að birta upplýsingarnar vegi þyngra en hagsmunir þess einstaklings sem í hlut á.

Á grundvelli fyrrnefnds ákvæðis eru í skýrslu þessari birtar upplýsingar sem að öðrum kosti væru undanþegnar aðgangi almennings. Þannig er í skýrslunni gerð grein fyrir efni vinnuskjala stjórnvalda, fundargerða ríkisstjórnar, minnisgreina frá ráðherrafundum og bréfaskiptum við önnur ríki og fjölþjóðastofnanir að því leyti sem þau varpa ljósi á rannsóknarefni nefndarinnar. Á sama hátt er fjallað um fjárhagsmálefni þeirra fjármálafyrirtækja sem undir rannsóknina falla og stærstu lántakenda þeirra að því leyti sem þörf er á til að útskýra rannsóknarefnið og rökstyðja niðurstöður nefndarinnar. Í samræmi við fyrrgreint ákvæði er á hinn bóginn ekki fjallað um persónuleg málefni einstaklinga nema almannahagsmunir af því að birta upplýsingarnar vegi þyngra en hagsmunir þess einstaklings sem í hlut á að mati nefndarinnar.

1.6 Um mistök, vanrækslu og refsiverða háttsemi svo og aðrar aðfinnslur

Það var ekki hlutverk rannsóknarnefndar Alþingis að annast sakamálarannsókn á ætlaðri refsiverðri háttsemi í aðdraganda og tengslum við þrot fjármálafyrirtækjanna. Það fellur undir embætti sérstaks saksóknara samkvæmt lögum nr. 135/2008. Í 1. mgr. 14. gr. laga nr. 142/2008 er á hinn bóginn mælt svo fyrir að vakni grunur við rannsókn nefndarinnar um að refsiverð háttsemi hafi átt sér stað beri nefndinni að kynna það ríkissaksóknara sem taki síðan ákvörðun um hvort rannsaka beri málið í samræmi við lög um meðferð sakamála. Á grundvelli þessa ákvæðis hefur nefndin sent ríkissaksóknara tilkynningar um mál sem tengjast rannsókn nefndarinnar. Upplýsingar um þessar tilkynningar er að finna í kafla 22 í samræmi við fyrirsmáli 5. mgr. 14. gr. laga nr. 142/2008.

Samkvæmt 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 skyldi rannsóknarnefnd Alþingis leggja mat á hvort um mistök eða vanrækslu hafi verið að ræða við framkvæmd laga og reglna um fjármálastarfsemi á Íslandi og eftirlit með henni. Í athugasemdum með 1. gr. frumvarps þess er varð að lögum nr. 142/2008 var tekið fram að hér væri athyglinni fyrst og fremst beint að *stofnunum ríkisins og ráðuneytum* sem störfuðu á þessum sviðum.¹ Þá var tekið fram að með mistökum og vanrækslu væri ekki aðeins vísað til þess þegar tiltekna athafnir

1. Alþt. 2008-2009, A-deild, bls. 1076.

fullnægðu ekki lagakröfum eða þegar vanrækt væri að fylgja lagabóði. Fleira gæti fallið þar undir, svo sem að fyrirbyggjandi upplýsingar hefðu ekki verið metnar með réttum hætti og ákvarðanir hefðu verið teknar á ófullnægjandi forsendum. Þá gæti það talist vanræksla að hafa látið hjá líða að bregðast við upplýsingum um yfirvofandi hættu á viðeigandi hátt.²

Samkvæmt 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 skyldi rannsóknarnefnd Alþingis einnig leggja mat á hverjir bæru að hennar mati ábyrgð á mögulegum mistökum og hverjir kynnu að hafa sýnt af sér vanrækslu í starfi við framkvæmd laga og reglna um fjármálamarkaðinn og eftirlit með honum. Í athugasemdum með 1. gr. frumvarps þess er varð að lögum nr. 142/2008 var tekið fram að með þessu færðist sjónarhorn rannsóknarinnar að einstaklingum og þætti þeirra í töku einstakra ákvarðana. Spurt væri hver hefði tekið tilteknar ákvarðanir eða hver hefði átt að bregðast við upplýsingum sem lágu fyrir. Þessum spurningum þyrfti bæði að svara út frá því hvað hafi gerst í raun svo og út frá reglum um *valdbærni*.³ Samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008 skyldi rannsóknarnefndin að gagnaöflun lokinni gera þeim sem ætla mætti að hefðu orðið á mistök eða hefðu orðið uppvísir að vanrækslu í starfi skriflega grein fyrir afstöðu sinni og eftir atvikum lagatúlkun á þeim atriðum sem vörðuðu þátt hans í málinu og nefndin íhugaði að fjalla um í skýrslu sinni. Tekið var fram að veita ætti viðkomandi hæfilegan frest til að gera skriflega athugasemd við þessi atriði. Þetta ákvæði tók einvörðungu til þeirra einstaklinga sem nefndin hafði til athugunar hvort kynnu að bera ábyrgð á svo alvarlegum athöfnum eða athafnaleysi að hún teldi rétt að heimfæra það undir „mistök eða vanrækslu“ í skilningi 1. gr. laganna eins og skýra bæri hana með hliðsjón af framangreindum lögskýringarsjónarmiðum. Gerð er nánari grein fyrir þessum málum í köflum 21 og 23. Í öðrum köflum skýrslunnar er hins vegar fjallað um ýmis atriði sem nefndin telur að hafi verið aðfinnsluverð án þess þó að þar hafi verið um að ræða „mistök eða vanrækslu“ í framangreindri merkingu.

Samkvæmt 2. tölulið 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 bar rannsóknarnefndinni að afla upplýsinga um starfsemi fjármálafyrirtækja sem gætu skýrt þann vanda sem þær komust í, svo sem um fjármögnun og útlánastefnu þeirra, eignarhald, endurskoðun og tengsl þeirra við atvinnulífið. Í athugasemdum við 1. gr. frumvarps þess er varð að lögum nr. 142/2008 var tekið fram að við rannsókn á ástæðum fyrir falli bankanna væri ætlunin að kannað yrði hvort veikleikar hefðu verið í rekstri þeirra.⁴ Umfjöllunin um orsök falls íslensku bankanna í skýrslu nefndarinnar lýtur því aðallega að fjármálastofnununum sjálfum og rekstri þeirra, svo sem lýsingu á fjármögnun, útlánunum, hvatakerfum þeirra og öðrum þáttum sem lagt geta grundvöll að ályktunum nefndarinnar. Nefndinni var á hinn bóginn ekki ætlað að sinna sakamálarannsókn eins og áður segir. Í 14. gr. laga nr. 142/2008 er tekið fram að ef grunur vaknar við rannsókn nefndarinnar um að refsiverð háttsemi hafi átt sér stað skuli nefndin tilkynna ríkissaksóknara um það og hann taki ákvörðun um hvort rannsaka beri málið í samræmi við lög um meðferð sakamála. Nefndin gengur því ekki lengra í skýrslu sinni um þau atvik þar sem grunur

2. Alþt. 2008-2009, A-deild, bls. 1076.

3. Alþt. 2008-2009, A-deild, bls. 1076.

4. Alþt. 2008-2009, A-deild, bls. 1076.

hefur vaknað um meint refsivert athæfi í starfsemi fjármálafyrirtækjanna en að senda ríkissaksóknara tilkynningu í samræmi við þetta ákvæði og er gerð grein fyrir henni í 22. kafla skýrslunnar. Í skýrslu sinni tekur nefndin þannig enga afstöðu til þess hver réttarstaða einstakra starfsmanna fjármálafyrirtækjanna sé eða eigi að vera samkvæmt lögum nr. 88/2008 um meðferð sakamála í tengslum við slíkar ábendingar. Á hinn bóginn bendir nefndin á ýmislegt sem að hennar mati verður að telja aðfinnsluvert í starfsháttum fjármálafyrirtækjanna og hefur þýðingu fyrir rannsókn, niðurstöður og ályktanir nefndarinnar. Það er hins vegar ekki á forræði hennar að fylgja þessum atriðum eftir. Þeir sem orðið hafa fyrir tjóni í skiptum við fjármálafyrirtækin kunna hins vegar í einhverjum tilvikum að telja tilefni til þess. Það yrði þá á endanum dómstóla að leiða slík mál til lykta.

Í nefndaráliti allsherjarnefndar Alþingis um frumvarp það er varð að lögum nr. 142/2008 var áréttað að það væri hlutverk Alþingis að taka afstöðu til þess hvort tilefni væri til þess, kæmist rannsóknarnefndin að því að ráðherra hefði gert mistök eða sýnt af sér vanrækslu í starfi í skilningi 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008, að neytt yrði lögbundinna úrræða til að fá skorið úr um tilvist, umfang og afleiðingar slíkrar lagalegrar ábyrgðar ráðherra.

1.7 Framsetning skýrslunnar

Markmið þessarar skýrslu er að draga upp sem heildstæðasta mynd af aðdragandanum að falli bankanna og leita svara við þeirri spurningu hverjar hafi verið orsakir þess. Þegar litið er til stærðar verkefnisins og þess hlutfallslega takmarkaða tíma og fjármuna, sem rannsóknarnefndin hafði til ráðstöfunar var það niðurstaða nefndarinnar að leggja áherslu á að birta helstu upplýsingar og tölfræði sem útskýrt getur annars vegar afdrifaríka þróun í rekstri bankanna og hins vegar samtímagögn frá stjórnvöldum sem varpa ljósi á afstöðu þeirra og viðbrögð. Svo umfangsmikil birting gagna í rannsóknarskýrslu er, samkvæmt því sem nefndin kemst næst, óvenjuleg. Hún hæfir þó að mati nefndarinnar eðli verkefnisins þar sem hún hefur þann ótvíræða kost að lesendur öðlast sjálfir forsendur til að móta sér sína eigin skoðun á grundvelli frumgagna eða -upplýsinga á því hverjar hafi verið orsakir fyrir hruni bankanna haustið 2008. Þá bjóða ýmsir þættir rannsókna upp á ítarlegri greiningar en tímans vegna var unnt að setja fram af hálfu nefndarinnar. Nefndin hefur fyrir sitt leyti dregið saman í afmörkuðum köflum ályktanir um aðdraganda að falli bankanna haustið 2008 og meginorsakir fyrir því. Í ljósi umfangs verkefnisins og þess hve ákveðnir þættir þess eru flóknir einbeitti nefndin sér að rannsóknum á því sem hún taldi meginþætti verkefnisins með hliðsjón af þeim spurningum sem henni var falið að svara í lögum nr. 142/2008. Ekki þarf að koma á óvart að fleiri spurningar vakni eftir að nefndin hefur hér í skýrslu sinni sett fram svör sín við þessum spurningum. Það verður Alþingis að meta hvort tilefni er til að fylgja rannsókninni eftir um afmörkuð atriði.

Skýrslan er sett fram í 9 bindum. Í bindum 1 til 7 er fjallað um aðdraganda og orsök falls íslensku bankanna 2008 og þar er jafnframt að finna ályktanir nefndarinnar um einstök afmörkuð viðfangsefni sem fjallað er um í einstökum köflum hennar. Heildarniðurstöður nefndarinnar er síðan að finna í kafla 21.0 en ágríp af meginniðurstöðum nefndarinnar er að finna í kafla 2.0 Bindi 8 hefur að geyma skýrslu vinnuhóps sem hafði það hlutverk að svara því hvort skýringar á falli íslensku bankanna og tengdum efnahagsáfallum mætti

að einhverju leyti finna í starfsháttum og siðferði. Í 9. bindi eru birtir valdir viðaukar við skýrslu rannsóknarnefndarinnar. Með netútgáfu skýrslunnar fylgja fleiri viðaukar.

Skýrslan er byggð á þeim lagagrundvelli sem var til staðar í október 2008 við fall bankanna. Í köflunum þar sem fjallað er um aðdraganda að falli bankanna hefur þeirri reglu almennt verið fylgt að nota starfsheiti, sem fólk hafði við fall bankanna í október 2008, sem og nöfn einstaklinga og ráðuneyta eins og þau voru þá. Í skýrslunni eru kennitölur einstaklinga, sem fjallað er um almennt ekki birtar í samræmi við ákvæði 10. gr. laga nr. 77/2000. Á hinn bóginn eru iðulega birtar kennitölur fyrirtækja sem fjallað er um. Það helgast af þeirri staðreynd að í allmörgum tilvikum hafa félög breytt um nafn auk þess sem sambærilegum persónuverndarsjónarmiðum og gilda um einstaklinga er þar ekki fyrir að fara.

Eins og vikið var að hér að framan var rannsóknarefni nefndarinnar afar umfangsmikið. Til þess að auðvelda framsetningu efnisins er því skipað í 23. kafla auk viðauka og fylgiskjala. Efnið er hins vegar svo samofið að ekki er við því að búast að heildarmynd fái af því nema með lestri skýrslunnar allrar. Nefndin leggur því áherslu á að það er vandkvæðum bundið að draga um af ályktanir af köflum skýrslunnar án þess að heildarmynd skýrslunnar sé höfð í huga.

1.8 Horft til baka

Stundum er sagt að auðvelt sé að vera vitur eftir á. Aðstaðan er vissulega önnur þegar horft er til baka og tóm hefur gefist til að draga saman og veða og meta gögn og upplýsingar í ljósi þess sem síðar gerðist. Þetta á ekki síst við þegar um er að ræða afdrifaríkar ákvarðanir sem teknar hafa verið við erfiðar aðstæður í kapphlaupi við tímann. Víst er að engin mannanna verk eru fullkomin. Öll erum við í þeirri stöðu að geta séð betur eftir á hvernig rétt hefði verið að bregðast við þegar afleiðingar slíkra ákvarðana eru fram komnar. Við rannsókn eins og þá sem rannsóknarnefnd Alþingis er ætlað að sinna skiptir hins vegar miklu að upplýsingar sem birtar eru og ályktanir sem af þeim eru dregnar taki sanngjarnt og eðlilegt tillit til þess hverjar voru aðstæður á hverjum tíma og hvað þeir sem að ákvörðunum komu eða sýndu af sér athafnaleysi þekktu til aðstæðnanna og fyrirbyggjandi upplýsinga. Til að gæta sanngirni verður að hafa þetta í huga varðandi efnistökin í skýrslunni og þegar sú gagnrýni, sem þar kemur fram, er lesin.

2. kafli

Ágrip um meginniðurstöður skýrslunnar

■ Skýringar á falli Glitnis banka hf., Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. er fyrst og fremst að finna í örum vexti þeirra og þar með stærð þeirra þegar þeir féllu í október 2008. Efnahagur og útlán bankanna uxa fram úr því sem innviðir þeirra þoldu. Utanumhald og eftirlit með útlánum fylgdi ekki eftir útlánavextinum. Útlánavöxtur móðurfélaga bankanna var að meðaltali tæp 50% frá upphafi árs 2004 fram að falli bankanna. Vöxturinn var mestur og stöðugastur í útlánnum til eignarhaldsfélaga annars vegar og erlendra aðila hins vegar.¹ Aukning útlána til erlendra aðila var þó sýnu meiri. Sérstaklega var aukningin mikil á seinni hluta árs 2007. Hinn mikli útlánavöxtur bankanna olli því að eignasöfnum þeirra fylgdi mikil áhætta. Fjöldi dæma í skýrslunni styður þá niðurstöðu.

■ Almennt séð samrýmist svo mikill og áhættusamur vöxtur ekki langtímahagsmunum traustra banka. Hins vegar voru sterkir hvatar til vaxtar innan bankanna. Þeir fólust meðal annars í hvatakerfum bankanna og einnig í mikilli skuldsetningu stærstu eigenda. Eftirlitsaðilum mátti vera ljóst að slíkir hvatar væru til staðar og að ástæða væri til að hafa áhyggjur af hinum hraða vexti. Aftur á móti er ljóst að Fjármálaeftirlitið, sem bar meginábyrgð á eftirliti með bönkunum, óx ekki í samræmi við vöxt þeirra og starfshættir þess fylgdu ekki eftir þeim öru breytingum sem urðu á starfsháttum bankanna.

■ Aðgangur að alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum var helsta forsenda mikils vaxtar bankanna. Það átti sérstaklega við á árunum 2004–2006. Þá uxa bankarnir mest. Alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir stóðu bönkunum opnir fyrst og fremst af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi vegna góðs lánsþæfismats þeirra. Það fengu þeir að nokkru leyti í arf frá ríkinu. Í öðru lagi sökum aðgengis þeirra að mörkuðum í Evrópu á grundvelli EES-samningsins. Á árinu 2005 sóttu Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn um 14 milljarða evra á erlenda skuldabréfamarkaði. Sú fjárhæð nam rétt rúmlega landsframleiðslu Íslands það ár og var tvöföld á við samsvarandi skuldabréfútgáfu árið áður. Kjörin á skuldabréfunum voru mjög hagstæð, einungis um 20 punktar yfir viðmiðunarvöxtum. Þegar þrengjast fór um fjármögnun á evrópska skuldabréfamarkaðnum opnaðist skuldabréfamarkaðurinn í Bandaríkjunum. Sú opnun var að miklu leyti vegna skuldavafninga. Íslensk bankabréf voru tekin inn í

1. Seðlabanki Íslands skilgreinir „erlenda aðila“ sem aðila (einstaklinga eða fyrirtæki) með lögheimili erlendis. Slíkir aðilar þurfa þar með ekki að vera ótengdir Íslandi. Til dæmis má nefna að ef Íslendingur á fyrirtæki skráð í Lúxemborg sem tekur lán hjá íslenskum banka telst lánið samkvæmt þessari skilgreiningu vera til „erlends aðila“.

vafningana í skjóli hins háa lánsþéttmats íslensku fjármálagjafirtækjanna. Á sama tíma greiddu þau almennt háa vexti miðað við lánsþéttmat þeirra. Íslensku bankarnir voru þannig „óþrástir“ miðað við lánsþéttmatsmenn sem matsgjafirtækin veittu þeim. Þar með voru þeir tilvaldir til að hækka meðal-einkunn skuldavafnings. Ljóst er að íslensku bankarnir fóru allt of geyst í útgáfu skuldabréfa á alþjóðlegum mörkuðum. Einsýnt var að fyrir eða síðar myndu vextir fara hækkandi og aðgengi að lánsfé þrengjast á ný.

■ Þegar bankakerfið var orðið allt of stórt miðað við stærð íslensks hagkerfis þurftu stjórnvöld að bregðast við. Grípa hefði þurft til aðgerða í síðasta lagi á árinu 2006 til þess að eiga möguleika á að koma í veg fyrir fall bankanna án þess að það kæmi verulega niður á verðmæti eigna þeirra. Hvorki á því ári né því næsta lögðu stjórnvöld með afgerandi hætti að bönkunum að minnka efnahagsreikning sinn. Stjórnvöld beittu sér heldur ekki fyrir því að einn eða fleiri af stóru bönkunum þremur flytti höfuðstöðvar sínar úr landi. Þvert á móti var það stefna ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar samkvæmt stjórnarsáttmála frá 23. maí 2007 að tryggja að fjármálastarfsemi gæti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði. Það var einnig stefna ríkisstjórnarinnar að útrásargjafirtæki sæju sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.

■ Stærstu eigendur allra stóru bankanna fengu óeðlilega greiðan aðgang að lánsfé hjá þeim banka sem þeir áttu, að því er virðist í krafti eignarhalds síns. Athugun rannsóknarnefndar Alþingis á stærstu áhættuskuldbindingum Glitnis, Kaupþings, Landsbankans og Straums-Burðaráss leiddi í ljós að í öllum bönkum voru helstu eigendur bankans meðal stærstu lántakenda hans.

■ Hjá Glitni banka hf. voru stærstu lántakendurnir Baugur Group hf. og félag tengd Baugi. Sérstaka athygli vekur sá vöxtur sem hljóp í útlán Glitnis til þessa hóps upp úr miðju ári 2007. Stjórnarskipti höfðu þá orðið í bankanum í kjölfar þess að aðilar tengdir Baugi og FL Group juku verulega við eignarhlut sinn í honum. Við fall bankans námu lán til Baugs og tengdra félaga rúmlega 250 milljörðum króna (tæpum tveimur milljörðum evra). Sú fjárhæð jafngilti um 70% af eiginfjárgrunni bankans.

■ Stærsti hluthafi Kaupþings, Exista hf., var jafnframt annar stærsti skuldari bankans. Sá stærsti var Robert Tchenguíz, hluthafi og stjórnarmaður í Exista. Við fall bankans skuldaði Exista Kaupþingi vel yfir 200 milljarða króna.

■ Við fall Landsbankans voru Björgólfur Thor Björgólfsson og félag tengd honum stærstu skuldarar bankans. Björgólfur Guðmundsson var þriðji stærsti skuldari bankans. Samtals námu skuldbindingar þeirra við bankann vel yfir 200 milljörðum króna. Það var meira en sem nam eigin fé Landsbankasamstæðunnar.

■ Björgólfur Thor var einnig stærsti hluthafi Straums-Burðaráss og hann var stjórnarformaður þess banka. Björgólfur Thor og Björgólfur Guðmundsson voru hvor um sig, ásamt tengdum aðilum, meðal stærstu skuldara bankans og saman mynduðu þeir stærsta lántakendahóp hans.

■ Eigendur bankanna fengu verulegar fyrirgreiðslur í gegnum dótturfélög bankanna sem ráku peningamarkaðssjóði. Rannsókn á fjárfestingum peningamarkaðssjóða á vegum rekstrarfélaga stóru bankanna þriggja leiddi í ljós að sjóðirnir fjárfestu mikið í verðbréfum tengdum eigendum bankanna. Vandséð er að tilviljun ein hafi ráðið þeim fjárfestingaákvörðunum.

■ Eigandi eins bankans, sem jafnframt sat í bankaráði hans, lýsti því við skýrslutöku að hann teldi að bankinn hefði verið „mjög ánægður að hafa [sig] sem lántakanda“.² Almenn séð eru starfsmenn banka ekki í góðri stöðu til að meta á hlutlausan hátt hvort eigandi hans sé góður lántakandi eða ekki.

■ Síðla árs 2007 og á árinu 2008 fór að þrengja að bönkunum. Þá virðast mörkin milli hagsmuna bankanna og hagsmuna stærstu hluthafa þeirra oft hafa verið óskýr og bankarnir lagt meira í það að styðja við eigendur sína en eðlilegt getur talist. Rekstur íslensku bankanna einkenndist um margt af því að hámarka hag stærri hluthafanna sem héldu um stjórnartauma bankanna fremur en að reka trausta banka með hagsmuni allra hluthafa að leiðarljósi og sýna tilhlýðilega ábyrgð gagnvart kröfuhöfum.

■ Samþjöppun áhættu hjá íslensku bönkunum var orðin hættulega mikil þó nokkru fyrir fall þeirra. Bæði á það við um lánveitingar til ákveðinna hópa innan hvers banka en jafnframt mynduðu sömu hópar stórar áhættur í fleiri en einum banka. Af þeim sökum varð kerfisleg áhætta vegna útlána veruleg. Skýrasta dæmið um þetta er Baugur Group og tengd félög. Hæst námu útlán bankanna þriggja til þessa hóps við bankana þrjá um 5,5 milljörðum evra sem þá nam um 11% af öllum útlánnum móðurfélaga bankanna og um 53% af samanlögðum eiginfjárgrunni þeirra. Fleiri hópar voru með verulegar skuldir við fleiri en einn banka: Exista, Björgólfur Thor Björgólfsson, Björgólfur Guðmundsson og Ólafur Ólafsson. Áhætta vegna þessara aðila var nokkuð minni en Baugs og tengdra félaga.

■ Eiginfjárhlutföll Glitnis, Kaupþings og Landsbankans í uppgjörum voru ávallt nokkuð yfir hinu lögbundna lágmarki. Þau eiginfjárhlutföll endurspegluðu hins vegar ekki raunverulegan styrk bankanna og fjármálakerfisins í heild til að þola áföll. Það var vegna umtalsverðrar áhættu sem bankarnir báru vegna eigin hlutabréfa, bæði í gegnum bein veð fyrir lánnum og framvirka samninga um eigin hlutabréf. Ef eigið fé er ekki lengur vörn fyrir innlánseigendur og kröfuhafa þá er það ekki eigið fé í hagrænum skilningi. Við slíkar aðstæður er ekki lengur hægt að líta til eiginfjárhlutfalla við mat á styrkleika fjármálastofnunar því tapsáhætta af hlutabréfum stofnunarinnar liggur hjá henni sjálfri.

■ Bankarnir voru með fjármagn bundið í eigin hlutabréfum. Hlutfé í félagi sem það fjármagnar sjálft er ekki sú vörn gegn tapi sem því er ætlað að vera. Hér er það nefnt veikt eigið fé. Hjá bönkunum þremur nam veikt eigið fé samtals um 300 milljörðum króna um mitt ár 2008. Á sama tíma var eiginfjárgrunnur bankanna samtals um 1.186 milljarðar króna. Þannig var veikt eigið fé rúmlega 25% af eiginfjárgrunni bankanna. Ef aðeins er horft á

2. Skýrsla Björgólfs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 10. janúar 2010, bls. 41.

grunnþátt eiginfjárgrunnnsins, þ.e. eigið fé hluthafa samkvæmt ársreikningi að frádregnum óefnislegum eignum, var veikt eigið fé bankanna þriggja rúmlega 50% grunnþáttarins um mitt ár 2008.

■ Auk áhættu sem bankarnir þrír báru vegna eigin hlutabréfa kannaði rannsóknarnefndin á sama hátt hversu mikla tapsáhættu þeir báru af bréfum hinna. Hér er það nefnt krossfjármögnun. Um mitt ár 2008 nam bein fjármögnun bankanna á eigin hlutabréfum ásamt krossfjármögnun á hlutabréfum hinna bankanna um 400 milljörðum króna. Ef aðeins er horft á grunnþátt eiginfjárgrunnnsins var þetta um 70% grunnþáttarins á árinu 2008.

■ Rannsóknarnefnd Alþingis telur að fjármögnun eigin fjár í íslenska bankakerfinu hafi að svo stórum hluta verið byggð á lánsfé úr kerfinu sjálfu að stöðugleika þess var ógnað. Sér í lagi voru eignarhlutir stærstu hluthafa bankanna skuldsettir. Þetta olli því að bankarnir og stærstu eigendur þeirra voru afar viðkvæmir fyrir tapi og lækkun hlutabréfaverðs.

■ Ofmetið eigið fé banka eykur getu hans til vaxtar. Geta bankans til að takast á við áföll minnkar hins vegar um leið. Þar með eykst hættan á gjaldþroti. Gjaldþrot við þessar aðstæður gerir tap innstæðueigenda og annarra lánadrottna meira en ella. Ef um kerfislega mikilvægan banka er að ræða, eins og raunin var á Íslandi með alla bankana þrjá, verður kostnaðurinn fyrir þjóðfélagið í heild einnig verulegur, eins og raun ber vitni.

■ Athuganir rannsóknarnefndarinnar á starfsemi íslensku bankanna benda til þess að rýmkaðar starfsheimildir fjármálastofnana á síðustu árum hafi orðið til að auka verulega áhættu í rekstri þeirra. Sérstaka athygli vekur að frelsi lánastofnana til að stunda áhættusamari fjárfestingar var aukið umtalsvert á þessu tímabili. Meðal annars var heimilað að stunda fjárfestingarbankastarfsemi samhliða hefðbundinni starfsemi viðskiptabanka án þess að svigrúmi til aukinnar áhættutöku hafi um leið fylgt fullnægjandi aðhald og kröfur um aukið eigið fé. Fjármálaeftirlitið hafði heimild til að gera meiri kröfur um eigið fé fjármálafyrirtækja, meðal annars vegna áhættutöku í rekstri. Sú heimild var hins vegar aldrei nýtt.

■ Undanfarinn áratug hefur efnahagsstefna íslenskra stjórnvalda miðað að því að viðhalda sem mestum langtímahagvexti. Að mati rannsóknarnefndarinnar var hvorki með aðgerðum í ríkisfjármálum né peningastefnu brugðist á fullnægjandi hátt við hagsveiflum, ofþenslu og vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu. Því miður virðist óhjákvæmilegt að álykta að stefnan í ríkisfjármálum hafi í reynd kynt undir ójafnvæginu. Stefna Seðlabankans var heldur ekki nægjanlega aðhaldssöm og aðgerðir of takmarkaðar til þess að skila árangri í baráttunni við vaxandi skuldsetningu og undirliggjandi verðbólgu.

■ Stjórnvöld ákváðu að lækka skatta á þenslutíma. Það var gert í trássi við ráðleggingar sérfræðinga og jafnvel gegn betri vitund þeirra ráðamanna sem tóku ákvörðunina. Þessi ákvörðun var afar gagnrýniverð. Þær breytingar sem gerðar voru á útlánareglum Íbúðalánasjóðs árið 2004 voru einnig þensluhvetjandi. Breytingarnar á útlánareglunum voru með stærri hagstjórnarmistökum í aðdraganda falls bankanna. Þau mistök voru gerð með fullri vit-

und um líklegar afleiðingar aðgerðanna. Afleiðingarnar létu ekki á sér standa. Áhrif þeirra urðu enn meiri í alþjóðlegu lágvaxtaumhverfi þess tíma. Þessar hagstjórnarákvarðanir og aðrar sem nefndar eru í skýrslunni ýktu ójafnvægið í hagkerfinu. Þær áttu þátt í að knýja fram aðlögun með afar harðri lendingu.

■ Seðlabankinn var nánast látinn einn um að berjast við þensluna. Þess vegna hóf hann að hækka vexti vorið 2004. Seðlabankinn fór sér þó að engu óðslega við vaxtahækkunarir. Við ákvarðanir um umfang þeirra virðist bankinn sífellt hafa reiknað með að fram kæmu aðhaldsaðgerðir af hálfu hins opinbera. Bankinn kallaði hvað eftir annað eftir slíkum aðgerðum. Þær komu ekki fram. Á seinni hluta árs 2005 var orðið ljóst að vextir Seðlabankans væru of lágir.

■ Innan Seðlabankans voru ítrekað uppi ólíkar skoðanir á því hversu háir stýrivextir ættu að vera. Bankastjórn Seðlabankans kaus oft minna aðhald en aðalhafgræðingur bankans lagði til. Fundargerðir bankastjórnarinnar varpa ekki ljósi á það hvort og þá á hvaða gögnum eða upplýsingum bankastjórnin byggði ákvarðanir sínar um aðra stefnumörkun en þá sem aðalhafgræðingurinn lagði til.

■ Seðlabankinn reyndi að sporna við innlendri eftirspurn með vaxtahækkunum. Á meðan jókst lausafjárþyrngreiðsla Seðlabankans við fjármálastofnanir verulega. Frá hausti 2005 og þar til í byrjun október 2008 hækkaði staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum úr um 30 milljörðum kr. í rúmlega 500 milljarða kr. við fall bankanna. Í byrjun október 2008 námu lán Seðlabankans til fjármálastofnana með veði í skuldabréfum og víxlum stóru bankanna þriggja 300 milljörðum kr. Heimild Seðlabanka Íslands samkvæmt 7. gr. laga nr. 36/2001 til að veita lánastofnunum lán með kaupum á verðbréfum er bundin því skilyrði að þau séu veitt gegn tryggingum sem bankinn metur gildar. Enda þótt Seðlabankinn gerði sér grein fyrir veikleikum bankanna veitti hann engu að síður umfangsmikil veðlán gegn tryggingum í verðbréfum bankanna. Sú vitneskja fær illa samrýmst áskilnaði fyrrnefnds lagaákvæðis um gildar tryggingar.

■ Í upphafi árs 2006 var staðan sú að krónan var mun sterkari en fékkst staðist til lengdar. Viðskiptahallinn var kominn yfir 16% af vergri landsframleiðslu. Efnahagsreikningur þjóðarþúsins virtist veikur þar sem skuldir í erlendum gjaldmiðlum umfram eignir nálgudust verga landsframleiðslu að stærð. Á þessum tíma voru því þegar til staðar allar forsendur fyrir fjármálakreppu. Greiningardeild Danske Bank dró athyglina að efnahagslegu ójafnvægi á Íslandi. Að mati deildarinnar stefndi í 20% viðskiptahalla árið 2006. Bent var á að atvinnuleysi væri 1% og launahækkunarir 7% á ári. Í framhaldinu lækkaði krónan ört í mars 2006. Skuldatryggingarálag á íslenska ríkið og bankana jókst. Ástandið róaðist þó um mitt ár 2006. Þá hélt ójafnvægi í þjóðarþúskaðum hins vegar áfram að aukast og nú hraðar en fyrr. Þróunin var öll á þann veg að auka til muna líkurnar á alvarlegri fjármálakreppu.

■ Alþjóðleg fjármálakreppa hófst sumarið 2007. Hún kom í kjölfar óvenju lágra raunvaxta, auðfengins lánsfjár, lítils flökts fjármálastærða og útbreiddrar hækkunar eignaverðs. Þessar aðstæður leiddu til vaxandi veikleika í alþjóðlega fjármálakerfinu sem komu fram í kjölfar mikilla afskrifta þegar vafningar

með bandarískum undirmáslánum hríðféllu í verði á árinu 2007. Helstu fjármálamarkaðir urðu svo gott sem óstarfhæfir. Þetta kom sérstaklega illa við íslensku bankana. Þeir treystu í verulegum mæli á fjármögnun á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Íslensku bankarnir stóðu frammi fyrir því að auka sófnun innlána eða finna aðrar leiðir til að fjármagna sig. Skuldabréf að upphæð rúmlega 2 milljarðar evra voru á gjalddaga seinni hluta árs 2007. Árið 2008 voru um 3 milljarðar evra á gjalddaga.

■ Þrátt fyrir velgengi Icesave reikninga Landsbankans og Edge reikninga Kaupþings drógust heildarinnlán bankanna saman frá því um haustið 2007 fram að falli þeirra. Svokölluð heildsöluinnlán flæddu út hjá öllum bönkunum. Útflæði heildsöluinnlána úr útibúum Landsbankans í Bretlandi og Hollandi síðasta árið fyrir fall bankanna var meira en sem nam innstreymi smásöluinnlána á Icesave reikninga bankans.

■ Veðlán jukust verulega hjá öllum þremur bönkunum eftir að lausafjárþurrðin ágerðist. Haustið 2007 voru veðlán bankanna um tveir milljarðar evra, mestmegnis frá Seðlabanka Íslands. Við fall bankanna höfðu þau aukist í yfir níu milljarða evra og var þá tæplega helmingur þeirra frá Seðlabanka Evrópu. Í stað fjármögnunar á skuldabréfamörkuðum til þriggja til fimm ára komu veðlán. Þau voru flest veitt til nokkurra vikna þótt einstaka lán væru til allt að sex mánaða. Fyrir bankana varð þessi aukna fjármögnun með skammtímaveðlánum til þess að magna verulega fjármögnunaráhættu þeirra. Líkt og innlán eru veðlán viðkvæm fyrir breytingum á markaðsaðstæðum. Sérstaklega á það við ef veðlánin stafa frá öðrum en seðlabönkunum. Þeir sem veita veðlán geta t.a.m. hafnað endurnýjun eða framlengingu þeirra á gjalddaga eða ákveðið að auka frádrag.

■ Þegar lausafjárþurrðin jókst á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum varð veruleg aukning í erlendum útlánum hjá stóru bönkunum þremur. Á seinni hluta ársins 2007 jukust útlán til erlendra aðila um 11,4 milljarða evra. Útlán móðurfélaga bankanna til erlendra aðila jukust þannig um rúmlega 120% á einungis sex mánuðum. Aukningin var það mikil að ætla má að margir af hinum nýju viðskiptavinum hafi leitað til íslensku bankanna eftir að aðrir bankar voru farnir að draga úr útlánum sínum og því hafi viðskiptavinirnir verið búnir að fá synjun á fyrirgreiðslu hjá öðrum.

■ Auk lántöku á Íslandi höfðu stærstu íslensku fjárfestingarfélögin jafnframt verið í viðskiptum við erlenda banka og fengið lán frá þeim. Mörg þessara lána voru veitt gegn veði í innlendum hlutabréfum. Þegar leið á veturinn 2007–2008 lækkaði hlutabréfaverð. Þá versnaði tryggingastaða erlendra lána íslensku fjárfestingarfélaganna. Erlendir lánveitendur kölluðu eftir auknum tryggingum. Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn brugðust við með því að taka við fjármögnuninni þannig að greidd yrðu upp lán við erlendu bankana. Þannig lánuðu íslensku bankarnir mjög mikla fjármuni á sama tíma og verulegur lausafjárskortur hrjáði þá.

■ Lánveitingar erlendu bankanna til íslensku fjárfestanna juku áhættu íslensku bankanna þar sem þeir virðast oft í reynd hafa brugðist við eins og „lánveitendur til þrautavara“ fyrir þessa fjárfesta. Nokkrar ástæður voru fyrir

Þessu. Í fyrsta lagi voru íslensku bankarnir búnir að lána þessum aðilum svo háar upphæðir að bankarnir áttu mjög mikið undir því að skuldararnir næðu að rétta úr kútnum. Í öðru lagi höfðu þessir aðilar haft óeðlilega greiðan aðgang að lánsfé í bönkunum í krafti eignarhluta sinna og áhrifa þar. Í þriðja lagi hafði mikið að segja að lánveitingar til þessara aðila voru að stórum hluta til þess að fjármagna kaup hlutabréfa í bönkunum sjálfum. Þær voru því liður í tilraunum bankanna til þess að viðhalda verði hlutabréfanna. Loks töldu bankarnir að skaðleg áhrif neikvæðrar umfjöllunar yrðu veruleg ef það endurtæki sig að stórt fjárfestingarfélag á borð við Gnúp lenti í miklum vandræðum.

■ Eins og áður kom fram voru bankarnir með verulega mikið af eigin hlutabréfum að veði fyrir útlánunum sínum. Með fallandi hlutabréfaverði dró því úr gæðum útlánasafna þeirra. Það gat aftur haft umtalsverð áhrif á afkomu bankanna og þar með hlutabréfaverð þeirra. Til viðbótar áttu starfsmenn bankanna í mörgum tilvikum talsverðan hlut í eigin banka sem bankinn jafnvel fjármagnaði. Því höfðu bankarnir þegar komið sér í þrönga stöðu er hlutabréfaverð tók að falla síðla árs 2007, veðþekjur á hlutabréfalánunum þeirra lækkuðu og staða viðskiptavina þeirra fór versnandi.

■ Allir bankarnir keyptu eigin hlutabréf í stórum stíl í pörðum viðskiptum í Kauphöllinni.³ Þetta átti sérstaklega við eftir að verð hlutabréfanna tók að lækka. Árið 2008 voru bankar kaupendur í að meðaltali 45% tilvika í pörðum viðskiptum með eigin hlutabréf. Til samanburðar voru þeir seljendur í innan við 2% tilvika í pörðum viðskiptum á sama tímabili. Ekki verður fallist á að þetta geti talist eðlileg viðskiptavakt af hálfu stóru bankanna þriggja. Verður að ætla að með þessu hafi allir bankarnir reynt að kalla fram óeðlilega eftirspurn eftir hlutabréfum í sjálfum sér. Til þess notuðu þeir það svigrúm sem hægt var að skapa með viðskiptum þeirra deilda sem fóru með eigin viðskipti.

■ Lánveitingar til hlutabréfakaupa í bönkunum sjálfum sem áttu sér stað síðla árs 2007 og árið 2008 voru margar til þess fallnar að auka svigrúm þeirra deilda bankanna sem fóru með eigin viðskipti þeirra til frekari hlutabréfakaupa. Ekki var í öllum tilfellum gætt að því að koma í veg fyrir að bankinn bæri eftir sem áður alla áhættu af verðbreytingum bréfanna.

■ Í ljósi ríkjandi markaðsaðstæðna allt frá hausti 2007 var bönkunum erfitt um vik að vinda ofan af áhættunni sem hafði myndast í kerfinu. Rétt er að hafa í huga að bankarnir tóku þessa áhættu í rekstri sínum þegar betur áraði. Áhætta myndast þegar hún er tekin en ekki þegar verð fara að lækka. Stór hluti þess vanda sem bankarnir reyndu að bregðast við í aðdraganda falls þeirra var vegna áhættu sem þegar var til staðar innan kerfisins þegar lausafjárþurrð skall á haustið 2007. Aukin útlán til eigenda, yfirtaka á erlendra fjármögnun, tap vegna kaupa og sölu á eigin hlutabréfum og sambærileg háttsemi bankanna, í því umfangi sem lýst er í skýrslunni, verður þó vart talið til réttmætra viðbragða við slíkum vanda eða í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti.

3. Pörud viðskipti eiga sér stað þegar kauphallaraðilar færa inn tilboð sín og viðskipti fara fram við pörun tilboða, um leið og pörun á sér stað. Einnig er mögulegt að semja um kjör viðskipta utan Kauphallarinnar og tilkynna um viðskiptin að því loknu. Slík viðskipti kallast tilkynnt viðskipti (e. manual trades).

■ Frá nóvember 2007 tóku áhyggjur bankastjórnar Seðlabankans af því ástandi sem var að skapast í starfsumhverfi bankanna að vaxa verulega. Bankastjórnin lýsti þeim áhyggjum ýmist beint við forsætisráðherra og þröngan hóp ráðherra eða á vettvangi samráðshóps stjórnvalda. Þrátt fyrir þessar áhyggjur verður ekki séð að bankastjórn Seðlabankans hafi komið á framfæri við ríkisstjórnina formlegum tillögum að nauðsynlegum aðgerðum. Að því marki sem Seðlabankinn taldi sig skorta nauðsynleg úrræði í lögum til að bregðast sjálfur við þeim vanda sem við var að etja var rétt að bankastjórnin gerði ríkisstjórninni grein fyrir því með formlegum hætti. Fór þannig ekki saman annars vegar hvert mat bankans var á hinn alvarlegu stöðu og hins vegar rökrétt viðbrögð og tillögur byggðar á því mati.

■ Forsætisráðherra, utanríkisráðherra og fjármálaráðherra áttu fund með bankastjórn Seðlabanka Íslands 7. febrúar 2008. Á fundinum dró formaður bankastjórnar Seðlabankans upp mjög dökka mynd af stöðu og framtíðarhorfum íslensku bankanna. Upplýsingarnar bentu til yfirvofandi hættu fyrir íslenskt efnahagslíf. Bankastjórnin átti einnig fund með forsætisráðherra og utanríkisráðherra 1. apríl 2008. Hún upplýsti þar að 193 milljónir punda hefðu runnið út af Icesave reikningum í London helgina áður. Jafnframt kom fram að Landsbankinn gæti þolað slíkt útstreymi í sex daga. Hvorki forsætisráðherra né aðrir ráðherrar ríkisstjórnarinnar sem höfðu þessar upplýsingar brugðust við þeim með virkum og trúverðugum aðgerðum.

■ Af rás atburða árið fyrir fall bankanna er ljóst að ákveðin tortryggni og samstarfsferfiðleikar settu mark sitt á samskipti Davíðs Oddssonar, formanns stjórnar Seðlabanka Íslands, og flestra ráðherra Samfylkingarinnar. Jafnframt er ljóst að fyrra samstarf milli formanns bankastjórnarinnar og forsætisráðherra á pólitískum vettvangi og áralöng vinátta þeirra hafði, eins og sá síðarnefndi lýsti, áhrif á samstarf og skilning manna á þeim upplýsingum sem fóru á milli forystumanna í ríkisstjórn og formanns stjórnar Seðlabanka Íslands. Í aðdraganda að falli bankanna var því staðan sú að fyrri stjórnmalastörf Davíðs Oddssonar urðu samkvæmt lýsingu ráðherra í þeirri ríkisstjórn sem tók við völdum í maí 2007 til þess að hafa áhrif á það hvernig ráðherrar brugðust við þeim upplýsingum sem Davíð lét þeim í té í embættisfærslu sinni sem formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands.

■ Á fundum bankastjórnar Seðlabankans með ráðherrum var ekki hafður sá háttur á að bankinn afhenti ráðherrunum skjal þar sem teknar höfðu verið saman upplýsingar ásamt mati bankans á þeim og settar fram tillögur hans að viðbrögðum þar sem það átti við. Þetta vekur furðu. Á sumum þessara funda voru fluttar mjög alvarlegar fregnir. Embættisfærsla bankastjórnar Seðlabankans var því að þessu leyti ekki jafn vönduð og ætlast hefði mátt til. Gerði þetta ráðherrum vafalítið erfiðara fyrir að meta rétt viðbrögð og þá ekki síst í ljósi þeirra erfiðleika sem voru í samskiptum ráðherra Samfylkingarinnar og formanns bankastjórnar Seðlabanka Íslands. Á hinn bóginn verður heldur ekki séð að ráðherrar hafi kallað eftir slíkum tillögum og skjölum frá Seðlabankanum eftir að þeim hafði verið gerð munnlega grein fyrir þýðingarmiklum upplýsingum. Var þó brýn ástæða til þess. Þá voru af hálfu ráðherranna almennt ekki skráðar fundargerðir um fundi þeirra með bankastjórn Seðlabanka Íslands þótt ástæða væri til í ljósi þeirra mikilvægu upplýsinga sem þar komu oft fram.

■ Fyrir liggur að í ríkisstjórn Íslands var allt fram að falli bankanna lítið rætt um stöðu bankanna og lausafjáarkreppuna sem hófst undir loks sumars 2007. Hvorki verður séð af fundargerðum ríkisstjórnarinnar né frásögnum þeirra sem gáfu skýrslur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis að þeir ráðherrar ríkisstjórnarinnar sem fóru með efnahagsmál (forsætisráðherra), bankamál (viðskiptaráðherra) eða fjármál ríkisins (fjármálaráðherra) hafi gefið ríkisstjórninni sérstaka skýrslu um vanda bankanna eða hugsanleg áhrif hans á efnahag og fjármál ríkisins frá því að þrengja tók að bönkunum og þar til bankakerfið riðaði til falls í október 2008.

■ Árið 2008 átti forsætisráðherra allmarga fundi með formanni bankastjórnar Seðlabankans og bankastjórum bankanna. Á tímabilinu febrúar til maí 2008 átti bankastjórn Seðlabankans einnig a.m.k. fimm fundi með forsætisráðherra, fjármálaráðherra og utanríkisráðherra. Málefni bankakerfisins heyrdi undir ráðuneyti Björgvins G. Sigurðssonar viðskiptaráðherra. Hann var ekki boðaður á neinn þessara funda. Þar var þó m.a. rætt um vanda bankanna og lausafjáarkreppuna. Að auki var viðskiptaráðherra hvorki gerð grein fyrir því að fundirnir hefðu farið fram né var hann upplýstur um það sem þar fór fram. Ein undantekning er þó frá þessu því greint var frá fundinum 7. febrúar 2008 á þingflokksfundi Samfylkingarinnar 11. febrúar 2008. Forsætisráðherra bar sem verkstjóra ríkisstjórnarinnar að upplýsa viðskiptaráðherra um framangreinda fundi þannig að hann gæti rækt starfskyldur sínar.

■ Að mati rannsóknarnefndar Alþingis voru aðgerðir ríkisstjórnarinnar í málefnum bankanna ómarkvissar þegar harðna tók á dalnum í ársbyrjun 2008. Ráðherrar einblíndu of mikið á ímyndarvanda fjármálafyrirtækja í stað þess augljósa vanda að íslenska fjármálakerfið var allt of stórt miðað við íslenska hagkerfið. Þegar ráðherrar hugðust bæta ímynd íslenska bankakerfisins með þátttöku í opinberri umræðu, einkum erlendis, var það gert án þess að lagt væri mat á fjárhagslegan styrk ríkisins til þess að koma bönkunum til aðstoðar og án þess að fyrir lægju upplýsingar um kostnað við hugsanlegt fjármálaáfall.

■ Samráðshópi forsætisráðuneytis, fjármálaráðuneytis, viðskiptaráðuneytis, Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands um fjármálastöðugleika og viðbúnað var komið á fót með skriflegu samkomulagi 21. febrúar 2006. Hópurinn var vettvangur upplýsinga- og skoðanaskipta. Fram kom að hann væri ráðgefandi og tæki ekki ákvarðanir um aðgerðir. Í samkomulaginu um stofnun samráðshópsins er það ekki tilgreint sem verkefni hópsins að semja sameiginlega viðbúnaðaráætlun stjórnvalda. Á hinn bóginn virðist ljóst að bæði Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið hafi lítið til samráðshópsins varðandi frumkvæði að sameiginlegum viðbúnaðaraðgerðum og samhæfingu. Ekki síst átti það við um aðgerðir sem kröfðust pólitískra ákvarðana. Verður því ekki annað séð en að samráðshópnum hafi í framkvæmd verið ljáð meira vægi varðandi undirbúning aðgerða en leiddi beint af ákvæðum samkomulagsins frá 21. febrúar 2006. Í það minnsta er ljóst að hvergi annars staðar í stjórnkerfinu var unnið að sameiginlegum viðbúnaðaráætlunum. Þessi óljósa staða um valdsvið og ábyrgð samráðshópsins virðist m.a. hafa leitt til þess að ekki lá skýrt fyrir hver stýrði, samhæfði og bar ábyrgð á viðlagaundirbúningi íslenska ríkisins vegna fjármálaáfalla. Í skýrslum ráðherra og fyrirsvarsmanna ríkisstofnana

fyrir rannsóknarnefnd Alþingis vísaði hver á annan um athafnaskyldu og enginn gekkst við ábyrgð.

■ Tillögur og skjöl um nauðsyn viðbúnaðar sem einstakar stofnanir lögðu fram í samráðshópnum fengu hvorki formlega afgreiðslu þar né hjá ráðherrum sem áttu fulltrúa í hópnum. Verður því ekki annað séð en að mjög hafi skort á að vinnu samráðshópsins hafi verið stýrt á markvissan hátt, bæði af hálfu hópsins sjálfs sem og ráðherranna. Í því samhengi bendir rannsóknarnefnd Alþingis sérstaklega á að þegar á hólminn var komið og bankarnir riðu til falls var ekki fyrir hendi sameiginleg viðbúnaðaráætlun stjórnvalda. Sérlega þurfti þá á henni að halda.

■ Samráðshópnum virðist heldur ekki hafa tekist vel upp í því að stilla saman strengi um þau verkefni sem augljóslega gátu heyrst undir fleiri stjórnvöld. Að minnsta kosti þrír ráðherrar auk tveggja ríkisstofnana, Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins, komu að vandamálum er tengdust Icesave reikningum Landsbankans í útibúum hans erlendis. Þrátt fyrir það hefur ekkert komið fram um að íslensk stjórnvöld hafi á þessum tíma stillt saman strengi í samráðshópnum og lagt formlega að Landsbankanum að flytja Icesave reikningana yfir í dótturfélag. Þá liggur ekkert fyrir um að stjórnvöld hafi kallað eftir tímaáætlun um slíkan flutning frá bankanum ef þau litu svo á að hann væri að undirbúa flutninginn. Hvað sem leið lagalegum heimildum Landsbankans til að reka útibú bankans í London var ljóst að framvinda mála um flutning Icesave reikninganna yfir í dótturfélag gat haft verulega þýðingu fyrir viðbrögð og aðgerðir íslenskra stjórnvalda á næstu misserum á eftir, m.a. vegna Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta, og fyrir samskipti við erlenda eftirlitsaðila og seðlabanka. Hér hefði því að lágmarki verið eðlilegt og í samræmi við vandaða stjórnsýslu að stjórnvöld sem báru ábyrgð á þessum málum kölluðu eftir staðfestum áætlunum um tímasetningu flutnings reikninganna yfir í dótturfélag. Slíkt hefði líka verið liður í því að geta haldið uppi eftirliti og eftirfylgni með því að þau áform bankans gengju eftir.

■ Söfnun íslensku bankanna á innlánum í útibúum þeirra erlendis hafði orðið til þess að auka mjög skuldbindingar Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta (TIF). Þar hafði tilkoma Icesave reikninganna sem Landsbanki Íslands hóf að bjóða upp á í Bretlandi í október 2006 mest áhrif. Á árinu 2007 fór hlutdeild erlendra aðila í innlánum bankanna yfir 50%. Þróun í skuldbindingum tryggingarsjóðsins kallaði á að stjórn hans og stjórnvöld gættu betur að því hvernig sjóðurinn væri í stakk búinn til þess að mæta skuldbindingum sem kynnu að falla á hann. Það var ljóst að eignir sjóðsins nægðu ekki til að mæta skuldbindingum sem á hann myndu falla ef stærri fjármálafyrirtæki lentu í greiðsluþroti. Það hlaut því að vera eitt af þeim viðfangsefnum sem takast þurfti á við í viðbúnaðaráætlun stjórnvalda hvernig mæta ætti þeim skuldbindingum sem féllu á Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta eftir til fjármálaáfalls kæmi. Það starf hafði ekki verið til lykta leitt þegar kom að falli bankanna í október 2008. Afleiðingar þess birtust m.a. í þeirri óvissu sem varð við fall bankanna og á síðari stigum í málefnum Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta vegna innstæðna í útibúum íslensku bankanna erlendis sem ekki féllu undir þá ábyrgð sem íslenska ríkið lýsti yfir á innstæðum á Íslandi.

■ Í aðdraganda falls bankanna voru mismunandi viðhorf uppi innan íslensku stjórnarsýslunnar um skyldur aðildarríkja að EES-samningnum ef til þess kæmi að tryggingakerfi sem stofnað væri til samkvæmt innstæðutryggingatilskipun ESB gæti ekki staðið við greiðsluskuldbindingar sínar. Þrátt fyrir það gerðu íslensk stjórnvöld ekki úttekt á því hvað lægi fyrir í aðgengilegum lögfræðilegum heimildum um túlkun á slíkum skyldum. Athuganir rannsóknarnefndarinnar benda ekki til þess að samtímaheimildir um þetta álitafni veiti afgerandi eða tæmandi svör um framangreind atriði. Engu að síður var mikilvægt að slík úttekt yrði gerð ekki síðar en í framhaldi af þeim fyrirspurnum sem bárust frá erlendum stjórnvöldum um mánaðamótin júlí–ágúst 2008 um hvort íslenska ríkið myndi tryggja greiðslugetu íslenska tryggingasjóðsins ef greiðsluskylda hans yrði virk. Hér var um að ræða verulega fjárhagslega hagsmunum. Því skipti máli að ráðherrar og aðrir innan stjórnarsýslunnar sem komu að ákvarðanatöku og önnuðust samskipti við erlend stjórnvöld vegna málsins gætu gert sér glögga grein fyrir þeim lagalegu álitafnum sem þarna reyndi á og tekið mið af þeim í ákvörðunum og í svörum við fyrirspurnum og kröfum frá erlendum stjórnvöldum.

■ Hinn 15. apríl 2008 sendi Davíð Oddsson formlega beiðni um gjaldmiðlaskiptasamning til Seðlabanka Bretlands. Mervyn King, seðlabankastjóri, svaraði bréfi Davíðs 23. apríl og hafnaði beiðni Seðlabankans. Hann lýsti því hins vegar yfir að erlendir seðlabankar gætu hjálpað Íslendingum að finna leið til að minnka bankakerfi sitt. Að hans mati væri það eina raunhæfa leiðin til að takast á við vandann. King sagði loks að hann byði fram alla aðstoð sem hann gæti veitt við að takast á við þetta verkefni. Seðlabanki Íslands þekktist ekki þetta boð. Í staðinn var sent svar þar sem þess var vinsamlegast óskað að breski seðlabankinn endurskoðaði afstöðu sína til umbeðins skiptasamnings. Því bréfi var ekki svarað.

■ Eftir fund seðlabankastjóra G10 landanna í Basel 4. maí 2008 varð ljóst að Seðlabanki Íslands stóð hvorki til boða gjaldmiðlaskiptasamningur við breska seðlabankann né aðra seðlabanka að undanskildum þeim danska, norska og sænska. Í bréfi Stefans Ingves, seðlabankastjóra Svíþjóðar, til rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram sú skoðun hans að óskýrt eignarhald ásamt örum vexti á efnahagsreikningi bankanna hafi leitt til hættuástands sem íslensk stjórnvöld hafi hvorki virst átta sig á né fyllilega skilið hvernig mætti mæta.

■ Vorið 2008 fékkst aðeins danski, norski og sænski seðlabankinn til þess að gera gjaldmiðlaskiptasamninga við Seðlabanki Íslands og það með eftirgangsmunum. Þeir settu m.a. sem skilyrði fyrir slíkum samningum að forsætisráðherra veitti loforð um að þrýst yrði á íslensku bankana að draga saman stærð efnahagsreikninga sinna með hliðsjón af tillögum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þá var fyrirgreiðsla norrænu seðlabankanna bundin skilyrðum um að ríkisstjórn Íslands beitti sér fyrir ákveðnum pólitískum aðgerðum og athöfnum af hálfu Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitsins. Ráðherrarnir undirrituðu yfirlýsinguna 15. maí 2008 ásamt bankastjórn Seðlabanki Íslands. Yfirlýsingin var ekki birt opinberlega eða lögð fram á ríkisstjórnarfundum. Lítið varð um efndir á fyrrnefndum loforðum af hálfu ríkisstjórnarinnar sumarið 2008.

Það varð ekki til að bæta það orðspor sem fór af íslenskum stjórnvöldum hjá erlendum seðlabönkum. Þegar þarna var komið sögu voru íslensk stjórnvöld orðin mjög einangruð að þessu leyti á alþjóðavettvangi. Þau áttu því í fá hús að venda þegar kom að falli íslensku bankanna í október 2008.

■ Á árinu 2008 gekk Glitni illa að fjármagna sig. Í upphafi ársins hugði hann á útgáfu skuldabréfa á alþjóðlegum fjármagnsmarkaði en þurfti frá að hverfa eftir dræmar viðtökur fjárfesta. Glitnir náði hins vegar góðum árangri í að útbúa svokölluð eignavarin skuldabréf. Þau nýttust síðan til töku veðlana í Seðlabanka Evrópu. Stórir gjalddagar voru á skuldabréfum Glitnis í október 2008. Upp úr miðjum september 2008 varð endanlega ljóst að sala dótturfélags Glitnis í Noregi á eignum myndi ekki ganga eftir. Um svipað leyti hafnaði Bayerische Landesbank að framlengja tvö lán bankans að upphæð samtals 150 milljónir evra. Loks fóru markaðsaðstæður hratt versnandi í kjölfar falls Lehman Brothers.

■ Hinn 25. september 2008 ræddi Þorsteinn Már Baldvinsson, formaður stjórnar Glitnis, við bankastjórn Seðlabankans. Útlit var fyrir að Glitni myndi reynast erfitt að standa í skilum með lán sem voru á gjalddaga um miðjan október sama ár. Þorsteinn óskaði eftir veðlani að fjárhæð 600 milljónir evra. Að fundinum loknum fór af stað hröð atburðarás. Fáum dögum síðar, mánudaginn 29. september 2008, var tilkynnt opinberlega að íslenska ríkið hygðist leggja Glitni til 600 milljónir evra gegn 75% eignarhlut í bankanum. Rannsóknarnefnd Alþingis telur mjög gagnrýnivert hvernig stjórn Seðlabankans stóð að rannsókn og meðferð á þessu erindi Glitnis. Viðhlítandi grundvöllur var ekki lagður að afgreiðslu málsins gagnvart Glitni. Af sömu ástæðu hafði stjórn Seðlabankans heldur ekki yfir að ráða nauðsynlegum upplýsingum til þess að geta lagt forsvaranlegt mat á hvort sú leið sem bankinn lagði til við ríkisstjórnina væri skynsamleg.

■ Þegar á hólminn var komið reyndust þær aðgerðir sem lagðar voru til við ráðherra í máli Glitnis sunnudaginn 28. september 2008 ekki trúverðugar. Í fyrsta lagi var fjárhæðin sem um ræddi nærri fjórðungur gjaldeyrisforða Seðlabankans. Í öðru lagi hafði Glitnir átt í vandræðum með að fjármagna sig á erlendum mörkuðum í um eitt ár. Á sama tíma sá bankinn fram á að skuldbindingar að fjárhæð um 1,4 milljarðar evra yrðu á gjalddaga á næstu sex mánuðum á eftir. Þessar upplýsingar lágu fyrir opinberlega. Í þriðja lagi hafði Seðlabankanum ekki tekist að neinu ráði að efla gjaldeyrisforða sinn þrátt fyrir yfirlýsingar um það markmið sitt. Við erlendum fjárfestum og matsfyrirtækjum blasti því að fjármagnsmarkaðir væru einnig lokaðir íslenska ríkinu.

■ Lánshæfismat Glitnis lækkaði 1. október 2008. Í kjölfarið jukust erfiðleikar bankans. Á grundvelli lánaskilmála um lánshæfismat gjaldfelldu DZ Bank og Sumitomo Bank tvö lán að heildarfjárhæð 425 milljónir evra. Lausafjárlana upp á 1 milljarð evra við Deutsche Bank var einnig tengd við lánshæfi. Minnkandi verðmæti veða sem Glitnir hafði notað við töku lána leiddu til hárri veðkalla á bankann. Samtals námu veðköll á bankann á þessum tíma um 1.100 milljónum evra. Þar á meðal var 640 milljóna evra veðkall frá evrópska seðlabankanum. Það barst föstudaginn 3. október 2008. Þeirri aðgerð var reyndar frestað tímabundið sunnudaginn 5. október 2008. Í október voru

einnig á gjalddaga rúmlega 500 milljóna evra veðlán sem Glitnir hafði tekið hjá öðrum en seðlabönkum. Eftir fall Lehman Brothers, yfirtöku ríkisins á Glitni og lækkun á láns hæfismati Glitnis voru harla litlar líkur á að þessi veðlán yrðu endurfjármögnuð. Það var algjörlega ofviða íslenska ríkinu að standa straum af greiðslu á framangreindum kröfum. Ríkið gat ekki sótt lán á alþjóðlega fjármagnsmarkaði. Að kvöldi 7. október 2008 ákvað Fjármálaeftirlitið á grundvelli neyðarlaganna (laga nr. 125/2008) að sérstök skilanefnd tæki yfir rekstur Glitnis.

■ Eftir að ljóst varð að aðgerðir ríkisstjórnarinnar í málum Glitnis höfðu ekki borið árangur tók ákveðið stjórnleysi við í viðbúnaðarmálum ríkisins. Seðlabanki og ríkisstjórn gengu ekki í takt og yfirstjórn skorti. Ekki var tekið af skarið um hvert stefna bæri. Með því að kveðja til hóp sérfræðinga að morgni 4. október 2008 tók forsætisráðherra loks ákvörðun og lagði málið í ákveðinn farveg. Var þar um að ræða þriðja hópinn á skömmum tíma sem hafði verið falið að vinna að viðlagaundirbúningi. Samráðshópur stjórnvalda hafði fengist við viðlagaundirbúning frá 21. febrúar 2006 til 3. október 2008. Hópur sem Seðlabankinn kvaddi til vann að viðlagaundirbúningi frá 30. september til 3. október 2008. Hinn nýi sérfræðingahópur forsætisráðherra vann síðan að viðlagaundirbúningi frá 4. október 2008. Í upphafi fékk hann þó ekki aðgang að öllum afrakstri vinnu hinna hópanna tveggja. Til marks um það hversu lítill grunnur var lagður að þessu starfi má nefna að það var fyrsta verkefni hópsins að prenta út ársreikninga stóru fjármálafyrirtækjanna á starfsstöð eins meðlima hópsins í Háskólanum í Reykjavík. Framangreind vinnubrögð yfirvalda við viðlagaundirbúning með það að markmiði að verja fjármálakerfi landsins og aðra grundvallarhagsmuni ríkis og þjóðar voru ótæk. Þau voru á engan hátt í samræmi við það hvernig þjóðir með þróaða fjármálamarkaði og stjórnsýslu haga almennt starfsháttum sínum.

■ Þegar kom að samningu hinna svokölluðu neyðarlaga, þ.e. laga nr. 125/2008, má í stórum dráttum segja að það eina sem kom sýnilega að notum úr vinnu samráðshóps stjórnvalda hafi verið þau drög að ákvæði sem varð að 100. gr. a í lögum um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Í grófum dráttum voru önnur ákvæði neyðarlaganna samin dagana 4.–6. október 2008 í miklu tímahraki. Mörg hver voru afar flókin og yfirgripsmikil. Þeir sem sömdu þau nutu ekki aðstoðar sérfræðinga á sviðum sem mikið hlaut þó að reyna á við útfærslu frumvarpsins, t.d. á sviði gjaldþrotaréttar. Neyðarlögin voru samþykkt á Alþingi að kvöldi 6. október 2008.

■ Mikið skortir á að unnið hafi verið að viðbúnaðarmálum ríkisins á skipulegan og vandaðan hátt. Rétt er þó að halda því til haga að rannsóknarnefndin telur ekki hægt að fullyrða að unnt hefði verið að bjarga íslensku bönkunum frá falli jafnvel þótt vandað hefði verið betur til viðbúnaðarvinnu á árinu 2008. Slíkar aðgerðir hefðu þurft að koma til miklu fyrir. Á hinn bóginn hefði vandaður undirbúningur verið til þess fallinn að draga mun meira úr því tjóni sem fall bankanna orsakaði. Íslensk stjórnvöld hefðu þá einnig verið betur í stakk búin til að móta sér fyrir stefnu um mörg af þeim álitamálum sem taka þurfti af skarið um og því haft betri forsendur til að bregðast við fyrirspurnum erlendra stjórnvalda um aðkallandi álitafni, þ.e. einkum breskra og hollenskra stjórnvalda síðsumars 2008.

■ Eftir að fyrirhuguð yfirtaka ríkisins á 75% hlut í Glitni var kunngerð hófst verulegt útfláði innlána hjá Landsbankanum og Kaupþingi. Bankarnir þurftu einnig að fást við veðköll. Seðlabanki Evrópu setti fram 400 milljóna evra veðkall gagnvart Landsbankanum föstudaginn 3. október 2008. Að kvöldi sunnudagsins 5. október 2008 dró Seðlabanki Evrópu þetta veðkall til baka, rétt fyrir opnun bankans mánudaginn 6. október 2008. Sama dag rituðu bankastjórar Landsbankans Seðlabanka Íslands bréf og gerðu grein fyrir því að verulegt útfláði hefði orðið af reikningum Icesave í London þá um helgina. Útfláðið var sagt nema 318 milljónum punda. Af þessum sökum hefði breska fjármálaeftirlitið (FSA) krafist þess að Landsbankinn færði 200 milljónir punda í reiðufé til Bretlands og legði fram 53 milljónir punda til dótturfélags bankans. Landsbankinn óskaði eftir láni frá Seðlabankanum að fjárhæð 500 milljónir evra. Sem veð bauð bankinn úrval skuldabréfa, alls að upphæð 2,8 milljarðar evra. Seðlabankinn hafnaði erindinu. Bankinn taldi sig skorta fé þar sem búið væri að lána Kaupþingi stóran hluta af gjaldeyrisforða bankans. Að kvöldi 6. október 2008 var útibúi Landsbankans í London lokað. Daginn eftir tók sérstök skilanefnd yfir rekstur bankans samkvæmt ákvörðun Fjármálaeftirlitsins á grundvelli neyðarlaganna.

■ Hinn 3. október 2008 krafðist breska fjármálaeftirlitið (FSA) þess af Kaupþingi að 1.600 milljónir punda yrðu fluttar til Kaupthing Singer og Friedlander (KSF) fyrir lok viðskipta mánudaginn 6. október vegna brota KSF á breskum lausafjárreglum. Framangreind fjárhæð var sundurliðuð þannig að annars vegar væri um að ræða 1.100 milljónir punda vegna innláns hjá Kaupþingi og hins vegar 500 milljónir punda vegna veðkalla frá KSF á hendur Kaupþingi. Næstu daga seldi Kaupþing eignir til að afla fjár. Hinn 6. október fékk bankinn meðal annars 500 milljóna evra lán frá Seðlabanka Íslands gegn veði í danska bankanum FIH. Að morgni 8. október krafðist FSA þess að samtals 300 milljónir punda yrðu fluttar á reikning KSF í London. Kaupþing innti þessa greiðslu ekki af hendi. Á grundvelli sérstakrar lagaheimildar ákvað breska fjármálaráðuneytið að flytja innstæður á Edge reikningum KSF yfir til hollenska bankans ING Direct N.V. Flutningurinn fór fram kl. 10:00 hinn 8. október 2008. Síðar sama dag var KSF settur í greiðslustöðvun. Hún leiddi til greiðslustöðvunar móðurfélagsins, Kaupþings banka hf. Aðfaranótt 9. október 2008 tók sérstök skilanefnd yfir rekstur bankans skv. ákvörðun Fjármálaeftirlitsins á grundvelli neyðarlaganna.

■ Skömmu eftir fall bankanna, í nóvember 2008, fór fram mat á virði eigna þeirra. Niðurstöður endurmatsins sýndu að virði eignanna eftir niðurfærslu var tæplega 40% af bókfærðu virði þeirra við fall bankanna. Munurinn svarar til rúmlega 7.000 milljarða króna.

■ Fjármálaeftirlitið var ekki nægilega vel í stakk búið til þess að sinna eftirliti með fjármálafyrirtækjum á viðhlítandi hátt þegar þau féllu haustið 2008. Ef litið er til rekstrarkostnaðar Fjármálaeftirlitsins og ráðstöfunarfjár þess fram til ársins 2006 er ljóst að vöxtur stofnunarinnar fylgdi ekki hröðum vexti íslenska fjármálakerfisins, flóknari eignatengslum á fjármálamarkaði og auknum umsvifum eftirlitsskyldra aðila erlendis og samræmdist ekki auknum og flóknari verkefnum sem stofnuninni höfðu á undangengnum árum verið fengin með lögum. Verkefni Fjármálaeftirlitsins krefjast mikillar

sérþekkingar á rekstri banka, hagfræði, reikningsskilum og löggjöf á fjármálamarkaði. Ljóst er að allt of seint var hafist handa við að auka fjárveitingar til Fjármálaeftirlitsins svo það gæti fylgt eftir þróun í starfsemi fjármálafyrirtækjanna og rækt lögbundin eftirlitsverkefni sín.

■ Ekki verður þó allur vandi Fjármálaeftirlitsins rakinn til ónógra fjárveitinga. Þannig skorti á að Fjármálaeftirlitið tækist á við grundvallarspurningar, svo sem um stærð bankakerfisins og nauðsynleg viðbrögð stofnunarinnar við allt of örur vexti þess.

■ Röng forgangsroðun var einnig hluti af vanda Fjármálaeftirlitsins. Enda þótt unnið hafi verið að endurbótum og uppbyggingu á upplýsingakerfum Fjármálaeftirlitsins frá árinu 2006 hefði átt að leggja miklu meiri áherslu á að koma upp þróuðum upplýsingakerfum hjá stofnuninni. Viðvarandi fjárhagslegu eftirliti er sinnt með gagnaöflun frá eftirlitsskyldum aðilum, gagnaúrvinnslu og mati sérfræðinga á innkomnum gögnum. Slíkt eftirlit kemur ekki að fullum notum nema stofnunin hafi bæði yfir að ráða þróuðum upplýsingakerfum og sérfræðingum til úrvinnslu upplýsinganna. Mikið skorti á að Fjármálaeftirlitið hefði yfir að ráða tæknilegri þekkingu og búnaði til þess að vinna vönduð og yfirgripsmikil yfirlit yfir stöðu og þróun einstakra fjármálafyrirtækja úr gagnagrunnum sínum. Því hafði Fjármálaeftirlitið í raun ekki þá nauðsynlegu yfirsýn yfir starfsemi fjármálafyrirtækjanna sem brýn þörf var á. Þau vandamál sem Fjármálaeftirlitið átti við að etja varðandi krefjandi úrvinnslu upplýsinga úr kerfum sínum komu án efa mjög niður á getu þess til að rækja starfsskyldur sínar við að hafa eftirlit með og taumhald á fjármálafyrirtækjunum sem féllu haustið 2008.

■ Á skorti að Fjármálaeftirlitið sýndi í eftirlitsstörfum sínum nægilega festu og ákveðni við úrlausn og eftirfylgni mála. Stofnunin gætti þess ekki nægilega að koma málum í formlegan farveg þegar í ljós kom að eftirlitsskyldur aðili fylgdi ekki lögum og öðrum reglum sem gilda um starfsemi hans. Samkvæmt skýrum fyrirmælum 1. mgr. 10. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi skal Fjármálaeftirlitið krefjast þess að úr sé bætt innan hæfilegs frests. Ef eftirlitsskyldur aðili bregst ekki rétt við innan hins uppgefna tímafrests hefur Fjármálaeftirlitið m.a. þvingunarúrræði til að bregðast við því. Dæmi eru um að í slíkum málum hafi verið látið við það sitja að senda skriflegar athugasemdir til fjármálafyrirtækisins í tilefni af lögbrotum án þess að málinu væri þá jafnframt komið í lögformlegan farveg. Þessir annmarkar á framkvæmd Fjármálaeftirlitsins gagnvart fjármálafyrirtækjunum gerðu það að verkum að slagkraft skorti í störf þess við að halda fjármálafyrirtækjunum að lögum á markvissan og fyrirsjáanlegan hátt eftir því sem fjárveitingar eftirlitsins hrukku til.

■ Ekki sinntu endurskoðendur heldur nægilega vel skyldum sínum við endurskoðun reikningsskila fjármálafyrirtækjanna árið 2007 og við hálfársuppgjör 2008. Einkum á það við um rannsókn þeirra og mat á virði útlána til stærstu viðskiptavina fyrirtækjanna, meðferð á hlutabréfaeign starfsmanna og fyrirgreiðslu fjármálafyrirtækja til kaupa á hlutabréfum í sjálfum sér. Í þessu sambandi verður að árétta að aðstæður höfðu á þessum tíma þróast með þeim hætti að sérstakt tilefni var til þess að gefa þessum atriðum gaum.

■ Getuleysi ríkisstjórnar og stjórnvalda til að draga úr stærð fjármálakerfisins í tæka tíð áður en til fjármálaáfalls kom sker í augu þegar sú saga er virt sem rakin er í köflum 19 og 20. Í því sambandi er rétt að minnst þess að þegar banki veitir fyrirtæki lágt lán er hann í aðstöðu til að setja fyrirtækinu skilyrði verði um vanskil að ræða. Ef banki veitir aftur á móti fyrirtæki svo hátt lán að bankinn sjái fram á veruleg skakkaföll lendi lánið í vanskilum er það í reynd fyrirtækið sem komið er með slík tók á bankanum að það getur haft óeðlileg áhrif á framgang viðskipta þess og bankans. Á sama hátt liggur fyrir að þegar stærð fjármálakerfis lands nemur t.d. þrefaldri þjóðarframleiðslu þess hafa lögbær yfirvöld landsins almennt burði til þess að setja fjármálakerfinu leikreglur og hafa eftirlit með því að þeim sé fylgt. Þegar stærð fjármálakerfis lands nemur aftur á móti nífaldrí þjóðarframleiðslu þess verður viðsnúningur á þessu. Sú var raunin á Íslandi. Ekki verður annað séð en að bæði Alþingi og ríkisstjórn hafi skort burði og þor til þess að setja fjármálakerfinu skynsamleg mörk. Öll orka virðist hafa farið í að halda fjármálakerfinu gangandi. Það var orðið svo stórt að ekki var hægt að taka áhættuna af að jafnvel aðeins hluti þess félli.

■ Í skýrslum stjórnenda stofnana stjórnkerfisins fyrir rannsóknarnefnd Alþingis var algennt að því væri svarað til að það hefði ekki fallið innan starfssviðs viðkomandi eða stofnunar sem hann veitti forstöðu að fjalla um tiltekin málefni eða bera ábyrgð á tilteknu verkefni. Jafnan var þá einnig vísað til þess að slík málefni eða verkefni hefðu verið á ábyrgð annarra stofnana eða embættismanna. Af þessum svörum verður ráðið að fulltrúum og forsvarsmönnum þeirra stofnana íslenska stjórnkerfisins sem hafa áttu eftirlit með starfsemi á fjármálamarkaði og áhrifum þeirrar starfsemi á stöðugleika í efnahagslífi ríkisins var í ýmsum tilvikum ekki ljóst hver átti að sinna og bar ábyrgð á ákveðnum þáttum þessara mála í hinu daglega starfi stjórnvalda. Brýnt er að hugað verði sérstaklega að því að afmarka betur og kveða skýrar á um skyldur einstakra stofnana og embættismanna að þessu leyti.

■ Mati rannsóknarnefndarinnar samkvæmt 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 var fyrst og fremst ætlað að beinast að störfum opinberra aðila og því hverjir kynnu þar að bera ábyrgð á mistökum eða vanrækslu í þeirri merkingu sem þau hugtök eru notuð í lögunum. Enda þótt nefndinni væri falið að kanna hvort veikleikar í rekstri bankanna og stefnumörkun hefði átt þátt í falli þeirra var nefndinni hins vegar ekki ætlað að fjalla um möguleg refsiverð brot stjórnenda bankanna í rekstri þeirra. Á grundvelli atvika og sjónarmiða sem rakin eru nánar í einstökum köflum í skýrslunni telur rannsóknarnefndin að Geir H. Haarde, þáverandi forsætisráðherra, Árni M. Mathiesen, þáverandi fjármálaráðherra, og Björgvin G. Sigurðsson, þáverandi viðskiptaráðherra, hafi sýnt af sér vanrækslu í skilningi 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 í aðdraganda falls íslensku bankanna með því að láta hjá líða að bregðast á viðeigandi hátt við hinni yfirvofandi hættu fyrir íslenskt efnahagslíf sem leiddi af versnandi stöðu bankanna. Nefndin telur einnig að annars vegar Jónas Fr. Jónsson, þáverandi forstjóri Fjármálaeftirlitsins, og hins vegar Davíð Oddsson, Eiríkur Guðnason og Ingimundur Friðriksson, þáverandi bankastjórar Seðlabanka Íslands, hafi sýnt af sér vanrækslu í skilningi 1. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 í tilteknum störfum sínum við framkvæmd laga og reglna um fjármálastarfsemi og eftirlit með henni. Ályktunum nefndarinnar að þessu leyti er nánar lýst í

kafla 21. Fyrir utan tilvik og aðstæður sem nefndin metur sem vanrækslu í þessum skilningi kemur að öðru leyti fram í ályktunum í lok einstakra kafla fjölþættari gagnrýni og aðfinnslur á störf stjórnvalda í aðdraganda falls banka-anna.

3. kafli

Sérstaða og mikilvægi banka og fjármálafyrirtækja í samfélagi

3.1 Inngangur

Fjármálastofnanir gegna lykilhlutverki í gangverki efnahagslífs hverrar þjóðar. Þær eru farvegur fyrir þá fjármuni sem almenningur, fyrirtæki og opinberir aðilar þurfa að nota hvort sem það er til að mæta daglegum útgjöldum eða vegna fjárfestinga til lengri tíma. Bankar og önnur fjármálafyrirtæki varðveita og ávaxta einnig tímabundið fjármuni sem þessir aðilar þurfa ekki að nota um sinn. Þótt þetta sé sú birtingarmynd sem við sjáum allajafna af starfsemi fjármálafyrirtækja hafa rannsóknir sýnt að hagsæld í einstökum ríkjum er mjög háð því hvernig að þessum fyrirtækjum, sérstaklega bönkum, er staðið. Þar hafa þýðingu atriði eins og eignarhald, eftirlit með bönkum, samkeppni þeirra á milli, eftirlit sem bankar veita lántökum sínum, kerfislegt mikilvægi og traust samfélagsins á þeim.¹ Bankar eru sem fyrirtæki líka sérstakir fyrir þær sakir að margir og ólíkir hópar hafa hag af starfsemi þeirra. Það hvernig til tekst í rekstri banka hefur þýðingu fyrir þá sem fara með efnahagsstjórn landsins, og jafnvel líka aðrar þjóðir ef bankarnir eru með starfsstöðvar utan heimalandsins. Aðrir sem eiga þarna hagsmuni eru t.d. eigendur bankanna, lánardrottinnar þeirra, fjárfestar sem sýsla með fjármálagerninga bankanna, starfsmenn, skuldarar bankanna og innstæðueigendur. Sé um að ræða banka-stofnun, sem er það sem kallað er kerfislega mikilvæg er það í raun samfélagið allt sem hefur hag af því hvernig til tekst í rekstri hennar – líka þeir sem aldrei hafa átt viðskipti við viðkomandi banka en eiga afkomu sína undir því hagkerfi sem hann starfar í. Á síðari árum hefur margvísleg viðskiptastarfsemi á sviði fjármálamarkaðar bæst við hina hefðbundnu bankastarfsemi og þessir þættir starfseminnar hafa í auknum mæli fléttast saman, bæði innan ríkja og á svæðisbundnum og alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Eigin viðskipti fjármálafyrirtækja á þessum markaði hafa einnig orðið fyrirferðarmikil.

Þessi sérstaða banka, og um margt einnig annarra fjármálafyrirtækja, svo sem tryggingarféлага og verðbréfamiðlara, hefur leitt til þess að um starfsemi þeirra gilda margvíslegar reglur sem ekki eiga sér hliðstæðu þegar kemur að öðrum atvinnurekstri. Þessar reglur, hvort sem þær eiga uppruna sinn í fjölþjóðlegu samstarfi ríkja eða eru mótaðar af löggjafarvaldi innan hvers ríkis endurspeglar væntanlega ríkjandi viðhorf samfélagsins á hverjum tíma til þess hvernig starfsemi banka og fjármálafyrirtækja skuli hagað.

Fjármálamarkaðurinn gegnir lykilhlutverki í hverju hagkerfi. Bankakerfið miðlar greiðslum, veitir lán og tekur á móti innlánun. Verðbréfamarkaðurinn er milliliður á milli útgefanda verðbréfa og fjárfesta. Gjaldþrot fjármálafyrirtækja getur haft keðjuverkandi áhrif og leitt til hruns fjármagnsmarkaðarins eða einstakra hluta hans. Afleiðingarnar geta verið alvarlegar fyrir hagkerfið í heild sinni. Flest ríki heims hafa því sett strangar reglur um starfsemi fyrirtækja á fjármagnsmarkaði og komið á fót opinberu eftirliti með starfseminni.

Úr greinargerð með frumvarpi til laga um fjármálafyrirtæki sem lagt var fram á Alþingi 17. október 2002.

1. Sjá m.a. Allen, F. og A. Santomero: „The Theory of Financial Intermediation.“ *Journal of Banking & Finance*, volume 21, issues 11–12, desember 1997, bls. 1461–1485. Allen, Franklin og Douglas Gale: „Competition and Financial Stability.“ (2003), fáanleg á slóðinni <http://www.econ.nyu.edu/user/galed/papers/paper03-09-06.pdf>. Allen, Franklin og E. Carletti, E.(2008): „The Roles of Banks in Financial Systems.“ *The Oxford Handbook of Banking*, ritstýrt af A. Berger, P. Moynaux, og J. Wilson. Oxford University Press.

En hvað sem þessu líður er í upphafi þessarar skýrslu ástæða til að draga saman atriði sem lúta að sérstöðu og mikilvægi banka og fjármálafyrirtækja í samfélaginu. Það eru ekki síst þessi atriði sem ættu að hafa verið þeim sem störfuðu innan bankakerfisins hér á landi síðustu ár og þeim sem áttu að sinna eftirliti með því, og þá ekki bara af hálfu Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins, heldur einnig af hálfu ríkisstjórnar, ráðuneyta og Alþingis, áminning um hvaða þýðingu það kynni að hafa fyrir íslenskt samfélag ef erfiðleikar stöðjuðu að í rekstri stærstu íslensku bankanna og hættu væri á að rekstur þeirra stöðvaðist. Hér á landi var líka sérstök ástæða til að gæta að þessum atriðum í ljósi stærðar bankanna með tilliti til annarra efnahagslegra stærða eins og þjóðarframleiðslu og sjálfstæðs gjaldmiðils – íslensku krónunnar.

3.2 Eðli banka- og fjármálastarfsemi og þýðing fyrir gangverk samfélagsins

Í hinum þróaða hluta heimsins kemur hvert mannsbarn að einu eða öðru leyti nálægt starfsemi banka og fjármálamarkaða. Í kjölfar þess að peningar urðu greiðslumiðill í viðskiptum í stað vöruskipta þurfti að koma til farvegur fyrir miðlun peninga og vörslu þeirra til lengri tíma. Það varð viðfangsefni banka að sinna því hlutverki og þegar fram liðu stundir varð starfsemi banka samtvinnuð margvíslegri og flókinni starfsemi sem nú fer fram á fjármálamörkuðum. Í grunninn byggjast fjármálamarkaðir á sparifé almennings og fyrirtækja og það eru starfsmenn markaðarins sem sinna því mikilvæga og flókna starfi að greiða úr því hverjir geta lánað hverjum fjármuni til mismunandi langs tíma og á hvaða kjörum. Starfsmenn á fjármálamörkuðum þurfa jafnframt að meta á hverjum tíma hvaða skuldarar geta staðið í skilum og leggja mat á hversu áhættusamar lánveitingar eru í ljósi þess hversu miklar líkur eru á að skuldararnir endurgreiði sparifjáreigendum. Það kemur líka í hlut starfsmannanna að ákvarða þá vexti sem skuldararnir þurfa að greiða til að tryggja sparifjáreigendum viðeigandi ávöxtun og að þeir geti mætt skuldbindingum sínum í framtíðinni.

Sá grunnur sem lagður er að starfi innlánsstofnana sem sýsla með sparifé almennings og fyrirtækja felur í sér að annar en eigandi þessara fjármuna tekur að sér vörslu og ávöxtun þeirra. Eigandi fjármunanna afhendir þá til vörslu í trausti þess að hann geti fengið þá að nýju þegar hann kys eða hefur samið um. Eigandinn hefur hins vegar sjaldnast upplýsingar um hvernig bankinn stendur að vörslu og þar með notkun innlána til útlána eða annarra viðskipta. Viðskiptasamband innlánsseigenda og fjármálastofnunar byggist því öðru fremur á því að viðkomandi fjármálastofnun njóti trausts svo að ekki komi til skyndilegs áhlaups innstæðueigenda á bankann. Hér verður að hafa í huga að í mörgum tilvikum hefur þeim fjármunum sem fjármálastofnun er falið að geyma og ávaxta verið safnað á löngum tíma með sparnaði eða þeir eru afrakstur af eignasölu sem viðkomandi hefur í hyggju að nýta til framfærslu sinnar síðar eða til fjárfestinga. Það getur líka verið mismunandi eftir löndum hversu algengt það er að sparað sé til framfærslu síðar, t.d. að loknu starfi vegna aldurs, en það getur meðal annars ráðist af því hversu öflugir lífeyrissjóðir eru starfandi í landinu og hversu sterkt almannatryggingakerfi. Af þessu leiðir líka að viðhorf til sparnaðar og þar með þeirrar ábyrgðar sem innlánsstofnanir taka á sig með viðtöku innlána getur verið mismunandi milli landa.

Það er eðli bankastarfsemi að bankar fjármagna sig að jafnaði til skamms tíma en lána og veita aðra fyrirgreiðslu til langs tíma. Svonefnd markaðsfjármögnun í formi lána milli fjármálafyrirtækja, skuldabréfaútgáfu og margvíslegra skiptasamninga milli fjármálafyrirtækja hafði almennt fengið aukið vægi í fjármögnun banka og fjármálafyrirtækja á síðari árum, ekki síst vegna mikils framboðs af lánsfé og fjármunum á alþjóðlegum fjármálamarkaði og lágra vaxta. Sá er hins vegar munurinn á almennum innstæðueiganda og þeim sem eru mótaðilar bankanna þegar kemur að markaðsfjármögnun að í síðara tilvikinu er um að ræða aðila og einstaklinga sem gengið er út frá að hafi sérstaka þekkingu á þessum viðskiptum og séu því betur í stakk búnir til að meta áhættu af viðskiptunum í ljósi fyrirliggjandi upplýsinga. Um er að ræða svonefnda fagfjárfesta. En þrátt fyrir þessa þekkingu fjárfestanna, t.d. erlendra banka og verðbréfafyrirtækja, varð þróunin sú að upplýsingaöflun, miðlun og mat af hálfu alþjóðlegra matsfyrirtækja hafði stöðugt meira vægi við ákvarðanir og samninga um markaðsfjármögnunina.

Aukinn hraði í viðskiptum almennt, bæði í einstökum löndum og ekki síður milli landa, samhliða mikilli framþróun í upplýsingatækni hefur leitt til þess að bankar og starfsemi á fjármálamarkaði eru enn viðkvæmari en áður gagnvart ýmsu því sem er að gerast í samfélaginu á hverjum tíma. Umfjöllun í fjölmiðlum og á vettvangi stjórnmála og hjá stjórnvöldum kann með skjótum hætti að kalla fram viðbrögð á fjármálamörkuðum sem geta haft mikil áhrif á stöðu einstakra fjármálafyrirtækja og markaðinn í heild. Þessi hraði og aukin samskiptatækni hefur líka leitt til þess að fjármögnun banka, bæði í formi innlána og margvíslegrar skammtímafjármögnunar, og viðskipti henni tengd geta tekið breytingum á skömmum tíma. Fjármögnun banka hefur því á síðustu árum orðið kvikari og þar af leiðandi viðkvæmari, ekki bara fyrir bankana sjálfa heldur líka gagnvart fjármálastöðugleika landsins þegar um kerfislega mikilvæg fjármálafyrirtæki er að ræða.

Hlutabréfamarkaður og skipulegur markaður með önnur verðbréf, svo sem skuldabréf, hefur síðustu áratugi verið mikilvægur hluti af fjármálamörkuðum og svo var einnig hér á landi. Hlutabréfamarkaður skapar í senn fyrirtækjum möguleika á að afla fjár til þess að efla og treysta stöðu sína og gefur fjárfestum kost á að ávaxta fé sitt. Við eðlilegar aðstæður, og ef fullnægjandi upplýsingar liggja fyrir um þau fyrirtæki sem skráð eru á hlutabréfamarkað og viðskipti með hlutabréf í þeim á líka að geta orðið til eðlilegt markaðsvirði fyrirtækjanna sem þannig endurspeglar verðmæti þeirra. Skuldabréfamarkaður er líka mikilvæg leið atvinnulífsins til að fjármagna sig. Þessi viðskipti á fjármálamarkaði beinast í eðli sínu að aðilaskiptum að eignarréttindum og fjármálagerningum utan fjármálafyrirtækjanna en eftir atvikum fyrir milligöngu þeirra. Hér á landi varð það hins vegar þróunin að viðskipti með hlutabréf í fjármálafyrirtækjum, sérstaklega stóru bönkunum þremur, og skuldabréf þessara fyrirtækja voru fyrirferðamikil á þessum markaði.

Það hefur einkennt fjármálamarkaði síðustu ár að fjármálafyrirtæki hafa mjög aukið viðskipti sín í milli með margvíslega fjármálagerninga og afurðir. Fyrirtækin hafa þannig sóst í að skapa sér aðrar tekjur heldur en hefðbundnar vaxtatekjur, ekki síst á tímabilum þegar vextir á fjármálamörkuðum hafa verið lágir. Eftir því sem þessir fjármálagerningar, eða vörur eins og bankamönnum hefur verið tamt að tala um á síðustu árum, þróuðust og fóru að skila fjármálafyrirtækjum tekjum urðu þeir í ýmsum tilvikum hluti af vöruframboði fjármálafyrirtækja og þar með bankanna gagnvart viðskiptavinum þeirra.

Þarna komu til framvirkir samningar, afleiður, skuldatryggingar, vafningar og skortsala svo dæmi séu tekin. Í sumum tilvikum komu þessar vörur í stað hefðbundinna lánaviðskipta milli banka og viðskiptamanna og eðli viðskipta fjármálafyrirtækjanna tók þannig breytingum. Þessum nýju viðskiptaháttum fylgdi í mörgum tilvikum önnur og meiri áhætta, bæði fyrir viðskiptavinina og fjármálafyrirtækin.

3.3 Sérstaða og samfélagsleg ábyrgð umfram það sem gildir um rekstur fyrirtækja almennt?

Vilji sumra til að spara fé til skamms tíma, t.d. vegna þess að þeir þurfa að mæta útgjöldum í framtíðinni, skapar öðrum tækifæri til að taka meiri áhættu, fá lánaða peninga og fjárfesta í brád. Við það skapast hagvöxtur, bæði til skamms tíma og langs tíma, sem ella hefði ekki orðið ef fjárfestar hefðu aðeins sjálfsaflafé sitt til fjárfestinganna. Stöndugir bandar og virkir fjármálamarkaðir gera þetta mögulegt og stuðla því að hagvexti fyrir allt samfélagið. Án þeirra einkennist efnahagslífið af stöðnun og fábreytileika, jafnt á vörumarkaði sem í atvinnu-, félags- og menningarstarfsemi.² Í þessu felst sérstaða og ekki síst samfélagsleg ábyrgð banka umfram það sem gildir um rekstur fyrirtækja almennt.

Á framleiðslufyrirtækjum hvílir einnig samfélagsleg ábyrgð, t.d. að framleiða vöru sem ekki veldur neytendum og umhverfinu skaða. Starfsemin veitir fólki atvinnu og getur stuðlað að aukinni fjölbreytni og ábata neytenda. Þetta eru allt mikilvæg verkefni. Sama á við um starfsemi fyrirtækja sem starfa t.d. á sviði verslunar og þjónustu. Rétt eins og sparifjäreigendur eru neytendur sundurleitur og dreifður hópur. Hin lagalega umgjörð um þessa starfsemi, með tilheyrandi eftirliti, miðar þess vegna að því að tryggja öryggi til langs tíma og vernda hagsmuni þessa hóps gagnvart ólíkum hagsmunum verksmiðjueigenda og þeirra sem selja vörur og þjónustu. Ef varan sem framleiðandinn framleiðir hverfur af markaði eða verslun lokar dregur vitanlega úr neytendaábata, fjárfestar kunna að tapa og starfsmenn að missa vinnuna. Hins vegar tryggir samkeppni á vörumarkaði jafnan að innan skamms rís ný verksmiðja eða ný verslun opnar, sömu eða aðrir fjárfestar fá sína rentu, neytendaábatinn er endurvakinn að mestu og starfsmenn fá vinnu annars staðar. Samfélagsleg áhrif af rekstrarstöðvun almennra atvinnufyrirtækja sem starfa í samkeppnisumhverfi eru að jafnaði tímabundin og takmörkuð við nánasta umhverfi fyrirtækisins og þá sem haft hafa sérstök tengsl við það, t.d. vegna viðskiptasambanda eða atvinnu.

Fari hins vegar svo að banki eða annað fjármálafyrirtæki lendi í verulegum rekstrarerfiðleikum eða lendi í greiðsluþroti getur það haft keðjuverkandi áhrif inn í hagkerfið og leitt til þess að þeir sem aldrei komu nálægt starfsemi bankans eða fyrirtækisins verði fyrir tjóni. Sérstaklega á þetta við þegar um er að ræða stærri fyrirtæki innan fjármálageirans. Þetta þarf ekki í öllum tilvikum að vera bundið við kerfislega mikilvæga banka. Í litlum opnum hagkerfum kann sú aðstaða að koma upp að slíkur banki verði gjaldþrota og leiði til þess að ytri lánalínur lokist öðrum aðilum í viðkomandi bankakerfi.

2. Levine, Ross, Norman Loayza og Thorsten Beck: „Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes.“ *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2059 (1999). Fáanlegt á SSRN: <http://ssrn.com/abstract=247793>.

Þetta hefur í för með sér að efnahagsstarfsemi getur dregist verulega saman og langur tími liðið uns búið er að endurvekja eða afla lánstrausts á ný. Slíkt hefur í för með sér háan fórnarkostnað samfélagsins alls og getur undir verstu kringumstæðum valdið almennu vantrausti í kerfinu sem orsakað getur fall þess alls. Til viðbótar koma síðan þau vandkvæði sem greiðsluþrot banka eða fjármálafyrirtækis, sem tekið hefur við fjármunum til ávöxtunar, hefur í för með sér fyrir eigendur fjármunanna ýmist vegna þess að þeir verða hugsanlega ekki tiltækir um tíma eða kunna að tapast með öllu.

3.4 Afskipti hins opinbera í formi laga og eftirlits stjórnvalda

Sú sérstaða banka og annarra fjármálafyrirtækja sem lýst hefur verið hér að framan hefur leitt til þess að þeir sem fara með reglusetningarvald, hvort sem það er innan einstakra ríkja eða fjölþjóðlegra stofnana á sviði viðskipta og fjármála, hafa talið rétt að setja margvíslegar reglur um starfsemi þessara aðila. En þeir sem fara með þetta vald hafa að jafnaði ekki látið við þetta sitja heldur einnig komið upp opinberu og óháðu eftirlitskerfi bæði með starfsemi á fjármálamarkaði og áhrifum og áhættum sem henni fylgja fyrir fjármálastöðugleika. Til þessa eftirlits er stofnað og það starfrækt í þágu samfélagslegra hagsmuna.

Eitt gleggsta dæmið um afskipti hins opinbera af starfsemi á fjármálamarkaði er að þeir sem óska eftir að bjóða almenningi slíka þjónustu í atvinnuskyni þurfa í flestum tilvikum að fá sérstakt leyfi frá stjórnvöldum til hennar og þá að uppfylltum tilteknum hæfis- og hæfniskröfum. Þannig mega þeir einir sem fengið hafa starfsleyfi Fjármálaeftirlitsins taka við innlánnum og veita útlán sem fjármögnuð eru með endurgreiðanlegum fjármunum frá almenningi.³ En afskiptum löggjafans af innlánnum er ekki þar með lokið. Með sérstökum lögum hefur verið stofnað til Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta sem m.a. er ætlað að bæta eigendum innlána innstæður sem þeir eiga í bönkum og ekki verða lengur tiltækar vegna greiðsluþrots innlánsstofnunar. Innstæðutryggingarnar eru líka dæmi um málefni sem fleiri ríki saman, ríki Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins, hafa talið tilefni til að setja tilteknar lágmarksreglur. Þessar reglur þurfa aðildarríkin að innleiða í landsrétt sinn.

Bankar og fjármálafyrirtæki þurfa í starfsemi sinni og viðskiptum að fylgja margvíslegum lagareglum og fyrirmælum sem stjórnvöld setja. Þessum reglum er ekki síst ætlað að vernda hagsmuni þeirra sem eiga viðskipti við bankana bæði með því að láta þeim fjármuni í té og fá þá að láni. Að því er þá fyrrnefndu varðar hafa þeir sjaldnast mikla möguleika á að fylgjast með því eða afla upplýsinga um hvernig banki eða fjármálafyrirtæki ráðstafar fjármunum sem það hefur tekið við sem innláni eða fengið að láni. Fyrir þessa aðila og þá sem taka lán eða eiga önnur viðskipti við fjármálafyrirtæki skiptir máli að um þessi fyrirtæki gildi reglur sem gera þeim skylt að haga starfsemi sinni með ákveðnum hætti. En þessum reglum er ekki bara ætlað að vernda hagsmuni þeirra sem eiga bein viðskipti við banka eða önnur fjármálafyrirtæki heldur eru þær líka liður í því að stuðla að fjárhagslegum styrkleika fyrirtækja-

3. Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, 3. gr.

anna og draga úr líkum á því að áföll í rekstri þeirra hafi áhrif á stöðugleika í fjármálakerfi viðkomandi lands. Þetta er t.d. gert með kröfum um áhættumat og ákveðinn fjárhagslegan styrkleika fyrirtækjanna í formi lágmarks eiginfjárlutfalls. Í mörgum tilvikum eru þetta nákvæmar og útfærðar reglur en aðrar byggja á mati sem að lokum sætir endurskoðun af hálfu eftirlitsaðila. Þessu til viðbótar ber fjármálafyrirtækjum að starfa í samræmi við eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti og venjur á fjármálamarkaði.⁴

Með EES-samningnum sem tók gildi 1. janúar 1994 varð Ísland aðili að hinu Evrópska efnahagssvæði og þar með reglum Evrópusambandsins um frjálsa fjármagnsflutninga og þjónustustarfsemi með tilheyrandi heimildum fyrir fjármálafyrirtæki sem hefur starfsheimildir í einu aðildarríkjanna til að hefja starfsemi í öðrum aðildarríkjum. Íslensk fjármálafyrirtæki urðu á síðustu árum virkir þátttakendur á fjármálamörkuðum í ýmsum löndum Evrópu og víðar. Regluverk og starfsheimildir íslensku fjármálafyrirtækjanna mótudust mjög af aðild Íslands að EES-samningnum. Þess gætti hins vegar í minna mæli við lagasetninguna að tekið væri tillit til sérstakra aðstæðna í íslensku samfélagi og efnahagslífi.

Það eftirlit og starfsemi opinberra stofnana, sem komið hefur verið upp til að fylgjast með að starfsemi banka og annarra fjármálafyrirtækja sé í samræmi við lög og heilbrigða viðskiptahætti, miðar sérstaklega að því að draga úr hættunni á því að til áfalla komi í rekstri þessara fyrirtækja með tilheyrandi afleiðingum fyrir almenning, fjármálastöðugleika og efnahagslíf landsins. Þetta hefur enn frekar verið undirstrikað með því að tryggja þessum stofnunum, Fjármálaeftirlitinu og Seðlabanka Íslands, sjálfstæði innan stjórnkerfisins en því fylgir líka sú ábyrgð þeirra sem vörslumanna almannahagsmuna að grípa til þeirra úrræða sem þeim eru fengin að lögum ef hætta er talin á að starfsemi fjármálafyrirtækjanna kunni að fara úrskaiðis með tilheyrandi afleiðingum fyrir almenning. Þessar stofnanir eiga að vera augu og eyru annarra yfirvalda landsins sem hafa það hlutverk að gæta samfélagslegra hagsmuna, hvort sem það eru ríkisstjórn eða Alþingi. Sameiginlega er það verkefni þessara aðila að búa svo um hlutina að hið sérstaka eðli og samfélagsleg ábyrgð fjármálafyrirtækja sé varðveitt til frambúðar í þágu lands og þjóðar.

3.5 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Sérstaða banka og fjármálafyrirtækja og samfélagsleg staða þeirra og ábyrgð kallaði ekki bara á að þessari atvinnustarfsemi væri sett lagaleg umgjörð. Eðli starfseminnar og sú áhætta sem var fólgin í henni bæði fyrir hagsmuni einstaklinga og hagsmuni samfélagsins í heild kallaði á virkt starf eftirlitsaðila. En hvað sem leið þessari lagalegu umgjörð og starfi hinna sjálfstæðu eftirlitsaðila þurftu þau yfirvöld landsins sem landsmenn höfðu falið að gæta sameiginlegra og samfélagslegra hagsmuna þjóðarinnar að móta sér stefnu um það hvers konar starfsemi á fjármálamarkaði, og þá um leið að hvaða umfangi, gæti samrýmst stærð og getu þjóðarbúsins ef til áfalla kæmi. Jafnframt þurftu þau að fylgja þeirri stefnu eftir.

4. Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, 19. gr.

Mark J. Flannery

Rammagrein 1

Mark J. Flannery kom og starfaði með nefndinni um tíma. Loka greinagerð hans er að finna í viðauka 3, en þetta minnisblað ritaði hann um mikilvægi eftirlits stjórnvalda með fjármálaþjónustu. Minnisblaðið má finna á ensku í viðauka 8 í vefútgáfu skýrslunnar. Mark hefur hagfræðigráður frá háskólunum Princeton og Yale í Bandaríkjunum. Frá árinu 1989 hefur hann verið prófessor í fjármálum við háskólann í Flórída (University of Florida) í Bandaríkjunum. Áður var hann aðstoðarprófessor og prófessor í fjármálum við háskólann í Norður Karólínu (University of North Carolina) og aðstoðarprófessor við háskólann í Pennsylvaníu (University of Pennsylvania).

The importance of government supervision in producing financial services

Þýtt úr ensku:

Mikilvægi eftirlits stjórnvalda með fjármálaþjónustu

Sú pólitíska ákvörðun að hvetja íslenska banka til að hefja alþjóðlega starfsemi virtist byggð á hlutfallslegum yfirburðum eyðingarinnar. Landfræðileg staðsetning Íslands torveldar samkeppni í aðsetursháðum greinum sem krefjast flutnings á efnislegum vörum langar vegalengdir. Fjármálaþjónusta er auðveldari í útflutningi og vel menntuð þjóðin gerði bankastarfsemi að líklegri leið fyrir hagvöxt. Hins vegar getur árangursrík bankastarfsemi ekki þrífist eingöngu á framtaki einstaklinga.

Í nær öllum löndum gilda strangar reglur um bankastarfsemi. Að hluta til endurspeglar slíkar reglur formlega og óformlega stefnu stjórnvalda sem kjósa að styrkja banka í fjárhagserfiðleikum í stað þess að láta þá verða gjaldþrota. Flestar reglur byggjast á þeirri trú að stjórnvöld muni ekki leyfa bönkum sínum að falla og gera innlánseigendum að bera tapið. Slíkar „ætláðar ríkisábyrgðir“ gera bönkum kleift að fá lánað fjármagn á mun lægri vöxtum en ella, þar sem ekki er tekið tillit til áhættu þeirra. Bankarnir hafa því óeðlilegan hvata til að taka mikla áhættu því þegar vel gengur hagnast hluthafarnir en þegar illa gengur munu stjórnvöld sennilega taka á sig hluta tapsins. Stjórnvöld vilja því takmarka áhættutöku banka, í því skyni að vernda skattgreiðendur og draga úr bjögun á fjármálalegum hvötum. Slíkar aðgerðir nefnast „varúðarreglur“ (e. prudential regulation) og slíkar reglur geta gjarnan takmarkað arðsemi banka.

Eftirlit stjórnvalda veitir einnig mikilvægan stuðning fyrir banka í einkaeigu. Í fyrsta lagi geta stjórnvöld viðhaldið fyrirsjáanlegu gengi og vöxtum. Í öðru lagi geta hæfir eftirlitsaðilar á grundvelli varúðarreglna vottað árseikninga og útlána ferla banka gagnvart utanaðkomandi – að því tilskildu að fyrir hendi sé vandað mat á starfsemi bankans. (Til að viðhalda varúðareftirliti verður eftirlitsaðilinn að vaxa jafnharðan og greinin færir út kvíarnar). Að lokum þarf heilbriggt bankakerfi á traustum stjórnvöldum að halda sem lánað geta fé til þrautavara ef þörf krefur.

Til þess að hægt sé að bjóða upp á fjármálaþjónustu er samblanda opinberra og einkaréttarlegra aðgerða nauðsynleg. Einkareknu bankarnir ættu

ekki að fara of langt fram úr getu eftirlitsaðilans að fylgjast með þeim því yfirsýn eftirlitsaðila stuðlar að því að veita öðrum vissu um eiginfjárstöðu og lausafjárstöðu bankanna. Hvers vegna gátu önnur lönd með hlutfallslega stór fjármálakerfi (s.s. Sviss, Singapúr, Hong Kong, Belgía og Holland) komist hjá slæmri útkomu bankastarfsemi? Ólíkt Íslandi, höfðu þessar þjóðir haft eftirlit með stórum alþjóðlegum bönkum í mörg ár. Orðstír þeirra til margra ára varðandi eftirlit byggt á varúðarreglum gat því vegið upp á móti vanmætti þeirra til að veita fyllilega trausta vernd sem lánveitendur til þrautavara, a.m.k. í einhverjum mæli.

Eftir á að hyggja virðist ljóst að hæft eftirlit með ráðdeild fjármálafyrirtækja hefði verið sérlega nauðsynlegt í tilviki íslensku bankanna. Þeir skutust fram á alþjóðasviðið á árunum 2000 til 2008 og erlendir fjárfestar höfðu litla forsögu til að meta. Þegar erlend starfsemi bankanna var orðin of stór til þess að Seðlabanki Íslands gæti veitt henni stuðning var líklegt að hvers kyns stórt vandamál yrði Seðlabankanum að falli. Sú vörn sem eftir stóð fyrir bankana gagnvart efasemdum erlendra fjárfesta hefði átt að vera geta eftirlitsaðila til að fylgjast með og hafa hemil á áhættusamri starfsemi. En stærð eftirlitsaðila hafði ekki haldið í við útpenslu bankanna. Vanmáttugt Fjármálaeftirlitið hafði orðið óskilvirkara við eftirlit með ráðdeild á meðan bankarnir uxu erlendis. Viðleitni stjórnvalda til að skapa farsælt fjármálakerfi hafði ekki haldið í við þenslu einkageirans. Erlendir kröfuhafar mátu íslenska banka á grundvelli torskilinna reikningsskila þeirra og enginn trúverðugur eftirlitsaðili var til staðar til að hjálpa kröfuhöfunum að skilja hvert virði framtíðaráætlana bankanna var.

11. nóvember 2009,

Mark J. Flannery, Ph.D. (Háskólinn í Flórída)

4. kafli

Efnahagslegt umhverfi og innlend efnahagsstjórnun

4.1 Inngangur

Hér er farið yfir helstu þætti í efnahagsþróun undanfarinna ára sem taldir eru skipta máli í aðdraganda falls bankanna. Þróun flestra þeirra er rakin frá byrjun þeirrar uppsveiflu sem lauk á árunum 2007 og 2008, það er að segja frá árunum 2002 og 2003. Í einstaka tilfellum þar sem það er talið skipta máli er sagan rakin frá því nokkru fyrir síðustu aldamót. Áherslan er fyrst og fremst á innlenda hagþróun og það ójafnvægi sem fór stigvaxandi á þessu tímabili. Nauðsynlegt er þó að líta á ákveðna þætti í efnahagsþróun í heiminum sem skipta máli fyrir utanríkisviðskipti Íslands en einnig fyrir fjármagnsstreymi til og frá landinu. Sérstaklega er horft til innlendrar hagstjórnar og reynt að greina á milli stefnu í ríkisfjármálum og peningamálum annars vegar og hagstjórnarviðbragða við ákveðnum skellum sem á dundu hins vegar, jafnt búhnykkjum sem juku á spennuna og áföllum sem mögnuðu niðursveifluna. Eins og gefur að skilja fær þáttur fjármálakerfisins í aðdragandanum sérstaka athygli, einkum með tilliti til þess mikla innra og ytra ójafnvægis sem skapaðist í íslenskum þjóðarbúskap á árunum frá aldamótum og allt fram að hruni bankakerfisins í byrjun október 2008.

Kaflinn er þannig byggður upp að fyrst er fjallað um efnahagsþróun í heiminum. Þar er farið yfir helstu þætti sem mótuðu það umhverfi sem íslenska útrásin og fjármálageirinn uxu og döfnuðu í á uppgangstímum hér heima. Einnig er þar rakin sú atburðarás sem leiddi til hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu. Lagt er mat á að hvaða leyti þróun efnahagsmála í heiminum stuðlaði að íslenskri ofpenslu og efnahagshruni.

Næst er vikið að hagþróun á Íslandi undanfarinn áratug eða svo. Þar er hagsveiflunni lýst og farið yfir helstu hagstjórnarverkefni og þær kerfisbreytingar sem orðið hafa á hagkerfinu.

Að því búnu er farið nokkrum orðum um þá stefnu sem fylgt hefur verið í ríkisfjármálum frá því um miðbik tíunda áratugarins. Litið er til einkavæðingar og markaðsvæðingar með tilliti til þess hvort hægt sé að álykta að þar sé orsakir ofpenslunnar og hrunsins að finna. Þá er fjallað um meginlínurnar í þeirri skattastefnu sem fylgt hefur verið.

Farið er yfir peningastefnuna og framkvæmd hennar. Lagt er mat á reynsluna af verðbólgu markmiðinu og leitað svara við því hvort það hafi átt þátt í því að kynda undir ójafnvæginu sem fór vaxandi í aðdraganda hrunsins. Tæknileg útfærsla verðbólgu markmiðsins er skoðuð sem og miðlunarferli peningastefnunnar og athugað hvort þar séu alvarlegar brotalamir sem kunni að skýra að einhverju leyti öran vöxt íslensku bankanna. Síðan er vikið að

fjármögnun bankanna í Seðlabankanum, umfangi hennar og samsetningu. Þá er kannað samhengi stóraukins peningamagns og hækkandi vaxta.

Að því búnu er skoðað hvernig ójafnvægið í hagkerfinu jókst. Lagt er mat á þær vísbendingar um innra og ytra ójafnvægi sem felast í þróun helstu hagstærða, vöxt ójafnvægis í þjóðarþúskaðum og tilburði til að sporna við því. Þá er fjallað um þátt fjármálakerfisins með áherslu á umfang þess, vöxt erlendrar starfsemi og mikilvægi þess fyrir þjóðarþúskaðinn.

Kaflinum lýkur með samantekt á helstu niðurstöðum um það hvert hlutverk efnahagsumhverfisins var í aðdraganda hrunsins. Þáttur hagstjórnarinnar í hrininu er dreginn sérstaklega fram. Þá fylgja tillögur að úrbótum er varða fyrst og fremst umgjörð hagstjórnarinnar og miða að því að draga úr líkum á því að aftur skapist sambærileg fjármálakreppa og efnahagshrun endurtaki sig.

4.2 Efnahagsþróun í umheiminum

4.2.1 Inngangur

Ísland er opið hagkerfi. Íslendingar eiga mikil vöru- og þjónustuviðskipti við aðrar þjóðir. Stór hluti landsframleiðslunnar er seldur úr landi í skiptum fyrir ýmsan innfluttan varning og þjónustu. Þessi viðskipti eiga mikinn þátt í því að lífskjör landsmanna hafa farið ört batnandi á undanförunum áratugum. Fjármagnsflæði, einkum vegna erlendrar fjárfestingar og skuldsetningar, leikur einnig lykilhlutverk því það hefur skapað möguleika á innlendri fjárfestingu umfram sparnað og þannig aukið tekjumöguleika þjóðarinnar verulega. Á sama tíma hafa tengsl íslensks fjármálakerfis við fjármálakerfi heimsins styrkst. Erlendar fjárfestingar og erlend skuldsetning jukust gífurlega seinustu árin og mörg íslensk fyrirtæki, þar á meðal stærstu fjármálafyrirtækin, juku erlenda starfsemi sína hröðum skrefum. Fjármögnun íslenskra banka varð því mun háðari ástandi á erlendum fjármálamörkuðum en áður hafði verið. Því er nauðsynlegt að athuga hvort orsaka bankahrunsins sé að leita í þeim vandamálum sem komu fram í fjármálakerfi heimsins á síðustu árum.

Hér verður fyrst stiklað á stóru í þróun efnahagsmála og fjármálamarkaða á heimsvísu undanfarna áratugi. Til þess að fá rétta mynd af þeim aðstæðum sem ríktu á meðan íslensku bankarnir og önnur íslensk fyrirtæki juku starfsemi sína á erlendri grundu er nauðsynlegt að líta aftur til síðustu áratuga síðustu aldar. Nokkrir samverkandi þættir ollu því að vextir víða um heim voru óvenju lágir óvenju lengi á sama tíma og framboð af lánsfé var meira en nokkru sinni fyrr. Það var út í þetta umhverfi sem íslensk fyrirtæki hófu hvert af öðru að leita tækifæra til aukinna umsvifa með nýeinkavædda bankana í broddi fylkingar.

Áhrif erlendrar efnahagsþróunar eru því fyrst og fremst af tvennum toga. Annars vegar myndaðist á undanförunum áratugum og sérstaklega frá því um aldamótin umhverfi sem var óvenju hagstætt til mikils skuldsetts vaxtar þeirra sem tilbúnir voru að taka áhættu. Hins vegar áttu hratt versnandi aðstæður á erlendum mörkuðum síðustu misserin fyrir hrun bankanna þátt í að setja af stað þá atburðarás sem leiddi til hrunsins.

4.2.2 Lágvaxtaskeið og lausafjárgnótt

Efnahagsþróun í heiminum undir lok síðustu aldar og fram á þessa hefur verið nokkuð sérstök í ljósi sögunnar. Hún hefur einkennst af fjölþjóðlegri

Þróun sem á rætur sínar að rekja meðal annars til þróunar peningastefnu, einkum á Vesturlöndum, aukinnar markaðsvæðingar í fjölmennum fyrrum kommúnistaríkjum, einkum í Asíu, samþættingar fjármagnsmarkaða og upp-söfnunar auðs, einkum í olúframléiðsluríkjum og öðrum útflutningsríkjum. Þessi þróun hefur leitt af sér ákveðið ójafnvægi í heimsbúskapnum en helsta einkenni þess er vaxandi og viðvarandi viðskiptahalli Bandaríkjanna.¹

Helstu þættir í þessari hagþróun verða raktir hér í stuttu máli en þeir hafa með afgerandi hætti haft áhrif á hagþróun á Íslandi og áttu ásamt innlendri hagstjórn stóran þátt í að skapa það ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap sem ríkti í aðdraganda bankahrunsins. Einnig verður litið yfir þróun efnahagsmála og sér í lagi fjármálamarkaða heimsins frá því að vanskil vegna ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum jukust á árinu 2007 og fram að hruni íslensku bankanna.

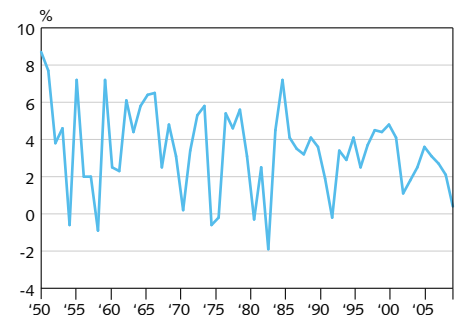
Þegar leið á níunda áratug síðustu aldar breyttist þróun helstu hagstærða margra þróaðra hagkerfa þannig að verulega dró úr flókti þeirra.² Þessi aukni stöðugleiki var viðvarandi í rúma tvo áratugi og hafði meðal annars afleiðingar á fjármálamörkuðum heimsins. Minna flókt þýðir meiri stöðugleiki og þar með minni óvissa. Þessi breytta þróun hagstærða átti því meðal annars þátt í því að áhættuálag á fjármálamörkuðum minnkaði, ávöxtunarkrafa lækkaði og æ fleiri fjárfestingarmöguleikar virtust því arðsamir. Hér er því um að ræða eina af nokkrum birtingarmyndum minni áhættufælni.

Á mynd 1 sem sýnir hagvöxt í Bandaríkjunum sést vel að frá því um miðjan níunda áratuginn hefur dregið úr umfangi og tíðni hagsveiflna (mynd 1). Hagvöxtur er stöðugur í lengri tíma í einu, samdráttarskeið eru skammvinn og niðursveiflur tiltölulega vægar. Þessi aukni stöðugleiki og dempun sveiflna er einkennandi fyrir fleiri þjóðhagsstærðir. Minnkandi sveiflur hagstærða eru ekki einskorðaðar við bandaríska hagkerfið heldur er þetta mynstur sýnilegt í helstu hagkerfum heimsins.³

Flókt í fjármálastærðum minnkaði einnig á þessum tíma og sést það vel á mynd af flókti skammtímavaxta í Bandaríkjunum (mynd 2). Sambærileg þróun kemur fram í fleiri fjármálastærðum á þessum tíma. Þessi þróun fjármálastærða er ekki einskorðuð við Bandaríkin heldur verður hennar einnig vart í öðrum löndum.⁴

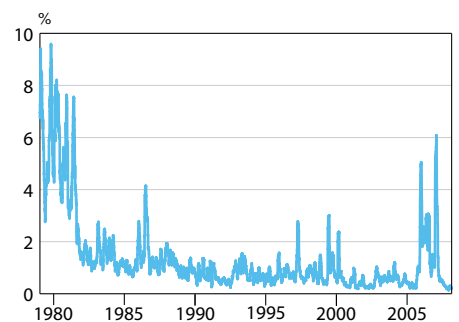
Stock og Watson komust árið 2002 að þeirri niðurstöðu að flókt helstu hagstærða hafði minnkað um 60% til 70% frá því á áttunda og fyrri hluta níunda áratugar síðustu aldar.⁵ Þetta átti við um atvinnustig, einkaneyslu og helstu svið framleiðslunnar og einnig um verð- og launahækkanir. Stock og Watson bentu á að svo virtist sem flókt bandarískra hagstærða hefði minnkað á árinu 1984 og mátu þeir það svo að dregið hefði úr skellum sem dynja á

Mynd 1
 Hagvöxtur í Bandaríkjunum
 Verg landsframleiðsla á föstu verði - hlutfallsbreyting milli ára



Heimild: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Mynd 2
 Flókt þriggja mánaða bandarískra ríkisvixla
 30 daga hreyfanlegt meðaltal



Heimild: Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis.

1. Sjá til dæmis umfjöllun í *World Economic Outlook*, október 2007. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.
 2. Kim og Nelson: „Has the U.S. economy become more stable? A Bayesian approach based on a Markov-switching model of the business cycle.“ *Review of Economics and Statistics*, 81 1999, bls. 608–616. Sjá einnig Stock og Watson: „Has the business cycle changed and why?“ *NBER Macroeconomics Annual* 2002, bls. 159–218.
 3. Stock og Watson: „Has the business cycle changed? Evidence and explanations.“ FRB Kansas City Symposium, 28. –30. ágúst 2003.
 4. Umfjöllun um þetta má til dæmis sjá í bókinni *International Financial Stability*, eftir Ferguson, Hartmann, Panetta og Portes, sem kom út hjá CEPR haustið 2007. Kafla 4 í bókinni fjallar um minnkandi sveiflur fjármálastærða. Þar má einnig sjá að áhættuálag minnkaði verulega á þessum tíma og var óvenju lágt á árunum 2004 til 2007 (myndir á bls. 36 í þeirri bók).
 5. Sjá einnig Stock og Watson: „Has the business cycle changed and why?“ *NBER Macroeconomics Annual* 2002, bls. 159–218.

hagkerfinu fremur en að áhrif þeirra á hagstærðir hefðu dempast. Þeir lögðu einnig mat á helstu skýringar sem fram höfðu verið settar á þessari ró sem færðist yfir hagkerfi heimsins undir lok síðustu aldar.

Ekki eru allir á einu máli um ástæður þess að úr sveiflunum dró. Skýringarnar má setja í þrjá flokka. Í fyrsta flokkinn falla skýringar sem lúta að breytingum á gerð hagkerfisins (strúktúrbreytingar). Þar má nefna kenningar um áhrif breytinga í framleiðslu frá vörum í þjónustu, upplýsingatækni og bættu birgðastjórnun, og nýjungar á fjármálamörkuðum sem gera auðveldara að jafna neyslu og framleiðslu á milli tímabila. Í annan flokk fer bætt hagstjórn og einkum er þar átt við framfarir í peningastjórn. Því sjónarmiði hefur meðal annars verið haldið á lofti af seðlabankastjóra Bandaríkjanna, Ben Bernanke.⁶ Þriðja tegund skýringa byggist á heppni, þ.e. að þeir skellir sem hafi áhrif á hagþróun hafi verið óvenju mildir um allnokkurt skeið.

Niðurstaða Stocks og Watsons var sú að strúktúrbreytingar skýri hvorki tímasetningu né það hversu flökt hagstærða minnkaði mikið. Þeir töldu að minna flökt mætti að hluta skýra með bættri peningastefnu, að minnsta kosti í Bandaríkjunum. Nærtækasta skýringin á minna flökki (og þar með dempaðri hagsveiflu) væri hins vegar að hagkerfið hefði orðið fyrir færri og vægari skillum á þessu tímabili, það er að segja skýringin væri að mestu leyti heppni. Því drógu Stock og Watson þá ályktun að sú ró sem færðist yfir hagkerfi heimsins á seinustu 15 árum síðustu aldar og leiddi til vanmats á áhættu á fjármálamörkuðum heimsins gæti allt eins verið lognið á undan stormi sem kynni að vera í vændum.⁷

Á tíunda áratugnum var farið að gæta aukins framboðs sparifjár í Bandaríkjunum þegar „baby-boom“ kynslóðin svokallaða var farin að leggja fyrir til efri áranna.⁸ Bandaríkjamenn hafa löngum sparað öðrum fremur með því að fjárfesta á hlutabréfamarkaði. Aukið framboð sparifjár leiddi til lækkunar raunvaxta sem aftur hækkaði verðmat hlutabréfa. Þetta átti sérstaklega við fyrirtæki í net- og upplýsingatækni⁹ sem voru gjarnan verðmetin með öðrum aðferðum en hefðbundin framleiðslufyrirtæki, enda höfðu fæst þessara fyrirtækja skilað hagnaði þegar æðið stóð sem hæst. Svo fór að sú verðbólga sem þarna hafði myndast á hlutabréfamarkaði sprakk snemma árs 2001.

Snemma árs 2002 fjallaði tímaritið *Economist* um hækkandi fasteignaverð í ýmsum löndum. Þar kom fram að hækkun fasteignaverðs væri ein skýring þess að hrun hlutabréfaverðs í Bandaríkjunum og víðar árið 2001 hefði ekki leitt til þeirrar efnahagslæggðar sem margir óttuðust. Lágvaxtastefna bandaríska seðlabankans hafi átt sinn þátt í því að fasteignaverð hækkaði og hafi þannig gert hinn almenna neytanda ríkari en áður. Endurfjármögnun húsnæðis, aukin skuldsetning og eiginfjárdráttur hafi haldið uppi eftirspurn

6. Bernanke, Ben S.: „The great moderation.“ Ræða haldin á fundi Eastern Economic Association í Washington DC, 20. febrúar 2004.
7. „But because most of the reduction seems to be due to good luck in the form of smaller economic disturbances, we are left with the unsettling conclusion that the quiescence of the past fifteen years could well be hiatus before the return to more turbulent economic times.“ (Stock og Watson: „Has the business cycle changed and why?“, bls. 43).
8. Með „baby-boom“ kynslóðinni er yfirleitt átt við þá sem fæddust á árunum 1947 til 1960 en á þeim árum voru fæðingar á ári í Bandaríkjunum yfir 4 milljónir sem er mun meira en fyrr og síðar.
9. Svokölluð „dot-com“ fyrirtæki en af þeim kemur enska heitið á verðbólunni sem myndaðist á hlutabréfamörkuðum í kringum aldamótin (*dot-com bubble*) og er yfirleitt kölluð „netbólga“ á íslensku.

þrátt fyrir vaxandi atvinnuleysi og lækkandi hlutabréfaverð. ¹⁰ Í greininni er gefið í skyn að viðbrögð bandaríska seðlabankans við áföllunum árið áður hafi komið í veg fyrir efnahagssamdrátt þegar netbólán svokallaða sprakk. Það hafi reyndar gerst með því að glæða nýja bólu, á fasteignamarkaði. ¹¹

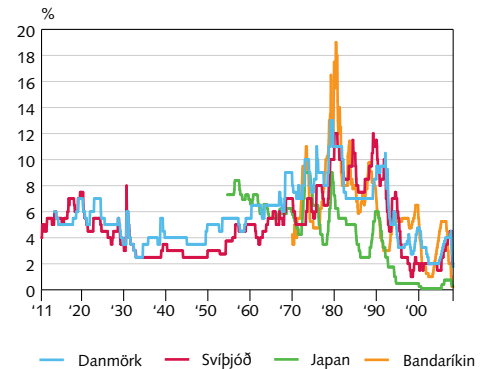
Sem fyrr segir hefur myndast ójafnvægi í heimsbúskapnum seinustu áratugina en helstu einkenni þess eru langvarandi lágir vextir og mikill viðskiptahalli Bandaríkjanna (myndir 3 og 4). Ein þeirra skýringa sem settar hafa verið fram á þessu viðvarandi ójafnvægi lýtur að svokölluðum Greenspan-sölurétti. Önnur skýring er ofgnótt sparnaðar á heimsvísu. Að auki má nefna ýmsar kenningar um sálrænar orsakir, svo sem hjarðhegðun, en á slíkum forsendum byggist til að mynda tæknigreining sem er aðferð við verðmat á fjármálamörkuðum þar sem notuð eru söguleg gögn um verð og viðskipti fremur en undirliggjandi raunstærðir.

Greenspan-söluréttur („Greenspan put“)

Sú stefna sem Alan Greenspan mótaði í tíð sinni sem seðlabankastjóri í Bandaríkjunum er af mörgum talin frumorsök ójafnvægis, lágra vaxta og aukinnar áhættusækni á fjármálamörkuðum en Greenspan gegndi embætti seðlabankastjóra á árunum 1987 til 2006. Hann brást mjög harkalega við hættu á verðhjöðnun og ef hann taldi líkur á efnahagssamdrætti, t.d. vegna lækkandi eignaverðs, greip hann strax til hressilegra vaxtalækkana. Þarna gætti nokkurrar ósamhverfni í aðgerðum bankans því hann var mun tregari til vaxtahækkana þegar vísbendingar voru um aukna verðbólgu. Á tveggja ára tímabili frá júní 2004 til júní 2006 voru stýrivextir í Bandaríkjunum hækkaðir úr 1% í 5,25% í 17 skrefum, um 25 punkta í hvert skipti. Frá september 2007 til desember 2008 voru þeir síðan lækkaðir um 5 prósentur í 0,25% í 8 skrefum, og voru nokkur þeirra á bilinu 75 til 125 punktar.

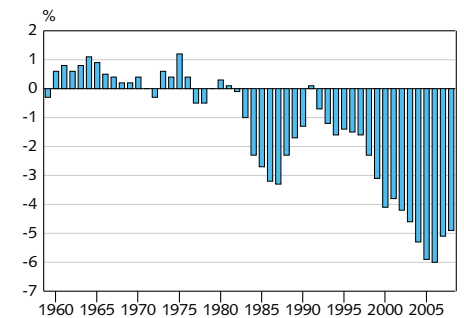
Seðlabanki Bandaríkjanna lækkaði vexti og jók laust fé í umferð hressilega í kjölfar lækkunar hlutabréfaverðs haustið 1987, lausafjarkreppunnar 1998 (þegar LTCM varð gjaldþrota), þegar netbólán sprakk 2001 og í kjölfar hryðjuverkaárásanna á Bandaríkin í september 2001. Bankinn brást einnig á sambærilegan hátt við Flóabardaga, Mexíkókreppunni og Asíukreppunni. Þessi hörðu viðbrögð seðlabankans voru á markaði túlkuð sem trygging gegn skörpum verðlækkunum, svokallaður Greenspan-söluréttur (e. Greenspan put). ¹² Fjárfestar bjuggust við því að seðlabankinn brygðist við atburðum sem hefðu annars veruleg neikvæð áhrif á fjármálamarkaði með því að lækka vexti og stuðla þannig að hærra eignaverði. Með þessu væri í reynd tryggt að eignaverð lækkaði ekki um of og því væri seðlabankinn að gefa nokkurs konar sölurétt (e. put option) á verðbréfaeignum. Ef fjárfestar trúá því almennt að seðlabankinn komi í veg fyrir miklar verðlækkanir á mörkuðum

Mynd 3
 Samanburður á stýrivöxtum nokkurra landa



Heimild: Reuters Ecowin.

Mynd 4
 Viðskiptajöfnuður Bandaríkjanna
 Hlutfall af VLF



Heimild: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

10. „Eiginfjárdráttur“ (e. *equity withdrawal*) vísar til þess þegar skuldsetning fasteignar (eða annarrar eignar) er aukin til þess að breyta verðhækkun eignarinnar í lausafé sem má þá nota í aðrar fjárfestingar eða neyslu.

11. „Yet, despite rising unemployment and lower share prices, consumers continued to spend. How come? One explanation lies in the surge in house prices, where the Fed’s interest-rate cuts have certainly worked their magic.“ („The houses that saved the world.“ *Economist*, 30. mars 2002.)

12. Sjá til dæmis „Greenspan put‘ may be encouraging complacency.“ *Financial Times*, 8. desember 2000. Miller, Weller og Zhang greina áhrif Greenspan-söluréttar á fjármálamarkaði. „Moral hazard and the U.S. stock market: Analyzing the „Greenspan put“. CSGR working paper no. 83/01. University of Warwick, 2001.

en láti verðhækkanir óáreittar leiðir það til verðbólgu sem á endanum springur því að sölurétturinn er ekki til staðar þegar á reynir. Því kann bandaríski seðlabankinn að hafa stuðlað að eignaverðbólgu með tilhneigingu sinni til að beita hröðum og miklum vaxtalækkunum í því skyni að koma í veg fyrir efnahagsáföll og skarpar verðlækkanir á fjármálamörkuðum og því stuðlað að girun og óumflýjanlegu hruni á fjármálamörkuðum.

Offramboð sparifjár á heimsvísu („Global saving glut“)

Annarri skýringu á þessu ójafnvægi í heimsbúskapnum hefur nokkuð verið haldið á lofti af eftirmanni Greenspans, Ben S. Bernanke. Í ræðu sem hann hélt 10. mars 2005 lagði hann áherslu á þýðingu mikils og vaxandi viðskiptahalla Bandaríkjanna í þessu sambandi.¹³

Hann sagðist ósammála því sem hann taldi viðteknar skýringar svo sem að orsakanna væri fyrst og fremst að leita í hagstjórn í Bandaríkjunum eða minnkandi innlendum sparnaði þar. Skýringuna á auknum viðskiptahalla í Bandaríkjunum og lágum raunvöxtum taldi Bernanke að mætti finna í samspili nokkurra þátta sem hefðu stuðlað að offramboði sparnaðar í heiminum.

Mikil aukning sparnaðar á sér aðallega þrjár skýringar. Í fyrsta lagi er meginorsökin viðsnúningur hjá þróunarríkjum sem í heildina hættu að vera lántakendur á alþjóðafjármálamörkuðum en höfðu þess í stað yfir sparnaði að ráða sem þau buðu fram sem lánsfé. Þessi breyting varð meðal annars í kjölfarið á gjaldeyriskreppunni í Asíu 1997, en þá tóku þessi lönd þá ákvörðun að byggja upp varaforða í Bandaríkjadöllum. Önnur lönd tóku einnig að byggja upp forða sem varúðarráðstöfun enda þótt þau hefðu ekki lent í gengishruni. Einnig var söfnun varaforða afleiðing gjaldeyrisinngripa sem var beitt til að sporna við gengisstyrkingu og stuðla þannig að útflutningsdrifnum hagvexti. Kína hefur gengið hvað lengst í að safna slíkum varasjóði en gengi kínverska gjaldmiðilsins, renminbis, hefur verið haldið veiku gagnvart Bandaríkjadal meðal annars með miklum kaupum kínverska ríkisins á eignum í dollurum, aðallega ríkisskuldabréfum. Það hefur bætt samkeppnisstöðu Kína á heimsmarkaði og stuðlað að miklum útflutningi þaðan og söfnun varaforða.¹⁴

Í öðru lagi er um að ræða stækkandi varasjóði olíuútflutningsríkja vegna mikillar hækkunar olíuverðs. Það á til dæmis við um Mið austurlönd, Nígíeríu, Venesúela og Rússland.¹⁵

Í þriðja lagi er orsökinn jafnframt aukinn sparnaður þróaðra ríkja þar sem meðalaldur íbúanna hækkar hratt og þörfin til að spara fyrir framfærslu þeirra sem hættir eru að vinna vegna aldurs vex sífellt. Þetta á til dæmis við í Þýskalandi og Japan.

Þessi aukning sparnaðar og tilheyrandi viðskiptaafgangur meðal þróunar- og nýmarkaðsríkja endurspeglar í aukinni skuldsetningu og vaxandi viðskiptahalla annars staðar. Þetta þýðir að fjármagn flæddi inn í iðnríkin. Innstreymi fjármagns hefur næstum alltaf tvennt í för með sér, styrkingu gjaldmiðilsins og hækkun á eignaverði. Gjaldmiðillinn styrkist vegna þess að

13. Bernanke, Ben S.: *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Ræða haldin í Richmond, Virginíu, 10. mars 2005.

14. *World Economic Outlook*, september 2006. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

15. Sjá til dæmis umfjöllun *BusinessWeek* 11. júlí 2005: „Too much money: a global savings glut is good for growth – but risks are mounting“, og *World Economic Outlook*, apríl 2007. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Þegar fjármagnið er tekið inn í landið þarf að kaupa innlendan gjaldmiðil. Eignaverðið hækkar vegna þess að fjármagnið sem kemur inn er að miklu leyti notað til að fjárfesta.

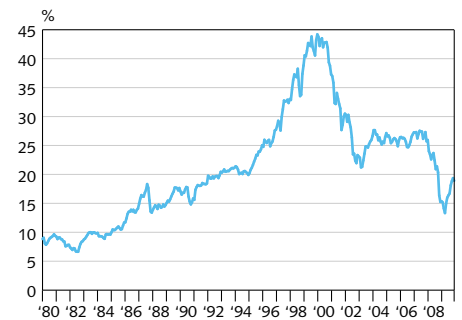
Fram að aldamótum var hækkandi eignaverð í Bandaríkjunum og víðar mest áberandi á hlutabréfamörkuðum. Innsteymi fjármagns til Bandaríkjanna styrkti dollarann og olli hækkun hlutabréfaverðs á árunum 1996 til 2000. Á mynd 5 sést hvernig markaðsvirði hlutafélaga í Bandaríkjunum þróaðist í hlutfalli við hagnað þeirra. Á árunum frá 1980 til 1995 jókst það frá tæplega tífföldum hagnaði í um 20-faldan hagnað. Þá tók „netbólán“ flugið og markaðsvirði hlutafélaga var komið vel yfir 40-faldan hagnað árið 2000, enda hafði hagnaður margra netfyrirtækjanna verið lítill eða enginn árum saman. Mikil hækkun hlutabréfaverðs á þessum árum er sýnd á mynd 6. Hærra verð hlutabréfa þýddi að neytendur voru orðnir efnadri en áður og voru því viljugri að eyða fé í neyslu. Þar með jókst innflutningur en þjóðhagslegur sparnaður í Bandaríkjunum dróst saman. Á sama tíma hafði styrkur dollarans jákvæð áhrif á innflutning og neikvæð á útflutning (myndir 4 og 7). Enda þótt hallað hefði undan fæti á hlutabréfamörkuðum á árinu 2000 var engu að síður áfram mikið framboð af sparifé í heiminum. Raunvextir féllu því, bæði í Bandaríkjunum og víðar. Lágir raunvextir tóku þá við af háu hlutabréfaverði sem orsök lítills þjóðhagslegs sparnaðar í Bandaríkjunum og vaxandi viðskiptahalla. Megináhrif offramboðs sparifjár á heimsvísu komu fram í hækkandi fasteignaverði og fjárfestingu í húsnæði. Auður heimilanna hélt áfram að vaxa og það var auðvelt að umbreyta fasteignaaúði í lausafé með eiginfjárdrætti. Aukinn sparnaður annarra ríkja hefur því valdið vaxandi viðskiptahalla í Bandaríkjunum með breytingum á hlutabréfaverði, fasteignaverði, raunvöxtum og gengi dollarans. Þessi áhrif voru að líkindum sterkari í Bandaríkjunum en annars staðar vegna mikilvægis Bandaríkjadals sem forðamyntar heimsins og sem viðmiðs fastgengisstefnu í ýmsum þróunarlöndum.

Eignarhald á hlutabréfum er mun samþjappaðra en á húsnæði. Þegar eignaverðshækkningar fluttust frá hlutabréfamarkaði yfir á fasteignamarkað upp úr aldamótum var það því mun breiðari hópur sem fann fyrir auðsáhrifunum og einkaneysla hélt áfram að vaxa hröðum skrefum í Bandaríkjunum. Í leiðara tímaritsins *Economist* frá 30. mars 2002 segir undir yfirskriftinni „Húsin sem björguðu heiminum“ að mikil slökun peningastefnu víða um heim hafi ýtt undir einkaneyslu, að hluta til með því að lyfta fasteignaverði. Með nokkurri einföldun megi segja sem svo að þegar ein bólan sprakk hafi önnur tekið að þenjast út.¹⁶ Endurfjármögnun fasteignalána hafi gert neytendum kleift að halda útgjöldum uppi þrátt fyrir vaxandi atvinnuleysi. Slík útgjöld séu í reynd fjármögnuð með lánum frá framtíðinni en útilokað sé að útgjöld séu meiri en tekjur um alla framtíð.

Mikils og vaxandi viðskiptahalla varð einnig vart á upphafsárum aldarinnar í fleiri þróuðum ríkjum, þar á meðal Spáni, Ástralíu og Bretlandi. Þessi lönd eiga það einnig sammerkt að þar hækkaði fasteignaverð verulega á sama tíma. Bernanke bendir á að annars konar fjárfesting en í íbúðarhúsnæði sé líklegri til að auka framleiðni og stuðla þannig að endurgreiðslu á lánsfé. Notkun erlends lánsfjár til fjárfestingar í fasteignum og byggingu íbúðarhúsnæðis hafi í för með sér erfiðleika við endurgreiðslu lána. Fjárfesting í framleiðslugeirum

Mynd 5

V/H hlutfall í Bandaríkjunum
Félög í bandarísku S&P500 vísitölunni



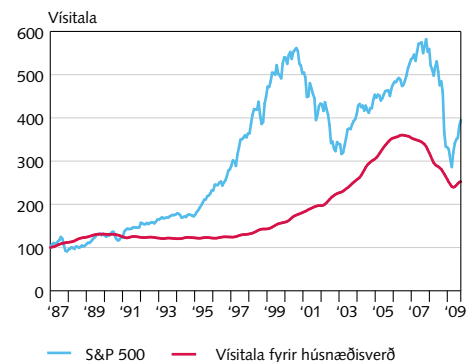
Markaðsvirði á móti hagnaði.

Heimild: Heimasíða Roberts J. Shiller, prófessors við Yale háskóla, <http://www.econ.yale.edu/~shiller>.

Mynd 6

Húsnæðisverð í Bandaríkjunum¹
og S&P 500 vísitalan

Þróun hlutabréfaverðs og fasteignaverðs í Bandaríkjunum 1987–2009

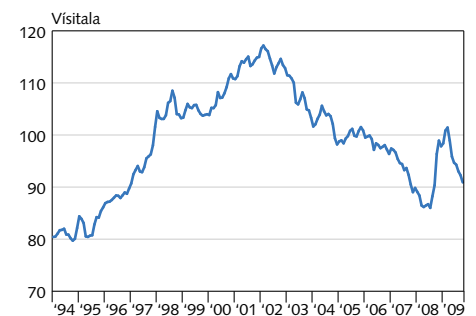


1. Case-Shiller vísitalan (samsett úr 10 liðum).

Heimild: Heimasíða Roberts J. Shiller, prófessors við Yale háskóla, <http://www.econ.yale.edu/~shiller> og heimasíður Macro Markets <http://www.macromarkets.com>

Mynd 7

Gengisvísitala Bandaríkjadals



Hækkun á vísitölu þýðir sterkara gengi

Heimild: Bank for International Settlements.

16. *Economist*, leiðari 30. mars 2002: „The houses that saved the world.“

leiði hins vegar til framleiðnivaxtar og tekjumyndunar sem geti staðið straum af endurgreiðslu lánsfjár. Óhófleg fjárfesting í húsnæði, til að mynda vegna skyndilegs aðgengis að ódýru lánsfé, leiði fyrst og fremst til eignaverðbólú. Mikil áhersla á þjónustugreinar og byggingariðnað hafi jafnframt í för með sér kostnaðarsama aðlögun þegar þessir gearar hagkerfisins eru að minnka eftir þensluskeiðið.

Taumlaus ákefð („Irrational exuberance“)

Önnur skýring á myndun eignaverðbólú í Bandaríkjunum undir lok síðustu aldar byggist á því að sífelld hækkun eignaverðs sé drifin áfram af óraunsæri bjartsýni.¹⁷ Í desember 1996 hélt Greenspan, þáverandi seðlabankastjóri í Bandaríkjunum, ræðu þar sem hann fjallaði um krefjandi úrlausnarefni við stjórnun seðlabanka í lýðræðisríkjum.¹⁸ Þar ræddi hann meðal annars um vandann við að koma auga á það þegar taumlaus ákefð (e. irrational exuberance) hefði magnað eignaverð óhóflega. Slíkt leiddi að lokum til óvænti og langvarandi samdráttar. Hann hélt því fram að seðlabankar þyrftu ekki að hafa áhyggjur af því að eignaverðbólur spryngju ef það hefði ekki áhrif á raunhagkerfið. Hann nefndi hrun hlutabréfaverðs haustið 1987 sem dæmi. Engu að síður dró Greenspan þá ályktun að nauðsynlegt væri að fylgjast grannt með breytingum á samsetningu efnahagsreikninga og sérstaklega breytingum á eignaverði. Það þyrfti að vera hluti af þróun peningastefnu.¹⁹

Þrátt fyrir þessi varnaðarorð og viðbrögðin við þeim hélt hlutabréfaverð áfram að hækka næstu þrjú árin.

Stöðugleiki á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum²⁰

Á tímum lágra vaxta og lausafjárnóttar varð framþróun fjármálamarkaða ör. Fjármálafyrirtæki höfðu stækkað og orðið flóknari. Nýjar fjármálaafurðir sem ætlað var að auka ávöxtun og draga úr áhættu litu dagsins ljós. Fjármálandslagið varð sífellt flóknara og torskildara. Skýrsla um helstu þætti í þróun alþjóðlegra fjármálamarkaða var tekin saman hjá Centre for Economic Policy Research (CEPR) haustið 2007. Þar er fjallað um ójafnvægi, flókt, samþættingu á fjármálamörkuðum, fjármál heimilanna, samþjöppun á fjármálamörkuðum, nýjar fjármálaafurðir, vogunarsjóði og alþjóðavæðingu fjármálakerfisins. Bent er á alþjóðleg vandamál sem talin eru vera í uppsiglingu og eru áþekk þeim sem íslenska hagkerfið stóð frammi fyrir ári eftir þessa greiningu. Það sýnir að víða var mikil áhætta innbyggð í fjármálakerfið og var það alls ekki bundið eingöngu við Ísland.

Umfjöllun um þjóðhagslegt misvægi beinist að viðskiptahalla Bandaríkjanna og fasteignaverðbólum í nokkrum löndum. Enda þótt markaðir hafi á þessum tíma enn fjármagnað viðskiptahalla þá var staðan talin ósjálfbær og kalla á skarpa leiðréttingu. Ójafnvægið var enn til staðar á haustmánuðum 2007 og þörf á veikingu Bandaríkjadal. Í skýrslu CEPR er einnig lýst áhyggjum

17. Shiller, Robert J.: *Irrational Exuberance*. Princeton Press 2005.

18. Greenspan, Alan: *The challenges of central banking in a democratic society*. Ræða flutt hjá American Enterprise Institute, Washington DC, 5. desember 1996.

19. Á meðan Greenspan flutti ræðu sína féll verð á hlutabréfamörkuðum í Japan um 3% og Hong Kong um 3%. Þegar markaðir í Evrópu voru opnaðir morguninn eftir féll verð hlutabréfa þar um 4% (London og Frankfurt) og hlutabréf í Bandaríkjunum lækkuðu um 2% við opnun. Markaðsviðbrögðin voru rakin til notkunar Greenspan á orðasambandinu „irrational exuberance“ sem talið var lýsa skoðun hans á því að hlutabréfaverð væri óraunhæft.

20. Þessi hluti byggir á umfjöllun í bókinni *International financial stability* eftir Roger W. Ferguson og fleiri frá 2007.

af öðrum þáttum sem ógni stöðugleikanum og það eru einmitt þeir þættir sem ollu þeim óróa sem gekk yfir fjármálamarkaði heimsins á árunum 2007 til 2009. Þar má nefna kerfisáhættu vegna lausafjárþurrðar, hugsanlegan viðsnúning vaxtamunarviðskipta, verðlækkun á fasteignamörkuðum og veikleika á nýmörkuðum. Sérstaklega má draga fram aukið gengisflökt og skyndilega stöðvun á fjármögnun ríkja með mikinn viðskiptahalla.

Aðgengi að lausafé var enn töluvert en hætta var talin á skyndilegum breytingum þar sem lítið flökt fjármálastærða og lágir vextir hefðu framkallað sókn í ávöxtun (e. search for yield) fjárfesta sem voru farnir að sætta sig við óhóflega áhættu. Bent var á að skyndilegar breytingar á flökti gætu komið miklu fjármagni á hreyfingu mjög skyndilega ef markaðsverð og eignaverð fjárfesta hefði miðast við forsendur um lítið flökt. Minna flökt á árunum á undan (þ.e. frá 2004 til miðs árs 2007) má ekki túlka sem varanlega breytingu á flökti fjármálastærða og eignaverðs. Flöktið minnkaði vegna þess að vöxtur var mikill og verðbólga lítil. Aukin afleiðuviðskipti og starfsemi vogunarsjóða dró úr flökti en sömu þættir geta valdið því að það aukist mikið og hratt. Mikil og útbreidd lánsfjármögnun fjárfestinga veldur því að þegar eignaverð lækkar þá lækkar það hraðar og meira en ella vegna þess hversu margir þurfa að loka stöðum sínum samtímis. Að þessu er vikið í kafla 14.0. Tímabil þar sem eignaverð er stöðugt um langt skeið getur haft í för með sér aukna áhættusækni vegna væntinga um varanlega lækkun á flökti. Í skýrslu CEPR er bent á að margar fjármálastofnanir séu illa undirbúnar fyrir aukið flökt. Því sé mikilvægt að hafa náð eftirlit með þeim og ganga úr skugga um að áhættustýring þeirra sé nægilega góð. Vaxtamunarviðskipti voru í greiningu CEPR haustið 2007 talin hugsanleg uppspretta óstöðugleika á fjármálamörkuðum er tengdist fjármagnsflæði milli landa. Ábati af vaxtamunarviðskiptum er háður flökti í gengi gjaldmiðla. Skyndilegar sveiflur í gengi gætu orsakað að undið yrði ofan af vaxtamunarviðskiptum í einni svipan.²¹ Í skýrslunni er bent á að það að opna fyrir frjálsa fjármagnsflutninga kalli á skipulega stefnubreytingu að því er varðar efnahagsstefnu, stofnanir hagkerfisins, reglur og eftirlit. Þetta þurfi að leysa áður en ráðist sé í að opna fyrir fjármagnsflæði.

Einnig er bent á að fjárhagsleg áhætta heimilanna hafi vaxið í flestum löndum. Skuldsetning þeirra hafi aukist sem og fjármálalegar eignir. Þá hafi hlutur áhættusamra eigna aukist. Því sé nauðsynlegt að auka almenna fjármálafræðslu því mörgum reynist torvelt að skilja til hlítar flóknar og ógagnsæjar fjármálaafurðir sem sífellt séu að verða útbreiddari. Fyrirkomulag lífeyrissjóða hefur einnig breyst þannig að í stað þess að greiðslur séu grundvallaðar á skilgreindum lífeyrisréttindum byggist þær nú á raunverulegri eign viðkomandi í sjóðnum. Það hefur meðal annars þau áhrif að sveiflur í eignaverði leiða til aukinna sveiflna í lífeyristekjum.

Höfundar skýrslu CEPR um alþjóðlegan fjármálastöðugleika töldu að aukið mikilvægi stórra alhliða fjármálafyrirtækja þýddi að þau væru ekki aðeins of stór til að fara í þrot (e. *too big to fail*) heldur væru þau orðin of stór til að hægt væri að bjarga þeim ef á reyndi (e. *too big to rescue*).²² Hætta

21. Ferguson, Roger W. og fleiri: *International financial stability*, bls. xxiii.

22. *Too big to fail* vísar til freistnivandans sem skapast þegar fjármálastofnun er orðin kerfislega mikilvæg og skaðinn af því að láta hana fara í þrot er meiri en kostnaðurinn við að nota almannafé til að bjarga henni lendi hún í vanda. Þetta skapar freistnivanda fyrir stórar fjármálastofnanir sem gera sér grein fyrir eigin mikilvægi. Þeim hættir þá til að vanmeta áhættu við lánveitingar vegna þess að ljóst er að þær myndu ekki bera allan skaðann ef illa færi. Þeim hættir því til að taka meiri áhættu en ella og vaxa enn frekar uns þær eru orðnar svo stórar að ekki yrði mögulegt að bjarga þeim ef á reyndi (*too big to rescue*).

væri á að svo stórar fjármálastofnanir, eins og margir alþjóðlegir bankar voru orðnir, gætu haft targarhald á þeim sem ættu að setja reglur um þær. Frjálsir markaðir veittu þeim því ekki nægjanlegt aðhald lengur og því þyrfti að auka upplýsingagjöf þeirra og gagnsæi aðgerða. Starfsemi stórra fjármálastofnana í mörgum löndum kallaði einnig á samstarf eftirlitsaðila milli landa, samræmingu og samstarf við setningu reglna og skapaði vanda við samvinnu vegna þrautavaraalána. Að auki væri framboð lauss fjár nú orðið alþjóðlegt og alþjóðlegar fjármálastofnanir gætu sótt sér laust fé hvert þangað sem það væri í boði. Lausafjárþurrð í einu landi smitaðist því fljótt til annarra landa. Af þessum sökum þyrftu seðlabankar heimsins að bregðast sameiginlega við sveiflum í lausafjárstöðu. Þegar á reynir er hætta á því að engin ein eftirlitsstofnun taki á sig ábyrgðina af því að grípa inn í þegar fjármálakreppur breiðast út milli landa. Sérstaklega er bent á það í skýrslunni að fjármálaeftirlitsstofnun gæti þurft að ákveða hvort koma ætti alþjóðlegri fjármálastofnun til aðstoðar. Þótt það borgaði sig, þ.e. kostnaðurinn við að láta fjármálafyrirtækið fara í þrot væri meiri en björgunarkostnaðurinn, þá gæti björgunarkostnaðurinn verið of mikill fyrir heimalandið. Þetta gæti átt við ef heimaland fjármálastofnunarinnar væri hlutfallslega lítill hluti af markaðssvæði hennar. Segir einnig að fram að þessu hafi minnisblöð (e. memoranda of understanding), tvíhliða samningar og samvinna dugað, en þó hafi ekki enn reynt á það að ráði. Þetta er skrifað haustið 2007.²³

Mikið framboð lausafjár og leitinn að ávöxtun kynti undir þróun ýmiss konar fjármálavara. Þar á meðal voru skuldavafningar (e. collateralized debt obligations eða CDOs). Vafningar eru eignatryggð verðbréf með undirliggjandi eignir sem gefa af sér þekktar tekjur.²⁴ Þessar eignir geta verið hvers konar skuldabréf, bankalán, aðrir vafningar og fleira þess háttar. Gríðarlegur vöxtur var í útgáfu skuldavafninga á árunum eftir aldamót en fyrstu samningarnir um skuldavafninga voru gerðir fyrir rúmum 20 árum. Vafningunum er skipt í nokkur lög (e. tranches) og er óskað eftir lánshæfiseinkunn fyrir öll lögina nema það neðsta sem hefur að geyma eiginfjárframlag eða ígildi þess (e. subordinate/equity tranche). Algengt var að efsta lag vafnings fengi AAA eða AA einkunn. Millilög voru oft með einkunnir á bilinu A til B. Tekjur af vafningum koma frá vaxtagreiðslum vegna undirliggjandi eigna, höfuðstólsgreiðslum vegna lokagjalddaga þessara eigna og sölu þeirra. Aðalástæðan fyrir sölu vafninga er sú að með þeim má flytja áhættusöm útlán af efnahagsreikningi og draga þannig úr eiginfjárbindingu. Eftirspurn eftir vafningum varð mjög mikil til dæmis meðal lífeyrissjóða sem þurfa lögum samkvæmt að fjárfesta í bréfum með einkunnina AAA eða AA. Einnig er algengt að aðrar stofnanir vinni eftir fjárfestingarstefnu sem takmarkar kaup þeirra á bréfum sem eru með lægri einkunn. Efri lög skuldabréfavafninga og lánavafninga gáfu oft ávöxtun sem var töluvert hærri en á skuldabréfum með sambærilega einkunn. Þetta virtust því vera tiltölulega öruggar eignir sem gáfu ávöxtun til jafns við mun áhættusamari eignir eins og hlutabréf. Vafningunum var ætlað að dreifa áhættu með því að búa hana niður og selja þeim sem höfðu vilja og getu til að taka hana á sig. Vandinn við vafningana var að tengsl milli lánveitanda, lánþega og fjárfestis urðu mjög óljós. Í reynd var áhættunni dreift þann-

23. Ferguson, Roger W. og fleiri: *International financial stability*, bls. 135.

24. Goodman, Fabozzi og Lucas: „Cash-collateralized debt obligations.“ Í Fabozzi (ritstj.): *The handbook of fixed income securities*. 7. útgáfa. MacGraw Hill 2005, bls. 669–693.

ig að alger óvissa var um það hvar hún lægi. Þegar vanskil undirliggjandi eigna fóru að aukast, til dæmis vanskil ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum, þá þvarr traust á fjármálamörkuðum því mikil óvissa ríkti um það hver bæri kostnaðinn á endanum. Grunur vaknaði um að mun stærri hluti áhættunnar lægi enn hjá fjárfestingarþöngunum sem settu vafningana saman en forsvarsmenn þeirra vildu vera láta. Vegna þess að efstu lögin voru með háa einkunn var auðvelt að selja þau en algjör óvissa ríkti um hvort fjárfestingarbankarnir hefðu getað selt neðstu lögin. Það sem jók á þennan vanda var að bankinn sem veitti upphaflega lánið gerði það í þeirri vissu að hann myndi selja lánið áfram. Þetta klippti á hvata hans til að safna nægum upplýsingum um lánþega, sem aftur þýddi að þess var að vænta að vanskil yrðu há.

Skuldavafningar eru dæmi um skuldaafleiður. Grunnhugmyndin að baki skuldaafleiðum er að skipta upp skuldaáhættu og færa hana til. Skuldatrygging (e. credit default swap eða CDS) er annað dæmi um skuldaafleiðu og má segja að hún sé einfaldasta formið. Skuldatrygging felur í sér samning þar sem áhættan af tilteknu skuldabréfi flyst á milli aðila. Kaupandi skuldatryggingarinnar greiðir seljandanum ákveðið iðgjald, svokallað skuldatryggingarálag, og í staðinn lofar seljandi tryggingarinnar að bæta eiganda bréfsins muninn á markaðsvirði þess og nafnverði verði útgefandinn gjaldþrota eða ef annars konar alvarlegt greiðslufall verður á bréfinu eða hliðstæður atburður. Skuldatryggingarálag er sett fram sem punktar, þar sem 100 punktar jafngilda árgjaldi sem nemur 1% af nafnverði undirliggjandi skuldabréfs. Skuldatryggingar eru jafnframt algengasta form skuldaafleiða og hafa viðskipti með þær aukist gríðarlega frá aldamótum. Algengt er að bankar kaupi skuldatryggingar á skuldabréf sem þeir halda til þess að verjast áhættunni af greiðslufalli en skuldatryggingar hafa einnig notið vinsælda hjá vogunarsjóðum (e. hedge funds) sem leið til þess að taka skortstöðu á skuldamarkaði.²⁵ Að gefnum forsendum um endurheimtuhlutfall ef útgefandi skuldabréfsins fer í þrot má líta á skuldatryggingarálag sem mat markaðarins á gjaldþrotalíkum útgefandans.²⁶ ÖR þróun hvers konar flókinna afurða, vafninga og flókinna afleiða undanfarin ár olli áhyggjum af því að eftirlitsaðilar og regluverk héldi ekki í við þróunina. Uppskipting og dreifing áhættu sem átti sér stað í miklum mæli á árunum 2003 til 2007 jók jafnframt þörfina á alþjóðlegri áhættustýringu á fjármálamörkuðum.²⁷

Í skýrslu CEPR um alþjóðlegan fjármálastöðugleika frá 2007 sem áður er vitnað til er bent á að svo virðist sem vogunarsjóðir hafi ekki átt stóran þátt í þeim óróa sem var nýhafinn á fjármálamörkuðum þegar skýrslan kom út. Höfundar skýrslunnar lögðu þó til að sett yrði á fót eins konar rannsóknarnefnd alvarlegra áfalla er varða vogunarsjóði sem falið yrði að rannsaka tilvik þar sem vogunarsjóðir virðast hafa valdið áföllum á mörkuðum, en nokkur dæmi eru um það í sögunni. Á grundvelli slíkra rannsókna mætti grípa til fyrirbyggjandi ráðstafana til þess að draga úr líkum á því að slíkt endurtæki sig.

Á allra síðustu árum hefur orðið ör þróun á viðskiptalíkani banka. Margir bankar hafa fjarlægst hefðbundna bankastarfsemi sem gengur út á að taka við

25. O'Kane: „Introduction to credit derivatives.“ Í Fabozzi (ritstj.): *The handbook of fixed income securities*. 7. útgáfa. MacGraw Hill 2005, bls. 1337–1367.

26. Choudhry: *The credit default swap basis*. Bloomberg 2006.

27. Ferguson, Roger W., Jr., Philipp Hartmann, Fabio Panetta og Richard Portes: *International Financial Stability*, International center for monetary and banking studies, CEPR 2007, bls. 112–116.

skammtíma innlánnum og lána til lengri tíma. Æ fleiri bankar leggja áherslu á að stofna til lána sem síðan eru vöndluð saman og seld til fjárfesta á vafningaformi. Þannig er áhættan af lánastarfseminni seld frá bankanum og henni dreift um hagkerfið, til annarra banka, tryggingafélaga og skuldsettra fjárfesta, sem eru helstu kaupendur vafninga og skuldaafleiðna.²⁸ Þetta hefur skapað annan vanda því þegar bankar geta selt frá sér alla áhættu tengda útlánnum hafa þeir ekki lengur hvata til að fylgjast með stöðu og aðstæðum lánþega í því skyni að lágmarka útlánaáhættu.

4.2.3 Hin alþjóðlega fjármálakreppa

Þegar hlutabréfamarkaðir gáfu eftir í upphafi árs 2000, þ.e. þegar „netbólán“ sprakk, var framboð sparifjár á heimsvísu áfram mikið en það fluttist af hlutabréfamarkaði og yfir á fasteignamarkaðinn. Viðbrögð bandaríska seðlabankans við hraðri lækkun hlutabréfa verðs fólst í skarprri lækkun stýrivaxta (mynd 3). Lækkun stýrivaxta leiddi síðan til lækkunar afborgana af húsnæðislánnum og samkeppni milli lánafyrirtækja jókst. Algengt var að lán væru boðin með nokkurra mánaða og jafnvel nokkurra ára lágvaxtatíma, þar sem vextir og þar með greiðslur lántakandans voru enn lægri en ráða mátti af ríkjandi vaxtastigi.²⁹ Hækkun húsnæðisverðs vó því á móti eignalækkuninni vegna fallsins á hlutabréfamarkaði og eftirspurn hélst uppi.

Snemma árs 2007 tóku að berast fréttir af vaxandi vanskilum vegna fasteignalána í Bandaríkjunum. Um var að ræða svokölluð ótrygg fasteignaveðlán eða undirmálslán (e. subprime mortgages). Nokkrar fyrirsagnir frá fréttaveitunni CNNMoney.com frá því snemma í mars 2007 eru lýsandi fyrir ástandið á fasteignamarkaði í Bandaríkjunum á þeim tíma: „Áhættan við undirmálslánin“, „Undirmálslán: áhættan fyrir Wall Street“, „Ógnvekjandi útreikningar: fleiri heimili, færri kaupendur“ og „Metfjöldi nauðungaruppboða á fjórða ársfjórðungi [2006]“.³⁰ Ótrygg fasteignaveðlán höfðu verið veitt fólki með litla eða ótrygga greiðslugetu, litlar eða engar eignir og oft með tiltölulega lítið lánstraust (e. credit history). Lánin virðast oft hafa verið veitt í þeirri trú að fasteignaverð héldi áfram að hækka og að auðsmyndun myndi hjálpa skuldurum að endurgreiða lánsféð.³¹ Mikil samkeppni var um lánveitingar af þessu tagi. Meðal annars voru á boðstólum lán þar sem vextir voru afar lágir fyrstu mánuðina og allt að tveimur árum. Einnig var boðið upp á lán þar sem fyrstu mánuðina þurfti einungis að borga vexti en ekki af höfuðstólnum. Í upphafi árs 2007 var komið að endurskoðun á fjölda lána og hækkaði þá

28. Ferguson, Roger W., Jr., Philipp Hartmann, Fabio Panetta og Richard Portes: *International Financial Stability*, International center for monetary and banking studies, CEPR 2007, bls. xxv.

29. Samkeppni um lánveitingar leiddi til þess að upphafs vextir voru oft töluvert undir markaðsvöxtum. Einnig var farið að bjóða þessa lágu vexti til allt að nokkurra ára en þá urðu vextir breytilegir og réðust á markaði. Sumir lánveitendur buðu lán með ofurlágum vöxtum fyrstu árin þar sem aðeins þurfti að greiða vextina þar til fastvaxtatímanum lauk. Þetta leiddi til margföldunar á greiðslubyrði þegar tímabili kynningarvaxta lauk ef ekki tókst að endurfjármagna á ný annars staðar á nýjum ofurlágum kynningarvöxtum. Bhattacharya og Berliner: „An overview of mortgages and the mortgage market.“ Í Fabozzi (ritstj.): *The handbook of fixed income securities*. 7. útgáfa. McGraw-Hill 2005, bls. 487–512.

30. „The risk in subprime“, 1. mars 2007, „Subprime: the risk to Wall Street“ 12. mars 2007, „Scary math: more homes, fewer buyers“ 13. mars 2007 og „Record foreclosures in fourth quarter“ 14. mars 2007, fréttir sem birtust á CNNMoney.com.

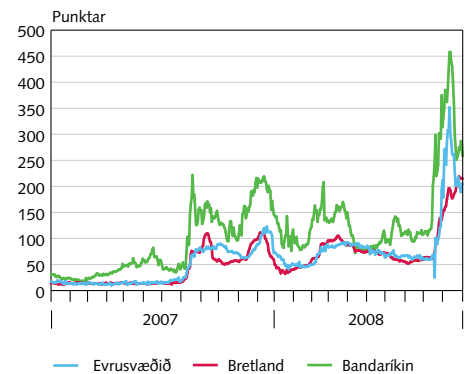
31. Þessi þróun gekk einna lengst með svokölluðum ninja-lánnum, þar sem ninja stóð fyrir *no income, no job and no assets*. Með veitingu ninja-lána var veðjað algerlega á að verðhækkun fasteignarinnar myndi standa undir endurgreiðslum lánsins. John Thain, síðasti forstjóri Merrill Lynch, lýsti ninja-lánnum í „The love of money“, heimildamynd BBC um alþjóðlegu fjármálakreppuna sem sýnd var á BBC í september og hjá RÚV í nóvember 2009.

greiðslubyrðin yfirleitt allverulega.³² Vaxandi vanskil á undirmáslánum á árinu 2007 komu illa við þá fjárfesta sem keypt höfðu áhættuna af lánunum. Undirmáslánunum hafði verið pakkað í vafninga og þau seld þannig áfram til fjölda banka í Bandaríkjunum, Evrópu og Asíu. Einhverjir vogunarsjóðir höfðu einnig fjárfest mikið í þessum lánunum. Vandinn vegna vanskila ótryggra fasteignalána varð því mestur hjá þeim fjármálastofnunum sem höfðu veitt mörg slík lán en einnig hjá bönkum og sjóðum sem höfðu fjárfest í vafningum sem innihéldu þessi lán.

Hin alþjóðlega fjármálakreppa sem hófst sumarið 2007 kom í kjölfar óvenju lágra raunvaxta, auðfengins lánsfjár, lítills flökts fjármálastærða og útbreiddrar hækkunar eignaverðs.³³ Þessar aðstæður leiddu til vaxandi veikleika í fjármálakerfinu sem kom fram í kjölfar mikilla afskrifta þegar vafningar með undirmáslánum hríðféllu í verði á árinu 2007. Helstu fjármálamarkaðir urðu svo gott sem óstarfhæfir og líkur voru taldar á að stór hluti fjármálastofnana væri í reynd gjaldþrota. Óvissan um hverjir bæru áhættuna og hvað þyrfti að afskrifa mikið olli því að bankar urðu tregir til að eiga viðskipti hver við annan. Á mynd 8 sést að vaxtaálag á millibankamarkaði í Bandaríkjunum fór að hækka snemma árs 2007 um svipað leyti og fór að bera á fregnum af vandræðum með endurgreiðslur og endurfjármögnun á fasteignamarkaði.³⁴

Vanskil á húsnæðislánamarkaði í Bandaríkjunum undu fljótlega upp á sig. Fyrst komust fyrirtæki sem höfðu verið stórtæk á þessum lánamarkaði í vandræði. New Century Financials varð gjaldþrota 22. apríl 2007 en það hafði verið næststærsti lánveitandi ótryggra húsnæðislána í Bandaríkjunum.³⁵ Á þessum tíma snerist fjármálakreppan enn um óvissu um áhættu fasteignalána og þar af leiðandi vandamál við skammtímafjármögnun. Vandamálin ágerðust 9. ágúst 2007 þegar franskur bankinn BNP Paribas stöðvaði útgreiðslur úr þremur peningamarkaðssjóðum sem höfðu fjárfest í eignum sem byggðu á ótryggum fasteignalánum frá Bandaríkjunum. Við þetta jókst vaxtaálag á millibankamarkaði í Bandaríkjunum á ný en það hækkaði nú einnig annars staðar (mynd 8). Northern Rock bankinn í Bretlandi hafði verið stórtækur á fasteignalánamarkaði þar í landi en hann reiddi sig á skammtímafjármögnun á peningamarkaði. Er óvissa jókst og traust minnkaði var gert áhlaup á bankann en hann fékk stuðning frá Englandsbanka í september 2007. Ekki fannst þó kaupandi að bankanum og hann var að lokum þjónnýttur í febrúar 2008. Þann 12. desember 2007 tilkynntu seðlabankar Bandaríkjanna, Kanada, Englands, Evrópu og Sviss um sameiginlegar aðgerðir sem ætlað var að leysa vandamál á skammtímafjármagnsmörkuðum. Bandaríski seðlabankinn bauð tímabundin lán, til um það bil eins mánaðar, gegn fjölbreyttum veðum (e. term auction facility, TAF). Hann gerði einnig gjaldeyrisskiptasamninga við evrópsku

Mynd 8
 Munur¹ á millibankavöxtum og vöxtum á ríkisbréfum
 Daglegar tölur 2. janúar 2007 – 19. október 2009



Próun vaxtaálags á millibankamarkaði í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu.
 1. Mismunurinn er reiknaður sem munurinn á þriggja mánaða millibankavöxtum og þriggja mánaða vöxtum á ríkisbréfum.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

32. Í Bandaríkjunum eins og flestum öðrum löndum eru fasteignalán ekki verðtrygð eins og hér. Það er misjafnt eftir löndum hvort algengara er að nafnvextir á íbúðalánum séu fastir eða breytilegir. Algengast er að hin ótryggu (*subprime*) húsnæðislán séu á breytilegum nafnvöxtum. Greiðslubyrðin er því mun breytilegri en við eigum að venjast og hækkar í takt við grunnvexti. Þar sem vöxtunum hafði verið haldið óeðlilega lágum til að byrja með og stýrivextir höfðu hækkað verulega þegar kom að eðlilegri ákvörðun vaxtanna hækkaði greiðslubyrðin margfalt.

33. Bank for International Settlement, *79th Annual report* 2009.

34. Gott yfirlit yfir þróun hinnar alþjóðlega fjármálakreppu er að finna í ársskýrslu Alþjóðagreiðslubankans 2009, kafla II, og einnig í grein Más Guðmundssonar, „Hin alþjóðlega fjármálakreppa“, í *Skirni*, vorið 2009.

35. Chapter 11, case no. 07-10416 (KJC), *final report of Michael J. Missal, bankruptcy court examiner*, United States Bankruptcy Court for the District of Delaware, 29. febrúar 2008.

seðlabankana, en það var mikill skortur á Bandaríkjadollurum í Evrópu.³⁶ Á næstu vikum dró úr vaxtaálagi á millibankamörkuðum en ástandið átti eftir að versna á ný. Óvissa um tap vegna vanskila á fasteignamarkaði hélt áfram að aukast og leiddi til þess að Bear Stearns fjárfestingarbankinn lenti í lausafjárþurrð í mars 2008. Bandaríska ríkið leiddi yfirtöku JP Morgan Chase á bankanum og þannig var komið í veg fyrir gjaldþrot Bear Stearns. Í júlí lýsti bandaríska ríkið yfir fjárhagslegum stuðningi við íbúðalánasjóðina Fannie May og Freddie Mac og í september voru þeir í raun og veru teknir yfir af ríkinu.

Fjármálakreppan hafði að mestu verið tengd vanskilum á bandarískum fasteignalánnum og tapi á ýmsum fjármálaafurðum tengdum þeim. Björgun Englandsbanka á Northern Rock bankanum og yfirtaka JP Morgan á Bear Stearns með aðkomu bandaríska ríkisins hafði þó komið í veg fyrir að traust á fjármálamörkuðum glataðist með öllu. Þetta breyttist 15. september 2008 þegar fjárfestingarbankinn Lehman Brothers varð gjaldþrota. Traust á milli banka þvarr og vaxtaálag á millibankamarkaði rauk upp úr öllu valdi um allan heim. Til viðbótar við óvissuna um það hver væri berskjaldaður fyrir tapi vegna fasteignalána bættist óvissan um hver tapaði á Lehman Brothers og hvað yrði næst. Bankar um allan heim reyndu að vernda lausafjárstöðu sína og eiginfjárstöðu því enginn vildi verða næstur til að falla. Lán til annarra banka og til viðskiptavina voru því ekki endurnýjuð, lánalínum var lokað, eignir seldar og veðköll jukust. Þar sem flestallir bankar brugðust við á sama hátt þegar hér var komið frusu allir markaðir og eignaverð hrundi. Dollaraskortur varð um allan heim og helstu seðlabankar endurnýjuðu og útvíkkuðu gjaldeyrisskiptasamninga. Bandaríska ríkið lagði drög að 700 milljarða dollara sjóði til að kaupa vandræðaeignir af bönkum (e. troubled asset relief program, TARP). Þann 25. september 2008 yfirtók bandaríska ríkið Washington Mutual bankann (WaMu) og 29. september var bankinn Bradford & Bingley þjóðnýttur í Bretlandi en hann hafði lánað mikið til fasteignaviðskipta. Sama dag tilkynnti íslenska ríkið samkomulag um að það myndi eignast 75% hlut í Glitni og fyrstu útgáfu TARP áætlunarinnar í Bandaríkjunum var hafnað í þinginu. Endurbætt útgáfa var hins vegar samþykkt 3. október. Þann 8. október lækkuðu margir seðlabankar vexti í samhæfðum aðgerðum. Á næstu dögum juku helstu seðlabankar stórlega aðgengi að lausafé og ríkisstjórnir í Evrópu og Bandaríkjunum vörðu háum upphæðum til endurfjármögnunar banka. Því ástandi sem skapaðist á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haustið 2008 hefur verið lýst sem fávörðri.³⁷ Það var í þessu ástandi sem íslensku bankarnir Þríur, Glitnir, Landsbankinn og Kaupþing, féllu í byrjun október 2008.

4.2.4 Lánakjör Íslands og íslenskra banka erlendis

Íslensku bankarnir juku erlenda starfsemi sína mjög í kjölfar einkavæðingar þeirra upp úr síðustu aldamótum. Ein af meginástæðum þess hve vel þeim gekk að hasla sér völl erlendis var gott aðgengi þeirra að erlendum lánsfjármörkuðum. Tvennt studdi þennan aðgang. Annars vegar gott láns hæfismat þeirra sem þeir fengu að nokkru leyti í arf frá ríkinu. Hins vegar aðgengi þeirra að mörkuðum í Evrópu á jafnréttisgrundvelli gegnum EES-samninginn.

Aðgengi að erlendu lánsfé og þau vaxtakjör sem það býðst á ráðast öðru fremur af láns hæfi sem lýst er með einkunn sem alþjóðleg láns hæfismatsfyr-

36. Fréttatilkynning 12. desember 2007 á vefsíðu bandaríska seðlabankans.

37. Már Guðmundsson: „Hin alþjóðlega fjármálakreppa.“ *Skirnir*, vor 2009.

irtæki úthluta. Þau helstu í okkar heimshluta eru Standard og Poor's, Fitch Ratings og Moody's. Íslenska ríkið hefur sótt lánsfé út fyrir landsteinana áratugum saman. Fyrirtæki í eigu ríkisins, svo sem Landsvirkjun og ríkisbankarnir gömlu, tóku einnig erlend lán. Þessi fyrirtæki voru með fulla ábyrgð íslenska ríkisins og gagnvart lánveitendum var lítill eða enginn munur á því að lána þeim eða að lána ríkinu beint.

Fjármögnunarkjör bankanna voru afar hagstæð vegna þess hve alþjóðlega efnahagsumhverfið var stöðugt, alþjóðlegir vextir lágir, láns hæfi þeirra gott og íslenskt efnahagslíf þróað og stöðugt. Ein meginástæða fyrir góðu láns hæfismati bankanna var traust staða ríkisins og væntingar um að ríkið styddi við þá. Þáverandi forsætisráðherra, Davíð Oddsson, lýsti þessu vel í umræðum á Alþingi haustið 1999 þegar hann sagði: „Það hefur verið sagt að engin ríkisstjórn nokkurs staðar sem taki sig alvarlega léti meiri háttar bankastofnun fara á höfuðið ef illa gengi. Reyndin er sú, víðast hvar a.m.k., að þessi setning hefur sannast. Hvers vegna nefni ég þetta til sögunnar? Það er til að undirstrika að um bankastarfsemi gilda önnur lögmál en um aðra starfsemi á hinum frjálsa markaði.“³⁸

Tafla 1. Láns hæfismat Moody's á langtíma skuldbindingum

Dags.	Ísland	Glitnir	Landsbanki	Kaupþing (Búnaðarbanki)
1997	Aa3	A3	–	–
1998	Aa3	–	A3	–
1999	Aa3	–	A3	A3
2000	Aa3	A2	A3	A3
2001	Aa3	A2	A3	A3
2002	Aaa	A2	A3	A3
2003	Aaa	A1	A3	A2 ¹
2004	Aaa	A1	A2	A1
2005	Aaa	A1	A2	A1
4.4.2006	Aaa	A1	A2	A1
23.2.2007	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa
11.4.2007	Aaa	Aa3	Aa3	Aa3
28.2.2008	Aaa	A2	A2	A1
20.5.2008	Aa1	–	–	–
30.9.2008	–	Baa2	–	–
8.10.2008	A1	Caa1	Caa1	–
9.10.2008	–	–	–	Baa3

1. Í lok árs eftir yfirtöku á Búnaðarbankanum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

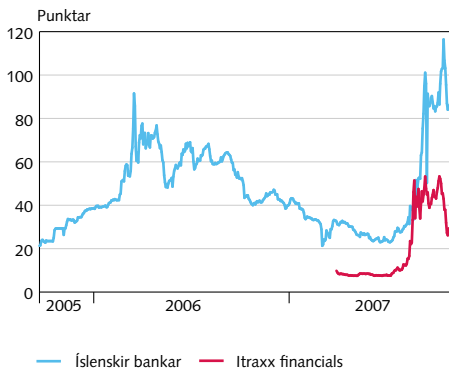
Tafla Moody's yfir láns hæfismat vegna langtíma skuldbindinga sýnir þróun láns hæfismats íslenska ríkisins og íslensku bankanna, Glitnis, Landsbankans og Kaupþings (og Búnaðarbankans fyrir sameiningu hans og Kaupþings). Bankarnir eru allir með nokkuð góða einkunn (A2 og A3) og hækka einkunnir þeirra allra eftir einkavæðingu (og sameiningu FBA og Íslandsbanka (seinna Glitnir) og Búnaðarbankans og Kaupþings). Í febrúar árið 2007 setti Moody's reyndar þessa þrjá íslensku banka í hæsta flokk Aaa og við það beið Moody's

38. Davíð Oddsson, forsætisráðherra, á Alþingi 11. október 1999. <http://www.althingi.is/altext/125/10/r11173539.sgm>.

Mynd 9

Fimm ára skuldatryggingarálag (CDS)

Meðaltal fyrir íslensku bankana og Itraxx financial vísitalan¹



1. Itraxx financials vísitalan mælir skuldatryggingarálag helstu fjármála-
stofnana í Evrópu.
Heimild: Landsbanki Íslands hf.

álitshnekki.³⁹ Í apríl var láns hæfi bankanna allra lækkað á ný, en var þó hærra en fyrir Aaa hækkunina þar til matið á þeim öllum var lækkað á ný í febrúar 2008. Þá var einkunn Landsbankans og Kaupþings á ný orðin sú sama og rúmu ári áður en Glitnir hafði lækkað um eitt stig. Láns hæfiseinkunn bankanna hélst góð þar til þeir féllu.

Skuldatryggingarálag íslensku bankanna hækkaði nokkuð haustið 2005 (mynd 9) og það hélt áfram að hækka eftir áramótin. Álagið sem var um 20 punktar haustið 2005 hafði tvöfaldast og var komið yfir 40 punkta snemma í febrúar 2006. Þann 22. febrúar 2006 sendi láns hæfismatsfyrirtækið Fitch Ratings frá sér fréttatilkynningu þar sem horfur um láns hæfiseinkunn íslenska ríkisins voru sagðar neikvæðar en einkunnin var þó áfram AA- vegna erlendra skuldbindinga ríkisins og AAA vegna innlendra. Ástæður versnandi horfa um láns hæfi ríkisins voru sagðar vísbendingar um vaxandi þjóðhagslega áhættu, ósjálfbær viðskiptahalli og himinháar erlendar skuldir og var bent á að hreinar erlendar skuldir væru komnar vel yfir 400% af erlendum tekjum. Sagt var að hagkerfið hefði lengi borið merki þess að vera ofþanið en nú virtist ástandinu hraka mun hraðar en áður og líkur á harðri lendingu hefðu því aukist. Fitch gagnrýndi áframhaldandi hraðan vöxt fjármálakerfisins erlendis og erlenda skuldaföfnun. Einnig taldi Fitch að efnahagsstjórninni væri ábótavant og of mikið hefði mætt á peningastefnunni á meðan ekkert hefði kveðið að ríkisfjármálum. Aðgerðaleyfi stjórnvalda var sagt byggjast á skoðun þeirra á því að þar sem efnahagslegt ójafnvægi væri upprunnið í einkageiranum myndi það lagast af sjálfu sér. Þrátt fyrir góða skuldastöðu hins opinbera sagði Fitch að einn helsti lærdómurinn af fjármálakreppunni í Asíu 1997 til 1998 hefði verið að lönd þar sem ríkisfjármálin virtust í lagi ættu á hættu að leiða hjá sér ójafnvægi í einkageiranum en slíkt kæmi þeim í koll að lokum. Þá benti Fitch á það í fréttatilkynningunni að íslensku bankarnir væru um of háðir aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum og þeir myndu tæplega þola það að tapa aðgengi að erlendu fjármagni um tíma.⁴⁰

Ör vöxtur bankanna átti þátt í því að kjör þeirra versnuðu. Stærð þeirra var farin að valda tortryggni meðal erlendra greinenda sem höfðu uppi efasemdir um getu bankanna til þess að endurfjármagna sig á jafn hagstæðum kjörum auk efasemda um getu ríkisins til að standa að baki bönkunum. Í kjölfar fréttatilkynningar Fitch þar sem metnar voru neikvæðar horfur fyrir Ísland fylgdu ýmsar greiningar á efnahagsástandi á Íslandi og íslenskum fjármálafyrirtækjum. Sem dæmi má nefna greiningu Merrill Lynch „Icelandic banks: not what you are thinking“ sem kom út 7. mars 2006 og greiningu Danske Bank „Iceland: Geyser crisis“ sem var gefin út 21. mars sama ár. Þessar tvær skýrslur ollu því, eins og fréttatilkynning Fitch, að íslenska krónan veiktist töluvert þegar þær komu út. Samkvæmt vísitölu gengisskráningar eins og hún er skráð hjá Seðlabankanum klukkan 11 að morgni veiktist krónan um 7% daginn sem fréttatilkynning Fitch var send út, um 3,4% þegar greining Merrill Lynch á íslensku bönkunum kom út og um 2,6% þegar efnahagsgreining Danske Bank var gefin út. Alls veiktist gengi krónunnar á þennan mælikvarða um 21,9% á fyrri helmingi árs 2006. Skuldatryggingarálag bankanna hækkaði einnig er þessar skýrslur komu út og eins og sést á mynd 9 fór það

39. „Moody’s new bank ratings queried.“ *Financial Times* 26. febrúar 2007.

40. *Fitch revises Iceland’s outlook to negative on widening macro imbalances.* Fitch Ratings 22. febrúar 2006.

yfir 90 að meðaltali fyrir bankana Þrjá, Glitni, Kaupþing og Landsbankann, um miðjan mars. Meðalskuldadyrtingarálag bankanna hélst um og yfir 70 punktum fram í byrjun maí 2006.

Skýrsla Merrill Lynch var svartsýn á íslenska bankakerfið. Þar var bent á að líklega væru vandamálín rétt að hefjast en kerfislæg vandamál eins og Ísland ætti við að glíma væru lengi að byggjast upp og lengi að fjara út. Óvissa væri um að aðlögun í hagkerfinu eftir þensluskeiðið yrði hófleg (þ.e. óvissa um mjúka lendingu) og horfur á auknu áhættuálagi á bankana. Þeir væru sérstaklega viðkvæmir fyrir breytingum á tiltrú markaðsaðila þar sem skuldir þeirra væru of miklar og of framhlaðnar. Greinendur Merrill Lynch lýstu áhyggjum af því að undirliggjandi bankastarfsemi væri ekki sterk og stór hluti hagnaðar ársins 2005 hefði verið vegna stöðutöku í skráðum og óskráðum félögum. Þá höfðu þeir áhyggjur af eigendatengslum milli bankanna og ýmissa íslenskra félaga. Bankarnir hefðu mikla tilhneigingu til að fjárfesta samhliða eigendum og viðskiptavinum í áhættusömum yfirtökum og að auki væru þeir oft lánveitendur í sömu viðskiptum. Niðurstaða Merrill Lynch var að hækkun á áhættuálagi íslensku bankanna væri afleiðing af óvenju veikri stöðu þeirra og endurspegladi ekki að fullu hversu miklu áhættusamari þeir væru en aðrir evrópskir bankar. Skýrsluhöfundar töldu að það væru góð kaup í skuldadyrtingum á bankana á þeim kjörum sem þær buðust á í byrjun mars 2006, á bilinu 45 til 65 punktar á 5 ára tryggingum.⁴¹

Greiningardeild Danske Bank dró athyglina að efnahagslegu ójafnvægi á Íslandi þar sem að mati deildarinnar stefndi í 20% viðskiptahalla árið 2006, atvinnuleysi var 1% og launahækkunar 7% á ári. Danske Bank spáði kreppu á Íslandi á næstu tveimur árum. Verg landsframleiðsla (VLF) myndi dragast saman um 5 til 10% og verðbólga fara yfir 10% þar sem gengið myndi falla verulega. Af samanburði við efnahagsástandið í Tælandi í aðdraganda Ásíukreppunnar komst Danske Bank að því að Ísland liti verr út að næstum öllu leyti. Þótt gjalddeyrissstaða bankanna væri nokkurn veginn í jafnvægi að mati skýrsluhöfunda lýstu þeir áhyggjum af verðtryggingu fasteignalána þar sem efnahagsreikningar heimilanna myndu skaðast við veikingu krónunnar. Því töldu þeir verulega hættu á fjármálakreppu á Íslandi í kjölfar efnahagskreppu árin 2006 og 2007. Fyrirsjáanlegur fjármögnunarvandi bankanna myndi neyða þá til að draga úr útlánum og selja erlendar eignir.⁴²

Það er rétt að vekja athygli á því að þótt efnahagslegt ójafnvægi væri á þessum tíma mikið á Íslandi og drægi þar með til sín athygli greinenda og spákaupmanna þá var svo einnig um önnur lönd. Krónan tók að veikjast í febrúar 2006 en það átti einnig við nýsjálenska dalinn. Líkt og á Íslandi hafði myndast mikill viðskiptahalli á Nýja-Sjalandi árið 2005, eða um 9% af VLF, samanborið við 16,5% á Íslandi. Gengi tyrknesku lírunnar féll einnig vorið 2006 og hlutabréfaverð í öllum þessum löndum féll einnig töluvert sem og í Indónesíu og Brasilíu. Allt eru þetta hávaxtalönd, þ.e. lönd sem erlendur fjárfestum höfðu þótt aðlaðandi vegna hárar vaxta. Á fyrri hluta árs 2006 var áhætta tengd fjárfestingum í hávaxtalöndum endurmetin og varð lækkun eignaverðs og veiking gjaldmiðla mest þar sem efnahagslegt ójafnvægi var hvað mest, líkt og á Íslandi.⁴³

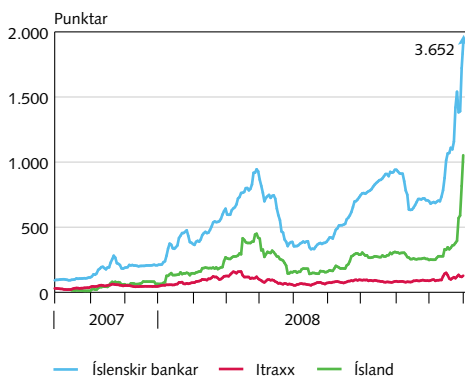
41. Thomas, Richard: *Icelandic Banks: not what you are thinking*. Merrill Lynch 7. mars 2006.

42. *Iceland: Geyser crisis*. Research 21. mars 2006, Danske Bank.

43. *Iceland: 2006 Article IV consultation staff report*. Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn, bls. 8.

Bankarnir fóru í mikla ímyndarherferð með fulltingi stjórnvalda á árinu 2006 til þess að bregðast við því sem stjórnendur þeirra og ríkisins töldu vera misskilning byggðan á skorti á upplýsingum um Ísland og íslensku banka-ana. Viðskiptaráð Íslands fékk Fredrick Mishkin, prófessor við Columbia háskóla, og Tryggva Þór Herbertsson, forstöðumann Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, til þess að rita skýrslu um fjármálastöðugleika á Íslandi.⁴⁴ Síðar virðist Mishkin hafa breytt nafninu á skýrslunni í „fjármálaóstöðugleika á Íslandi“.⁴⁵ Skýrslan kom út í byrjun maí 2006 en einmitt þá snerist sú óheillaþróun sem verið hafði á íslenskum mörkuðum undangengna mánuði. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna lækkaði á ný. Bankarnir brugðust að nokkru leyti við þeim ábendingum sem komið höfðu frá erlendum grein-endum vorið 2006. Reynt var að draga úr krosseignarhaldi, meðal annars var Exista skráð á markað einmitt í þessum tilgangi. Eignarhald bankanna var einfaldað og dregið úr hlutabréfastöðum. Útgáfa skýrslu Mishkins og Tryggva var ákveðinn vendipunktur fyrir íslensk fjármálafyrirtæki og efnahagslíf á árinu 2006. Lánskjör íslensku bankanna tóku smám saman að lagast á ný þar til um mitt ár 2007 þegar skuldatryggingarálagið var komið niður undir 20 punkta á nýjan leik.

Mynd 10
 Fimm ára skuldatryggingarálag (CDS) á ríkið
 Meðaltal fyrir íslensku banka og Itraxx Financial vísitalan



Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Áhyggjur af stærð bankanna og bankakerfisins á Íslandi samanborið við umfang efnahagslífsins og getu Seðlabankans til þess að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara jukust á ný á árinu 2007. Um áramótin 2007–2008 var skuldatryggingarálag þeirra og ríkisins farið að rísa verulega og orðið herra en áður. Í framhaldinu fóru lánsþæfisfyrirtækin að ókyrrast og tóku mat sitt á lánsþæfi bankanna og Íslands til endurskoðunar. Hækkað áhættuálag á mörkuðum endurspegladi vantraust milli fjármálafyrirtækja. Það varð íslenskum bönkum sífellt erfiðara að endurfjármagna sig á mörkuðum þrátt fyrir að þeir hefðu tilkynnt um lítil eða engin tengsl við bandarísk undirmálslán og vafninga tengda þeim, en slíkar eignir voru taldar „eittraðar“ í þeim skilningi að alger óvissa ríkti orðið um verðmæti þeirra. Eftir að áhættuálag hækkaði og fjármögnunarkjör versnuðu var orðið ljóst að íslensku bankarnir þyrftu fyrir eða síðar á lausfjárfyrirgreiðslu að halda. Vegna efasemda um að íslenska ríkið og íslenski seðlabankinn hefðu bolmagn til að veita bönkunum þessa þjónustu, í ljósi hlutfallslegrar stærðar þeirra samanborið við ríkið, var farið að líta á íslenskar eignir, og þá sérstaklega skuldabréf tengd íslensku bönkunum, sem „eittraðar“ eignir í sama skilningi og bandarísku undirmálslánin.⁴⁶ Það hafði því í reynd lítið að segja þótt íslensku bankarnir hefðu sýnt meiri varkárni en margir aðrir í tengslum við bandarísk undirmálslán. Þeir voru engu að síður sjálfir komnir í sambærilegan flokk að mati erlendra markaðsaðila.

Skuldatryggingarálag bankanna hækkaði verulega í byrjun ágúst 2007, um það leyti sem alþjóðlega fjármálakreppan komst á skrið. Annar hækkunarkippur kom svo á lagið á íslensku bönkunum þegar Kaupþing tilkynnti um miðjan ágúst 2007 um yfirtöku á hollenska bankanum NIBC fyrir 3 milljarða evra. Þá var ljóst að við sameininguna yrði efnahagsreikningur Kaupþings

44. Mishkin, Fredrick og Tryggvi Þór Herbertsson: *Financial stability in Iceland*. Viðskiptaráð 2006.
 45. Ferilskrá Fredricks Mishkin tekin af heimasíðu hans við Columbia háskóla. Þar talar hann um skýrsluna. *Financial Instability in Iceland* (with Tryggvi T. Herbertsson) Icelandic Chamber of Commerce: Reykjavík, Iceland, 2006.
 46. „Icelandic Saga.“ *Financial Times* 25. mars 2008. „Time to bale out of Iceland?“ *Sunday Times* 10. febrúar 2008.

um sexföld VLF Íslands en um sumarið 2007 hafði töluvert verið fjallað um stærð bankakerfisins alls sem hafði náð áttfaldri landsframleiðslu í lok árs 2006. Miðað við áform Kaupþings var ljóst að möguleikar Seðlabankans til að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara gagnvart Kaupþingi voru mjög takmarkaðir. Sama gilti um mögulega aðkomu íslenska ríkisins ef Kaupþing lenti í vanda.⁴⁷ Að auki hafði NIBC bankinn verið virkur á markaðnum fyrir undirmáslán. Lánshæfismatsfyrirtækin tóku einkunn Kaupþings til endurskoðunar með það fyrir augum að lækka hana eftir að tilkynnt var um yfirtöku bankans á NIBC. Samhliða því að undirbúa þessa yfirtöku stefndi Kaupþing að því að flytja eigið fé sitt í evrur. Ársreikningaskrá synjaði þeirri breytingu skömmu fyrir áramótin og í lok janúar tilkynnti Kaupþing að fallið hefði verið frá yfirtökunni. NIBC hafði fjárfest í undirmáslánum og til þess að greiða fyrir yfirtökunni lánaði Kaupþing í sjálfstæðu félagi til þess að kaupa undirmáslánið út úr NIBC (sjá nánar í kafla 8 um útlán). Þessa lánveitingu sat Kaupþing uppi með eftir að hætt var við að taka NIBC yfir. Nánar er vikið að þessu í kafla 19.3.2 og í kafla 8.0.

Þau kjör sem íslenskum bönkum stóðu til boða á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum hríðversnuðu árið 2008 (mynd 10). Væntingar um að kjörin færðust aftur í „fyrri horf“, þar sem „fyrri horf“ miðaðist við eitthvert mesta lágvaxtaskeið sögunnar, rættust ekki. Vextir sem miðað er við í alþjóðlegum samningum voru óvenju lágir þegar íslensku bankarnir juku sókn sína í erlent lánsfé. Áhættuálag var einnig óvenju lágt á þeim tíma. Viðskiptalíkan íslensku bankanna, og reyndar einnig ýmissa erlendra banka, miðaðist við vaxtalandslag sem var langt frá því að vera eðlilegt í sögulegu samhengi. Um páskana versnaði ástandið mjög. Íslensku bankarnir voru ekki lengur tilbúnir til að láta frá sér erlent lausafé. Hér má nefna að þrátt fyrir að vaxtamunurinn á íslenskri krónu og evrunni hafi verið um 10%, var framvirka verðið á evrum á gjaldeyrisskiptamarkaðnum svipað og stundargengið. Jafnvel á þessu verði var mjög lítið framboð. Meðalskuldatriðgingarálag bankanna þriggja til 5 ára nálgadist 1000 punkta og álagið á ríkið fór upp undir 500 punkta. Ástandið lagaðist nokkuð um sumarið en seinni hluta septembermánaðar versnaði það hratt. Öll erlend fjármögnun var bönkunum lokuð og innlán tóku að streyma út. Af viðskiptabönkunum þremur var Glitnir háðastur heildsölufjármögnun og var því sá fyrsti af bönkunum sem ekki gat lengur staðið í skilum. Hjá Glitni var 750 milljóna dollara lán á gjalddaga um miðjan október og sá bankinn ekki fram á að geta endurfjármagnað það.⁴⁸ Þá kom berlega í ljós að bankarnir áttu sér engan lánveitanda til þrautavara í erlendum myntum. Íslenska ríkið tilkynnti um fyrirhugaða yfirtöku á 75% hlut í Glitni 29. september 2008 gegn 600 milljóna evra framlagi, sem myndi bæta lausafjárstöðu hans. Þá varð lánardrottnum bankanna ljóst að þar sem ríkið væri í reynd búið að þjóðnýta einn banka og þar með búið að gangast í ábyrgð fyrir skuldbindingum hans, hefði það ekki lengur bolmagn til að veita hinum bönkunum lágmarksaðstoð. Lánshæfismat ríkisins og bankanna lækkaði verulega næstu daga, allir lánardrottnar og viðskiptavinir þeirra héldu að sér höndum og lokað var á fyrirgreiðslu við bankana. Allar lánalínur lokuðust. Þá hófst áhlaup

47. Nánar er rætt um þetta í kafla 4.6.6 Stærð fjármálakerfisins.

48. Eins og fram kemur annars staðar í skýrslunni hafði Glitnir þegar keypt til baka sem nemur 250 milljónum dollara af þessari útgáfu. Hins vegar voru aðrir gjalddagar í október þannig að heildarskuldir Glitnis með gjalddaga í október voru um 550 milljónir evra.

á innstæður og lausafé bankanna þurrkaðist upp og þeir fóru í þrot hver á fætur öðrum fyrstu dagana í október. Jafnvel þótt bankarnir hefðu verið í lagi var ljóst að Seðlabanki Íslands og ríkið réðu ekki við að veita þeim þann stuðning sem þörf hefði verið á.

Í samantekt fyrrverandi bankastjóra Landsbankans um orsakir bankahrunsins sem þeir afhentu rannsóknarnefndinni kemur skýrt fram sú skoðun að meginorsök þess að bankarnir féllu, og þá sérstaklega Landsbankinn en umfjöllun þeirra snýr skiljanlega að þeim banka, hafi verið skortur á lausafé í erlendum gjaldmiðlum. Þennan lausafjárskort megi rekja til þess að traust milli bankastofnana á heimsvísu hafi algerlega glatast eftir að Lehman Brothers bankinn fór í þrot 15. september 2008. Í samantektinni segir: „[Í kjölfar þess] lenti Glitnir í nokkuð óvæntum en alvarlegum lausafjávanda. Þessi lausafjávandi leiddi til þjóðnýtingar bankans 14 dögum seinna, þann 29. september. Vandi íslenskra banka fór hratt vaxandi í kjölfar þjóðnýtingarinnar, sem varð til þess að gert var áhlaup á þá innanlands og erlendis og lánshæfismat þeirra var lækkað í kjölfarið, þann 1. október 2008.“⁴⁹ Bankastjórnir benda á að seðlabankar víðs vegar um heiminn hafi komið kerfislega mikilvægum bönkum til aðstoðar en Seðlabanki Íslands hafi ekki brugðist við á sama hátt. Þess vegna hafi bankakerfið hrunið. „Eftir á má sjá að fjármálakerfið hafði vaxið íslensku hagkerfi yfir höfuð, sérstaklega við þær einstöku aðstæður sem mynduðust á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þá um haustið. Við aðstæður sem þessar kom t.d. berlega í ljós vandi þess að stjórnvöld höfðu ekki hugað að því sem skyldi að auka gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands til samræmis við vöxt bankanna. Jafnframt kom þá fram vandi þess að bankarnir höfðu ekki takmarkað vöxt sinn, þegar ljóst var að varaforðinn fylgdi þeim ekki eftir. Því var Seðlabankanum illmögulegt að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara í erlendri mynt, eins og kom síðan berlega í ljós með atburðunum í byrjun október. [...] Þegar reynt var að bæta úr á árinu 2008 kom Seðlabanki Íslands því miður að lokuðum dyrum hjá evrópskum seðlabönkum.“⁵⁰

Af þessu er ljóst að það er mat stjórnenda Landbankans að þegar á reyndi hafi íslenska fjármálakerfið verið svo umsvifamikilið að Seðlabanki Íslands og íslenska ríkið réðu ekki við að veita því stuðning í neyð. Við lausafjárskort fellur eignaverð hratt og það er mat fyrrum stjórnenda Landsbankans að verðmæti eigna hans hafi minnkað um fjórðung, eða um 1000 milljarða króna, í fyrstu viku októbermánaðar 2008 þegar ljóst varð að bankann skorti lausafé.⁵¹ Þannig hafi lausafjárskorturinn leitt til eiginfjávanda vegna þeirrar lækkunar eignaverðs sem stafaði af lausafjárskortinum. Að auki hafi fall krónunnar leitt til þess að erlendar skuldir bankanna stórhækkuðu.

Bankastjóri Seðlabanka Íslands, Ingimundur Friðriksson, rekur atburðina sem leiddu til hruns bankanna í erindi sem birtist á heimasíðu Seðlabankans í febrúar 2009.⁵² Hann bendir á að vöxtur bankakerfisins í kjölfar einkavæðingar hafi verið of mikill og hafi markast af því að aðstæður hafi verið óvenju

49. Halldór J. Kristjánsson og Sigurjón Þ. Árnason: *Greiðsluferfiðleikar íslenska bankakerfisins 2009*, bls. 4.

50. Halldór J. Kristjánsson og Sigurjón Þ. Árnason: *Greiðsluferfiðleikar íslenska bankakerfisins 2009*, bls. 11.

51. Halldór J. Kristjánsson og Sigurjón Þ. Árnason: *Greiðsluferfiðleikar íslenska bankakerfisins 2009*, bls. 19.

52. Ingimundur Friðriksson: *Aðdragandi bankahrunsins í október 2008*. Erindi birt á vef Seðlabankans 6. febrúar 2009.

góðar til vaxtar þar sem vextir hafi verið óvenju lágir og framboð lánsfjár nær ótakmarkað. Skuldabréf íslensku bankanna hafi verið auðseljanleg og fallið vel inn í eftirsóttá vafninga vegna góðrar lánsþéttiseinkunnar. Ingimundur lýsir því svo að bankarnir hafi vaxið vegna hagstæðra ytri skilyrða og hagfellds reglu- og lagaumhverfis. Seðlabankanum hefði ekki verið fært að byggja upp varaforða sem endurspeglði stærð bankakerfisins vegna þess að til þess hefði þurft stórar erlendar lántökur sem ekki voru í boði. Bankarnir hefðu allir unnið að því undir lokin að draga úr umsvifum sínum: „Augljóst er að bankarnir voru orðnir of stórir miðað við stærð íslenska þjóðarbúsins. Þeir nýttu sér laga- og regluumhverfi, gott lánsþéttiseinkun og einstaklega hagfelld skilyrði á alþjóðlegum mörkuðum til mjög hraðs vaxtar. Hin evrópska umgjörð gerði þetta kleift. Við eðlileg skilyrði á fjármálamörkuðum gat þetta gengið og bankarnir hefðu getað ráðið við fjármögnun starfsemi sinnar jafnvel þótt kjör á mörkuðum hefðu orðið lakari en þegar þau voru best. Margir töldu að Seðlabankinn ætti að byggja upp gríðarstóran gjaldeyrisforða til þess að standa við bakið á fjármálakerfinu. Vegna viðskiptahallans hefði slíkt aðeins verið unnt með stórfelldum erlendum lántökum. Af þeim hefði ekki getað orðið af þeirri einföldu ástæðu að íslenska ríkið hefði ekki getað tekið erlend lán í þessum fjárhæðum. Lánsþéttiseinkun hefði ekki þolað það og lánveitendur hefðu verið torfundnir.

Sem fyrr segir brugðust bankarnir við vaxandi þrengingum með ýmsum hætti. Áður er nefnt að Kaupþing banki hætti við kaup á hollenska bankanum NIBC. Allir seldu bankarnir eignir og hættu starfsemi af ýmsu tagi. Eins og sérfræðingar Alþjóðdagjaldeyrissjóðsins benda á í tilvitnuðum texta voru skilyrði hins vegar ekki góð til sölu á eignum. Þá drógu bankarnir allir úr útlánum og fækkuðu starfsfólki. Á fundum með forsvarsmönnum bankanna sl. sumar kom m.a. fram að á vegum sumra væri unnið af kappi að því að laða erlenda fjárfesta að bönkunum, að stefnt væri að því að koma innlánum í erlendum útibúum í erlend dótturfélög innan nokkurra mánaða og að jafnvel kæmi til álita að flytja höfuðstöðvar til útlanda. Seðlabankinn var hlynntur því fyrir sitt leyti.⁵³

Það er athyglisvert að seðlabankastjórnin bendir á að einhverjir af stjórnendum bankanna hafi minnst á það að flytja höfuðstöðvar bankanna úr landi og að Seðlabankinn hafi verið hlynntur því.⁵⁴ Vandinn við stærð bankakerfisins virðist því hafa verið orðinn ýmsum ljós þegar komið var fram á árið 2008. Það kann hins vegar að hafa verið of seint. Sá vandi var til staðar hvort sem Lehman Brothers fór í þrot eða ekki. Sá atburður jók hins vegar mjög á hremmingar íslensku bankanna og gerði markaðsfjármögnun þeirra ómögulega. Vangaveltur um erlendar lántökur til að styrkja Seðlabankann og gera honum kleift að styðja við bankana ef á reyndi komu að því er virðist of seint í tvennum skilningi. Annars vegar voru bankarnir þá orðnir svo stórir að skuldbindingin sem ríkið og Seðlabankinn hefðu þurft að takast á hendur

53. Ingimundur Friðriksson: *Aðdragandi bankahrunsins í október 2008*, bls. 9.

54. Ekki er víst að allir hafi verið á einu máli um ágæti þess að flytja höfuðstöðvar banka úr landi. Þannig sagði m.a. í stefnuáætlun ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar sem mynduð var vorið 2007: „Í umbreytingu íslensks atvinnulífs á undanförunum árum felst meðal annars aukin vægi ýmiss konar alþjóðlegrar þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónustu. Ríkisstjórnin stefnir að því að tryggja að slík starfsemi geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.“

ef hlaupið yrði undir bagga með bönkunum var einfaldlega stærri en svo að það væri trúverðugt að íslenska ríkið gæti staðið undir henni. Hins vegar hófu Seðlabankinn og ríkið fyrst fyrir alvöru að leita eftir erlendum stuðningi í formi lánaþyrirgreiðslu þegar ástandið á fjármálamörkuðum heimsins almennt og hér heima sérstaklega var orðið svo slæmt að slík aðstoð stóð Íslendingum tæpast til boða.

4.3 Hagþróun á Íslandi við upphaf 21. aldar

Miklar breytingar urðu á íslensku efnahagslífi á tuttugustu öldinni. Lengst af eftir seinni heimsstyrjöld einkenndist íslenskt efnahagslíf af víðtækum haftabúskap og miðstýringu. Hagvöxtur var engu að síður töluverður á sjötta, sjöunda, áttunda og níunda áratugnum, ef frá eru talin skammvinn samdráttarskeið í kjölfar ofveiði og óhagstæðra viðskiptakjara undir lok sjöunda áratugarins og aftur snemma á þeim níunda. Meðalhagvöxtur á ári var um 4,5% á sjötta áratugnum, 4,6% á þeim sjöunda, 6,3% á þeim áttunda en aðeins 2,7% á níunda áratugnum og 2,5% á þeim tíunda (mynd 11). Eftir mikinn vöxt sem drifinn var áfram af útfærslu fiskveiðilögsögunnar og aðhaldsleysi í ríkisfjármálum og stigvaxandi verðbólgu hófst nokkuð langvinn stöðnarskeið árið 1988. Meðalhagvöxtur á manni á árunum 1988 til 1995 var -0,7% á ári og verg landsframleiðsla á manni dróst alls saman um 5,6% á tímabilinu. Á þessum árum minnkaði verðbólga úr því að vera að meðaltali 32% á ári frá 1982 til 1987 í 11,5% á ári frá 1987 til 1992 og í 2,1% á ári frá 1992 til 1997.

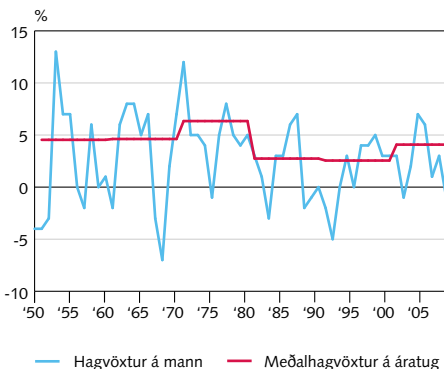
Á síðustu áratugum 20. aldarinnar voru stigin markviss skref í þá átt að flytja þjóðarþúið frá haftabúskap og miðstýringu. Hagkvæmni í framleiðslugreinum var aukin, dregið var úr ríkisrekstri þar sem því var við komið og stuðlað að auknum markaðsviðskiptum. Vaxtafrelsi var innleitt og fjármálamarkaðir settir á stofn. Tengsl við erlenda markaði jukust með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið og við upphaf 21. aldarinnar var sjálfstæði Seðlabankans aukið og umgjörð peningastefnunnar einfölduð. Allar þessar aðgerðir styrktu innviði hagkerfisins og miðuðu að því að auka hagkvæmni. Breytingarnar studdu þannig við mikinn framleiðnivöxt sem leiddi aftur til vaxandi kaupmáttar og hækkunar raungengisins.

4.3.1 Yfirlit um þróun helstu þjóðhagsstærða

Líkt og í mörgum þróuðum hagkerfum dró úr flökti íslenskra þjóðhagsstærða á seinni hluta síðustu aldar. Ásgeir Danielsson, hagfræðingur, telur að meginskýringin felist í auknum stöðugleika í útflutningi og rökstyður það með útfærslu fiskveiðilögsögunnar, fjárfestingu í öflugri fiskiskipum, minna vægi sveiflukenndra uppsjávartegunda í afla og aukinni fjölbreytni í útflutningi með tilkomu stóriðju. Hann bendir á að ef aukinn stöðugleiki hagstærða í öðrum löndum er tímabundinn líkt og Stock og Watson telja, þá megi búast við auknu flökti íslenskra þjóðhagsstærða á ný vegna aukinna sveiflna í útflutningi og viðskiptakjörum.⁵⁵

Langstærsti liður ráðstöfunaruppgjörs vergrar landsframleiðslu (VLF) er einkaneysla. Einkaneyslan hefur að jafnaði verið nærri 60% af VLF á Íslandi (mynd 12). Hæsta hlutfallið á árunum 1960 til 2008 var 63% árin 1960, 1967

Mynd 11
Þróun hagvaxtar á manni og meðalhagvaxtar á áratug á Íslandi
Undanfarin 60 ár



Heimild: Seðlabanki Íslands.

55. Ásgeir Danielsson: *The great moderation Icelandic style*. Working paper No. 38. Seðlabanki Íslands 2008.

og 1968 en lægsta hlutfall einkaneyslu af VLF var 53% árið 2008 og 55% árin 1973, 1976, 1977, 1980 og 2002.

Samneyslan hefur vaxið jafnt og þétt í hlutfalli við VLF. Á fyrri hluta sjöunda áratugar síðustu aldar var samneysla að jafnaði 10% af VLF. Á seinni helmingi sjöunda áratugarins var hlutfallið að meðaltali 12% af VLF. Áttunda áratuginn var samneysla að meðaltali 15% af VLF, 19% þann níunda og 22% á tíunda áratugnum. Það sem af er öldinni hefur samneysla að jafnaði verið um fjórðungur landsframleiðslunnar og hefur hlutfallið nánast staðið í stað frá árinu 2002. Þessi hlutfallslegi vöxtur samneyslunnar er sambærilegur við það sem hefur verið að gerast í öðrum þróuðum ríkjum þótt víða sé samneyslan hærra hlutfall landsframleiðslunnar en hér. Ýmsar kenningar hafa verið settar fram til að skýra vaxandi umsvif hins opinbera í efnahagslífinu.⁵⁶ Ein kenningin (lögmál Wagners) er að eftirspurn eftir framleiðslu hins opinbera aukist hlutfallslega með vaxandi tekjum og því aukist umsvif þess þegar VLF eykst. Önnur kenning (lögmál Baumols) er að starfsemi hins opinbera sé hlutfallslega vinnuafsláfrök. Þar sem hið opinbera er í samkeppni við einkageirann um vinnuafli leiðir vaxandi framleiðni í einkageiranum til hlutfallslegs vaxtar hins opinbera vegna launahækkana. Hver svo sem skýringin er þá er þetta mynstur vaxandi hlutdeildar samneyslu í landsframleiðslunni sambærilegt því sem orðið hefur undanfarna áratugi í öðrum þróuðum ríkjum.

Fjármunamyndun er sveifflugjarnasti liður ráðstöfunaruppgjörnsins í flestum hagkerfum. Fjármunamyndunin í þjóðhagsreikningunum skiptist í þrennt: atvinnuvegafjárfestingu, fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og fjárfestingu hins opinbera. Heildarfjármunamyndunin sveiflaðist í kringum 30% af vergri landsframleiðslu frá því um 1960 og fram yfir miðjan áttunda áratuginn. Eftir það dró jafnt og þétt úr vægi fjármunamyndunar og varð það lægst um 16% af VLF á árunum 1993 til 1995. Þá jókst fjármunamyndun á ný. Á mynd 13 sést að atvinnuvegafjárfesting eykst verulega á föstu verði á árunum 1997 og 1998 og helst mikil til 2001. Þessi aukning í fjárfestingu var til að byrja með vegna stóriðjufjárfestingar en síðan að mestu vegna aukningar í almennri atvinnuvegafjárfestingu (mynd 14).⁵⁷

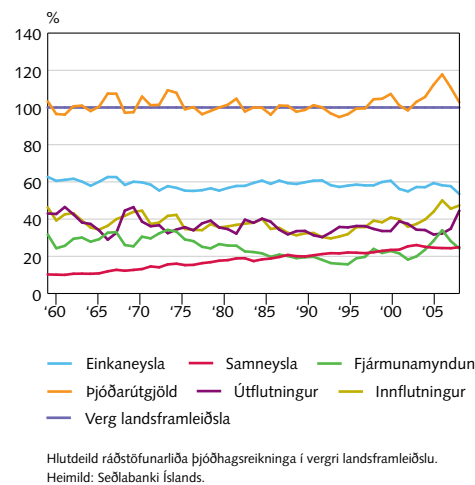
Fjármunamyndun eykst á ný á árunum 2004 til 2006 og vegur mest 34% af VLF á árinu 2006 og 28% árin 2005 og 2007. Stóriðjufjárfesting vegur þungt en einnig eykst vægi íbúðarfjárfestingar verulega og fer hæst yfir 7% af VLF á árinu 2007 úr því að vera að jafnaði um 4½% tíu árin þar á undan.

Toppurinn í fjármunamyndun atvinnuveganna á árunum 2005 til 2007 er vegna mikillar fjárfestingar í stóriðju en einnig er almenn atvinnuvegafjárfesting gríðarlega mikil á þessum árum (mynd 14).⁵⁸ Þessu til viðbótar er mikið fjárfest í flugvélum árin 2005 og 2006 en sú fjárfesting gengur að mestu til baka 2007 og 2008 þegar gengið er frá sölu flugvélna úr landi.

Á mynd 12 sést að nokkrum sinnum hafa þjóðarútgjöld vikið allnokkuð frá vergri landsframleiðslu en með þjóðarútgjöldum er átt við einkaneyslu,

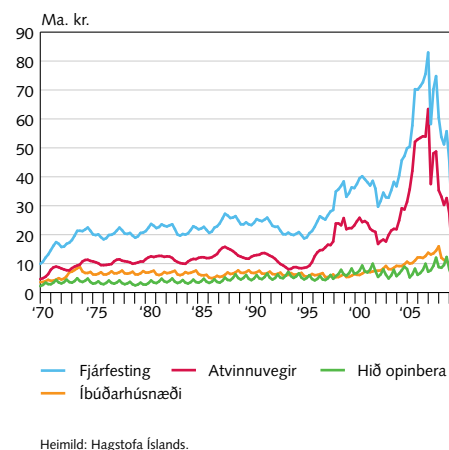
Mynd 12

Þróun einkaneyslu, samneyslu, fjármunamyndunar, þjóðarútgjalda, útflutnings og innflutnings í hlutfalli við verga landsframleiðslu



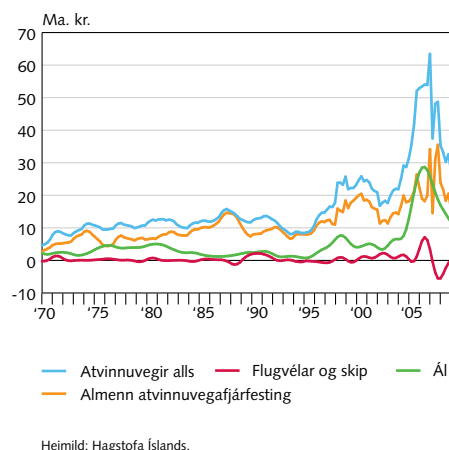
Mynd 13

Fjárfesting á föstu verðlagi



Mynd 14

Atvinnuvegafjárfesting á föstu verðlagi

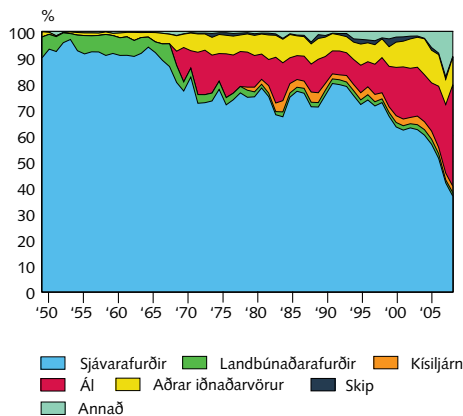


56. Sjá til dæmis kafla 4 í bók Jeans Hindriks og Gareths D. Myles: *Intermediate Public Economics*. MIT Press 2006.

57. Hér er notuð sama skipting atvinnuvegafjárfestingar og í gögnum þjóðhagslíkans Seðlabankans þar sem fjárfesting í álverum og orkuverum er talin til stóriðjufjárfestingar.

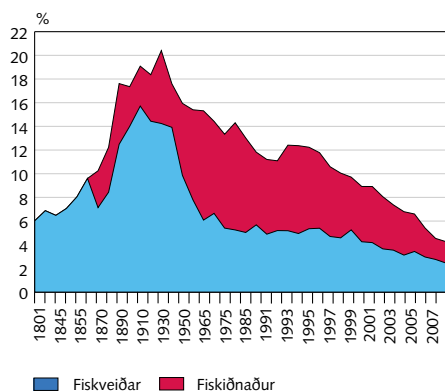
58. Stóriðjufjárfestingin á mynd 14 er sýnd með samfelldum ferli sem er fundinn með því að deila árstölum niður á ársfjórðunga með tölfræðilegum aðferðum. Fjárfesting í almennum atvinnuvegum er síðan reiknuð sem afgangsstærð þar sem fjárfesting í flugvélum og stóriðju hefur verið dregin frá atvinnuvegafjárfestingunni. Gögnin um almenna fjárfestingu sýna því gríðarlega sveiflu á milli ársfjórðunga á árunum 2005 til 2007 þótt hitt sé líklegra að sveiflurnar hafi verið meiri í stóriðjufjárfestingunni.

Mynd 15
Skipting vöruútflutnings



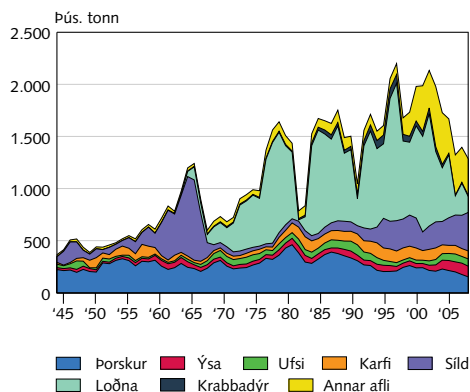
Hlutfall sjávarafurða og annarra helstu liða í vöruútflutningi.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 16
Vinnuafli í sjávarútvegi



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 17
Heildarveiði
Íslenskra skipa



Heimild: Hagstofa Íslands.

samneyslu og fjármunamyndun auk birgðabreytinga. Árin 1967 og 1968 voru þjóðarútgjöld 7% yfir VLF. Stafaði það fyrst og fremst af samdrætti útflutnings vegna sildarbrestsins, en að nokkru var um að ræða áhrif aukinnar fjárfestingar vegna álversins í Straumsvík og virkjana. Aftur dró úr útflutningi á meðan fjárfesting jókst árin 1974 og 1975 en þá mældust þjóðarútgjöld 8–9% yfir VLF. Ekki skapaðist verulegt frávik á ný fyrir en á árunum 1998 til 2000 þegar verið var að ljúka þriðja áfanga álversins í Straumsvík og reisa fyrsta áfanga álvers Norðuráls á Grundartanga auk framkvæmda við tilheyrandi virkjanir. Á þessum árum voru þjóðarútgjöld 4–7% meiri en VLF. Fljótlega að þessu skeiði loknu hófst nýtt tímabil stórframkvæmda. Á meðan framkvæmdir stóðu yfir við Kárahnjúkavirkjun, verksmiðju Fjarðaáls á Reyðarfirði og stækkun álvers Norðuráls á Grundartanga, auk virkjanaframkvæmda Orkuveitu Reykjavíkur og Hitaveitu Suðurnesja, varð gríðarleg aukning í fjármunamyndun og þar með í þjóðarútgjöldum. Á sama tíma var mikil aukning fjárfestingar í almennum atvinnuvegum og í íbúðarhúsnæði. Innstreymi erlends lánsfjár jókst gríðarlega frá árinu 2003 og eignaverð hækkaði. Auðsáhrif voru greinileg í einkaneyslu sem jókst um 40% að raunvirði frá 2002 til 2007. Á árunum 2005 til 2007 voru þjóðarútgjöld ríflega 10% yfir vergri landsframleiðslu. Munurinn var mestur árið 2006 þegar þjóðarútgjöld voru 18% meiri en VLF.

Helstu þensluskeiðin sem má merkja þegar útgjöld fara fram úr framleiðslu má rekja til mikilla fjárfestinga. Sé slík fjárfesting arðsöm skapar hún tekjur sem standa undir kostnaði við fjármögnun þess viðskiptahalla sem skapast vegna hennar. Þegar við þensluna bætist samdráttur í sparnaði eins og verður jafnan þegar eignaverð hækkar hratt þá skapast hætta á því að ósjálfbær halli myndist. Þensluskeið árunum 2004 til 2007 ber ýmis einkenni slíkra eignaverðbóla og þess að ósjálfbær halli hafi myndast.⁵⁹

4.3.2 Fiskveiðistjórnun

Á ofanverðri níjándu öld fór hlutfeld sjávarafurða í útflutningi fram úr landbúnaðarvörum en annar vöruútflutningur en í þessum tveimur flokkum var óverulegur. Hlutfeld landbúnaðarafurða dróst sífellt saman fram undir miðja tuttugustu öldina og sjávarafurðir voru verðmætasti vöruflokkurinn í útflutningi í 130 ár samfellt, frá 1878 til 2008. Vægi sjávarafurða var yfir 80% af útfluttum vörum frá 1920 til 1970 og hélst yfir 90% frá 1940 til 1967, fyrir utan þrjú ár á fimmta áratugnum. Árið 2008 var verðmæti iðnaðarvара 52% af vöruútflutningi en sjávarafurða 37% og var það í fyrsta skipti síðan 1866 sem vægi sjávarafurða í útflutningi fór undir 40% (mynd 15). Af iðnaðarvörum er mest flutt út af áli og vó það þyngra eitt og sér en sjávarafurðir árið 2008 eða 39%.

Auk þess að vera langmikilvægasta útflutningsgreinin var sjávarútvegur einnig lengi vel ein stærsta atvinnugreinin. Á milli 10 og 20% vinnuafllsins störfuðu við sjávarútveg á árabílinu frá 1870 til 1998 (mynd 16).

Heildarveiði íslenskra skipa í tonnum á árunum frá 1945 til 2008 er sýnd á mynd 17. Á myndinni sést að fiskafllinn er lengst af að aukast. Einnig sést að miklar sveiflur verða í uppsjávarafllanum. Vöxtur fiskafllans stafar meðal

59. Aliber, Robert Z.: *Monetary turbulence and the Icelandic economy*. Erindi flutt í Háskóla Íslands 20. júní 2008.

annars af aukinni sókn í fleiri tegundir, framleiðnivexti við veiðar og útfærslu efnahagslögsögunnar og þar með minnkandi veiði annarra þjóða úr fiskistofnunum. Miklar sveiflur eru í heildaraflanum (mynd 17). Sveiflur í magni eru þó töluvert meiri en sveiflur í verðmæti þar sem stærstu stökkinn verða í uppsjávarafla sem alla jafna er hlutfallslega verðminni en botnfiskaflinn. Sjávarútvegur var stærstan hluta tuttugustu aldarinnar einn helsti drifkraftur hagsveiflna á Íslandi þar sem mikill hagvöxtur hélst í hendur við auknar útflutningstekjur í sjávarútvegi.⁶⁰ Að sama skapi fylgdu dýpstu lægðirnar aflabresti líkt og í kjölfar síldarhrunsins 1967 og 1968 og eftir að loðnuvertíðin brást 1982 og þorskaflinn dróst verulega saman árin á eftir.

Vegna þess hve fiskveiðar vógu þungt í útflutningstekjum, atvinnulífi og landsframleiðslu var hagkerfið í heild viðkvæmt fyrir sveiflum í sjávarútvegi. Það kom berlega í ljós eftir að síldveiðin brást nær alveg undir lok sjöunda áratugarins. Atvinnuleysi jókst verulega og hagkerfið dróst saman um rúm 10% á tveimur árum. Verulegt áfall í greininni þurfti til að farið væri að huga að breytingum sem drægju úr líkum á slíkum skakkaföllum. Til að koma í veg fyrir ofveiði í öðrum fisktegundum var leitað leiða til þess að draga úr sókn. Það eru algeng fyrstu viðbrögð þegar afleiðingar óhefts aðgangs að auðlind koma fram að hefta þann aðgang. Heildarkvóti í síldveiði var innleiddur 1966 en það kom ekki í veg fyrir hrun stofnsins. Síldveiði var bönnuð við Ísland árið 1972 og fjórum árum síðar var kvótahlutdeild úthlutað til báta en aðeins hluti flotans fékk veiðiheimild. Aflaheimild hvers báts var lítil og 1979 voru viðskipti með aflaheimildir í síldveiði leyfð. Þegar hrun í loðnuveiði blasti við árið 1980 var veiðileyfum og aflaheimildum úthlutað í loðnuveiði. Heildarkvóti var settur á botnfiskveiðar í kjölfar útvíkkunar fiskveiðilögsögunnar í 200 sjómílur 1976. Hann hélt ekki og þá voru settar takmarkanir á sókn sem bundin var við ákveðna daga á ári. Flotinn óx þó áfram og sóknardögum var fækkað í sífellu uns ljóst var orðið að þetta fiskveiðistjórnunarkerfi var óhagkvæmt. Fram voru komin merki um verulega offjárfestingu, nýting afla var ekki góð og fjárfesting í greininni skilaði sér ekki nægjanlega vel. Eftir að afli dróst verulega saman var tekið upp kerfi þar sem aflahlutdeild var tengd við skip árið 1984, upphaflega til eins árs. Árið eftir var haldið áfram með þetta kerfi en boðið upp á val um takmörkun á sókn í staðinn. Árið 1988 var framsal loðnukvóta leyft. Tveimur árum síðar var kerfið samhæft yfir allar tegundir, kerfi sóknartakmarkana afnumið og stoppað í ýmis göt í kerfinu.⁶¹ Frá 1991 náði kvótakerfið yfir nær allar fiskitegundir og öll skip sem gerð voru út í atvinnuskyni.⁶²

Takmarkanir á sókn í fiskistofna með úthlutun veiðiheimilda sem taka mið af leyfðum heildarafla er ætlað að koma í veg fyrir ofveiði. Með því að úthluta skipum aflahlutdeild í þeim heildarafla sem ákveðinn er fyrir hvert fiskveiðiár og heimila framsal veiðiheimildanna er leitast við að takmarka sókn í fiski-

60. Sjá til dæmis Sveinn Agnarsson og Ragnar Árnason: *The role of the fishing industry in the Icelandic economy: a historical examination*. Working paper W03:07. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands 2003 og Ásgeir Danielsson: „Sveiflur í sjávarútvegi, gengisstefna og almenn hagstjórn.“ *Fjármálatíðindi* 38 1991, bls. 186–194. Seðlabanki Íslands.

61. Ragnar Árnason: „The Icelandic individual transferable quota system: a descriptive account.“ *Marine Resource Economics*, vol. 8 1993, bls. 201–218, og Ross Shotton: „Current property rights systems in fisheries management.“ Í Ross Shotton (ritstj.): *Use of property rights in fisheries management*. FAO fisheries technical series paper 404/1 2000, bls. 45–57.

62. Sigurður Snævarr: *Haglýsing Íslands*, Heimskringla Háskólaforlag Máls og menningar, 1993, bls. 187.

stofna á hagkvæman hátt. Það er í meginatriðum óháð því hvernig veiðiheimildum er úthlutað í upphafi. Í kjölfar þess að farið var að úthluta aflahlutdeild í tilteknum tegundum og enn frekar eftir að framsal veiðiheimildanna var heimilað samkvæmt ákveðnum reglum vöknudu álitafni um hvort mögulegt væri að veðsetja hinar úthlutuðu veiðiheimildir og þá hvort hægt væri að veðsetja þessi réttindi sjálfstætt eða hvort þau yrðu einungis veðsett með því skipi sem heimildirnar voru skráðar á. Af hálfu Alþingis var tekið af skarið um þessi mál með lögum um sammingsveð nr. 75/1997 en í 4. tölulið 3. gr. þeirra segir: „Eigi er heimilt að veðsetja réttindi til nýtingar í atvinnurekstri, sem skráð eru opinberri skráningu á tiltekið fjárverðmæti og stjórnvöld úthluta lögum samkvæmt, t.d. aflahlutdeild fiskiskips og greiðslumark bújarðar. Hafi fjárverðmæti það, sem réttindin eru skráð á, verið veðsett er eiganda þess óheimilt að skilja réttindin frá fjárverðmætinu nema með þinglýstu samþykki þeirra sem veðréttindin eiga í viðkomandi fjárverðmæti.“

Samkvæmt þessu ákvæði er ekki heimilt að veðsetja úthlutaðar veiðiheimildir í sjávarútvegi einar og sér heldur er unnt að veðsetja þær með því skipi sem þær eru skráðar á. Verðmæti fiskiskips ræðst nú í reynd fyrst og fremst af verðmæti þeirra veiðiheimilda sem fylgja því. Með hækkandi markaðsverði á veiðiheimildunum hefur möguleikinn til að nýta þessar heimildir til veðsetninga fengið meiri þýðingu bæði fyrir handhafa þessara veiðiréttinda og einnig fyrir fjármálafyrirtækin sem hafa tekið veð í veiðiréttindunum ásamt hlutaðeigandi skipi.

4.3.3 Verðbólga, verðtrygging og vaxtafrelsi

Mikil verðbólga var viðvarandi á Íslandi frá seinni hluta áttunda áratugarins fram á miðjan níunda áratuginn. Helstu orsakir þessarar verðbólgu voru ytri áföll, þaninn vinnumarkaður, gengisfellingarhneigð og það að ríkið fjármagnaði sig að miklu leyti með seðlaprentun. Á miðjum tíunda áratug síðustu aldar var verðbólga undir 2% á ári og með því lægsta sem þekktist á meðal OECD ríkja. Verðbólga óx á áttunda og níunda áratugnum vegna hagstjórnarviðbragða við utanaðkomandi skellum sem miðuðu fyrst og fremst að því að tryggja fulla atvinnu, þ.e. að halda atvinnuleysi þó nokkuð undir náttúrulegu stigi. Þannig var einatt brugðist við áföllum með því að fella gengi krónunnar. Verðbólgan náðist svo niður í tveimur þrepum. Fyrst úr um það bil 80% á ári í 25% á árunum 1983 til 1987 og síðan niður fyrir 2% á árunum 1989 til 1995.⁶³

Í maí 1983 var gripið til aðgerða til þess að draga úr verðbólgu sem mælt hafði yfir 100% á fyrri hluta ársins. Þá var verðtrygging launa afnumin og þak sett á launahækkunir út árið. Gengið var fellt um 15% en stefnt að því að halda því stöðugu framvegis. Á sama tíma voru gerðar breytingar á sköttum og styrkjum til þess að viðhalda lífsgæðum. Verðbólga féll niður í 30% árið eftir og hélst á því róli næstu árin. Í þessu verðbólgulækkunarferli var festing gengisins meginakkerið. Þrátt fyrir miklar gengisfellingar versnaði samkeppnisstaðan í kjölfarið en raungengið hækkaði um ríflega 17% á árunum 1984 til 1988. Það, ásamt aukinni innlendri eftirspurn, leiddi til vaxandi viðskiptahalla og erlendarar skuldasöfnunar.

63. Andersen, Palle og Már Guðmundsson: *Inflation and disinflation in Iceland*. Working Paper 1. Seðlabanki Íslands 1998.

Snemma á tíunda áratugnum náðist verðbólga niður frá því að vera á bilinu 20–25% og niður fyrir 3%. Samstaða ríkisstjórnar og aðila vinnumarkaðarins átti án efa stóran þátt í þessu. Snemma árs 1990 voru samþykktir hóflegir kjarasamningar sem tóku mið af framsýnum verðbólguvæntingum. Stefnan í ríkisfjármálum breyttist auk þess frá því þegar megináherslan var á að tryggja fulla atvinnu og beindist nú að því að lækka verðbólgu og halda henni lágri.

Áður en verðtrygging var innleidd hafði sparisfjárstofninn rýrnað að raunvirði vegna neikvæðra raunvaxta um langt skeið. Mest gekk á bankainnstæður en nokkur sparnaður var þvingaður fram m.a. með skyldusparnaði. Nokkrum árum eftir að verðtryggingu var komið á fylgdi vaxtafrelsi. Uppsöfnun sparisfjár í kjölfarið varð hröð og jafnvægi komst á innlendan lánsfjármarkað.⁶⁴

Samkvæmt lögum ákvörðuðu stjórnvöld bankavexti fram til ársins 1984, en þá var bönkum leyft að ákveða flesta vexti sjálfir. Raunvextir höfðu þá verið neikvæðir í fjölda ára með fáum undantekningum. Það snerist við 1984 er þeir urðu jákvæðir. Þetta fyrirkomulag var fest í sessi 1986 með almennu vaxtafrelsi. Raunvextir höfðu þó verið jákvæðir á ríkisverðbréfum frá 1964 þegar útgáfa verðtryggðra spariskírteina hófst.⁶⁵

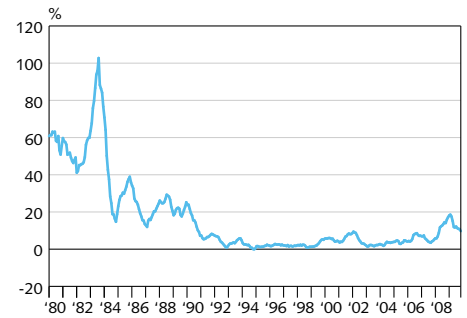
Innlent lánsfjármagn í heild reis hæst í 72% af vergri landsframleiðslu árið 1969, en féll síðan í 45% af landsframleiðslu 1979. Fjármagnsþörfin kom fram í auknum erlendum lántökum og skuldasöfnun erlendis: „Hrein skuldastaða hafði ekki numið meiru en um 10% af landsframleiðslu um miðbik sjöunda tugarins og aftur um 20% í upphafi hins áttunda, eftir að verðlag hafði lagað sig að afstöðnum gengislækkunum. Frá því jókst skuldastaðan, hvort sem er verg eða hrein í stórum stökkum í tengslum við meiri háttar gengisfellingar, en hjaðnaði ekki verulega á milli, svo að langtímaþróun var til stórfelldrar hækkunar, upp fyrir 50% af landsframleiðslu um miðjan níunda tuginn og loks enn 1993.“⁶⁶

Lágir ríkisákvæðir vextir og tilhneiging til hallareksturs ríkisins ásamt gengisfellingarhneigðinni leiddu til langvarandi neikvæðra raunvaxta. Það kom í veg fyrir eðlilegt framboð lánsfjár því sparnaður rýrnaði verulega að raungildi. Af þessu hlaut erlend skuldasöfnun sem ekki var snúið við fyrr en verðtryggingu var komið á. Tilraunir höfðu verið gerðar með verðtryggingu vegna húsnæðisfjármögnunar frá árinu 1955 og verðtrygging var útfærð að fullu og fest í sessi með útgáfu verðtryggðra spariskírteina ríkissjóðs árið 1964. Fullmótað verðtryggingarkerfi var svo tekið upp með lögum nr. 13/1979 og fór það að skila verulegum árangri þegar vaxtamyndun var loks gefin frjáls í tveimur skrefum 1984 og 1986. Tilgangurinn með því að bjóða verðtryggingu sem valfrjálst samningsform var að stöðva þróun sem einkenndist af samdrætti innlands fjármagns og vaxandi erlendri skuldsetningu sem var afsprengi vaxtaákvæðana ríkisins. Verðtrygging eigna og skulda getur verið fýsilegur kostur fyrir lánþega jafnt sem lánveitendur þar sem í henni felst trygging gegn sveiflum í raunvirði sem stafa af óvæntri verðbólgu. Þess vegna eru raunvextir verðtryggðra lána jafnan lægri en raunvextir sem vænst er af óverðtryggðum lánnum. Hins vegar er hætta á að ójafnvægi skapist milli

Mynd 18

Verðbólga 1980–2009

Breyting á vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum



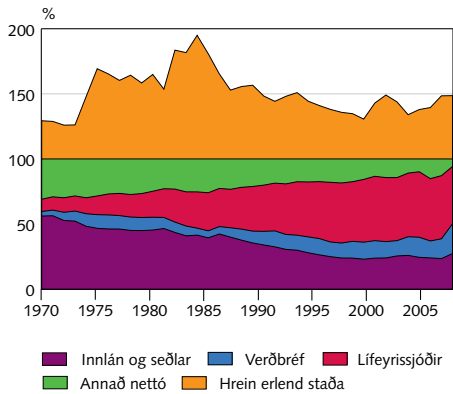
Heimild: Hagstofa Íslands.

64. Bjarni Bragi Jónsson: *Financial indexation and interest rate policy in Iceland*. Working paper 5. Seðlabanki Íslands 1999.

65. Bjarni Bragi Jónsson: *Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi*. Sérrit 3. Seðlabanki Íslands 1998, bls.

66. Bjarni Bragi Jónsson: *Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi*, bls. 19.

Mynd 19
Skuldir lánakerfisins sem hlutfall af innlendu lánsfé



Heimild: Seðlabanki Íslands.

verðtryggðra eigna og skulda á efnahagsreikningum svo sem hjá lánastofnunum og getur það valdið vanda.

Verðtryggingin bætti úr skorti á innlendu lánsfé en hann hafði leitt til vaxandi erlendar skuldsetningar eins og áður segir. „Í þeirri stöðnun og síðan römmu lánsfjáarkreppu, sem hér ríkti um langt skeið, var þörfin uppfyllt að stórum og vaxandi hluta með miklum lántökum erlendis, sem leiddu til stórfelldrar skuldaföfnunar út á við. Þótt með því væri beinum lánsfjárskortum bægt frá að sinni, reyndi með þessu æ meir á lánstraust og lánskjör út á við, og vaxandi hluta af landsframleiðslu var veitt til erlendra lánardrottna, svo að þjóðartekjur urðu að sama skapi lægri. Áhættan, sem af þessu leiddi fyrir atvinnuvegi og opinbera skuldara, varð og að sama skapi meiri sem ytri áföll höfðu þá ekki aðeins bein samdráttaráhrif á framleiðslutekjur, heldur leiddu þau til gengislækkunar og endurmats erlendu skuldanna til verulegrar þvingingar. Við blasti æ ljósar, að lántökuleiðin var ekki lausn til langframa fyrir þjóðarþúið. Fyrir eða síðar hlyti lánstraustið að breyta með langtum minna framboði erlends lánsfjár og hugsanlega neikvæðum lánsfjárfjöfnuði og mun þvingri lánskjörum, svo að æ almennari samstaða varð um, að á þessa skyldi að ósi stemma.“⁶⁷

Á mynd 19 sést að á áttunda og fram á níunda áratuginn eykst erlend fjármögnun lánakerfisins í hlutfalli við innlenda og fer hlutfall erlendar lánsfjármögnunar hæst nálægt 100%. Það er ekki fyrr en vaxtaákvæðanir eru gefnar frjálssar um miðjan níunda áratuginn að hlutfall erlendar fjármögnunar lánakerfisins dregst saman á ný. Hlutfall innlana (sem eru einkum óverðtryggð) í innlendri fjármögnun kerfisins dregst jafnframt saman á meðan vægi þvingaðs sparnaðar, einkum lífeyrissjóða (sem er að stórum hluta verðtryggður), eykst og heldur þessi þróun áfram allt fram yfir miðjan tíunda áratuginn. Seinustu árin eykst vægi erlendar fjármögnunar lánakerfisins á ný og er orðið nálægt 50% af innlendri fjármögnun kerfisins.

4.3.4 Markaðsvæðing og opnun hagkerfisins

Á sama tíma og ríkið slakaði á taumhaldi sínu á fjármagnsmarkaðnum dró það sig smátt og smátt út úr ýmissi starfsemi sem heppilegra þótti að einkaaðilar sinntu. Jafnframt var unnið að því að auka markaðsnálgun í þeim fyrirtækjum og þeirri starfsemi sem ríkið hélt áfram að reka.

Allt frá árinu 1992 hefur verið unnið að sölu ríkisfyrirtækja. Á tímabilinu frá 1992 til 2007 seldi ríkið fyrirtæki og hluti í fyrirtækjum fyrir alls 165 milljarða króna á verðlagi ársins 2007. Hæstu upphæðirnar fengust fyrir sölu á Landssímanum haustið 2005 og á ríkisbönkunum þremur, Landsbanka, Búnaðarbanka og FBA, sem seldir voru á árunum 1998–2003.

Í stjórnarsáttmálanum frá 1995 var lagt upp með að breyta á kjörtímabilinu eignarformi banka og fjárfestingarlánasjóða og fyrirtækja sem væru í samkeppni við einkaaðila. Þá var stefnt að sölu ríkisfyrirtækja.

Í stefnufyrirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 1999 kom fram að áfram yrði stefnt að því að auka einkaframkvæmd og ná fram meiri hagkvæmni við opinberar framkvæmdir. Í stefnufyrirlýsingu segir að aukin alþjóðavæðing kalli á markaðsvæðingu á fjármagnsmarkaði. Áframhald verði á sölu ríkisins á hlutabréfum og með sölu verði stefnt að því að auka sparnað almenn-

67. Bjarni Bragi Jónsson: *Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi*, bls. 28.

ings og hlutabréf bankanna verði seld fyrir hámarksverð. Einnig er þar bent á þörfina á því að koma á samkeppni á orkumarkaði og breyta rekstrarformi á vissum sviðum heilbrigðisþjónustu. Auk þess segir að undirbúningur að sölu Símans verði hafinn.

Áherslurnar eru almennari í stefnuyfirlýsingum 2003 og 2007 þar sem aðallega er rætt um að tryggja öfluga samkeppni á flestum sviðum atvinnulífsins. Við stjórnarmyndun 2003 kom fram að stefnt yrði að því að selja Landssímamann þegar markaðsaðstæður yrðu hagstæðar.

Ríkisstjórnin sem tók við 2007 lagði mikla áherslu á útrás. Í stefnuyfirlýsingu hennar er meðal annars talað um að stuðla að útrás orkufyrirtækja. Einnig er, og þetta er vorið 2007, ákveðið að skapa kjörskilyrði fyrir áframhaldandi vöxt, útflutning og útrás íslenskra fyrirtækja og tryggja að þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónusta, geti áfram vaxið. Þá vildi ríkisstjórnin stuðla að því að útrásarfyrirtæki sæju sér áfram hag í því að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.

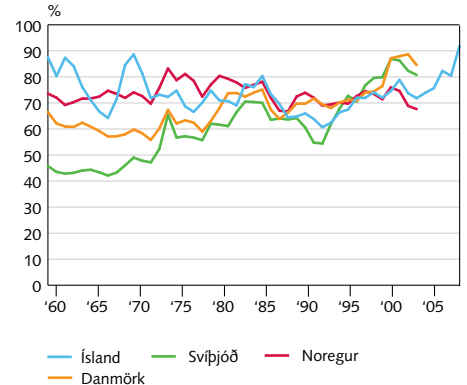
Árið 1994 tók gildi samningur milli Íslands og fleiri Evrópuríkja um viðskiptafrelsi á jafnréttisgrundvelli, samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið. Þar er kveðið á um „eflingu viðskipta- og efnahagstengsla samningsaðila við sömu samkeppnisskilyrði og eftir sömu reglum með það fyrir augum að mynda einsleitt Evrópskt efnahagssvæði“.⁶⁸ Þetta samstarf fól í sér frjálsa vöruflutninga milli landa á svæðinu, frjálsa för fólks, frjálsa þjónustustarfsemi og frjálsa fjármagnsflutninga, þ.e. svokallað fjórfrelsi. Einnig eru í samningnum ákvæði um að tryggja samkeppni og um samvinnu á fleiri sviðum.

Ein einföld leið til að meta hversu opið hagkerfi er felst í að leggja saman innflutning og útflutning og reikna summuna sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Ef það er gert fyrir íslensk þjóðhagsgögn frá árunum 1960 til 2008 sést að skipta má tímabilinu í nokkur skeið sem endurspeglar að vissu leyti þróun hagsveiflunnar á Íslandi en segja á sama tíma sögu um opnun hagkerfisins (mynd 20). Almennt má búast við að þessi hagstærð sé hærri fyrir lítil hagkerfi en stærri.

Framan af tímabilinu verða stórar sveiflur og sýnu stærri í útflutningi en innflutningi. Eftir að opunarhlutfallið nálgast 90% árið 1970 fer að daga úr utanríkisviðskiptum á nýjan leik. Sú leitni heldur áfram allan áttunda og allan níunda áratuginn og allt þar til 1992 þegar hlutfallið hefur dregist saman um þriðjung og mælist 61%. Þá snýst þróunin við og frá því á fyrri hluta tíunda áratugarins og þar til 2008 eykst opunarhlutfallið aftur og nær sýnu hæsta gildi árið 2008, 92%.

Þróun þjónustuviðskipta, bæði innflutnings og útflutnings, snerist við um 1990 og tóku þau að aukast á ný eftir að hafa dregist töluvert saman í hlutfalli við VLF næsta aldarjórðunginn þar á undan. Þannig fór hlutfall þjónustuinnflutnings úr 8% í 15% af landsframleiðslu á tímabilinu frá 1990 til 2008 og hlutfall þjónustuútflutnings fór á sama tíma úr 8% af VLF í 13%. Mest áberandi á þessum tíma er breytingin á innflutningi á vörum sem jókst úr 20% af VLF 1992 í 32% 2008, en hafði risið í 34% 2006 þegar verið var að flytja inn mikið af dýrum varningi vegna frágangs á Kárahnjúkavirkjun og álveri Fjarðaáls. Ekki er merkjanleg samsvarandi breyting í vöruútflutningi á þessum tíma en hann heldur áfram að dragast saman í hlutfalli við VLF, þó

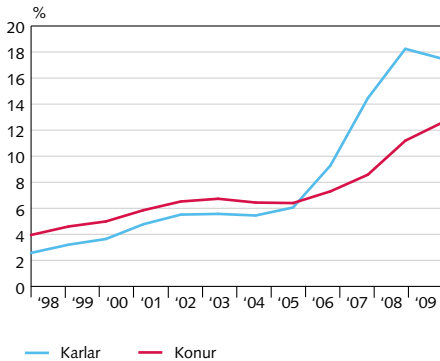
Mynd 20
Opnun hagkerfisins



Samtala útflutnings og innflutnings sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Heimild: Hafstofa Íslands, Alan Heston, Robert Summers and Bettina Aten, Penn World Table Version 6.3, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, August 2009.

68. EES-samningurinn, I. hluti: Markmið og meginreglur, 1. gr.

Mynd 21
Hlutfall íbúa á aldrinum 20–50 ára
með erlent ríkisfang



Heimild: Hagstofa Íslands.

með miklum sveiflum frá ári til árs. Á árunum 1992 til 2004 sveiflast þetta hlutfall á bilinu 21–26% og dettur niður í 19% 2005. Þá rýkur það upp á ný, aðallega vegna aukins álútflytninga, og mælist um 32% árið 2008.

Það er því fyrst og fremst innflutningur sem glæðist á árunum frá því að EES-samningurinn var undirritaður, en seinustu tvö ár tímabilsins var mikill vöxtur í álútflytningi og opunarhlutfallið nær sínu hæsta gildi árið 2008. Hluti af innflutningnum tengist fjárfestingum í stóriðjuframkvæmdum, eins og áður kemur fram, en þær eru fyrst að skila sér í auknum útflytningi á allra síðustu misserum. Hluti af aukningu innflutnings stafar þó af því að meira var flutt inn af neysluvörum, þar á meðal bifreiðum, og vörum til ýmiss konar starfsemi, t.d. byggingarstarfsemi. Meginástæða þessa innflutnings er tímabundin aukning kaupmáttar vegna ofriss krónunnar, sem meðal annars má rekja til stóriðjuframkvæmda.

EES-samningurinn greiddi fyrir flutningi vinnuafis milli landa. Erlendum ríkisborgurum á vinnualdri fjölgaði verulega hér á landi frá því um miðjan tíunda áratug síðustu aldar. Hlutfall karla og kvenna á Íslandi með erlent ríkisfang á aldrinum 20 til 50 ára er sýnt á mynd 21. Þar sést að það er að aukast undanfarinn áratug. Áberandi er hve hlutfall karla á þessum aldri með erlent ríkisfang hækkar mikið á árunum 2006, 2007 og 2008 en þá eru 18% karla á þessum aldri á landinu útlendingar. Þessi mikla aukning stafar að miklu leyti af stórframkvæmdum og gríðarlegum umsvifum í byggingariðnaði á þessum árum en umfang þessara framkvæmda var slíkt að þær varð að manna að stórum hluta með innfluttu vinnuafli.

4.3.5 Sjálfstæði Seðlabankans og verðbólguþröskulmið

Um aldamótin var ljóst að fastgengiskerfið var að renna sitt skeið á enda, enda hafði Seðlabankinn ekki bolmagn til að verja gengið. Gjaldeyrissfordinn var á þessum tíma um 35 milljarðar króna og var kominn undir 50% af verðmæti þriggja mánaða innflutnings sem var helsta viðmið Seðlabankans fyrir stærð forðans. Fordinn var einnig frekar rýr á aðra mælikvarða, um 5% af vergri landsframleiðslu og rétt um þriðjungur af skammtímaskuldum þjóðarinnar.

Árið 2000 birtust tvær greinar eftir Þórarins G. Péturssonar í *Peningamállum* Seðlabankans sem fjölluðu um verðbólguþröskulmið og sjálfstæði seðlabanka.⁶⁹ Vorið 2000 kom einnig út rannsóknarritgerð í ritröð hagfræðisviðs Seðlabankans, rituð af Máu Guðmundssyni, þáverandi aðalhafgræðingi bankans og framkvæmdastjóra hagfræðisviðs, og deildarstjórnum hagfræðisviðsins, þeim Þórarni G. Péturssyni og Arnóri Sighvatssyni. Fjallar ritgerðin um hagkvæmasta fyrirkomulag gengismála á Íslandi.⁷⁰

Í grein Þórarins „Gengis- eða verðbólguþröskulmið við stjórn peningamála?“ er lýst þeirri þróun sem átti sér stað víða um lönd á þeim tíma sem greinin birtist. Fjallað er um þá tilhneigingu þjóða að hverfa frá einhvers konar veikri fastgengi eða stýrðu floti yfir í hart fastgengi, annaðhvort með upptöku annarrar myntar eða með myntráði, eða yfir á hinn pólinn þar sem genginu er leyft að fljóta. Í greininni segir: „Meginskýring þessara áherslubreytinga er

69. Þórarinn G. Pétursson: „Gengis- eða verðbólguþröskulmið við stjórn peningamála?“ *Peningamál* 2000/1, bls. 32–40, og „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: auknið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða.“ *Peningamál* 2000/4, bls. 45–57.

70. Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson: *Optimal exchange rate policy: the case of Iceland*. Working paper no. 8. Seðlabanki Íslands 2000.

aukið frelsi í fjármagnsviðskiptum milli landa og gríðarleg aukning alþjóðlegra fjármálaviðskipta í kjölfarið. Við slíkar aðstæður, þar sem mikið fjármagn getur streymt inn í land og síðan horfið þaðan með sama hraða, getur reynst mjög erfitt að viðhalda fastgengisstefnu og hún teflt fjármálalegum stöðugleika í tvísýnu [...].⁷¹

Þetta bendir til þess að ein af ástæðunum fyrir því að verðbólgu-markmið var tekið upp hafi verið að gera hagkerfinu auðveldara að bregðast við þeim vandamálum sem geta stafað af frjálsum fjármagnsflæði milli landa um leið og reynt er að stemma stigu við of mikilli hreyfingu gengisins.

Þórarinn bendir jafnframt á að þótt landið sé lítið þá sé það lokaðra en ætla mætti og því til staðfestingar nefnir hann að hlutfall inn- og útflutnings hafi verið 72% af VLF árið 1997 en miðað við stærð hagkerfisins mætti búast við að þetta hlutfall væri rúmlega 90%. Einnig sé hagsveiflan nánast alveg úr takti við hagsveiflur annarra iðnríkja og aðeins 5% sveiflna í hagvexti Íslands tengd hagsveiflu ESB landa. Sú niðurstaða bendir til þess að á þeim tíma hafi verið óráðlegt að stefna að inngöngu í myntbandalag eða taka upp erlendan gjaldmiðil með öðrum hætti. Kostir þess að halda úti sjálfstæðri mynt og reka sjálfstæða peningastefnu eru hvað mestir þar sem orsakir hagsveiflna eru aðeins óverulega tengdar orsökum hagsveiflna í öðrum löndum. Már, Þórarinn og Arnór komast að því í grein sinni frá 2000 að heppilegast sé að hafa sveigjanlegt gengi á Íslandi. Hagkerfið sé ekki svo opið að viðskiptakostnaður vegna eigin myntar sé verulegur og tengsl við hugsanlegt myntsvæði ekki svo mikil að festing krónunnar við evru sé æskileg.⁷²

Þórarinn leggur áherslu á það í fyrrnefndri grein sinni að verði verðbólgu-markmið tekið upp sé gagnsæi peningastefnunnar mikilvæg forsenda fyrir því að vel takist til. Almennigur og stjórnvöld verði að geta metið aðgerðir og árangur Seðlabankans. Það veiti bankanum aðhald og geri honum erfiðara um vik að víkja frá settum markmiðum. Í greininni er lagt til að fundargerðir verði gerðar opinberar og bankanum gert skylt að gefa skýringar ef markmiðið næst ekki. Sem dæmi um reikningsskil banka á verðbólgu-markmiði er nefnt ákvæði í lögum um nýsjálenska seðlabankann en samkvæmt því er heimilt að reka bankastjórn ef verðbólga fer út fyrir ákveðin vikmörk.

Í greininni eru forsendur þess að taka upp verðbólgu-markmið tíundaðar. Tekið er fram að nauðsynlegt sé að fjármálamarkaðir séu virkir „þannig að aðgerðir Seðlabankans miðlist í gegnum fjármálakerfið og út í hagkerfið með eðlilegum hætti“.⁷³ Kynna þurfi miðlunarferlið og styrkja spágerð. Nauðsynlegt sé að sjálfstæði Seðlabankans sé aukið með lögformlegum hætti svo markaðsaðilar geti treyst sjálfstæði hans.

Í grein Þórarins „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil aðgerða“ er fjallað frekar um sjálfstæði Seðlabankans. Þar er vitnað í fræðileg rök og reynslu margra þjóða sem sýna að með sjálfstæði seðlabanka gagnvart ríkisstjórn við beitingu peningalegra stjórnækja sé best komið í veg fyrir að langtímaávinningi stöðugs verðlags sé fórn að fyrir skammsýn sjónarmið við stjórn peningamála. Þannig náist lægri verðbólga án þess að með fylgi kostnaður í formi minni hagvaxtar eða atvinnu.

71. Þórarinn G. Pétursson: „Gengis- eða verðbólgu-markmið við stjórn peningamála?“, bls. 32.

72. Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson: *Optimal exchange rate policy: the case of Iceland*, bls. 47.

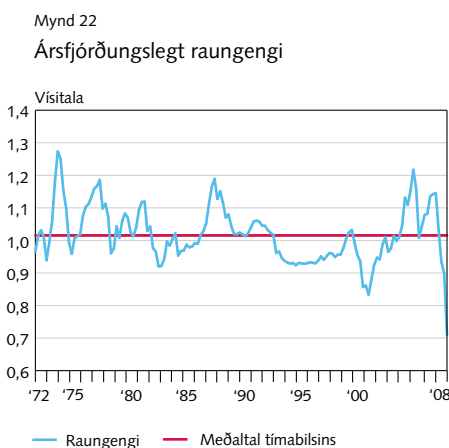
73. Þórarinn G. Pétursson: „Gengis- eða verðbólgu-markmið við stjórn peningamála?“, bls. 40.

Í samræmi við erlendar rannsóknir er sjálfstæði seðlabanka metið með hliðsjón af nokkrum þáttum. Þeir eru: áhersla á verðstöðugleika, markmiðs- sjálfstæði, tækjasjálfstæði, aðgangur ríkissjóðs að lánafyrirgreiðslu í seðla- banka og ráðningartími seðlabankastjóra. Samkvæmt þessum mælikvörðum var sjálfstæði íslenska seðlabankans frekar lítið árið 2000. Þann 27. mars 2001 samþykktu ríkisstjórn Íslands og Seðlabankinn breytingar á fyrirkomu- lagi stjórnar peningamála og tók Seðlabankinn upp verðbólgu markmið 28. mars. Breytingin var fest í sessi við nýju lögum um Seðlabankann 22. maí 2001. Við þetta jókst sjálfstæði hans verulega.

Lagabreyting frá 2001 varð til þess að treysta stöðu Seðlabankans. Samkvæmt eldri lögum var hlutverk Seðlabankans margþætt, þar á meðal að „vinna að því að peningamagn í umferð og frambod lánsfjár sé hæfilegt miðað við það að verðlag haldist stöðugt og framleiðslugeta atvinnuveganna sé hag- nýtt á sem fyllstan og hagkvæmestan hátt“.⁷⁴ Í lögum um Seðlabanka Íslands frá maí 2001 segir: „Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er að stuðla að stöðugu verðlagi. Með samþykki forsætisráðherra er Seðlabankanum heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu. Seðlabankinn skal stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu [...].“⁷⁵ Sjálfstæði Seðlabankans var aukið verulega með nýjum lögum. Áhersla bankans á verðstöðugleika var aukin, hann fékk fullt sjálfstæði við beitingu stýritækja og ráðningartími bankastjóra var lengdur. Þessar breytingar voru þáttur í því að auka skilvirkni bankans við meginverkefni sitt, þ.e. að stuðla að verðstöðugleika. Með auknu sjálfstæði dregur úr líkum á því að verðstöðugleika til lengri tíma sé fórnad í pólitískri vinsældakeppni, auk þess sem aukið sjálfstæði ásamt reikningsskilum gera stefnuna sýnilegri og auka þannig trúverðugleika bankans ef rétt er á haldið. Cukierman vísar í fjölda rannsókna sem hafa sýnt fram á sambengi aukins sjálfstæðis seðlabanka og lægri verðbólgu.⁷⁶ Þá hefur verið sýnt fram á tilhneingingu ríkisstjórna til að hafa áhrif á stefnu seðlabanka í aðdraganda kosninga og fá þá til að slaka á stefnunni.⁷⁷

4.3.6 Þróun raungengis

Raungengið styrktist verulega á fyrstu árum aldarinnar. Árið 2001 var raun- gengið að meðaltali nærri 11% veikara en meðalraungengi árána 1970 til 2000 en árin 2005 til 2007 var það að jafnaði ríflega 10% sterkara en sama meðalgengi. Það er margt sem skýrir þessa styrkingu, jafnt tímabundnir þættir sem varanlegir. Raungengi getur hreyfst mikið en hefur þó tilhneingingu til að leita í jafnvægi yfir löng tímabil. Frávik geta þó varað árum saman. Erfitt hefur reynst að meta jafnvægisgildi raungengis og á það jafnt við á Íslandi sem í öðrum löndum.⁷⁸ Styrking raungengis getur því heldur stafað af því að langtíma- eða jafnvægisraungengið hefur styrkst eða af því að aðrir þættir þrýsta raungenginu tímabundið upp fyrir varanleg gildi. Hvort og hvernig



Þróun raungengis 1972–2008 og meðaltal þess.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

74. Lög nr. 36 5. maí 1986 um Seðlabanka Íslands, a-liður 3. gr.

75. Lög nr. 36 22. maí 2001 um Seðlabanka Íslands, 3. gr.

76. Cukierman, Alex: *Central bank independence and monetary policy making institutions – Past, present and future*. Discussion paper no. 6441. CEPR 2007.

77. Alpana og Honig: „The impact of central bank independence on political monetary cycles in advanced and developing nations.“ *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41 no. 7 2009, bls. 1365–1389.

78. Arnór Sighvatsson: „Jafnvægisraungengi krónunnar“, *Fjármálatíðindi Seðlabanka Íslands*, 47. árgangur 2000, bls. 5–22 og „Perspectives on PPP and long-run real exchange rates“ eftir Froot, Kenneth A. og Kenneth Rogoff í Grossman og Rogoff (ritstj.) í *Handbook of international economic. Volume 3*, bls. 1647–1688. Elsevier, North-Holland 1995.

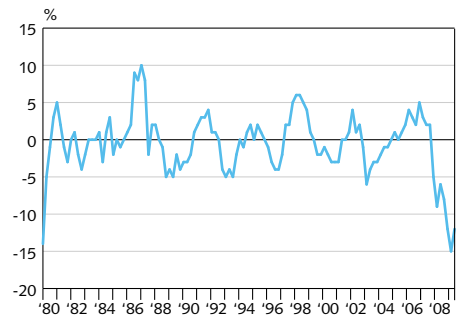
brugðist er við slíkum frávikum ræðst því meðal annars af því hver skýringin á styrkingu gengisins er talin vera.

Fjöldi þátta stuðlaði að örum framleiðnivexti á Íslandi um áratuga skeið. Með stækkun efnahagslögsögunnar í skrefum út að 200 sjómílna markinu náði þjóðin yfirráðum yfir verðmætum náttúruauðlindum. Nýting fallvatna og jarðhita til raforkuframleiðslu hefur fundið sér farveg í álverum sem reist hafa verið á undanföllum áratugum. Í báðum þessum tilvikum er verið að auka nýtingu á náttúruauðlindum umfram það sem áður hafði verið. Af því leiðir að landsframleiðsla á mann, og þar með framleiðni, eykst. Opnun hagkerfisins og afnám hafta á viðskiptum og flutningi framleiðsluþátta styður við þessa þróun. Meiri framleiðnivöxtur en hjá viðskiptaþjóðum leiðir til þess að raungengið styrkist.⁷⁹ Hærra raungengi endurspeglar aukinn kaupmátt þjóðarinnar en því fylgir einnig verri samkeppnisstaða innlendarar framleiðslu. Æskilegt er að bregðast við miklum tekjuvexti til þess að koma í veg fyrir neikvæð áhrif af aukinni auðlindanýtingu, svokallaða hollenska veiki (e. Dutch disease).⁸⁰ Þessi neikvæðu áhrif eru meðal annars vaxandi viðskiptahalli og afturför í öðrum framleiðslugeirum en það eru afleiðingar af skyndilegu og verulegu innstreymi tekna í nýjum geirum. Til að sporna við því að slíkur tekjuauki spilli fyrir má safna tekjum í sjóði í útlöndum, líkt og Norðmenn og Kúveitar hafa til dæmis gert. Með því móti má flytja tekjurnar heim á mun yfirvegaðri og viðráðanlegri hátt fyrir hagkerfið. Þá er einnig til staðar varasjóður ef tekjulindin bregst. Á vissan hátt má líta svo á að í þjóðhagslegu samhengi séu fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða í erlendum verðbréfum, sem hófust að marki upp úr síðustu aldamótum, í reynd söfnun þjóðarinnar í erlendan varasjóð.

Raungengi sveiflast einnig vegna breytinga á viðskiptakjörum. Með viðskiptakjörum er átt við hlutfall útflutningsverðlags og innflutningsverðlags í erlendri mynt, þ.e. hversu margar einingar af innfluttri vöru sé hægt að kaupa fyrir einingu af útfluttri. Auk sveiflna í nýtingu auðlinda voru breytingar á viðskiptakjörum lengst af einn helsti hagsveiflufvaki íslenska þjóðarvaxins.⁸¹ Hækkun á innflutningsverði umfram útflutningsverð, til dæmis þegar olíuverð hækkaði eða heimsmarkaðsverð á sjávarafurðum lækkaði, rýrði viðskiptakjörin. Það leiddi svo af sér slaka eða niðursveiflu. Að sama skapi voru uppsveiflur keyrðar áfram af bættri auðlindanýtingu og viðskiptakjarabata sem hækkaði raungengið.

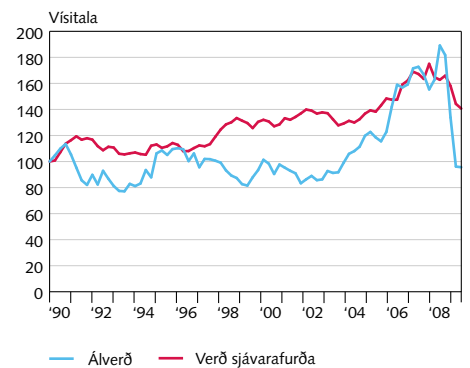
Mikið innstreymi erlends fjármagns er enn ein ástæða hækkunar á raungengi. Á stríðsárunum streymdi inn gjaldeyris vegna tekna af hernum og hátt verð útflutningsvara á sama tíma leiddi til söfnunar gjaldeyrisforða. Ekki var mikið framboð af innfluttum varningi á stríðsárunum vegna vöruskorts. Innlent verðlag hækkaði því og raungengið styrktist. Eftir stríð jókst innflutningur en viðskiptahallinn olli ekki miklum áhyggjum því auðvelt var að fjármagna hann með gjaldeyrisforðanum. Í lok stríðsins nam gjaldeyrisforð-

Mynd 23
 Þróun viðskiptakjara
 Breyting frá sama fjórðungi árið á undan í hlutfalli útflutnings- og innflutningsverðs



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
 Verðvísitala áls og sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum



Heimild: Hagstofa Íslands.

79. Svokölluð Balassa-Samuelsón áhrif, sjá „Perspectives on PPP and long-run real exchange rates“ eftir Froot, Kenneth A. og Kenneth Rogoff í Grossman og Rogoff (ritstj.) í *Handbook of international economic. Volume 3*, bls. 1647–1688. Elsevier, North-Holland 1995.

80. Hugtakið Dutch disease kemur upphaflega úr grein í *Economist* („The Dutch Disease.“ 26. nóvember 1977, bls. 82–83) sem fjallaði um hnignun iðnframleiðslu í Hollandi í kjölfar þess að gas fannst í Norðursjó 1959. Sjá einnig: Sachs, Jeffrey D. og Andrew M. Warner: *Natural resource abundance and economic growth*. NBER Working Papers 5398. National Bureau of Economic Research 1995.

81. Ásgeir Daníelsson: „Sveiflur í sjávarútvegi, gengisstefna og almenn hagstjórn.“ *Fjármálatíðindi* 38 1991, og Guðmundur Magnússon og Tór Einarsson: „Hagsveiflur, gengismál og jöfnunar-sjóðir.“ Í *Klemensarabók*, Sigurður Svavarsson (ritstj.). Félag viðskipta- og hagfræðinga 1985, bls. 89–112.

inn líklega andvirði um tveggja ára eðlilegs innflutnings en hann var nánast uppurinn 1947. Þá var gripið til víðtækra hafta bæði í gjaldeyrismálum og á öðrum sviðum. Eftir að dró úr tekjum af setulíðinu tók Marshall-aðstoðin við um skeið og Ísland fékk úthlutað alls 43 milljónum Bandaríkjadala á árunum 1948 til 1951. Í mars 1950 var gengi krónunnar fellt verulega, um 42,6%, og stefnt var að því að auka frelsi í innflutningi og afnema höft. Það gekk þó ekki eftir af ýmsum ástæðum. Gengisfellingin var sennilega ekki nógu mikil og þróunin árin á eftir ekki jafn hagfelld og vænst hafði verið. Afli varð minni en reiknað hafði verið með og viðskiptakjör fóru versnandi. Í stað þess að ganga lengra í aðlögun að jafnvægisgengi og opnun milliríkjavíðskipta var treyst á innflutningshöft. Tekið var upp flókið fjölgengiskerfi sem ætlað var að stýra eftirspurn og draga þannig úr þörfinni fyrir innflutningshöft en styrkja jafnframt útflutningsgreinar, þ.e. sjávarútveg. Þetta kerfi fól í sér mikla mismunun á starfsskilyrðum ólíkra atvinnugreina en það dugði þó ekki til að koma á jafnvægisgengi. Árið 1960 var gengið fellt um 57% miðað við gamla stofngengið frá 1950 en um þriðjung miðað við gengið með 55% yfirfærslugjaldi. Raungengið lækkaði verulega við þetta. Innflutningur var að miklu leyti gefinn frjáls en aðhald bæði ríkisfjármála og peningamála aukið verulega. Seðlabankanum var í kjölfarið falið að ákvarða gengið en það hafði verið ákveðið með lögum allt frá því 1939. Eftir gengisfellingunni í kjölfar mikilla launahækkana sumarið 1961 hélst gengið óbreytt til haustsins 1967 en raungengið hækkaði um nær þriðjung á þessum tíma vegna töluverðrar verðbólgu. Mikil sildveiði og hagstæð viðskiptakjör juku gjaldeyriskjurnar á þessum árum. Vandinn kom í ljós þegar sildaraflinn brást og gengið var fellt í tvígang, haustið 1967 og aftur haustið 1968.⁸²

Bygging álversins í Straumsvík og Búrfellsvirkjunar á seinni hluta sjöunda áratugarins var fjárfesting af stærðargráðunni 30% af VLF og dreifðist hún á nokkur ár. Þessi framkvæmd kom á heppilegum tíma fyrir þjóðarþúið, þegar verulegur slaki hafði myndast í kjölfar sildarhrunsins. Slíkar stóriðju fjárfestingar, sem oftast felast í byggingu álverksmiðju á vegum erlends fyrirtækis auk virkjanaframkvæmda Landsvirkjunar sem oftast eru fjármagnaðar með erlendu lánsfé, hafa síðar haft í för með sér innstreymi fjármagns og styrkingu raungengisins. Þetta gerðist á árunum 1997 til 2000 og aftur 2004 til 2007.

Árið 2003 var ákveðið að hefjast handa við byggingu álvers á Reyðarfirði, stærsta álvers landsins, og yrði raforkan í það framleidd í Kárahnjúkavirkjun. Þetta var umfangsmeiri framkvæmd en áður hafði þekkt og fyrsta stóriðjuverkefnið sem ráðist var í eftir að gengi krónunnar var sett á flot. Fljótlega var einnig ráðist í verulega stækkun álversins á Grundartanga með tilheyrandi virkjanaframkvæmdum og var unnið að því verkefni samhliða hinu.

Strax og ákveðið var að hefjast handa við þessi stóriðjuverkefni mátti merkja verulega styrkingu krónunnar sem og raungengisins. Væntingum um innstreymi fjármagns fylgdu væntingar um að krónan styrktist og laðaði þar með að skammtímafjármagn því von var að hægt væri að hagnast á styrkingunni. Mikill framkvæmdaþungi án tilhlýðilegra mótvægisáðgerða gerði það einnig að verkum að vænta mátti vaxtahækkana. Háir skammtíma vextir drógu að erlent fjármagn vegna möguleika á að hagnast á vaxtamun milli Íslands og annarra landa. Á sama tíma voru væntingar um að gengið héldist

82. Umfjöllunin hér að framan byggist að verulegu leyti á grein Jóhannesar Nordal og Ólafs Tómassonar: „Frá floti til flots: þættir úr sögu gengismála 1922–1973.“ Í Sigurður Snævarr (ritstj.): *Klemensarbók*, Félag viðskipta- og hagfræðinga 1985, bls. 215–234.

sterkt. Þetta styrkti krónuna enn frekar og þrýsti raungenginu lengra upp til skamms tíma, þ.e. þar til vænta mátti útstreymis fjármagns þegar vextir lækkuðu á ný eða þegar raungengið lækkaði vegna hækkunar á innlendu verðlagi. Raungengisstyrking eins og þessi, sem skapast vegna innstreymis erlends fjármagns, getur því verið til marks um varanlega gengisstyrkingu, eins og þegar framleiðni eykst vegna nokkurs konar „stækkunar“ hagkerfisins þegar verið er að fjárfesta í nýtingu nýrra auðlinda. En hún getur líka verið til marks um skammtímasveiflu, sem getur að hluta til magnað sig sjálf, og stafar af innstreymi skammtímafjármagns vegna þess að verið er að nýta tímabundinn vaxtamun umfram áhættuálag, en mun snúast við jafnskjótt og vextirnir lækka, áhættan eykst eða dregur úr áhættusækni. Hvort tveggja átti við á Íslandi á árunum 2003 til 2005.

4.3.7 Blikur á lofti

Hér hefur verið lýst mörgum af þeim framfaraskrefum sem stigin voru á undanförunum áratugum og eiga þátt í stórbættum líf skjörum almennings á Íslandi. Þar á meðal eru útfærsla fiskveiðilögsögunnar og ábyrg fiskveiðistjórnun, útbreidd verðtrygging lánsfjár og vaxtafrelsi, markaðsvæðing og brotthvarf hins opinbera úr atvinnurekstri, opnun hagkerfisins og afnám viðskiptahafta, uppbygging öflugs lífeyrissjóðakerfis, sem fjárfestir í vaxandi mæli í dreifðum eignasöfnum erlendis, og aukið sjálfstæði Seðlabankans. Allir þessir þættir stuðluðu að jákvæðri umfjöllun láshæfismatsfyrirtækja, erlendra eftirlitsaðila eins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (*OECD*) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*IMF*). Og þótt ýmsar blikur væru á lofti er leið frá aldamótum vögu þessi atriði á mótum versnandi horfum til skemmri tíma þrátt fyrir að vægi þeirra færi dvínandi því lengur sem efnahagsstjórnin var látin reka á reiðanum. Þegar horft er um öxl er engu líkara en að jákvæðar athugasemdir um uppbyggingu liðinna ára og vænlegar langtímahorfur af hennar sökum væru það eina úr skýrslum erlendra greinenda sem mark var tekið á innanlands en að skollaeyrum hafi verið skellt við öllum varnaðarorðum um válega og síversnandi stöðu þjóðarbúsins.

Í álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 15. maí 2006 sagði í lauslegri þýðingu Seðlabanka Íslands:

„Efnahagshorfur á Íslandi eru áfram öfundsverðar. Stofnanir eru öflugar og stefnumótunarumgjörð sterk. Markaðir eru opnir og sveigjanlegir, auk þess hefur verið faglega staðið að stjórnun á náttúruauðlindum landsins sem hefur aukið fjölbreytileika hagkerfisins og lagt sitt af mörkum til að tryggja sjálfbærni þess. Þetta umhverfi er einnig mótað af menningu sem einkennist af frumkvöðlakrafti sem leitt hefur til betri efnahagsárangurs en búast mætti við af svo smáu hagkerfi.

Hins vegar er vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu áhyggjuefni um þessar mundir og við því þurfa stjórnvöld að bregðast tímanlega. Umframeftirspurn, mikil og vaxandi verðbólga, mikill viðskiptahalli og mjög skuldsett heimili og fyrirtæki – einkum bankar – valda ókyrrð á fjármálamörkuðum sem ógnar stöðugleika til skamms tíma. Ef lítið er um öxl, hefði mátt bregðast við þessum kringumstæðum með betur samhæfðum aðgerðum, með aðhaldssamari ríkisfjármálum og umbreytingu á Íbúðalánasjóði.“⁸³

83. *Iceland, Article IV Consultation. Concluding Statement*. 15. maí 2006. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Einn af bankastjórum Seðlabankans, Davíð Oddsson, greip þetta á lofti og benti á það í ræðu sinni á ársfundi Landssambands lífeyrissjóða þann 18. maí 2006:

„Fyrr í vikunni birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn álit sérfræðinga- nefndar sem hér var á dögnum til reglubundinna viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda. Í því kemur m.a. fram að staða Íslands sé öfundsverð þegar horft er til framtíðar. Stofnanir séu sterkar og hið sama gildi um umgjörð efnahagsstefnunnar. Við ríkjandi skilyrði sé þörf á ströngu aðhaldi í peningamálum og ríkisfjármálum til þess að draga úr ójafnvæginu í þjóðarbúskapnum. Seðlabanki Íslands mun leggja sitt af mörkum í þeirri viðleitni.“⁸⁴

Í *Staff report* Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá 13. júlí 2006 var aðeins búið að herða tóninn: „Although current imbalances need to be addressed resolutely, the medium-term outlook for the Icelandic economy remains highly favorable.“⁸⁵ Þessu viðhorfi sjóðsins um vænlegar langtímahorfur var lengi haldið á lofti. Á meðan ójafnvægið í efnahagslífinu jókst fluttist áherslan í greiningum sjóðsins á þau vandamál sem því fylgdu og þörfina á viðbrögðum en undirtektir voru litlar.

Í álit sendinefndar sjóðsins 4. júlí 2008 er enn og aftur haldið í hinar jákvæðu langtímahorfur en þær eru skilyrtar um ýmsa þætti. Ekki er skortur á varnaðarorðum og ábendingum en öfundsverðu langtímahorfurnar eru í raun og veru það eina jákvæða sem eftir stendur (aftur í lauslegri þýðingu Seðlabankans):

„Íslenska hagkerfið er auðugt og sveigjanlegt. Tekjur á mann eru meðal þeirra hæstu og tekjuójöfnuður einna minnstur í heiminum. Vinnu- og framleiðslumarkaðir eru opnir og sveigjanlegir. Stofnanir og umgjörð stefnumótunar eru öflugar og skuldir hins opinbera eru mjög litlar. Eftirtektarverð stjórnun á náttúruauðlindum landsins hefur gert Íslandi kleift að auka fjölbreytni hagkerfisins og stuðla að sjálfbærni. Í ljósi þessa eru langtímahorfur íslenska hagkerfisins öfundsverðar.“⁸⁶

Í september sama ár er enn dregið úr þó að enn sé bent á að langtímahorfur séu efnilegar og jafnvel öfundsverðar þrátt fyrir mikla óvissu og verulega áhættu á að fari á verri veg til skemmri tíma:

„Directors considered that there are large uncertainties surrounding the near-term outlook, with significant downside risks. At the same time, they noted that the long-term prospects for the economy remain promising – even enviable – given Iceland’s sound governance and stable institutions, open and flexible markets, large and well-man-

84. Erindi Davíðs Oddssonar, formanns bankastjórnar Seðlabanka Íslands, á ársfundi Landssambands lífeyrissjóða 18. maí 2006.

85. *Iceland, Article IV Consultation–Staff Report*. 13. júlí 2006. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

86. *Iceland, Article IV Consultation Concluding Statement*. 4. júlí 2008. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

aged renewable natural resource base, and the authorities' long track record of resilience and adaptability to changing circumstances."⁸⁷

Eftir tímabundin viðbrögð banka og stjórnvalda við athugasemdum erlendra greinenda árið 2006 dró úr þeim um hríð. Árið 2008 var þó aftur tekið að bera á áhyggjum af vexti íslenska bankakerfisins, skuldsetningu þjóðarinnar, viðskiptahalla og fleiri merkjum um ójafnvægi sem kallaði á leiðréttingu. Bandaríski fjárfestingarbankinn Merrill Lynch hafði fylgst með íslenskum bönkum um nokkurra ára skeið. Þann 24. júlí 2008 gaf Merrill Lynch út greiningu á íslenskum bönkum undir yfirskriftinni „Distress and default“ (sem hefur tvíræða merkingu: „neyð og gjaldþrot“ en einnig „neyð og aðgerðaleysi“). Þar segir:

„With Kaupthing and Glitnir CDS quoted at +1,000bps for the second time in four or so months, the market has returned to the idea that default is where we are headed with the Icelandic banks. It is not surprising. Since we had the promising agreement with other Nordic Central Banks in mid-May that gave access to a credit line of €1.5bn equivalent, we have had a virtual information vacuum out of Iceland. The markets hate a vacuum and generally consider (and price securities) for the worst scenario when confronted with one. That is what we are seeing now.“⁸⁸

Þá hefur höfundur greiningarinnar, Richard Thomas, áhyggjur af getu íslenska ríkisins til að taka við bönkunum ef þess reynist þörf. Hans mat er að á þessum tíma, sumarið 2008, sé verið að verðleggja inn á mörkuðum þjóðnýtingu bankanna og greiðslustöðvun:

„With total bank debt in the \$70bn+ level and GDP a quarter of that, the market is also focusing on the macro imbalances in Iceland. The Icelandic authorities' steps to address this have so far been inadequate in our view and the apparent inaction has merely fanned the flames of speculation. Though there is no evidence that we are heading in this direction, it is true that default is actually a macroeconomic tool peculiarly well suited to dealing with situations of over-indebtedness. We think that the market is envisaging renationalisation of the banks, a debt moratorium and a generalised restructuring of debt, where the bondholders feel significant pain (or at least share the pain with Iceland's taxpayers). This is not our central scenario – hence our unchanged recommendations on the banks. Some reassurance that we are not headed in this direction would however be quite welcome.“⁸⁹

Ekki fór hátt um viðbrögð íslenskra ráðamanna við þessum ráðleggingum og bollalaggingum utan menntamálaráðherra sem taldi allt tal um þjóðnýtingu svo fráleitt að réttast væri að bjóða greinandanum upp á endurmenntun.⁹⁰

87. IMF Executive Board: *Concludes Article IV Consultation with Iceland Public Information Notice (PIN)* nr. 08/120, 19. september 2008. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

88. Thomas, Richard: *Icelandic banks: distress and default*. Merrill Lynch 24. júlí 2008.

89. Thomas, Richard: *Icelandic banks: distress and default*, Merrill Lynch 24. júlí 2008.

90. *Vísir*, 1. október 2008: „Þorgerður sagði hugmyndir um þjóðnýtingu makalausar.“

4.3.8 Hagsveifla og hagstjórn

Eftirspurnardrifnar hagsveiflur

Hagsveifla sem hefst með auðlindaskelli eða versnandi viðskiptakjörum dregur úr framleiðslu en raungengið fellur og samkeppnisstaðan batnar. Útflutningur eykst á ný og innflutningur dregst saman þar til raungengið hefur á ný risið og efnahagslífið er komið aftur í samt lag. Á hliðstæðan hátt leiðir viðskiptakjarabati til aukinnar innlendrar eftirspurnar og sterkara raungengis. Hærra raungengi dregur úr samkeppnishæfni og útflutningur minnkar en innflutningur eykst. Gengisstyrkingin leiðir því hagkerfið aftur í átt að jafnvægi. Þannig dempar raungengið hagsveifluna. Þetta er einfölduð mynd af því hvernig hefðbundnar íslenskar hagsveiflur gengu fyrir sig lengst af síðustu öld.⁹¹

Þensluskeiðið, sem fór af stað á seinni helmingi tíunda áratugarins, sker sig nokkuð úr. Það fór reyndar af stað sem hefðbundinn auðlindaskellur í kjölfar Smuguveiðanna. Síðan tekur við nýtt þensluskeið þegar ráðist er í að reisa álverið á Grundartanga. Erlent fjármagn streymir til landsins og raungengið styrkist. Í lok þensluskeiðsins, þegar innflæði erlends fjármagns hættir, fellur krónan og raungengið veikist. Gengisstyrking vegna innflæðis fjármagns, eða væntinga um innflæði, er af nokkuð öðrum toga en gengisstyrking vegna hagfelldrar ytri þróunar svo sem vegna óvenju mikils afla. Styrkingin eykur á ávöxtun erlends fjár og hefur því tilhneigingu til að viðhalda innflæðinu. Við aðstæður sem þessar er hætt við að sveiflur í genginu dugi ekki til að dempa hagsveifluna. Frekar má líta svo á að það séu einmitt gengissveiflur sem valda hagsveiflunni.⁹²

Í fyrsta hefti *Peningamála* sem Seðlabankinn gaf út í nóvember 1999 er rakin sýn Seðlabankans á uppsveiflu árána 1997 til 1999. Mikið var fjárfest í stóriðju 1997 og 1998 þegar verið var að reisa fyrsta hluta álversins á Grundartanga og virkjanir í tengslum við það. Gengi krónunnar styrktist við innflæðið. Á þessum tíma var einnig verið að auka við hlutafé í ríkisviðskiptabönkunum í aðdraganda einkavæðingar þeirra og Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var stofnaður með sterka eiginfjárstöðu.⁹³ Samkeppni fjármálastofnana um markaðshlutdeild jókst sem og aðgengi almennings að lánsfé. Reglur um húsnæðislán voru jafnframt rýmkaðar. Seðlabankinn taldi einnig að viðskipti með aflakvóta hefðu líklega bæði aukið eftirspurn og framboð lánsfjár. Raunvextir fóru almennt lækkandi á þessum tíma. Framan af var uppsveiflan drifin áfram af ytri aðstæðum, vaxandi aflaheimildum í þorski og stóriðju-fjárfestingu, en á seinni stigum var það innlend eftirspurn „rífllega fódruð með erlendu lánsfjármagni“.⁹⁴ Að mörgu leyti var þessi uppsveifla, 1997 til 1999, áþekkt uppsveiflu árána 2004 til 2007 en sú seinni var mun stærri að flestu leyti. Þessar uppsveiflur voru aftur á móti að ýmsu leyti frábrugðnar

91. Ásgeir Danielsson: „Sveiflur í sjávarútvegi, gengisstefna og almenn hagstjórn.“ *Fjármálatíðindi* 38, bls. 186–194. Seðlabanki Íslands 1991.

92. Þórarinn G. Pétursson: *Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility?* Working paper No. 43, Seðlabanki Íslands 2009. Þórarinn fjallar um gengisflökt og verðbólguarmarkmið og kemst að því að fljótandi gengi dempi sveiflur með því að draga úr áhrifum utanaðkomandi skella en eigi að síður geti fljótandi gengi jafnframt verið sjálfstæð uppspretta skella sem dynja á hagkerfinu.

93. „Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum: opþensla teflir verðstöðugleika enn í hættu.“ *Peningamál* 1999, 1 (nóvember), bls. 9. Seðlabanki Íslands.

94. „Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum: opþensla teflir verðstöðugleika enn í hættu.“ *Peningamál* 1999, 1 (nóvember), bls. 9. Seðlabanki Íslands.

fyrri uppsveiflum hér á landi eftir stríð og munar þar mestu um aukið lánsfjárframboð, einkaneyslu, sveigjanlegt gengi og tiltölulega lága en stöðuga raunvexti. Mikill kraftur innlestrar eftirspurnar í uppsveiflunni olli miklum vexti viðskiptahallans í uppsveiflunni 1997–1999 og á ný 2004–2007. Þessar tvær síðustu uppsveiflur urðu einnig við frjálsa fjármagnsflutninga. Að mati Seðlabankans eykur það líkurnar á „gjaldeyris- og fjármálakreppu bresti traust markaðsaðila á efnahagsstefnunni“.⁹⁵

Uppsveiflan sem hófst árið 2003 fór einnig af stað með gengisstyrkingu vegna innflæðis erlends fjármagns. Styrkingin hófst eftir að ákveðið var að reisa stórt álver í Reyðarfirði og byggja stíflu við Kárahnjúka. Þessi framkvæmd kallaði á gríðarlega erlenda fjárfestingu í landinu og innstreymi með þrýstingi á krónuna var fyrirsjáanlegt. Kaupmáttaraukningin jók eftirspurn eftir innfluttum neysluvörum og jók enn frekar á viðskiptahallann. Einkavæðingu bankanna lauk árið 2003 og í framhaldinu sóttu þeir af auknum krafti í erlent lánsfé sem var í boði á sögulega lágum vöxtum. Við einkavæðinguna héldu bankarnir svipuðu lánsþæfismati og ríkið. Þeir juku innlend útlán sín í erlendum gjaldeyri, fyrst til fyrirtækja og síðar til einstaklinga sem nýttu sér hagstæða erlenda vexti auk þess sem krónan hélt áfram að styrkjast lengst af uppsveiflunni og þannig gekk af sjálfu sér á höfuðstólinn í krónum talið. Öllu þessu til viðbótar var fjármögnun Íbúðalánasjóðs breytt á árinu 2004, og útlánareglunum einnig, en það hafði í för með sér verulega lækkun á vöxtum fasteignalána. Nýlega einkavæddir bankarnir með meira aðgengi en áður að fjármögnun leituðu leiða til að láta fjármagnnið vinna og tóku að bjóða íbúðalán á kjörum sem voru samkeppnishæf við Íbúðalánasjóð.

Orsakir hagsveiflu eru ekki alltaf eins. Mismunandi þættir ráða ferðinni. Ef ástæða er til þess að beita hagstjórnartækjum til að bregðast við sveiflunni fer það því eftir eðli hennar hverju sinni hvaða tækjum er heppilegast að beita og hvernig það er gert.

Hagstjórn – stefna og langtímasjónarmið

Oft er litið svo á að tilgangur hagstjórnar sé tvíþættur. Annars vegar að stuðla að sem bestu umhverfi fyrir viðvarandi hagvöxt og hins vegar að dempa þær sveiflur sem verða í efnahagslífinu vegna utanaðkomandi skella. Hagvaxtarhlutverkið er til langs tíma litið mikilvægara þar sem meðalhagvöxtur um áratuga skeið ræður mun meiru um lífsgæði en skammtímasveiflur í hagvextinum. Þó er það svo að ákveðin temprun á sveiflum er mikilvæg yfir skemmri tímabil. Einnig er æskilegt að koma í veg fyrir ofþenslu og efnahagshrun og má segja að þar mætist þessi tvö hlutverk.

Efnahagsstjórn skiptist að mestu milli tveggja stofnana. Annars vegar eru aðgerðir í ríkisfjármálum á könnu stjórnarráðsins en ákvarðanir í peningamálum liggja hjá Seðlabankanum. Heppilegast hefur þótt að aðskilja stjórn peningamála frá valdi stjórnmalamanna vegna þess að skaðsemi slakrar peningastjórnunar til lengri tíma er talin meiri en svo að það réttlæti peningaprentun af þeirri stærðargráðu sem stjórnmalaflokkar hafa jafnan tilhneigingu til þegar þarf að vinna á samdrætti í efnahagslífinu.

Í upphafi árs 2001 var lögum um Seðlabanka Íslands breytt og sjálfstæði hans aukið til muna þó svo að ekki hafi verið gengið alla leið í þeim efnunum.

⁹⁵ „Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum: ofþensla teflir verðstöðugleika enn í hættu.“ *Peningamál* 1999, 1 (nóvember), bls. 10. Seðlabanki Íslands.

Seðlabankanum var falið sjálfstæði til beitingar stjórnækja sinna við að framfylgja sameiginlegu verðbólguþéttun ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans. Forsætisráðherra var þó áfram falið að skipa seðlabankastjóra, sem voru þrjú talsins, en honum var gert nánast ómögulegt að reka þá. Hugmyndin var að skerða vald forsætisráðherra yfir hinum pólitískt skipuðu bankastjórum á svipaðan hátt og vald yfir faglega skipuðum seðlabankastjórum hafði verið takmarkað víða um heim.

Hlutverkaskipting hagstjórnarinnar hefur þróast þannig að það sé hlutverk Seðlabanka að halda verðbólgunni í skefjum á meðan ríkisfjármálin eru notuð til þess að draga úr sveiflum í efnahagsstarfsemi. Það má setja fram þannig að það sé hlutverk ríkisfjármálanna að miða ríkisútgjöld og skattastefnu að því að dempa framleiðsluspennu og draga úr eftirspurnarslaka þannig að atvinnustigið sé alla jafna sem næst náttúrulegu atvinnuleysi.

Langtímamarkmið ríkisfjármála hefur verið að stuðla að sem bestri samkeppnisaðstöðu íslenskra fyrirtækja með því að búa þeim hagfelld skattaumhverfi auk þess sem árum saman var unnið í því að draga úr skuldum hins opinbera. Ríkisfyrirtækjum var komið í einkarekstur og eignarhald eftir föngum og laga- og regluumhverfi miðað að því að stuðla að samkeppnismarkaði á sem flestum sviðum. Þessi stefna fellur vel að ríkjandi kenningum um háværkun langtímahagvaxtar.

Þegar sjálfstæði Seðlabankans var aukið árið 2001 var horfið frá fastgengisstefnu, krónan sett á flot og tekið upp verðbólguþéttun. Verðbólguþéttun er tiltölulega ný peningastefna en útfærsla hennar er þannig að seðlabanki bregst við breyttum verðbólguhorfum. Hann hækkar skammtímavexti sína í viðskiptum við fjármálastofnanir þegar verðbólguhorfur versna og lækkar þá þegar horfurnar batna. Þessi stefna hefur náð þó nokkurri útbreiðslu, einkum meðal þróaðri hagkerfa, og hefur nánast undantekningarlaust reynst vel.⁹⁶

Því má segja að undanfarinn áratug eða svo hafi stefnan í ríkisfjármálum og í peningamálum miðað að því að viðhalda sem mestum langtímahagvexti, en hvorug brugðist nægjanlega við hagsveiflum, ofþenslu og vaxandi ójafnvægi í hagkerfinu. Því miður virðist óhjákvæmilegt að álykta að stefnan í ríkisfjármálum hafi í reynd kynt undir ójafnvæginu. Það sama má reyndar segja um Seðlabankann. Á meðan áherslan í rekstri Seðlabankans var á verðbólguþéttuninni var klárlega gert of lítið og aðgerðir of takmarkaðar til þess að skila árangri í baráttunni við vaxandi skuldsetningu og undirliggjandi verðbólgu. Vaxtahækkunir komu jafnan of seint og voru of litlar og framan af virðist það meðal annars hafa stafað af óskhyggu bankans um að ríkisvaldið myndi taka þátt í því að draga úr þenslunni.⁹⁷ Það gerðist ekki. Á sama tíma var nánast

96. Þórarinn G. Pétursson: „Útfærsla verðbólguþéttunarfélagsins víða um heim.“ *Peningamál* 2004/1, bls. 57–85. Seðlabanki Íslands.

97. Þannig sagði til dæmis í *Peningamálum* 2005/1, bls. 5–6. „Í ljósi þróunarinnar telur bankastjórn hæfilegt að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur að þessu sinni í 9%. Frekari aðhaldsáðgerða kann að verða þörf á næstu mánuðum. Óhjákvæmilegt er því að aðstæður í útlutnings- og samkeppnisgreinum verði áfram erfiðar. Æskilegt væri að auka aðhald í opinberum fjármálum til þess að draga úr neikvæðum hliðaráhrifum peningalega aðhaldsins. Þetta á bæði við um ríki og sveitarfélög. Þá eru bankar og sparisjóðir hvattir til þess að fara gætilega í útlánaákvörðunum sínum og hyggja vel að öryggi og fjármögnun útlána, þ.m.t. fasteignaveðlana. Einnig kann að reynast nauðsynlegt að huga að því hvort samkeppni íbúðalánasjóðs og bankanna á fasteignaveðlánamarkaði, sem stuðlað hefur að óhóflega hröðum útlánavexti á óheppilegum tíma, sé háð á eðlilegum forsendum og hvort unnt sé að koma á verkaskiptingu sem treystir í senn undirstöður innlands fjármálakerfis og fyrirgreiðslu við þá sem eiga ekki sama aðgang að íbúðalánunum og almennt gerist.“

óheft aðgengi að lausafé í Seðlabankanum og virtist peningamagn afgreitt án takmörkunar og í reynd var bönkunum lánað lausafé út á skuldaviðurkenningar seinustu árin. Betur er fjallað um þetta í umfjöllun um peningastefnuna í kafla 4.5.

4.4 Stefnan í ríkisfjármálum

4.4.1 Yfirlit – tekjur og gjöld

Samkvæmt stefnuyfirlýsingum ríkisstjórna er stefnt að því, að minnsta kosti frá 1995, að stuðla að efnahagslegum stöðugleika og jafnvægi í ríkisfjármálum.⁹⁸ Árið 1995 er jafnframt talað um að skapa skilyrði fyrir hagvöxt og að stefnt skuli að því að störfum fjölgi. Í stefnuskránni frá því 1999 er einnig nefnt að tryggja stöðugleika í efnahagsmálum og skapa skilyrði fyrir áframhaldandi hagvöxt. Aftur er það nefnt 2003 að tryggja jafnvægi og stöðugleika í efnahagsmálum en þá er vísað til mikils hagvaxtar framundan. Enn er lögð áhersla á það í stefnuyfirlýsingu 2007 að brýnast sé að tryggja stöðugleika í efnahagslífinu en einnig jafnan og öflugan hagvöxt. Þessi stöðuga áhersla á stöðugleika og hagvöxt verður því vart túlkuð öðruvísi en yfirlýsing um að stefnt sé að sem mestum viðvarandi hagvexti. Í því samhengi snýst hugmyndin um stöðugleika efnahagslífsins um það að dempa hagsveifluna þannig að framleiðslustigið sé jafnan sem næst framleiðslugetu. Í því felst að ríkið sé tilbúið til þess að beita útgjaldaákvörðunum og skattlagningu eða hafa áhrif á innlenda eftirspurn og framkvæmdir einkaaðila á annan hátt. Þannig muni ríkið beita sér fyrir því að draga úr umsvifum í hagkerfinu ef hagvöxtur verður meiri en fær staðist til lengdar en reyni að sama skapi að örva athafnalífið ef hagvöxtur er minni en efni standa til. Meginmarkmið allra þessara ríkisstjórna er um stöðugt efnahagslíf. Það kallar á að virk hagstjórn meti stöðugt ástandið í hagkerfinu samanborið við framleiðslugetu og grípi skjótt til viðeigandi ráðstafana. Þannig sé tryggt að ekki skapist miklar sveiflur sem til lengri tíma dragi úr meðalhagvexti og geti kallað fram snarpar niðursveiflur og djúpar efnahagslægdur þegar verst lætur.

Gengismál og samkeppnishæfni

Í stefnuyfirlýsingum ríkisstjórna frá 1995 og 1999 er að finna yfirlýsingar um stefnu í gengis-, vaxta- og verðlagsmálum. Ekki eru sett markmið á þessum sviðum í stefnuyfirlýsingu frá 2003 en þá hafði sjálfstæði Seðlabankans verið aukið með lögum 2001 og honum falið að beita skammtímavöxtum og öðrum tækjum að vild til að vinna að sameiginlegu markmiði ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans um verðstöðugleika sem var útfærður sem almennar verðhækkunarir sem næst 2,5% á ári.

Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks sem mynduð var 1995 ætlaði að stefna að því að raungengið yrði hagstætt og vaxtastig á Íslandi yrði svipað og í helstu samkeppnislöndum. Þegar sömu flokkar mynduðu stjórn fjórum árum síðar stefndu þeir að því að beita stefnu í gengis- og peningamálum svo og í opinberum fjármálum til þess að halda verðlagi stöðugu og bæta samkeppnisstöðu íslensks atvinnulífs. Árið 1995 er raungengið nokkuð veikt í sögulegu samhengi (mynd 22) en á árinu 1999 hefur það styrkst lítið

98. Stefnuyfirlýsingar ríkisstjórna sem myndaðar voru árin 1995, 1999, 2003, 2007 og 2009 má nálgast á vef Stjórnarráðs Íslands. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/>.

eitt og liggur þá nálægt sögulegu meðalgildi. „Hagstætt raungengi“⁹⁹ fyrir íslenskt atvinnulíf og „bætt samkeppnisstaða íslensks atvinnulífs“¹⁰⁰ vísar að öllum líkindum til veikara raungengis. Miðað við þá túlkun var það markmið þessara ríkisstjórna að stuðla að veikingu raungengisins. Það gerist á tvennan hátt. Annaðhvort með veikingu krónunnar eða með hægari verðbólgu (eða minni launahækkunum) en í viðskiptalöndum. Ein leið til að ná fram veikara raungengi eins og að virðist stefnt samkvæmt stefnuyfirlýsingunum er að stuðla að minni framleiðnivexti. Orðalag þessara stefnuyfirlýsinga um viðskipti við önnur lönd er athyglisvert. Þar er ekki fjallað um viðskiptalönd heldur „samkeppnislönd“ og samkeppnisstöðu. Það gefur til kynna þá hugsun að á alþjóðlegum mörkuðum sé íslensk framleiðsla í samkeppni við framleiðslu frá öðrum ríkjum líkt og fyrirtæki í tiltekinni atvinnugrein eiga í samkeppni hvert við annað. Ríkjandi hugsun meðal fræðimanna hefur nú á þriðju öld verið að viðskipti milli landa auki velferð. Líkt og viðskipti milli einstaklinga á frjálsum markaði gera viðskipti milli landa mönnum kleift að auka neyslu. Það gerist þegar menn sérhæfa sig í framleiðslu þeirra vara sem þeir hafa hlutfallslega yfirburði í og eiga viðskipti með þær. Þannig lækkar framleiðslukostnaður og ábati eykst. Bestur árangur næst þegar raungengið er sem næst jafnvægi því að þannig stýrist framleiðsla þangað sem hlutfallslegir yfirburðir liggja.

Peningamál og vaxtastig

Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar sem mynduð var 1995 er stefnt að því að vextir hér verði sambærilegir við vexti í „samkeppnislöndum“ (viðskiptalöndum). : Ekki var tilgreint hvort þar væri tekið tillit til eðlilegs vaxtamunar vegna landsálags og stöðu í hagsveiflunni eða hvort stefnt yrði að því að ná íslenskum vöxtum á sama stig og í nágrannalöndum óháð því hvort það myndi valda óhóflegri lánsfjármagnaðri neyslu og innlendri fjárfestingu og hugsanlega eignaverðbólum. Stjórnarflokkarnir sömdu um það árið 1999 að flytja Seðlabankann undir forsætisráðuneytið. Þegar lögum um Seðlabankann var breytt 2001 var honum jafnframt falið að stýra vöxtum og vinna að því að ná niður verðbólgu. Peningastefnunni var því breytt og í stað fastgengisstefnu tekið upp verð-bólgumarkmið og gengi krónunnar leyft að ráðast á markaði.

Í stefnuyfirlýsingunni frá 2003 er ekki sett fram markmið um vexti, verðlag og gengi enda var slíkt á könnu Seðlabankans á þeim tíma og má ætla að ríkisstjórnin hafi haft vilja til að virða nýfengið sjálfstæði bankans. Í stefnuskrá ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá árinu 2007 er aftur komið inn á markmið í peningamálum. Þar segir að ríkisstjórnin stefni að því að tryggja lága verðbólgu og lágt vaxtastig. Þar sem peningastefnan er óbreytt og á hendi sjálfstæðs seðlabanka má gera ráð fyrir að þessi yfirlýsing feli í sér að ríkisstjórnin muni gera það sem í hennar valdi stendur til þess að auðvelda Seðlabankanum baráttuna við verðbólguna sem á þessum tíma var orðin viðvarandi vandamál þannig að honum verði í framhaldinu unnt að lækka vexti sem fyrst. Á árinu 2007 var orðið aðkallandi að draga úr umsvifum í efnahagslífinu vegna langvarandi ofpenslu sem hafði rofið stöðugleikann. Hagkerfið hélt áfram að vaxa allt of hratt, vinnumarkaður var þaninn (atvinnuleysi var allt of lítið) og erlend staða versnaði óðfluga á sama tíma og margvísleg áhætta í fjármálakerfinu hrannaðist upp á Íslandi. Það var því ærið

99. Stefnuyfirlýsing frá 1995. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/69>.

100. Stefnuyfirlýsing frá 1999. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/57>.

verkefni og löngu tímabært fyrir ríkisstjórnina að tryggja lága verðbólgu og stuðla að lækkun vaxta í samvinnu við Seðlabankann.

Tekjur ríkissjóðs jukust á árunum 1980 til 2008 úr 28,3% af vergri landsframleiðslu í 32,3% (mynd 25). Útgjöld jukust á sama tíma úr 27,5% í 31% árið 2007 og í 45,3% 2008 en þar er gjaldfærður kostnaður vegna stuðnings við Seðlabankann eftir tap hans á falli bankanna í byrjun október. Tekjuafkoma ríkissjóðs var neikvæð á árunum 1985 til 1996, að jafnaði um 2,5% af VLF á ári, þá var hún jákvæð í uppsveiflunni 1997 til 2000, um 1% af VLF að jafnaði á ári (mynd 26). Aftur snerist afkoma ríkisins við árin 2001 til 2003 þegar hún var neikvæð um 1% að jafnaði en 2004 varð hún aftur jákvæð um 1%. Síðan varð óvenju mikill afgangur á ríkissjóði árin 2005 til 2007, á mesta þensluskeiðinu, þegar afgangurinn nam að jafnaði um 4,5% af VLF á ári. Afkoma ríkissjóðs sveiflast því að miklu leyti í takt við hagsveifluna enda tekjur háðar umsvifum í hagkerfinu á meðan ýmis gjöld aukast þegar dregur úr þeim. Það á til dæmis við tekjutengdar bætur og atvinnuleysisbætur.

Útgjöld hins opinbera jukust frá því að vera á bilinu 20% til 25% af VLF áratuginn eftir stríð og í 42% til 43% af VLF á seinni hluta níunda áratugar síðustu aldar. Þessi vöxtur hins opinbera er nokkuð jafn þótt finna megi tíma-bil þar sem hann er nokkuð sveiflugjarnari en annars. Í kringum 1990 verður ákveðin breyting á þessari þróun og þá virðist sem hægi verulega á þessari leitni hins opinbera til vaxtar. Enn gætir ákveðinna sveiflna í útgjöldum sem haldast þó að mestu á bilinu 40% til 45% af VLF frá þessum tíma.

Árið 1995 hafði verið langvinnur hallarekstur á ríkissjóði sem og á hinu opinbera í heild. Ríkisstjórnin setur sér það markmið að draga úr hallarekstri sveitarfélaga en hann hafði aukist nokkuð árin á undan. Þá var hafin sú þróun að flytja æ meira af opinberri starfsemi frá ríkinu til sveitarfélaganna. Flutningnum fylgdi einhver kostnaður og honum var ekki alltaf fylgt með auknum tekjum sveitarfélaganna. Í tveimur næstu stefnuýfirlýsingum sem voru settar saman var ákveðið að stefna að því að koma á jafnvægi í ríkisfjármálum. Fjármál hins opinbera þróuðust í heild á áþekkan hátt og ríkisfjármálin og voru í jafnvægi 1997 og því sem næst 1998 og á þeim var tekjuafgangur á bilinu 1% til 2% árin tvö þar á eftir. Árin 2002 og 2003 var síðan halli á ný, á bilinu 2,5% til 3%. Þá varð verulegur viðsnúningur og metafgangur, 4,9% árið 2005, 6,3% 2006 og 5,4% 2007.

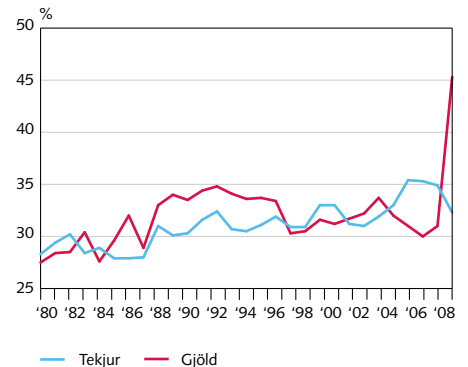
Á árunum frá 1980 til 1990 var vöxtur útgjalda ríkisins mun sveiflugjarnari en vöxtur tekna og eins og áður segir var hallarekstur á ríkinu á þessum tíma. Frá því kringum 1990 dregur úr sveiflunum, þær verða áþekkarari, þ.e. tekjur og útgjöld hreyfast meira í takt, og vöxtur tekna verður ívið meiri en vöxtur útgjalda ef frá eru talin árin 2001 og 2002 þegar verulega hægði á hagvexti. Tekjur vaxa síðan mjög mikið árin 2004 til 2006 og stafar það af miklum vexti þjóðarútgjalda, þ.e. skatttekjur aukast vegna aukinna umsvifa í hagkerfinu.

Ríkisstjórnirnar frá 1999 og 2003 höfðu á stefnuskrá að ná jafnvægi í ríkisfjármálum og að auki var það markmið samkvæmt stefnuýfirlýsingunni 1999 að greiða niður skuldir ríkissjóðs, gæta samræmis milli þjóðarútgjalda og þjóðartekna og ná umtalsverðum afgangi á ríkissjóði til að sporna við viðskiptahalla.

Skuldir ríkissjóðs í hlutfalli við landsframleiðslu voru rúm 51% árið 1995 ef horft er fram hjá lífeyrisskuldbindingum en að viðbættum lífeyrisskuldbindingum var hlutfallstalan hæst rúm 69%, einnig árið 1995. Ríkisstjórnin

Mynd 25

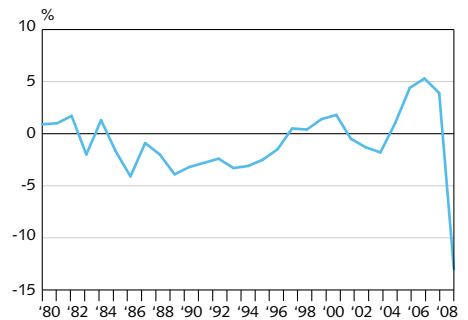
Tekjur og gjöld ríkisins
 Hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 26

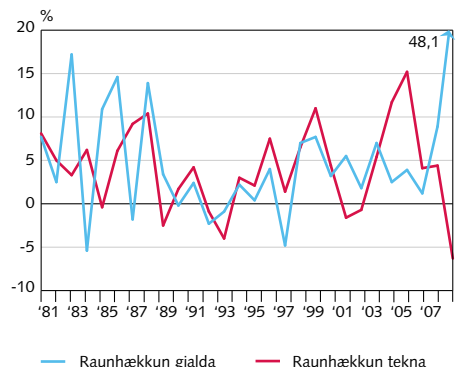
Tekjuafkoma ríkissjóðs
 Hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 27

Raunhækkun tekna og gjalda ríkisins milli ára

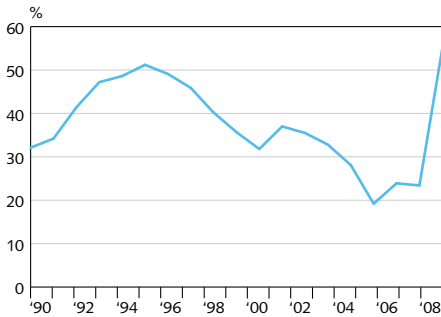


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 28

Skuldir ríkissjóðs

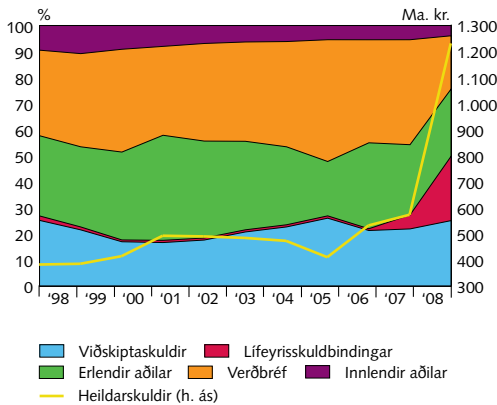
í hlutfalli við verga landsframleiðslu



Heimild: Fjármálaráðuneytið og Hagstofa Íslands.

Mynd 29

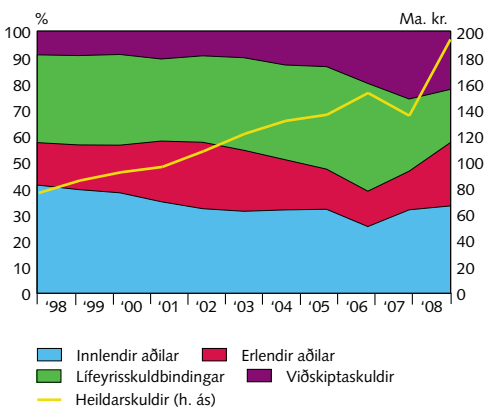
Skuldir ríkisins



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 30

Skuldir sveitarfélaga



Heimild: Hagstofa Íslands.

sem mynduð var 1995 lækkaði skuldir ríkissjóðs verulega og þær fóru úr um 51% árið 1995 í tæp 36% árið 1999. Áfram lækkuðu skuldir ríkissjóðs árið 2000 niður í 33,4% af VLF en árið 2001 hækkuðu þær aðeins á ný. Þá var tekið að hægja á innlendri eftirspurn eftir töluverðan vöxt árin á undan. Viðskiptahallinn, sem var 10% af VLF árið 2000, dróst verulega saman. Sú þróun hélt áfram árið eftir og þá varð reyndar eilítil afgangur á viðskiptajöfnuði og hagvöxtur var óverulegur. Ríkisstjórnin hélt þó áfram á þeirri braut að lækka skuldastöðu ríkisins og 2005 fór hún niður fyrir 20% af VLF en í september það ár ráðstafaði ríkið þeim hluta af söluandvirði Símans sem greiddur var í erlendum gjaldeyri, um 33 milljörðum króna, til niðurgreiðslu erlendra lána. Í nóvember 2006 tók ríkið nokkuð stórt erlent lán, einn milljarð evra, sem lagt var inn í Seðlabankann til styrkingar gjaldeyrisforðanum. Að öðru leyti var haldið áfram á þeirri braut að grynna frekar á skuldum ríkisins.

Þótt töluvert hafi dregið úr skuldum ríkissjóðs á árunum 1995 til 2005 í hlutfalli við verga landsframleiðslu lækkuðu þær ekki mikið að nafnvirði. Árið 1998 voru heildarskuldir ríkissjóðs 381 milljarður króna en 2001 höfðu þær aukist í 491 milljarð króna (mynd 29). Þá lækkuðu skuldirnar á ný og námu þær alls 409 milljörðum króna í lok árs 2005 en þar af var 191 milljarður vegna lífeyrisskuldbindinga. Eftir þetta tóku skuldir ríkissjóðs að aukast á ný, í 531 milljarð króna 2006 og 572 milljarða 2007. Árið 2008 riflega tvöfölduðust skuldir ríkissjóðs og námu þær alls 1230 milljörðum króna í árslok. Innendar lántökur ríkissjóðs jukust um 273 milljarða króna á árinu 2008, erlendar lántökur um 163 milljarða og verðbréfaútgáfa um 183. Stór hluti af hækkun erlendra skuldar ríkissjóðs árið 2008 er vegna gengisveikingar. Eins milljarðs evra lán sem ríkið tók haustið 2006 til að styrkja gjaldeyrisforða Seðlabankans er á gjalddaga í nóvember 2011. Þetta lán nam alls um 90 milljörðum króna þegar það var tekið í nóvember 2006 en hafði hækkað í tæpa 170 milljarða í lok árs 2008. Af aukningu skulda ríkissjóðs við innlenda aðila eru 270 milljarðar króna vegna skuldar við Seðlabankann sem kom til vegna endurfjármögnunar hans eftir að skuldabréf, sem hann hélt sem veði í veðlánaviðskiptum, töpuðu mestöllu verðgildi sínu þegar bankarnir féllu.

Á tíunda áratugnum hófst tilfærsla verkefna frá ríki til sveitarfélaga. Mestu munaði um flutning grunnskólanna árið 1997. Fyrir þann tíma var hlutdeild sveitarfélaga í tekjum og gjöldum hins opinbera mun minni. Árið 1980 voru tekjur sveitarfélaga rúmlega fimmtungur tekna hins opinbera og gjöldin sömuleiðis. Árið 1995 hafði hlutfallið risið lítið eitt, tæp 23% tekna og 22% gjalda. Lengst af á árunum fyrir 1997 vógu sveitarfélögin aðeins þyngra í tekjum hins opinbera en gjöldum. Eftir 1997 snýst þetta við og hlutfallslega stærri hluti gjaldanna lendir á sveitarfélögunum en tekjurnar fylgja ekki til jafns (mynd 31). Árið 1998 eru 29% af gjöldum hins opinbera hjá sveitarfélögum en 2006–2007 er þetta hlutfall komið yfir 32%. Hlutfall tekna hins opinbera, sem tilheyra sveitarfélögunum, hækkar á þessum árum úr um 26% 1997 í tæp 30% 2007. Þar sem hið opinbera er að mestu samsett af ríki og sveitarfélögum kemur hið andhverfa fram hjá ríkinu. Fram til 1997 tilheyrðu um 80% af gjöldum hins opinbera ríkinu og um 78% til 79% af tekjunum en eftir 1997 er hlutdeild ríkisins í tekjum hins opinbera stærri en hlutdeild þess í gjöldum en tekjurnar fara úr 76% 1997 í 73% 2007 á meðan gjöldin voru 75% 1997 og 73% 2007.

Á mynd 30 sést að skuldir sveitarfélaga vaxa úr 76 milljörðum króna 1998 í 153 milljarða 2006. Þá lækka þær nokkuð og eru um 136 milljarðar króna

2007 en stórukast 2008 í 194 milljarða. Töluvert dregur úr vægi skulda við erlenda aðila frá 2002 til 2006 en seinustu tvö árin eykst hlutdeild skulda við erlenda aðila hratt á nýjan leik. Það bendir til þess að sveitarfélögin hafi tekið töluvert af erlendum lánnum á árunum 2006 og 2007 sem snarhækkðu þegar krónan gaf loks eftir á árinu 2008.

Gylfi Zoëga og Björn Rúnar Guðmundsson bentu á að svo megi líta á að aðgerðir hins opinbera hafi áratugum saman fremur stuðlað að auknum hagsveiflum en að draga úr þeim. Útgjaldaákvarðanir hafi stuðlað að aukinni hagsveiflu en sértækar ákvarðanir í skattamálum hafi þó dempað sveifluna. Sveifluaukandi aðgerðir hins opinbera hafi nokkurn vegin jafnað út virkni sjálfvirkra sveiflujafnara í fjármálastefnunni.¹⁰¹ Þótt merkja megi að verulega hafi dregið úr slíkri hegðun síðustu áratugi bentu meðal annarra Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) ítrekað á það á undanförunum árum að aðhald ríkisins væri of lítið í uppsveiflunni. OECD lagði ítrekað til að ríkið myndi setja sér þak á útgjöld til nokkurra ára í senn og miða vöxtinn við krónutölu í samræmi við verðbólguþröskulmið Seðlabankans frekar en að skilgreina útgjaldavöxt í raunstærðum.¹⁰² Þá höfðu þessar stofnanir verulegar áhyggjur af vaxandi framúrkeyslum útgjalda, einkum hjá sveitarfélögum.¹⁰³ Bent var á að sveitarfélögin hefðu enn meiri tilhneigingu en ríkið til að eyða tímabundnum hagnaði. Einnig að þátttaka ríkisins gegnum jöfnunarsjóð sveitarfélaga yxi í takt við tekjur ríkisins. Til að auka aðhaldið í sveitarfélögum var lagt til að þau fylgdu sambærilegri reglu og ríkið og að gerður yrði samningur milli sveitarfélaga og ríkis sem fylgt væri eftir til þess að sporna við miklum og vaxandi útgjaldavexti og rekstrarhalla sveitarfélaganna.

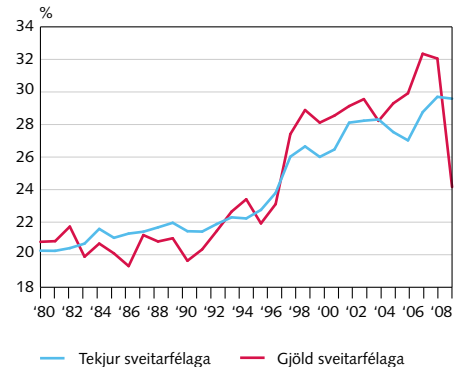
4.4.2 Frjálsir fjármagnsflutningar og alþjóðlegir fjármálamarkaðir¹⁰⁴

Hagfræðingar eru nánast án undantekningar þeirrar skoðunar að opnun hagkerfa, sérhæfing og aukin viðskipti á milli landa séu af hinu góða. Milliríkjaviðskipti séu til þess fallin að auka velsæld og allar hömlur á viðskipti með venjuleg gæði dragi úr velsæld og hagvexti. Aftur á móti hafa löngum verið skiptar skoðanir á því meðal hagfræðinga, sem og annarra, hvort rétt sé að leyfa hömlulausa fjármagnsflutninga milli landa. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur verið fylgjandi óheftum fjármagnsflutningum og þeirri stefnu hefur verið fylgt hér á landi undanfarna áratugi, sem og í flestum þróuðum hagkerfum, að aflétta öllum hömlum á fjármagnsflutningum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn tók að beita sér fyrir frjálsum fjármagnsflutningum á tíunda áratug síðustu aldar, um svipað leyti og nokkur Asíuríki lentu í efnahagsþrengingum sem raktar voru að miklu leyti til óhóflegs innflæðis erlends lánsfjár.¹⁰⁵ Þótt

Mynd 31

Tekjur og gjöld sveitarfélaga

Tekjur sem hlutfall af tekjum hins opinbera og gjöld sem hlutfall af gjöldum hins opinbera



101. Björn Rúnar Guðmundsson og Gylfi Zoëga: „Fjármálastefna íslenskra stjórnvalda 1960–1998.“ Í *Fjármálatíðindi* 45. árgangur 1998, síðara hefti, bls. 121–135.
 102. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*. Efnahags- og framfarastofnunin, júlí 2006, *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2008 og *Iceland: Staff Report for the 2007 Article IV consultation*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ágúst 2007.
 103. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2005 og *Iceland: Staff Report for the 2005 Article IV consultation*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, október 2005.
 104. Fjallað er sérstaklega um stefnu stjórnvalda og um stærð og starfsemi íslenskra fjármálafríræktækja í 5. kafla skýrslunnar.
 105. Massad, Carlos: „The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s.“ Í *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* bls. 34–46. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn 1998.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi hvatt til og stutt aðgerðir til þess að létta höftum af fjármagnsflæði milli landa þá gerði hann það ekki að skilyrði fyrir framgöngu efnahagsáætlunar með aðkomu sjóðsins. Frumkvæðið að því að aflétta hömlum á fjármagnsflutninga kom í öllum tilfellum frá viðkomandi ríkisstjórnnum.¹⁰⁶ Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn tók saman niðurstöður ýmissa rannsókna á ábatanum af frelsi fjármagnsflutninga og komst að því að það væri líklega eitthvað til í því að frelsi í fjármagnsflæði ýtti undir hagvöxt, að minnsta kosti í þróunarlöndum.¹⁰⁷ Dani Rodrik, prófessor í alþjóðahagfræði hjá Harvard, hefur þó bent á að margt sé ólíkt með viðskiptum með vöru og þjónustu annars vegar og fjármagn hins vegar. Þar mætti telja: 1) ósamhverfar upplýsingar og ófullnægjandi tryggingar sem leiðir til óhóflegra lána til áhættusamra verkefna, 2) ósamræmi milli skammtímaskulda og langtímaeigna sem skapar hættu á að fjármálastofnanir verði fyrir áhlaupi, einkum í fjármagnsviðskiptum milli landa þar sem ekki er um alþjóðlegan lánveitanda til þrautavara að ræða, 3) þegar markaðir geta ekki metið gæði þeirra sem stjórná fjármunum er hætta á að þeir taki of lítið mið af eigin upplýsingum og sýni hjarðhegðun sem leiðir til aukinna sveiflna og smitunaráhrifa, og 4) eignaverð ræðst af væntingum um framtíðarávöxtun og getur því sveiflast gríðarlega með hættu á verðbólum.¹⁰⁸

Á árunum og áratugunum fyrir hrun bankakerfisins fetaði Ísland veginn frá umfangsmiklum áætlunarbúskap og útbreiddum ríkisafskiptum til aukinnar markaðsvæðingar og viðskiptafrelsis. Ríkisstjórnir Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks, sem myndaðar voru árin 1995, 1999 og 2003, höfðu allar á stefnuskrá sinni að stuðla að efnahagslegum stöðugleika og jafnvægi í ríkisfjármálum enda sé það forsenda hagvaxtar, lágrar verðbólgu og vaxta og lítils atvinnuleysis. Í stefnuýfirlýsingum ríkisstjórnanna, sem myndaðar voru árin 1995 og 1999, er að auki rætt um að gera eðlilegar arðsemiskröfur til ríkisfyrirtækja. Ríkisstjórnin sem tók við 1999 hafði einnig á stefnuskrá sinni að auka markaðsvæðingu á fjármálamarkaði vegna aukinnar alþjóðavæðingar. Þetta átti við á fleiri sviðum enda höfðu þessar ríkisstjórnir það að leiðarljósi að auka samkeppni og einkarekstur hvar sem því væri við komið, meðal annars í heilbrigðisþjónustu, í orkugeiranum og í fjármálaþjónustu. Þessari þróun var auðveldast að fylgja eftir á fjármagnsmarkaði, þar gekk hún hraðast fyrir sig og náði hvað lengst.

Með frjálsum fjármagnsflutningum og frelsi fyrirtækja til að starfa á jafnréttisgrundvelli innan Evrópska efnahagssvæðisins hafði íslenskum fyrirtækjum opnast færi á að vaxa út fyrir landsteinana. Þetta nýttu íslenskir bankar sér. Sölu ríkisins á Fjárfestingarbanka atvinnulífsins lauk í september 1999. Hann fékk viðskiptabankaleyfi í lok mars 2000 og sameiningu bankans við Íslandsbanka var lokið í júní. Einkavæðingu Landsbankans lauk í lok árs 2002 og Búnaðarbankans í byrjun árs 2003. Nokkrum mánuðum síðar var gengið frá sameiningu Búnaðarbankans og Kaupþings. Þar með voru stóru viðskiptabankarnir þrír, Íslandsbanki, Landsbankinn og Kaupþing, orðnir til. Þeir voru allir með einhverja erlenda starfsemi á þessum tíma og höfðu góðar láns-

106. *The IMF's approach to capital account liberalization*, bls. 4. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn 2005.

107. Edison, Hali J.; Michael Klein; Luca Ricci og Torsten Slok: „Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis.“ *IMF working paper WP/02/120*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn 2002.

108. Rodrik, Dani: „Who needs capital-account convertibility.“ *Essays in international finance*, no. 207, bls. 55–65, Princeton University 1998.

hæfiseinkunnir. Í umræðum um mikilvægi dreifðs eignarhalds á bönkunum við einkavæðingu þeirra sagði forsætisráðherra, Davíð Oddsson, í þingræðu haustið 1999: „[N]ú erum við skyndilega lent í því að til að okkar bankar í alþjóðlegu umhverfi standist öðrum bönkum snúning, þá þurfum við að hafa þá sterkari og stærri.“¹⁰⁹ Bankarnir stóðu undir þessum væntingum í kjölfar einkavæðingar. Mikill vöxtur var í erlendri skuldabréfaútgáfu strax á árinu 2003. Bankarnir gátu vaxið erlendis þar sem grunnvextir voru víða afar lágir í sögulegu samhengi auk þess sem áhættuálag á vexti var óvenju lágt. Á sama tíma voru íslenskir vextir háir og hækkandi þar sem mikil uppsveifla var í efnahagslífinu. Vaxandi umsvif íslensku bankanna erlendis og aukið aðgengi þeirra að erlendri fjármögnun hélst í hendur við vaxandi skuldsetningu innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum.

Haustið 2001 birtist ritgerð eftir Joseph E. Stiglitz í ritröð Seðlabankans. Ritgerðin fjallaði um fyrirkomulag peninga- og gengismála í litlu, opnu hagkerfi og var Ísland tekið sem dæmi. Stiglitz fjallaði um hættur sem litlum, opnum hagkerfum stafa af frelsi fjármagnsflutninga og vaxandi umfangi þeirra. Hann fjallaði um hagstjórnaraðgerðir sem ætlað er að vega á móti þessari hættu með sérstakri áherslu á Ísland. Hann taldi mikilvægt að Íslendingar tækju ábyrgð á eigin velferð og hefðu hemil á hættunum. Þar á meðal væru aðgerðir sem drægju úr líkunum á því að fjármálakreppa skylli á og drægju úr kostnaði af völdum slíkrar kreppu ef hún yrði að veruleika. Stiglitz sagði þörf á því að beita sköttum og regluverki, þar á meðal reglum um fjármálageirann og um upplýsingaskyldu, til þess að draga úr líkum á fjármálakreppu. Með slíkum reglum mætti hafa áhrif á flæði skammtímafjármagns sem hefði leikið lykilhlutverk í nýlegum fjármálakreppum. Einnig mætti rökstyðja verðstýringu og varúðarreglur um bankastarfsemi (e. prudential banking regulation). Enn fremur krefjist áhættustýring landa áherslu á viðeigandi gjaldþrotalöggjöf, gengisfyrirkomulag og hönnun fjármálakerfisins.¹¹⁰

Joseph Stiglitz hafði efasemdir um réttmæti þess viðhorfs, sem var nokkuð útbreitt á fjármálamörkuðum, að best væri að markaðirnir sæju að mestu leyti um að setja sér reglur og að þeir leituðu alltaf aftur í jafnvægi. Hann taldi einnig að það hefði sýnt sig að forsendan um að markaðir hegðuðu sér ávallt á skynsamlegan hátt væri vafasöm. Einnig gerðu flest líkön af fjármálamörkuðum ráð fyrir því að þeir væru nægjanlega djúpir, þ.e. að nægt framboð og eftirspurn væri á hverjum tíma til þess að verðmyndun á markaði væri eðlileg. Þunnir markaðir og lausafjárskortur hefði spilað stórt hlutverk í fjármálakreppunni 1998.

Í ljósi þess hve viðskiptahalli Íslands var mikill, 7% 1999 og 10% 2000, taldi Stiglitz það vera forgangsverkefni að reyna að koma í veg fyrir að aðlögun viðskiptahallans að jafnvægi fæli í sér of miklar sveiflur í genginu og hugsanlega kreppu í framhaldinu. Það væri einnig mikilvægt að ákveða hvernig rétt væri að draga úr slæmum afleiðingum kreppunnar ef hún kæmi samt sem áður.

Stiglitz taldi að þótt viðskiptahallinn væri upprunnin í einkageiranum bæri ríkið töliverða ábyrgð á honum og að full ástæða væri fyrir það að gera ráðstafanir til þess að draga úr honum. Hann benti á að að því marki sem

109. Davíð Oddsson: „Dreifð eignaraðild að viðskiptabönkum og öðrum lánastofnunum.“ Þingræða flutt 11. október 1999.

110. Stiglitz, Joseph E.: *Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland*. Í Working paper 15. Seðlabanki Íslands 2001.

gengi væri talið fast (þ.e. að krónan fengi ekki fullt frelsi til að fljóta) væri það túlkað sem óbein trygging ríkisins sem gæti stóraukið innflæði fjármagns og þar með vöxt útlána. Einnig litu erlendir fjárfestar svo á að hvort sem bankarnir væru í eigu ríkisins eða ekki myndi ríkið bjarga mikilvægum bönkum ef á reyndi. Þetta viðhorf væri einnig til þess fallið að auka innflæði fjármagns og skekkja verðlagningu á áhættu. Enn fremur ætti ríkið þátt í að móta væntingar almennings um framtíðartekjur og hagnað en innlend eftirspurn ákvarðaðist að miklu leyti af þessum þáttum. Stiglitz gerði flókt eignaverðs einnig að umfjöllunarefni í ritgerðinni þar sem gengi er verð á mynt og þar með eignaverð. Hann benti á að sveiflur í gengi Bandaríkjadals gagnvart jeni sýndu að óhóflegar sveiflur og allt að því óútskýranlegar gætu jafnvel myndast á djúpum mörkuðum. Það ætti enn frekar við um smáríki eins og Ísland.

Erfitt væri að segja til um hvað myndi snúa trú erlendra fjárfesta á hagkerfinu og einu gildi hvort ástæðurnar væru vel grundvallaðar í raunveruleikanum eða ekki. Mikilvægi fréttu af tilteknum geira gæti verið ofmetið. Mikill og viðvarandi viðskiptahalli væri veikleikamerki. Hann leiddi til vaxandi erlendra skulda. Ef fjármagnsinnflæði væri vegna erlendra skammtímalántöku og ef það væri í erlendum gjaldmiðli þá skapaðist veikleiki í hagkerfinu. Lánveitendur gætu skyndilega krafist endurgreiðslu. Það kæmi út eins og bankaáhlaup.

Ef sú skoðun er útbreidd að líkur á gjaldeyriskreppu aukist fari skammtímaskuldir í erlendum gjaldmiðlum fram úr gjaldeyrisforða Seðlabankans, þá aukast líkur á slíkri kreppu ef það gerist. Þess vegna ættu stjórnvöld að forðast að senda slík skilaboð um veikleika. Þetta þýðir að ef fyrirtæki tekur 10 milljarða króna í skammtímalán frá Bandaríkjunum þarf Seðlabankinn að leggja andvirði 10 milljarða króna í gjaldeyrisforða, þ.e. kaupa til dæmis bandarísk ríkisskuldabréf fyrir þessa upphæð. Þjóðin er þá að taka Bandaríkjadali að láni frá bandarískum banka á t.d. 15% vöxtum og lána bandaríska ríkinu á t.d. 5%.

Stiglitz vekur athygli á mikilli innlendri eftirspurn eftir lánsfé þrátt fyrir háa vexti. Vöxtur útlána um meira en 25% á ári í þrjú ár sé mjög mikill. Slíkum vexti útlána fylgi oft skeið þar sem erfitt er að fá lánsfé og það er skammtað. Áframhaldandi eftirspurn þrátt fyrir háa vexti bendi því til væntinga um lánsfjárskömmtun í framtíð og að lánsfé sé tiltölulega ódyrt á meðan það fæst á einhverjum kjörum samanborið við tímabil þegar það er skammtað enda séu tengsl milli hraða útlánavaxtar hjá lánastofnun og líkunum á því að hún lendi í vanda í framtíðinni.

Meginatriðið í grein Stiglitz er að flæði skammtímafjármagns geti leitt til sveiflna í hagkerfinu sem komi misjafnlega niður á einstökum fyrirtækjum og geirum og geti valdið miklum skaða ef flæðið snýst skyndilega. Flæði skammtímafjármagns felur því í sér ytri áhrif. Því er um markaðsbrest að ræða, og þar af leiðandi ber ríkið ábyrgð á því að draga úr þessum kostnaði.

Stiglitz lagði til efnahagsaðgerðir fyrir Ísland sem ætlað var að draga úr greinilegri hættu á fjármálakreppu. Þetta var haustið 2001, undir lok uppsveiflunnar sem hófst 1996 og leiddi meðal annars til 10% halla á viðskiptajöfnuði. Hann lagði til aðgerðir í gengismálum, peningamálum, viðbrögð við viðskiptahallanum, aðgerðir til að koma jafnvægi á fjármagnsflæði og draga úr óvarinni áhættu fjármálakerfisins sem og aðgerðir til þess að draga úr útlánsvexti. Einnig lagði hann mikla áherslu á að nota tiltæk ráð, svo sem reglur og skatta, til þess að draga úr innflæði skammtímafjármagns.

Haustið 2000 flutti Ögmundur Jónasson þingmaður Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs þingsályktunartillögu um upptöku svokallaðs Tobin-skatts á fjármagnsflutninga milli landa.¹¹¹ Hugmyndin að slíkum skatti var sett fram af James Tobin, hagfræðiprófessor við Yale-háskólann í Bandaríkjunum, á áttunda áratug síðustu aldar. Um er að ræða lítinn skatt, brot úr prósentu, sem leggst á fjármagnstilfærslur milli landa. Hann hefur því óveruleg áhrif á einstaka upphæðir en fer að skipta máli þegar stórar upphæðir eru fluttar milli landa hvað eftir annað. Í greinargerð með tillögunni kemur fram að tilgangurinn með slíkum skatti sé að renna stoðum undir sjálfstæða efnahagsstefnu ríkja heimsins og draga úr gengissveiflum einstakra gjaldmiðla. Þingsályktunartillaga Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs snerist um að fela ríkisstjórninni að beita sér fyrir upptöku slíks skatts á alþjóðavettvangi.

Í nóvember 2005 skipaði Halldór Ásgrímsson forsætisráðherra „nefnd til að fjalla um forsendur alþjóðlegrar fjármálastarfsemi á Íslandi og samkeppnishæfni landsins á því sviði“.¹¹² Formaður nefndarinnar var Sigurður Einarsson, stjórnarformaður Kaupþings. Aðrir nefndarmenn voru: Bolli Þór Bollason, ráðuneyttisstjóri í forsætisráðuneytinu, Baldur Guðlaugsson, ráðuneyttisstjóri í fjármálaráðuneytinu; Kristján Skarphéðinsson, ráðuneyttisstjóri í iðnaðar- og viðskiptaráðuneytinu; Pálmi Haraldsson, framkvæmdastjóri; Ásdís Halla Bragadóttir, forstjóri BYKO; Jón Sigurðsson, seðlabankastjóri; Haukur Hafsteinsson, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins; Hulda Dóra Styrmissdóttir, ráðgjafi; Guðjón Rúnarsson, framkvæmdastjóri Samtaka banka og verðbréfafyrirtækja; Halldór B. Þorbergsson, hagfræðingur Viðskiptaráðs Íslands og Katrín Ólafsdóttir, lektor við Háskólann í Reykjavík. Í skýrslu nefndarinnar segir að henni hafi verið falið að reifa tækifæri sem alþjóðleg fjármálastarfsemi gæti skapað á Íslandi og mögulegan ávinning fyrir efnahags- og atvinnulíf í landinu. Í skýrslunni segir að nefndin hafi tekið mið af nokkrum atriðum sem komu fram í skipunarbréfi hennar. Þar á meðal er þetta: „Stjórnvöld og atvinnulíf þurfa að sameinast um það metnaðarfulla verkefni að koma fjármálaþjónustu hér á landi á svipað stig og gerist í löndum eins og Bretlandi, Hollandi, Írlandi, Lúxemborg og Sviss. Nefndinni var falið að kanna með hvaða hætti best yrði staðið að þessu á Íslandi.“¹¹³ Í skýrslunni segir:

„Hugmyndin um að efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi snýst um að veita hingað alþjóðlegum fjármagnshreyfingum, gera landið að höfn höfuðstöðva alþjóðlegra fyrirtækja og mynda tekjustrauma sem með hóflegri skattlagningu yrðu mikilvæg tekjulind fyrir íslenska ríkið og uppspretta nýrra og arðbærra sérfræðistarfa.“¹¹⁴

Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi sá sóknarfæri í eignamsýslu og sjóðstjórn þar sem byggt yrði m.a. á reynslu og árangri af starfsemi lífeyrissjóða, eignarhaldsfélaga og annarri eignamsýslu.

111. 126. lögjafarþing 2000–2001, þskj. 11 – 11. mál.

112. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi, október 2006.

113. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Bls. 5. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi, október 2006.

114. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Bls. 10. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi, október 2006.

Til að bæta frekar samkeppnisstöðu Íslands á þessu sviði lagði nefndin til að reglum um forúrskurði í skattamálum yrði breytt þannig að hægt yrði að leggja fram nafnlausar beiðnir sem svarað yrði á bindandi hátt. Þá væri æskilegt að fyrirspurnir til stjórnvalda vegna álitamála við túlkun á skattalögum og reglur um fjármálamarkaði verði skoðaðar með opnum huga og svarað skjótt, jafnvel innan sólarhrings. Jafnframt var bent á að kostnaður við skrifræði spillti samkeppnisstöðu fjármálageirans og ná mætti árangri með því að láta ráðuneyti bera ábyrgð á því að ná markmiðum í því að lækka kostnað við skrifræði en skerða fjárframlög ef viðmiðin nást ekki. Þessi leið hefði verið farin í Hollandi með góðum árangri. Lagt var til að komið yrði á fót lánamarkaði með verðbréf og einnig öflugri uppgjörsmiðstöð „sem hefði metnað til jafns við bestu miðstöðvar í þeim löndum sem við berum okkur helst saman við, t.d. Þýskalandi, Bretlandi og Bandaríkjunum“. Slík miðstöð þyrfti að ráða við uppgjör í erlendum myntum. Nefndi lagði fram nokkrar hugmyndir um hvað mætti gera til þess að efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi. Sú fyrsta var að gera Ísland að höfn fyrir höfuðstöðvar og kjarnastarfsemi alþjóðlegra félaga. Önnur hugmyndin var að Ísland yrði alþjóðleg lífeyrismiðstöð. Þriðja hugmyndin var að á Íslandi yrðu alþjóðlegir sjálfseignarsjóðir (e. trusts). Fjórða hugmyndin var að á Íslandi mættu verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir starfa undir sérstökum einkahlutafélögum í eigu rekstrarfélags fjármálastofnunar. Fimmta hugmyndin var að auka samkeppnishæfni skattlagningar á fjármagnstekjur félaga. Sjötta hugmyndin var að takmarka skattskyldu erlendra aðila á Íslandi. Sjöunda hugmyndin, sem sett er fram í skýrslu nefndar forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi, var að skattleggja erlenda sérfræðinga sem hingað kæmu til tímabundinna starfa hóflega. Áttunda hugmyndin var að auðvelda flutning til landsins með því að miða við verðmæti eigna við flutning við ákvörðun skattstofna. Níunda hugmyndin var að miða skattlagningu á tekjum aðfluttra hlutfallslega við dvöl þeirra í landinu.

Nefndinni var ætlað að koma með hugmyndir um hvernig mætti efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi. Nefndin setti fram fjölda hugmynda um hvernig mætti vinna í átt að þessu metnaðarfulla verkefni forsætisráðherra. Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar, sem tók við völdum 2007, vann áfram í samræmi við sumar af tillögnum sem settar voru fram í skýrslunni sem hér er til umfjöllunar. Þetta var fyrsta ríkisstjórnin sem beinlínis hafði á stefnuskrá sinni að „skapa kjörskilyrði fyrir áframhaldandi vöxt, útflutning og útrás íslenskra fyrirtækja“ og að „ tryggja að [alþjóðleg þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónusta] geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi“. ¹¹⁵ Í byrjun apríl 2008 lagði fjármálaráðherra fram stjórnarfrumvarp um breytingu á lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Í athugasemdum með frumvarpinu segir að meginbreytingin með því sé sú að lífeyrissjóðum verði heimilt að taka þátt í skipulegum lánamarkaði með verðbréf. Nefndin lagði einnig til að gengið yrði lengra í skattalækkunum á fyrirtæki en tekjuskattur á fyrirtæki var lækkaður úr 30% árið 2001 í 18%. Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokks

115. Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar 2007, bls. 1 og 2. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/275>.

og Samfylkingar, sem mynduð var vorið 2007, hafði á stefnuskrá sinni að lækka frekar skatta á fyrirtæki og í tengslum við gerð kjarasamninga 17. febrúar 2008 var tilkynnt að tekjuskattar fyrirtækja yrðu lækkaðir í 15% frá og með tekjuárinu 2008.

4.4.3 Einkavæðing

Á árunum 1992 til 2007 fór fram umfangsmikil einkavæðing þar sem seldir voru hlutir ríkisins í fjölda fyrirtækja (mynd 32). Heildarupphæð seldra fyrirtækja var, á verðlagi ársins 2008, um 186 milljarðar króna.¹¹⁶ Stærstu einstöku sölurnar voru í ríkisbönkunum, Búnaðarbanka og Landsbanka, og Fjárfestingarbanka atvinnulífsins og Landssímanum. Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var stofnaður með lögum nr. 60, 26. maí árið 1997 og tók til starfa 1. janúar 1998. Bankinn var stofnaður með sameiningu lánasjóða ríkisins, þ.e. Fiskveiðasjóðs, Iðnlánasjóðs, Útflutningslánasjóðs og Iðnþróunarsjóðs.¹¹⁷ Á verðlagi 2008 voru tekjur ríkisins af sölu Símans 85 milljarðar króna, sala bankanna gaf alls 76 milljarða króna og sala annarra fyrirtækja skilaði ríkinu 25 milljörðum króna á verðlagi ársins 2008 (mynd 33).

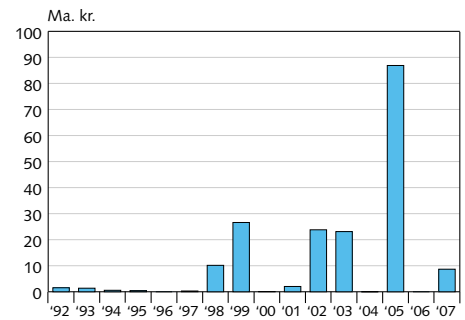
Bankarnir voru seldir í nokkrum hlutum. Til að byrja með var stefnt að dreifðu eignarhaldi á þeim. Forsætisráðherra færði fyrir því ágæt rök í umræðum á þinginu haustið 1999. Þar gat hann meðal annars þess að það væri óæskilegt ef stórir eigendur, sem eru í annarri atvinnustarfsemi, eignist ráðandi hluti í bönkum: „Fyrir því eru rök, til að mynda þau að það sé ekki hollt fyrir banka að tilteknir aðilar, sem eru í samkeppni í þjóðfélaginu, verði það sterkir innan bankans að þeir geti ráðið þar lögum og lofum. Þá gætu hagsmunir viðkomandi aðila farið að þýða meira fyrir bankann en hagsmunir sem bankinn á almennt að tryggja.“¹¹⁸

Í sömu ræðu var einnig bent á að ekki sé æskilegt að einn aðili ráði svo stórum hlut í banka að hann nái að knýja sitt fram í andstöðu annarra smærri hluthafa. Því sé æskilegra að takmarka hámarkseign við hóflegan hlut: „Nái aðili miklum áhrifum, kannski 7–9% í banka, og fari síðan að beita þeim með annarlegum hætti þá eru skilyrði fyrir hendi fyrir hina hluthafana að bregðast við, safnast saman til ákvörðunar og standa gegn honum. Það gengur ekki ef þessi aðili hefur svo mikil áhrif í bankanum, svo stóran hlut að menn nái sér ekki saman.“ Þá hélt Davíð Oddsson, forsætisráðherra, því fram að það væri í reynd forsenda fyrir því að fá samþykki fyrir sölu á bönkunum að eignarhald yrði dreift: „Ég hef reyndar sagt það líka að ég er þeirrar skoðunar að við hefðum ekki fengið það í gegn, hvorugur stjórnarflokkurinn, ekki heldur í mínum flokki, að fara út í sölu á bönkum og slíkum fyrirtækjum ef menn hefðu ekki vitað að fyrir okkur vakti að reyna að tryggja það að eignaraðild á þessum bönkum yrði dreifð.“

Í þessum anda hafði einkavæðingu bankanna verið ýtt úr vör þegar árið 1998 en þeim og fleiri ríkisfyrirtækjum hafði verið breytt í hlutafélög á kjörtímabilinu á undan. Einkavæðing bankanna hófst því í reynd árið 1998. Þá var

Mynd 32

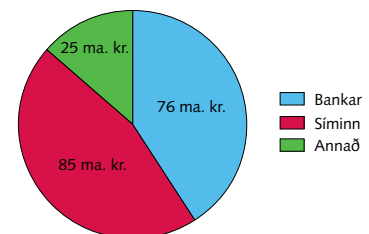
Tekjur af sölu ríkisfyrirtækja 1992–2007
 Á föstu verðlagi 2008



Heimild: <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf.pdf>.

Mynd 33

Tekjur af sölu ríkisfyrirtækja 1992–2007
 Á föstu verðlagi 2008



Heimild: <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf.pdf>.

116. *Einkavæðing 2003–2007. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, júní 2007.* Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2007. Sjá vefsíðuna <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf.pdf>.

117. Lög um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. Nr. 60, 26. maí 1997.

118. Davíð Oddsson: „*Dreifð eignaraðild að viðskiptabönkum og öðrum lánaðofnum.*“ Þingræða flutt 11. október 1999.

selt nýtt hlutafé í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. og var hlutafé hvors banka aukið um 15%.¹¹⁹ Ríkið seldi jafnframt 49% af eign sinni í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. (FBA). Hlutturinn í FBA var seldur á 4,7 milljarða króna til tæplega 11 þúsund aðila. Rétt rúmlega tólf þúsund manns skráðu sig fyrir hlutafjárúkningunni í Landsbankanum og seldust hlutirnir á alls 1,7 milljarða króna og í hlutafjárútbodinu í Búnaðarbankanum voru áskrifendur alls yfir 93 þúsund og keyptu þeir fyrir einn milljarð króna. Þessi fyrstu skref í sölu ríkisbankanna miðuðu því að dreifðri eignaraðild.

Það sem eftir var í eigu ríkisins af hlutabréfum í FBA var selt í nóvember 1999 þegar ríkið seldi 51% hlut sinn á samtals 9,7 milljarða króna til hóps fjárfesta. Hver fjárfestir innan hópsins mátti aðeins bjóða í 6% af hlutafé bankans. Kaupendurnir að 51% hlut bankans voru lífeyrissjóðir, fyrirtæki og einstaklingar.

Í desember 1999 var byrjað að selja hlut ríkisins í Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands en sölu á hlut ríkisins í bönkunum lauk árið 2003. Á árinu 2002 var horfið frá þeirri stefnu, er varðar Landsbankann og Búnaðarbankann, að selja til margra og tiltölulega smárra hluthafa. Það ár urðu einnig tvær breytingar á framkvæmdanefnd um einkavæðingu þegar Hreinn Loftsson hætti sem formaður í febrúar og Ólafur Davíðsson, ráðuneytisstjóri í forsætisráðuneytinu, tók við formennsku nefndarinnar og þegar Steingrímur Ari Arason hætti í nefndinni í september og Baldur Guðlaugsson, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu, tók sæti hans. Í skýrslu nefndarinnar frá árinu 2003 segir:

„Á árinu 2002 voru tekin mikilvæg skref á sviði einkavæðingar. Í kjölfar þess að hinn svokallaði Samson hópur ritaði bréf til nefndarinnar og lýsti yfir áhuga á kaupum á umtalsverðum hlut í Landsbanka Íslands hf. var hafinn söluferrill sem miðaði að því að selja kjölfestuhlut bæði í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Hafist var handa um sölu Landsbankans og Búnaðarbankinn fylgdi í kjölfarið. Niðurstaða þessa söluferrlis varð sú að Samson ehf. keypti 45,9% hlutabréfa í Landsbankanum en Egla hf., Vátryggingafélag Íslands hf., Samvinnulífeyrissjóðurinn og Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga keyptu samsvarandi hlut í Búnaðarbankanum. Gengið var frá samningum um Landsbankann á gamlársdag 2002 en Búnaðarbankann 16. janúar 2003. Samanlagt eru þessi verkefni þau stærstu sem unnin hafa verið á vegum framkvæmdanefndar um einkavæðingu og mörkuðu þau þáttaskil í íslensku fjármálalífi þar sem ríkið hefur með sölu á þessum hlut dregið sig út úr rekstri fjármálastofnana.“¹²⁰

Eftirstandandi hlutur ríkisins í viðskiptabönkunum var seldur vorið 2003. Frá stjórnarskiptum 1999 var það viðbótarmarkmið með einkavæðingu að

119. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03pdf.pdf>. Upplýsingar um sölu ríkisbankanna eru teknar úr skýrslu einkavæðingarnefndar frá 2003, athugasemdum með frumvarpi til laga um breytingu á lögum nr. 50/1997 sem lagt var fyrir Alþingi á 125. löggjafarþingi, þskj. 287–235. mál.

120. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003. Bls 6–7. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03pdf.pdf>.

stuðla að auknum sparnaði almennings með sölu hlutabréfa ríkisins. Þá var einnig tekið fram í stefnuyfirlýsingu frá 1999 að við sölu hlutabréfa ríkisins í bönkunum yrði þess gætt að ríkið fengi hámarksverð.

Á kjörtímabilinu 1999 til 2003 voru tekjur af sölu hlutabréfa í eigu ríkissjóðs alls 52,5 milljarðar króna á verðlagi 2003, þar af 50,4 milljarðar vegna sölu á bönkunum.¹²¹ Þessum tekjum var að mestu ráðstafað til þess að greiða niður skuldir og bæta þannig erlenda stöðu ríkisins. Einnig var hluta teknanna ráðstafað til samgöngu- og fjarskiptamála.

Þegar seldir voru hlutir í viðskiptabönkunum, Landsbanka og Búnaðarbanka, á árunum 1999 (13% hlutur í hvorum banka), 2002 (20% í Landsbanka) og á árinu 2003 (þegar seldir voru 2,5% hlutur í Landsbanka og 9,11% hlutur í Búnaðarbanka) voru haldin almenn útboð á hlutunum. Þessari aðferð var fylgt þegar verið var að leita eftir dreifðu eignarhaldi og í sumum tilvikum tóku tugir þúsunda þátt í útboðunum. Á gamlársdag var 45,8% hlutur ríkisins í Landsbankanum seldur í einu lagi til Samson ehf. og í febrúar 2003 var 45,8% hlutur í Búnaðarbankanum seldur hópi fjárfesta, „S-hópnum“, sem gerði sameiginlegt tilboð í hlutinn. Þessum tveimur ólíku aðferðum var því beitt við sölu bankanna. Annars vegar voru seldir hlutir í almennu útboði með það að markmiði að fá dreift eignarhald, þannig að sérhver kaupandi ætti aðeins tiltölulega lítinn hlut í bankanum. Hins vegar voru stórir hlutir, tæplega helmingur í hvorum viðskiptabanka, Landsbankanum og Búnaðarbankanum, seldir í einu lagi til ákveðins hóps sem gerði sameiginlegt tilboð. Í tilviki Búnaðarbankans voru nokkrir aðilar sem mynduðu þennan hóp „kjölfestufjárfesta“ en í tilviki Landsbankans var einn aðili sem þótti álitlegastur og keypti ráðandi hlut í bankanum að loknu tilboðsferli. Í tilboðsöulunum var litið til fleiri þátta en verðsins. Einnig var lagt mat á „stöðu og framtíðarsýn bjóðenda“.¹²² Í þessum tilvikum fylgdi með í kaupunum undanþága frá ákvæði laga um yfirtökuskyldu.

Í framhaldi af kaupum Samson á ráðandi hlut í Landsbankanum og S-hópsins á ráðandi hlut í Búnaðarbankanum mat Fjármálaeftirlitið hæfi þessara aðila til þess að fara með virkan eignarhlut í bönkunum.¹²³ Eftir að hafa farið yfir gögn um fjárhagsstöðu umsækjenda, fjármögnun kaupanna, þekkingu og reynslu kaupenda og fleira sem skipti máli komst Fjármálaeftirlitið að því í báðum tilvikum að kaupendur væru hæfir til þess að fara með virka eignarhluti í bönkunum.

Meðal þess sem skoðað var sérstaklega í tilviki Samson og Landsbankans voru „deilur Ingimars H. Ingimarssonar og eigenda Samson [...] er varða viðskipti og meðferð hlutafjár í Baltic Bottling Plant“¹²⁴ og „hvort dómur sá

121. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003. Bls. 10. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03pdf.pdf>.

122. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003. Bls. 13. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03pdf.pdf>.

123. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki, vegna mats á hæfi Samson eignarhaldsfélags ehf. til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 3. febrúar 2003 og „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki, vegna mats á hæfi Eglu hf., Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga, Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf., til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 17. mars 2003.

124. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálfyrirtæki, vegna mats á hæfi Samson eignarhaldsfélags ehf. til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 3. febrúar 2003, bls. 7–8.

er Björgólfur Guðmundsson hlaut árið 1991 væri þess eðlis að áhrif hefði á mat á hæfi Samson til að eignast virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf.¹²⁵ Hvorugt þessara mála var talið hafa áhrif á hæfi Samson til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum.

Við ákvörðun Fjármálaeftirlitsins á hæfi S-hópsins var skoðað sérstaklega hvort umsækjendur tengdust öðrum hluthöfum Búnaðarbankans með beinum eða óbeinum hætti og einnig var skoðað „skipulag eignarhlutarins og gegnsæi í meðferð hans, í ljósi þess að þrír umsækjenda kusu í upphafi að standa að hluta eða öllu leyti utan eignarhaldsfélagsins Eglu“.¹²⁶ Í ákvörðuninni kemur einnig fram að:

„Fjármálaeftirlitið aflaði upplýsinga og sjónarmiða frá umsækjendum og aðilum sem það taldi að kynnu að vera tengdir umsækjendum [...]. Í ljósi sjónarmiða umsækjenda og þess að aðilaskipti að eignarhlut og atkvæðisrétti munu ekki koma að fullu til framkvæmda þegar í stað, hefur Fjármálaeftirlitið ekki tekið endanlega afstöðu til þess hvort fyrrgreindir aðilar teljist ásamt umsækjendum fara saman með virkan eignarhlut í Búnaðarbankanum. Afgreiðsla umsóknar þessarar miðast því við umsækjendur og hinn umsótta eignarhlut, þ.e. 45,8%. Fjármálaeftirlitið mun hins vegar taka afstöðu til stærðar virka eignarhlutarins þegar og ef kaupsamningur umsækjenda við ríkissjóð Íslands kemur að fullu til framkvæmda.“¹²⁷

Samkvæmt þessu útilokaði Fjármálaeftirlitið ekki að kaupendur að hlut ríkisins í Búnaðarbankanum tengdust öðrum eigendum þannig að virkur eignarhlutur væri í raun stærri en sá hlutur sem ríkið var að selja í tilbodsferlinu og undanþága frá yfirtökuskyldu gildi um. Fjármálaeftirlitið frestaði því hins vegar að taka afstöðu til þess hvort yfirtökuskylda myndaðist þar til kaupin væru að fullu gengin í gegn.

Varðandi gagnsæi og skipulag á eignarhaldi segir m.a. í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins:

„Með því að fallast á að fleiri en einn lögaðili fari án skilyrða með eignarhlut í fjármálafyrirtæki, sem sameinaður undir einum lögaðila teldist mynda móðurfélag samkvæmt framangreindu, væri eigendum svo stórra eignarhluta opin leið til að komast hjá þeim varúðarreglum sem felast í ákvæðum laga nr. 161/2002 er varða eignarhaldsfélög á fjármálasviði. Á það getur Fjármálaeftirlitið ekki fallist.

Bein og óbein tengsl umsækjenda við fyrirtæki á íslenskum samkeppnismarkaði eru talsverð. Fjármálaeftirlitið hefur í samstarfi við forsvarsmenn umsækjenda dregið upp ítarlega mynd af þeim

125. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, vegna mats á hæfi Samson eignarhaldsfélags ehf. til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 3. febrúar 2003, bls. 7.

126. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, vegna mats á hæfi Eglu hf., Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga, Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf., til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 17. mars 2003, bls. 4.

127. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, vegna mats á hæfi Eglu hf., Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga, Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf., til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 17. mars 2003, bls. 4.

tengslum. Að mati Fjármálaeftirlitsins myndi það greiða verulega fyrir gegnsæi, draga úr hættu á hagsmunaaðrekstrum og auðvelda eftirlit með eignarhaldinu ef Egla hf. færi með allan eignarhlutinn sem umsóknin lýtur að.¹²⁸

Í ljósi þessa ályktaði Fjármálaeftirlitið síðan að miðað við fyrirbyggjandi áform væru umsækjendur hæfir til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands. Þar með var horfið frá því viðmiði að koma bönkunum í dreift eignarhald eftir að stór hluti þeirra hafði verið seldur til margra smárra hluthafa undir þeim formerkjum að dreift eignarhald á bönkunum væri æskilegt.

Tæpur helmingur, 49%, af Fjárfestingarbanka atvinnulífsins var seldur í nóvember 1998 fyrir 4665 milljónir króna til 10734 einstaklinga. Fljótlega var ákveðið að selja það sem eftir stóð á fyrri hluta árs 1999. Meðal ástæðna fyrir því að flýta sölu frá því sem áður hafði verið áætlað var að sala hlutfjár myndi „sporna við þenslu, auk þess sem ríkissjóður fengi góðar tekjur af sölu“.¹²⁹ Því virðist hafa verið litið á hlutfjárkaup almennings sem form sparnaðar sem væri þó ekki í samkeppni við annan og áhættuminni sparnað heldur í samkeppni við neyslu. Í stefnuýfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá árinu 1999 var miðað við að sala hlutabréfa ríkisins leiddi til aukins sparnaðar almennings. Ríkisstjórnin hafði einnig ákveðið að halda áfram með verkefni fyrri ríkisstjórnar sömu flokka að hvetja almenning með skattaávilnunum til þess að leggja áhættufé í atvinnufyrirtæki.¹³⁰

Að teknu tilliti til þess að um var að ræða einkavæðingu á vel fjármögnuðum banka er það nokkuð athyglisverð kenning að við það dragi úr þenslu. Rannsóknir benda til að bankar í einkaeign skili meiri hagnaði en bankar í ríkiseign¹³¹ og að við einkavæðingu banka aukist tekjur þeirra.¹³² Þótt kostnaður sé hærri í bönkum í einkaeign eru tekjurnar enn hærri og hagnaður því meiri heldur en í bönkum í ríkiseigu þegar leiðrétt hefur verið fyrir öðrum áhrifum.¹³³ Jafnframt benda rannsóknir til að ríkisbankar séu almennt með veikari efnahagsreikning, þ.e. lægra eiginfjárhlutfall en bankar í einkaeign og með lakari útlán. Því er algengt að einkavæðingarferli hefjist á endurfjármögnun með eiginfjárframlagi frá ríkinu og afskriftum tapaðra lána sem haldið hafði verið á efnahagsreikningi þótt þau væru ekki innheimtanleg.

128. „Ákvörðun skv. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálaýfirlit, vegna mats á hæfi Egla hf., Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga, Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf., til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands hf.“ Fjármálaeftirlitið, 17. mars 2003, bls. 5.

129. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003, bls. 20. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.forsactisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03pdf.pdf>.

130. Í fremstu röð á nýrri öld. Stefnuýfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks 28. maí 1999. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/57> og *Stefnuýfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks* 1995. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/69>.

131. Iannotta, Giuliano; Giacomo Nocera og Andrea Sironi: „Ownership structure, risk and performance in the European banking industry.“ *Journal of Banking and Finance* 31 2006, bls. 2127–2149 og Beck, Thorsten; Heiko Hesse; Thomas Kick og Natalja von Westernhagen: „Bank ownership and stability: evidence from Germany.“ *Vox*, 9. maí 2009.

132. Bonin, John P.; Iftekhar og Paul Wachtel: „Privatization matters: bank efficiency in transition countries!“ Í *William Davidson Institute working paper number 679*. University of Michigan Business School 2004.

133. Iannotta, Giuliano; Giacomo Nocera og Andrea Sironi: „Ownership structure, risk and performance in the European banking industry.“ *Journal of Banking and Finance* 31 2006, bls. 2127–2149.

Eftir einkavæðingu má því búast við að bankar séu betur fjármagnaðir en áður, en áhættusæknari. Töluverður vöxtur efnahagsreiknings banka í kjölfar einkavæðingar er því líklegur. Þegar nánast allt bankakerfi lands er einkavætt á einu bretti má því búast við vexti útlána, aukinni skuldsetningu fyrirtækja og heimila, hækkandi eignaverði og aukinni einkaneyslu.

Aðferðir við einkavæðingu bankakerfa hafa verið fjölbreyttar og árangurinn misjafn. Flest dæmin eru um einkavæðingu í nýmarkaðsríkjum eða þróunarrikjum. Fyrir nokkrum árum þótti hafa tekist einkar vel til við einkavæðingu ungverskra banka. Var það þakkað því að fengnir voru erlendir bankar sem kjölfestufjárfestar í ríkisbankana. Með erlendu bönkunum fékkst þekking á bankarekstri á samkeppnismarkaði og var þeim falið að stýra bönkunum eftir einkavæðingu. Vegna þess að í flestum tilvikum hafði erlendu bönkunum verið seldur verulegur hlutur í bönkunum höfðu þeir hag af því að hámarka arðsemi til langs tíma.¹³⁴

Söluferli stærsta viðskiptabanka Rúmeníu hófst árið 2002 að kröfu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Eftir tilboðssölu var ráðandi hlutur í bankanum seldur austurríska bankanum Erste haustið 2005. Í framhaldinu varð vart við að nokkrir aðrir rúmenskir bankar tóku að vaxa mjög hratt í von um að verða keyptir af erlendum bönkunum.¹³⁵

Í Mexíkó voru bankar þjóðnýttir árið 1982.¹³⁶ Eftir þjóðnýtingu versnaði þjónusta, sparnaður dróst saman og erfitt var að fá fjármagn að láni. Hafist var handa við að selja bankana á ný og fyrsti áfangi í endur-einkavæðingu mexíkóskra banka fór fram 1990 til 1992. Á meðal þeirra markmiða sem stefnt var að með einkavæðingu var dreift eignarhald. Fram til 1993 var erlent eignarhald einnig takmarkað við 30%. Aðeins innlendum fjárfestum var leyft að bjóða í bankana og voru þeir seldir á ríflega þreföldu bókfærðu virði. Ríkið fékk því gott verð fyrir bankana sem það gat notað til að létta á erlendum skuldum. En samkeppni um bankana milli valdahópa hafði ýtt verðinu of hátt. Kaupin voru almennt illa fjármögnuð. Algengt var að fjármögnunin færi fram með bankalánnum sem bankamennirnir veittu sjálfum sér og kann það að hafa átt þátt í aðdraganda fjármálakreppunnar í Mexíkó árið 1994. Í stað þess að eignarhald hefði orðið dreift, eins og að var stefnt, þjappaðist það á hendur fárra aðila, þ.e. helstu viðskiptablokka Mexíkó. Efnahagshorfur í Mexíkó voru að batna á þessum tíma og árið 1991 hafði bindiskylda verið afnumin. Nýeinkavæddir bankarnir voru því stútfullir af lausu fé og með mikla útlánagetu. Nýju eigendurnir voru margir án nokkurrar reynslu af bankarekstri. Þeir voru hins vegar ákafir í því að auka vegferð annarrar starfsemi sem þeir höfðu með höndum og lánuðu jafnvel sjálfum sér fjármagnið sem þeir keyptu bankann sinn fyrir.

Þessu til viðbótar hafði bankaeftirlitið misst sitt besta fólk og það hafði ekki yfirsýn eða getu til að sinna eftirliti með bönkunum og útlánavöxtur þeirra varð gríðarlegur. Einstaklingar og fyrirtæki voru viljug til að skuldsetja

134. Ábel, István og Pierre L. Siklos. „Secrets to the successful Hungarian bank privatization: the benefits of foreign ownership through strategic partnership.“ Í *Economic Systems* 28 2004, bls. 111–123.

135. Marius, Gaviletea: „Short analysis of Romanian banking sector after BCR privatization.“ Í: *Interdisciplinary Management Research*, 3. tbl. 2007, bls. 181–190.

136. Þetta dæmi um mislukkaða einkavæðingu fjármálageirans í Mexíkó fylgir umfjöllun Mannsberger, Jörg og J. Brad McBride: „The privatization of the Mexican banking sector in the 1990s: from debacle to disappointment.“ *International Journal of Emerging Markets*, 2. tbl. nr. 4 2007, bls. 320–334.

síg í góðærinu í upphafi tíunda áratugarins og bankarnir voru viljugir að lána. Þeim hætti til að vanmeta útlánaáhættu og tóku slæm veð.

Auk þess var pesóinn sterkur á þessum tíma. Bein erlend fjárfesting í landinu var mikil og einnig var töluvert innflæði fjármagns þar sem menn nýttu sér vaxtamun en vextir í Mexíkó voru töluvert hærri en í Bandaríkjunum. Viðskiptahalli var því orðinn verulegt vandamál og gjaldeyrisforði seðlabankans var á þrotum. Ýmsir atburðir á árinu 1994 leiddu til þess að traust á Mexíkó fór dvínandi, þ.e. landsálagið hækkaði. Það varð nauðsynlegt að fella pesóann. Við það hækkuðu vextir og útlánatap jökst. Í nóvember 1995 voru 36% lána í bankakerfinu í vanskilum.

Einkavæðing íslensku bankanna var í takt við stefnu ríkisstjórnarinnar, þ.e. að það sé óeðlilegt að ríkið sé starfandi á samkeppnismarkaði þar sem einkaaðilar séu fullfærir um að annast starfsemina enda benda ýmsar rannsóknir til þess að það eigi við bankastarfsemi, rétt eins og marga aðra starfsemi, að alla jafna sé henni betur komið hjá einkaaðilum. Starfsemin verður umfangsmeiri, þjónustan betri og hagnaðurinn meiri. Sjá umfjöllun um útlán bankanna í kafla 8.0 og um fjármögnun þeirra í kafla 7.0.

Framkvæmd einkavæðingar bankanna var að mörgu leyti ágæt til að byrja með. Upphaflega var stefnt að dreifðu eignarhaldi og framan af ferlinu var reynt að fá erlenda banka til að taka þátt í kaupunum. Þegar leið á ferlið virðist það hins vegar hafa flust óþægilega nærri því sem hér var lýst að hefði gerst í Mexíkó rúmum tíu árum áður.

Sala hlutabréfa í eigu ríkisins hefur bein áhrif á þjóðhagslegan sparnað eftir tveimur leiðum. Annars vegar hafa kaupin áhrif á sparnað kaupandans, þ.e. á einkasparnað. Hins vegar hefur ráðstöfun andvirðis sölunnar áhrif á sparnað ríkisins. Beinu sparnaðaráhrifin af fjárfestingu almennings í hlutabréfum, þ.e. að því leyti sem fjárfestingin felur í sér viðbótarsparnað frekar en tilflutning á sparnaði, eru því jákvæð fyrir þjóðhagslegan sparnað. Ætla má að þessi áhrif hafi verið meiri en ella á meðan skattafsláttur var veittur af fjárfestingu í hlutabréfum, þ.e. á meðan ríkið beitti enn skattkerfinu til að hvetja almennung til þess að fjárfesta í hlutabréfum eins og var gert þegar ríkisbankarnir voru seldir. Sá hluti söluandvirðisins sem notaður var til að greiða niður skuldir ríkisins hafði einnig jákvæð áhrif á sparnað. Hins vegar var um neikvæð áhrif að ræða að því marki sem söluandvirðinu var ráðstafað til framkvæmda og þensluhvetjandi að auki.

Þegar Síminn var loks seldur var um helmingur greiddur með erlendum gjaldeyri sem var ráðstafað til þess að greiða niður erlend lán ríkisins. Hinn helmingurinn var greiddur í krónum. Hann var lagður inn á reikning í Seðlabankanum. Sérstök lög voru sett um ráðstöfun „símapeninganna“ þar sem tilgreint var í hvaða verkefni þeim yrði varið á næstu árum og reynt var að tímasetja þær framkvæmdir þannig að þær myndu draga úr niðursveiflunni sem væntanleg var í kjölfar stóriðjuframkvæmdanna. Þar á meðal var stefnt að því að verja 15 milljörðum króna til vegafframkvæmda á árunum 2007–2010 og 18 milljörðum króna til uppbyggingar Landspítalans á árunum 2008–2012, auk fleiri smærri verkefna.

4.4.4 Stóriðjufrjárfestingar

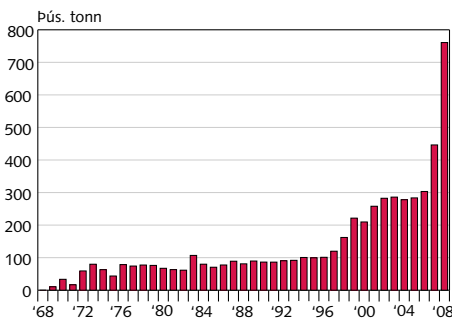
Á árunum 1996–1997 var álverið í Straumsvík stækkað og 1997 var reist álver Norðuráls á Grundartanga. Slaki hafði myndast í hagkerfinu á árunum 1988

til 1995 og var atvinnuleysi á árinu 1995 um 5%, það mesta í áratugi. Bygging þessara álvera, auk virkjanaframkvæmda, fór því af stað þegar efnahagslífið var í lægð. Sama má segja um byggingu fyrsta hluta álversins í Straumsvík sem byggt var á árunum 1967–1969, þ.e. á árunum þegar síldin hvarf og mikill samdráttur var í hagkerfinu. Í mati Páls Harðarsonar á þjóðhagslegum áhrifum stóriðju á Íslandi 1966–1997 kemur fram að yfir þetta tímabil hafi stóriðjan líklega skilað 18% aukningu í vergri landsframleiðslu sem jafngildir um 0,5% á ári. Meirihluta þessa ávinnings, rúm 60%, mátti rekja til tímasetningar framkvæmdanna, þ.e. ávinningsins af því að fylla upp í slaka í hagkerfinu með tímabundnum framkvæmdum. Um 40% ávinningsins stafaði af aukinni framleiðslugetu hagkerfisins.¹³⁷ Áhrif aukinnar framleiðslugetu mætti flokka sem langtímaávinning og kemur hann fram sem framleiðniaukning og skilar sér í varanlega aukinni framleiðslu. Áhrif vegna framkvæmdanna sjálfra eru tímabundin eftirspurnaráhrif og eru þau til hagsbóta ef þau koma inn í slaka-tímabil og dempa þannig hagsveiflu með því að draga úr niðursveiflunni. Ef framkvæmdin er umfangsmikil samanborið við verga landsframleiðslu og á sér stað í uppsveiflu magnar hún uppsveifluna ef ekki er brugðist við á viðeigandi hátt með hagstjórnaraðgerðum. Umfangsmikil framkvæmd getur því valdið opþenslu hagkerfisins sem mun ekki leiðrættast öðruvísi en með verulegum samdrætti seinna meir.

Erlend fjárfesting í atvinnulífinu og uppbygging orkufreks iðnaðar var á stefnuskrám ríkisstjórnanna sem myndaðar voru 1995 og 1999. Vinna við stækkun álversins í Straumsvík 1995 til 1997 úr 100.000 tonnum í 162.000 tonn (nú um 180.000 vegna bættrar tækni) hófst í lok langvinnis samdráttar- og stöðnunarskeiðs. Fyrsti áfangi Norðuráls við Grundarfjörð var byggður á árunum 1997–1998 með 60.000 tonna framleiðslugetu og árið 2001 var annar áfanginn, 30.000 tonn til viðbótar, tekinn í notkun. Árið 2006 bættist við 130.000 tonna framleiðslugeta og árið eftir jókst framleiðslugetan um 40.000 tonn til viðbótar og hefur verksmiðja Norðuráls á Grundartanga þar með afkastagetu upp á 260.000 tonn af áli á ári. Vinna við álver Fjarðaáls á Reyðarfirði hófst 2004 og lauk 2007. Álverið hafði náð fullum afköstum í byrjun árs 2008 og er það með 346.000 tonna framleiðslugetu á ári. Samfara öllum þessum framkvæmdum var fjárfest í virkjunum, ýmist vatnsaflsvirkjunum eða gufuafsvirkjunum, auk línumannvirkja. Stærsta einstaka virkjanaframkvæmdin var bygging Kárahnjúkavirkjunar og borun um 53 km aðrennslisganga að Fljótsdalsstöð sem reist var til raforkuvinnslu Kárahnjúkavirkjunar og sér álveri Fjarðaáls fyrir rafmagni en afl stöðvarinnar er 690 MW.¹³⁸

Á árunum 2004 til 2007 féllu því að mestu til framkvæmdir við álver með samtals 516.000 tonna framleiðslugetu á ári og tilheyrandi virkjanir. Við þessar framkvæmdir jókst álframleiðsla úr um 270.000 tonnum á ári (180.000 í Straumsvík og 90.000 á Grundartanga) í 786.000 tonn á ári, þ.e. hún nærri þrefaldaðist.

Mynd 34
Útflutningur áls



Heimild: Hagstofa Íslands.

137. Páll Harðarson: „Mat á þjóðhagslegum áhrifum stóriðju á Íslandi 1966–1997.“ Í *Fjármálatíðindi* 45. árgangur, síðara hefti, bls. 153–167. Seðlabanki Íslands 1998.

138. Tölulegar upplýsingar teknar af vefsvæðum Norðuráls, sjá vefsíðuna http://www.nordural.is/default.asp?sid_id=1881&tId=1&tre_rod=001%7C001%7C; Alcan, sjá vefsíðuna <http://www.riotintoalcan.is/?PageID=27>; Fjarðaáls, sjá vefsíðuna <http://www.alcoa.com/iceland/ic/home.asp> og Landsvirkjunar, sjá vefsíðuna <http://www.landsvirkjun.is/starfsemin/framkvæmdir/karahnjukavirkjun/>.

Eftir að ákveðið hafði verið að hefja byggingu álvers Fjarðaáls við Reyðarfjörð og virkja við Kárahnjúka mat Seðlabankinn efnahagsleg áhrif þessara framkvæmda. Niðurstaða þess mats var birt í *Peningamálum* í febrúar 2003.¹³⁹ Í greiningu Seðlabankans var áherslan á tímabundin áhrif sem stafa fyrst og fremst af aukinni eftirspurn í hagkerfinu á framkvæmdatímanum. Þessi áhrif eru ólík langtímaáhrifum framkvæmdarinnar sem ætlað er að styrkja framboðshlið hagkerfisins og treysta útflutningstekjur. Seðlabankinn lagði því áherslu á að greina skammtímaeftirspurnaráhrif á byggingartíma virkjunar og verksmiðju. Mat á langtímaáhrifunum lá fyrir samkvæmt arðsemismati sem unnið hafði verið fyrir Landsvirkjun. Í greinargerð um arðsemi og áhættu Kárahnjúkavirkjunar sem kynnt var 7. janúar 2003 kemur fram að verkefnið sé áhættusamt þar sem nokkrar líkur séu á því að arðsemin verði minni en að var stefnt. Þó voru taldar hverfandi líkur á öðru en að ávöxtun yrði yfir lánsvöxtum.¹⁴⁰ Að því gefnu að verkefnið sé hagkvæmt út af fyrir sig skoðaði Seðlabankinn möguleg þjóðhagsleg áhrif af framkvæmdinni á byggingartíma og lagði mat á nauðsynleg hagstjórnarviðbrögð. Á meðal niðurstaðna greiningar Seðlabankans var eftirfarandi:

„Áhrif á byggingartíma felast í aukinni eftirspurn sem fjármögnuð er með erlendu eiginfé og lánsfé. Því fylgir tímabundinn viðskiptahalli, sem ekki er vandamál, og eftirspurnarspenna og verðbólguþrýstingur. Þar sem framkvæmdirnar eru að mestu fyrir séðar er við því að búast að gengi krónunnar, vextir og eignaverð verði fyrir áhrifum um leið og ljóst er að af framkvæmdum verður. Hækkun gengis krónunnar að undanförunu á a.m.k. að hluta rætur að rekja til þessa. Hún byggist ekki aðeins á væntu gjaldeyrisinnstreymi heldur einnig á væntingum um hærri Seðlabankavexti á næstu misserum en ella. Hækkun gengis krónunnar verður því ekki slitin úr samhengi við það aukna aðhald í peningamálum sem óhjákvæmilega tengist svo stórum eftirspurnarhnykk sem hér er um að ræða.

Útreikningar sem gerðir eru með líkönunum Seðlabankans af hagkerfinu og einstökum hlutum þess benda til þess að án gengisaðlögunar og hagstjórnaraðgerða verði framleiðsluspenna umtalsvert meiri en varð á ofpensluárunum 2000 og 2001. Ástæðan er sú að hagvöxtur verður töluvert umfram jafnvægisvöxt, eða sem nemur 4–4,5 prósentum þegar mest lætur, sem gæti þýtt um 7% hagvöxt. Afleiðing þessa er að verðbólga yrði um eða yfir 4 prósentum meiri en án stóriðjuframkvæmda á árunum 2005 og 2006 og víki því verulega frá verðbólguþrýstingum Seðlabankans.

Til að koma í veg fyrir þetta þurfa að koma til hagstjórnarviðbrögð. Ef gengið helst óbreytt frá því sem orðið hefði án stóriðjuframkvæmda og engar aðgerðir verða í ríkisfjármálum þurfa Seðlabankavextir að hækka þegar líður á þetta ár og verða á árunum 2004 og 2005 verulega hærri en án stóriðju. Útreikningarnir sýna niðurstöður sem byggjast á hefðbundinni framsýnni reglu fyrir ákvörðun seðlabankavaxta sem

139. „Viðauki: mat á þjóðhagslegum áhrifum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda og möguleg hagstjórnarviðbrögð við þeim.“ *Peningamál* 2003/1, bls. 29–41. Seðlabanki Íslands.

140. *Greinargerð til eigenda Landsvirkjunar: Arðsemi og áhætta Landsvirkjunar vegna Kárahnjúkavirkjunar*. Landsvirkjun, 7. janúar 2003.

tekur tillit til framleiðsluspennu á hverjum tíma en verðbólgu næsta árs á eftir. Þá verða Seðlabankavextir rúmlega 4,5 prósentum hærrí en án stóriðju, sem gæti þýtt allt að 10% stýrivexti. Þetta nægir reyndar ekki til að halda verðbólgu innan þolmarka á árunum 2005 og 2006 og því þarf peningastefnan að verða enn aðhaldssamari ef hún nýtur ekki aðstoðar ríkisfjármálastefnu eða gengisþróunar.

Gengisþróun sem tæki mið af stóriðjuframkvæmdum og/eða aðgerðir í ríkisfjármálum leiddi til þess að mun minni vaxtahækkunar væri þörf til að halda verðbólgu nálægt verðbólgu markmiðinu. Í því dæmi sem hér er tekið varðandi breytilegt gengi þurfa Seðlabankavextir ekki að hækka um nema rúmlega 2 prósentur umfram grunnþæmi þegar þeir ná hámarki á árunum 2004 og 2005. Þetta gæti falið í sér rúmlega 7% stýrivexti. Breytilegt gengi hefur það einnig í för með sér að vextirnir hækka seinna en ella.

Aðgerðir í ríkisfjármálum sem fælu í sér 20% samdrátt fjárfestingar hins opinbera á árunum 2005 og 2006 og samsvarandi aukningu á árunum 2007 og 2008 myndu hafa það í för með sér að vextir þyrftu ekki að fara nema um 2½ prósentu umfram grunnþæmi miðað við framsýna peningastefnu og óbreytt gengi. Samspil gengisaðlögunar og aðgerða í ríkisfjármálum gæti dregið ennfrekar úr þörf fyrir vaxtahækkun.

Það er meginniðurstaða þessarar greinargerðar að þrátt fyrir að hér sé um einhverjar mestu framkvæmdir Íslandssögunnar að ræða, verður hægt að verja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans með samspili innri aðlögunar í þjóðarbúskapnum og aðgerða í peninga- og ríkisfjármálum.¹⁴¹

Samkvæmt þessu taldi Seðlabankinn að ef ráðist væri í byggingu Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls miðað við þær áætlanir sem lágu fyrir snemma árs 2003 og hagkerfið væri að öðru leyti í jafnvægi, og ekki væri farið út í framkvæmdir við stækkun Norðuráls á sama tíma, og verulega yrði dregið úr framkvæmdum ríkisins, og gengisþróun yrði hagfelld, þá væri hægt að halda eftirspurnarþenslunni í skefjum. Þetta mat er birt snemma árs 2003, þ.e. áður en erlend skuldsetning hagkerfisins hefst að ráði. Þetta er um það leyti sem einkavæðingu bankanna er að ljúka og áður en starfsemi þeirra erlendis verður umtalsverð. Seðlabankinn lagði og áherslu á að ekki væri verið að gera ráð fyrir öðrum stóriðjuframkvæmdum samhliða: „Eins og áður er fram komið er ekki reiknað með framkvæmdum vegna Norðuráls í þessari úttekt. Ljóst er að það myndi auka verulega á hagstjórnarvandann ef þær framkvæmdir fara að einhverju leyti saman við hátopp framkvæmda vegna álvers á Austurlandi. Það væri því heppilegt að reyna að finna þeim framkvæmdum einhvern annan tíma¹⁴².“

Svo fór að fjárfest var í mikilli stækkun Norðuráls á Grundartanga og virkjanaframkvæmdum á Suðvesturlandi á sama tíma. Meginþungi þessara framkvæmda féll í tíma saman við meginþunga framkvæmdanna á Austurlandi. Seðlabankinn hafði metið það svo út frá áætlunum um byggingu

141. „Viðauki: mat á þjóðhagslegum áhrifum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda og möguleg hagstjórnarviðbrögð við þeim.“ *Peningamál* 2003/1, bls. 29–30. Seðlabanki Íslands.

142. „Viðauki: mat á þjóðhagslegum áhrifum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda og möguleg hagstjórnarviðbrögð við þeim.“ *Peningamál* 2003/1, bls. 30. Seðlabanki Íslands.

Kárahnjúkavirkjunar og álversins við Reyðarfjörð að framkvæmdin væri í hlutfalli við landsframleiðslu á móta og fjárfestingin í Straumsvík, auk Búrfellsvirkjunar, var undir lok sjöunda áratugarins. Heildarfjárfestingin vegna framkvæmdanna á Austurlandi var metin um 30% af VLF og mestur þungi var talinn verða 2006 og 2007, þegar heildarfjárfesting væri nálægt 9% af VLF hvort ár. Ákveðnir verkþættir fluttust þó til í tíma frá upphaflegri áætlun og stækkun álversins á Grundartanga auk virkjana bættist við. Heildarfjárfestingin í stóriðju varð því tæp 5% af vergri landsframleiðslu árið 2004, yfir 10% 2005, nærri 13% 2006, tæp 9% 2007 og tæp 6% 2008. Þetta er mun meiri fjárfesting en gengið var út frá í mati Seðlabankans á áhrifum fjárfestingar í stóriðju og mögulegum hagstjórnarviðbrögðum.¹⁴³

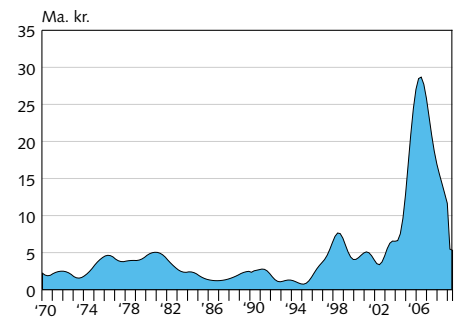
Eins og sést á mynd 35 var stóriðjufjárfestingin afar mikil í sögulegu samhengi og standa árin 2006 og 2007 nokkuð upp úr en fjárfest er í virkjunum og álverum fyrir 20 til 28 ma.kr. á verðlagi ársins 2000 á ársfjórðungi frá miðju ári 2005 fram á mitt ár 2007. Mjög stór hluti þeirra sem unnu við þessar framkvæmdir voru erlendir verkamenn og skýrir það mikla fjölgun erlendra ríkisborgara á landinu, sérstaklega karlmanna, eins og sést á mynd 21. Mikill fjöldi erlendra verkamanna starfaði jafnframt á þessum árum við íbúðabyggingar og aðra mannvirkjagerð, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu. Þessi innflutningur vinnuafis dempaði þensluáhrif framkvæmdanna.

Stóriðjufjárfesting vegna Fjarðaáls og Kárahnjúka var mjög mikil í hlutfalli við verga landsframleiðslu og ljóst að verulega reyndi á stöðugleika efnahagslífsins á framkvæmdatímanum. Hér var um vel þekktan eftirspurnarskell að ræða sem ljóst var að yki verulega á þenslu ef ekkert væri að gert. Því hefði verið tilvalið að beita aðgerðum í ríkisfjármálum til mótvægis og draga úr opinberum framkvæmdum eins og mögulegt var á framkvæmdatíma stóriðjunnar og beita stýrivaxtahækkunum að auki þar sem umfang framkvæmdanna var svo mikið að frestun allra fyrirhugaðra opinberra framkvæmda hefði vart dugað til mótvægis. Eigi að síður var það svo að minna fór fyrir mótvægi hins opinbera en efni stóðu til og aðhaldsaðgerðir mæddu því um of á Seðlabankanum.¹⁴⁴ Vaxtahækkningar hans sem stöfuðu meðal annars af ónógu aðhaldi ríkisfjármála leiddu til þess að krónan styrktist og innstreymi erlends skammtímafjármagns jókst. Efnahags- og framfarastofnunin benti á það á árinu 2005 að aukið aðhald ríkisfjármála á meðan á stóriðjuframkvæmdum stæði myndi létta byrðum af peningastefnunni og koma í veg fyrir óhóflegar vaxtahækkningar til þess að verja verðstöðugleika. Hækkandi vextir væru þegar farnir að þrýsta raungenginu upp og þrengja að útflutnings- og samkeppnisgreinum.¹⁴⁵

4.4.5 Húsnæðismál

Ríkisstjórnin sem var stofnuð 1995 var með á stefnuskrá að flytja almenna húsnæðiskerfið frá Húsnæðisstofnun (síðar Íbúðalánasjóði) yfir í bankakerfið. Það gerðist ekki og í stjórnarsáttmála ríkisstjórnarinnar frá 2003 er talað

Mynd 35
 Fjárfesting í stóriðju¹
 Á föstu verðlagi ársins 2000



1. Álver og virkjanir.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

143. Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir: *QMM: a quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy*. Working paper no. 41. Seðlabanki Íslands 2009. Útreikningar byggðir á gögnum sem fylgja með þjóðhagslíkani Seðlabankans.

144. *Iceland: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, október 2005 og *Iceland: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ágúst 2006.

145. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 4. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2005.

um að endurskipuleggja húsnæðismarkað í samræmi við markmið um Íbúðalánasjóð og hækka hámarkslánshlutfall í 90% af verðgildi eigna. Félagsmálaráðherra óskaði eftir því undir lok árs 2003 að Seðlabanki Íslands gerði úttekt á hugsanlegum efnahagslegum áhrifum hækkunar íbúðalána í samræmi við hugmyndir ráðherrans en þær fólu í sér að hámarks veðhlutfall húsnæðislána yrði hækkað í 90% og hámarkslán yrði hækkað smám saman. Þá yrðu húsnæðislán einungis veitt gegn fyrsta veðrétti og hámarkslántími yrði stytur úr 40 árum í 30 ár. Seðlabankinn skilaði ítarlegri skýrslu um málið til félagsmálaráðherra í júní 2004 og þá var hún kynnt á fundi í Seðlabankanum fyrir ráðherranum og aðstoðarmanni hans og yfirmönnum Íbúðalánasjóðs.¹⁴⁶

Haustið 2003 hafði Hagfræðistofnun Háskóla Íslands unnið skýrslu um áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn að beiðni Samtaka atvinnulífsins og Samtaka banka og verðbréfafyrirtækja.¹⁴⁷ Í skýrslu Hagfræðistofnunar var gengið út frá því að lánshlutfall almennra íbúðalána yrði hækkað, í nokkrum áföngum á kjörtímabilinu, í 90% af verðgildi eigna. Í skýrslunni er bent á að jafnvægisverð fasteigna til langs tíma sé nokkuð óháð skipan fasteignalána. Framboð húsnæðis bregðist mun hægar við breyttum aðstæðum en eftirspurnin og því geti komið fram tímabil þar sem fasteignaverð vísur verulega frá langtíma jafnvægisverði en slík frávik leiðréttist með tímanum þegar framboð aðlagast breyttum aðstæðum. Jafnvægisverð standi í ákveðnu sambandi við laun og er það meðal annars notað til að rökstyðja að sú hækkun sem varð á verði fasteigna á árunum fram til 2003 hafi á vissan hátt verið eðlileg leiðrétting og að ekki sé þess að vænta að hún gangi til baka. En einmitt vegna þess að fasteignaverð var nálægt jafnvægisgildi var varað við því að fara út í aðgerðir sem myndu leiða til hækkunar fasteignaverðs. Betra væri að tímasetja slíkar aðgerðir þegar verð væri hlutfallslega lágt út frá langtímaviðmiðum. Það var niðurstaða Hagfræðistofnunar að þær breytingar sem gengið var út frá, þ.e. 90% lánshlutfall miðað við það sem lægst er af kaupverði, brunabótamati eða byggingarkostnaði, og hækkun hámarksláns myndi leiða til að minnsta kosti 11% til 16% hækkunar fasteignaverðs umfram það sem annars yrði. Líklega gæti verðhækkunin orðið mun meiri. Til lengri tíma leiti fasteignaverðið á ný í langtímajafnvægi og slíkt myndi koma sér mjög illa fyrir þá sem eru með eiginfjármögnun í lágmarki þegar fjarar undan veðunum. Því sé mikilvægt að tímasetja svona aðgerð rétt (þ.e. þegar fasteignaverð er undir jafnvægi og töluverður slaki er í hagkerfinu). Við þær aðstæður sem voru ríkjandi á landinu þegar tillögur félagsmálaráðherra voru til athugunar myndu þær því leiða til þess að fasteignakaupendur stæðu „frammi fyrir óbreyttu húsnæði á herra verði og með hærri lán“ (bls. 16).

Hagfræðistofnun benti enn fremur á að vegna mikilla fjárfestinga, en á þessum tíma voru framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun og álver Fjarðaáls að hefjast, myndi skapast þensla sem myndi leiða til hækkunar fasteignaverðs. Ekki væri nein ónýtt afkastageta til að grípa viðbótareftirspurn eftir fasteignum, vextir myndu hækka á næstunni og leiða til þess að nafngengið styrktist. Allt myndi þetta leiða til hækkunar á arðsemiskröfu vegna nýrra fjárfestinga

146. *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*. Skýrsla Seðlabanka Íslands til félagsmálaráðherra. Seðlabanki Íslands, 2004.

147. „Áhrif rýmri veðheimilda Íbúðalánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn.“ Skýrsla nr. C03:06. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, 2003.

sem aftur leiddi til hrakvals við útlánastarfsemi og vaxandi útlánaáhættu. Hækkun húsnæðisverðs myndi því ryðja burt annarri fjárfestingu og draga úr framleiðslugetu hagkerfisins. Þegar verð lækkar á ný eftir aukið framboð skapast vandi þar sem veðsetningarhlutfallið hafði orðið mjög hátt. Rýmkun á reglum um niðurgreidda lánveitingu til íbúðarverka á tímum þegar þensla væri í hagkerfinu – þ.e. þegar eignaverð væri tímabundið hátt og kaupmáttur einnig – væri óheppileg þar sem margir gætu leiðst út í fjárfestingar sem væru byggðar á óraunhæfum væntingum um framtíðartekjur og verðþróun.

Hagfræðistofnun mat það svo að Seðlabankinn þyrfti að bregðast við þessum aðgerðum með frekari vaxtahækkunum. Í niðurlagi skýrslunnar segir „óhófleg hækkun fasteignaverðs við þessar aðstæður veldur því að Seðlabankinn verður að draga meira niður í almennum atvinnurekstri í landinu en ella til þess að halda jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Það getur síðan heft sín með atvinnuleysi og gjaldþrotum þegar framkvæmdum lýkur fyrir austan og hækkunir á fasteignamarkaði ganga til baka. Þetta ætti að benda á nauðsyn þess að stíga varlega til jarðar í aðgerðum sem gætu stuðlað að hækkun fasteignaverðs á uppsveiflutímum í íslensku efnahagslífi.“

Að lokum varaði Hagfræðistofnun við því að langtímaáætlanir um skipulag húsnæðismála yrðu byggðar á forsendum um erlenda eftirspurn eftir íbúðabréfum. Slík eftirspurn gæti verið ofmetin auk þess sem hún væri hvíkul sem gæti þýtt að ávöxtunarkrafa bréfanna hækkaði skarpt á stuttum tíma.

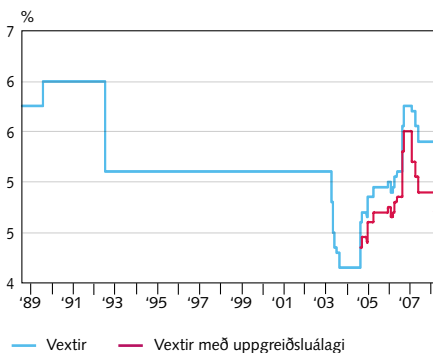
Skýrsla Seðlabankans um áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis er dagsett 28. júní 2004. Hún var sem fyrr segir kynnt fyrir félagsmálaráðherra og aðstoðarmanni hans ásamt yfirmönnum Íbúðalánasjóðs vorið 2004. Í þessari skýrslu voru metin efnahagsleg áhrif breytinga á útlána-reglum Íbúðalánasjóðs í samræmi við minnisblað þar að lútandi sem félagsmálaráðherra sendi til Seðlabankans í lok árs 2003. Þessar tillögur voru í fimm liðum. Í fyrsta lagi var lagt til að hámarkslán sjóðsins yrðu hækkuð úr 9 til 10 milljónum upp í 15,4 milljónir frá ársbyrjun 2005 til ársbyrjunar 2007. Í öðru lagi var lagt til að láns hlutfall hækkaði úr 65% til 70% í 90% af kaupverði í ársbyrjun 2005 en yrði þó innan við brunabótamat (en miðaðist áður við 85% af brunabótamati). Þessir tveir þættir, þ.e. hækkun hámarkslána og rýmkun veðheimilda, eru til þess fallnir að auka eftirspurn á húsnæðismarkaði og þrýsta verðlagi upp. Í þriðja lagi var lagt upp með það, að beiðni ráðherrans, að skilyrði um veðheimildir yrðu þrengd þannig að lán Íbúðalánasjóðs yrðu alltaf á fyrsta veðrétti. Í fjórða lagi var gert ráð fyrir því, aftur samkvæmt beiðni félagsmálaráðherra, að hámarkslánstími íbúðalána yrði stytur úr 40 árum í 30 ár. Þessir tveir þættir, þrenging veðheimilda og stytting lánstíma, koma til með að auka fjármagnskostnað vegna húsnæðiskaupa og draga þar með úr eftirspurn og vinna á móti hinum þáttunum með því að þrýsta íbúðaverði niður. Í fimmta lagi var rætt um lækkun vaxta vegna breyttrar fjármögnunar íbúðalána. Samkvæmt beiðni ráðherrans var gengið út frá því að hækkun hámarkslána kæmi fram jafnt og þétt á árunum 2005 til 2007.

Seðlabankinn taldi að þessi útfærsla breytinganna þýddi að lánsréttur myndi almennt aukast og að lánataka yrði einfaldari þar sem hún yrði að mestu á einum stað. Lánareglurnar yrðu einnig einfaldari þar sem hætt væri að gera upp á milli fyrstu eða seinni kaupa auk þess sem hætt væri að gera upp á milli kaupa á nýju eða notuðu húsnæði. Afnáam viðbótarlána kæmi einnig í veg fyrir hið skarpa brot sem var í reglum vegna viðmiðunar við tekjur og eignir, en líklega hefði það valdið því að reglur um viðbótarlán ýttu fólki út í

Íbúðarkaup áður en það hefði efni á því. Aftur á móti yrði að telja að hætta á útlánatapi hjá Íbúðalánasjóði aukist verulega og þar með áhætta ríkissjóðs af ábyrgð sinni á íbúðalánunum.

Meginniðurstöður Seðlabankans voru að þótt breytingarnar væru ef til vill ekki líklegar til að hafa „mikil áhrif á lánsfjárefnirspurn væri ákaflega mikilvægt að tímasetja þær með tilliti til efnahagslegra aðstæðna.“ Á það var bent að „[s]mávægilegar breytingar sem örva eftirspurn á tímum efnahagslegrar ofpenslu gætu aukið ójafnvægið í þjóðarþúskapnum og leitt til harkalegrar aðlögunar að því loknu“. Tímasetning var talin óheppileg þar sem verið væri að auka þenslu og eftirspurn á tímum mikilla stóriðjuframkvæmda og því myndi Seðlabankinn bregðast við með hærri stýrivöxtum en ella. Þá var varað við þeim langtímaáhrifum breytinganna að „skuldsetning íslenskra heimila eykst sem veldur því að hagkerfið endar á lægri neyslufæri en ella“. Þetta var talið sérstakt áhyggjuefni vegna þess að skuldsetning íslenskra heimila var á þessum tíma þegar mjög há, bæði í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Seðlabankinn taldi einnig að „[f]yrirhugaðar kerfisbreytingar gætu grafið undan fjármála- legum stöðugleika þar sem hækkun hámarksveðhlutfalls, sérstaklega við núverandi aðstæður tiltölulega hás húsnæðisverðs, getur aukið líkurnar á því að verðmæti húsnæðis sem hefur verið skuldsett að fullu lækki niður fyrir eftirstöðvar útistandandi lána þannig að eigið fé einstaklinga í eigin húsnæði yrði neikvætt“. Bent var á að slíkt hefði leitt til vandamála á hinum Norðurlöndunum í byrjun tíunda áratugarins, meðal annars vegna útlánatapa lánastofnana. „Yrði þróunin áþekk hér er líklegt að Íbúðalánasjóður yrði fyrir útlánatöpum og að reyna myndi á ríkisábyrgðina í skuldbindingum hans.“ Seðlabankinn taldi því mikilvægt að ef yrði farið út í þessar breytingar þá yrði til dæmis hækkun hámarksfjárhæða frestað þar til eftirspurnarkúfurinn, sem fyrirsjáanlegur var vegna stóriðjuframkvæmdanna, væri að baki. Samantekt um ályktanir, sem draga má af skýrslunni, lýkur á þessum orðum: „Þá er mikilvægt að verði þessum breytingum hrundið í framkvæmd sé ekki slakað á þeim hluta tillagnanna sem lýtur að því að draga úr þensluáhrifum þeirra, þ.e. að lán Íbúðalánasjóðs verði á fyrsta veðrétti og að hámarkslánsstími verði stytur í 30 ár.“

Mynd 36
Vextir Íbúðalánasjóðs



Heimild: Íbúðalánasjóður.

Í framhaldi af þessu var hrint af stað breytingum á fjármögnun og lána- reglum Íbúðalánasjóðs. Fjármögnun sjóðsins var breytt þannig að gefin voru út verðtryggt jafngreiðslubríf, íbúðabréf, í fjórum flokkum. Bréfin eru óuppgreiðanleg og skráð rafrænt í alþjóðlegri uppgjörsmiðstöð. Þetta var meðal annars gert til að auðvelda aðgengi erlendra fjárfesta að bréfunum og höfða þannig til breiðari hóps fjárfesta með það fyrir augum að ná í hagstæð- ari fjármögnun og þar með lækka innlenda raunvexti. Um miðjan júlí 2004 lækkaði sjóðurinn vexti á útlánum úr 5,1% í 4,8% (mynd 36). Útlánsvextir Íbúðalánasjóðs hafa frá þessari breytingu á fjármögnun sjóðsins verið ákvarð- aðir sem álag ofan á markaðsvexti sem fengust í síðasta útboði sjóðsins á íbúðabréfum. Áður voru lán frá sjóðnum afgreidd í formi skuldabréfa og afföll þeirra endurspegluðu markaðsvexti. Eftir breytingu varð kerfið því gegnsærra þar sem lántakandinn fékk greidda peningaupphæð. Útlánsvextir sjóðsins lækkuðu nokkuð skarpt haustið 2004. Í byrjun október voru þeir komnir niður í 4,3% og fóru lægst í 4,15% og héldust þannig frá 22. nóvem- ber 2004 til 24. nóvember 2005. Hámarks lánsupphæð sjóðsins lækkaði einnig hratt á þessum tíma, úr 9,7 milljónum króna í byrjun árs 2004 í 14,9 m.kr. í lok árs, 15,9 m.kr. í apríl 2005 og 18 m.kr. ári síðar.

Á næstu vikum og mánuðum eftir að fjármögnun Íbúðalánasjóðs var breytt og útlánsvextir lækkaðir ásamt fyrirheitum um töluverða hækkun hámarkslána tóku viðskiptabankarnir að bjóða samkeppnishæf íbúðalán. Áður hafði aðkoma þeirra að veðlanum vegna fasteignakaupa fyrst og fremst verið vegna viðbótarlána sem veitt voru á seinni veðrétti og lakari kjörum en Íbúðalánasjóður bauð. Bankarnir buðu nú hærri lán en sjóðurinn, á sambærilegum vöxtum og að minnsta kosti framan af með frjálslægri viðmið vegna veðsetningar. Einnig buðu bankarnir upp á endurfjármögnunarmöguleika án sölu en það gerði Íbúðalánasjóður ekki. Vegna aukinnar samkeppni frá viðskiptabönkunum var töluvert um uppgreiðslur lána Íbúðalánasjóðs, aðallega frá hausti 2004 og út árið 2005 (mynd 37).

Svo rammt kvað að uppgreiðslum að á einu og hálfu ári, frá ágúst 2004 til febrúar 2006, drógust heildarútlán sjóðsins saman um 102 milljarða króna, eða um 21,5%. Þetta olli sjóðnum töluverðum vanda þar sem honum er ekki ætlað að stunda aðra starfsemi en útlán vegna húsnæðis en eftir að fjármögnun sjóðsins var breytt sumarið 2004 voru skuldir hans ekki innleysanlegar fyrir fram. Það var ekki fyrr en á fyrsta ársfjórðungi 2008 að útlán sjóðsins fóru fram úr því sem þau voru áður en uppgreiðslur vegna endurfjármögnunar hjá viðskiptabönkunum hófust haustið 2004 (mynd 38).

Eftir að bankarnir hófu að veita íbúðalán í samkeppni við Íbúðalánasjóð jukust útlán þeirra til heimilanna verulega. Að hluta er þó um tilfærslu frá Íbúðalánasjóði og að einhverju leyti lífeyrissjóðum að ræða. Þrjá síðustu mánuði ársins 2004 veittu bankar og sparisjóðir um 40 ma.kr. á mánuði í lán til fasteignakaupa og á sama tíma voru greidd upp lán hjá Íbúðalánasjóði fyrir um 20 milljarða króna á mánuði (mynd 39). Ný útlán banka og Íbúðalánasjóðs að frádregnum uppgreiðslum lána hjá Íbúðalánasjóði námu alls 50 milljörðum króna á fjórða ársfjórðungi 2004, 145 milljörðum króna á árinu 2005, 85 milljörðum 2006 og 102 milljörðum árið 2007.

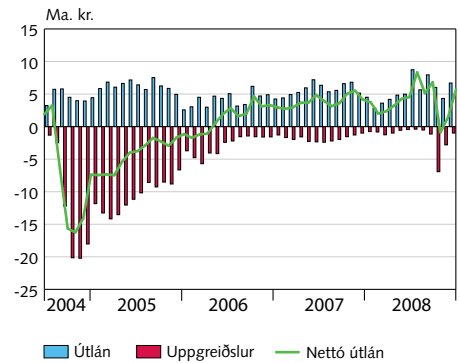
Á fyrri helmingi ársins 2008 var þessi stærð um 25 milljarðar króna sem er nánast sama upphæð og ný lán Íbúðalánasjóðs á þeim tíma. Bankarnir voru þá nánast búnir að draga sig alveg út af þessum markaði á ný.

Uppgreiðslur lána hjá Íbúðalánasjóði eru nokkurs konar spegilmynd af nýjum útlánnum banka og sparisjóða. Uppgreiðslurnar námu að jafnaði um 2/3 hlutum nýrra íbúðalána banka og sparisjóða á fyrri hluta árs 2005 og um helmingi árið 2006. Á myndinni sést einnig að ný íbúðalán banka, sparisjóða og Íbúðalánasjóðs að frádregnum uppgreiðslum lána voru að jafnaði um 12 milljarðar króna á mánuði á árinu 2005 en fóru svo lækkandi á árinu 2006. Um mitt ár 2007 höfðu hrein ný íbúðalán þessara aðila aukist á ný og voru farin að nálgast meðaltal ársins 2005. Þessi vöxtur er merkjanlegur jafnt í útlánnum banka og sparisjóða sem útlánnum Íbúðalánasjóðs. Önnur bylgja útlánavaxtar til íbúðarhúsnæðis, sem verður á árinu 2007, er greinileg í gögnunum. Um áramótin 2007 og 2008 draga bankar og sparisjóðir sig út úr þessum lánnum að mestu en útlán Íbúðalánasjóðs taka þá að aukast enn á ný.

Heildarupphæð útistandandi íbúðalána hjá Íbúðalánasjóði, bönkum og sparisjóðum, og lífeyrissjóðum hækkaði úr tæpum 936 milljörðum króna í febrúar 2007 í 1068 milljarða í ársbyrjun 2008. Þótt þessi upphæð hafi haldið áfram að vaxa á árinu 2008 má skýra það að mestu leyti með hækkandi verðlagi. Á föstu verði stóðu heildaríbúðalán í íslenskum krónum svo gott sem í stað á árinu 2008 (mynd 40).

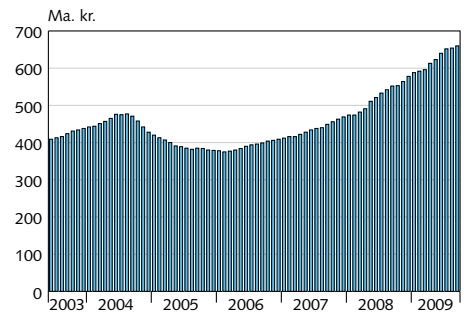
Útlán Íbúðalánasjóðs, íbúðalán banka og sparisjóða í krónum og sjóðfélagalán lífeyrissjóða þróuðust ekki öll á sama hátt síðustu misserin fyrir fall

Mynd 37
 Ný útlán Íbúðalánasjóðs og uppgreiðslur lána



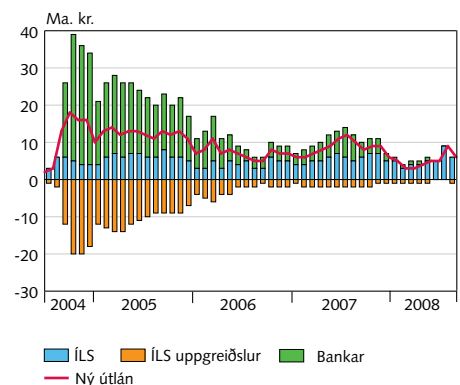
Heimild: Íbúðalánasjóður.

Mynd 38
 Heildarútlán Íbúðalánasjóðs



Heimild: Íbúðalánasjóður.

Mynd 39
 Ný íbúðalán banka og útlán og uppgreiðslur Íbúðalánasjóðs

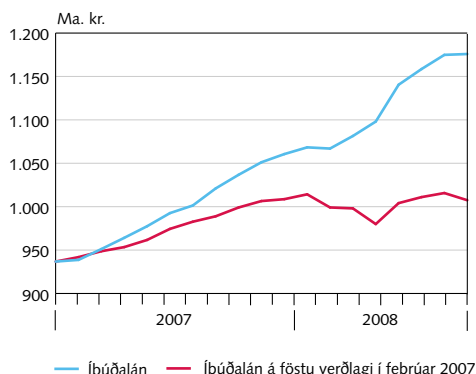


Heimild: Seðlabanki Íslands og Íbúðalánasjóður.

Mynd 40

Útistandandi íbúðalán

Íbúðalánasjóður, bankar og sparissjóðir og lífeyrissjóðir

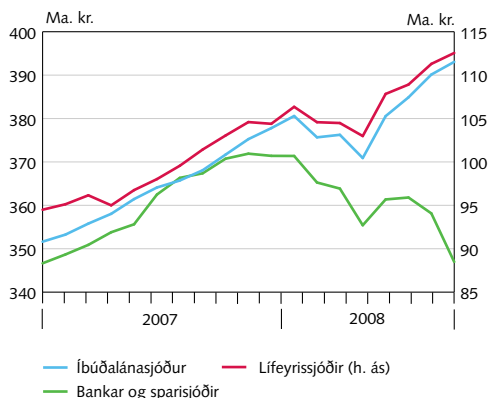


Heimild: Íbúðalánasjóður og Seðlabanki Íslands.

Mynd 41

Útistandandi íbúðalán

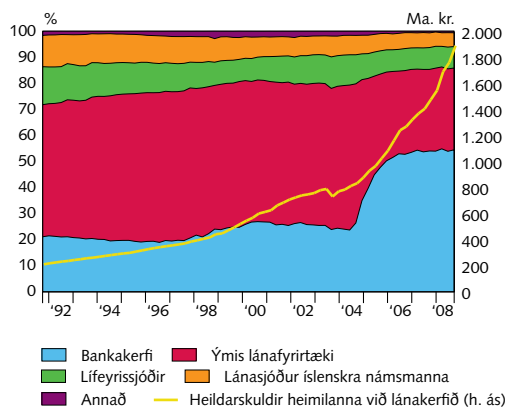
Á föstu verðlagi í febrúar 2007



Heimild: Íbúðalánasjóður og Seðlabanki Íslands.

Mynd 42

Skuldir heimilanna



Íbúðalánasjóður og forverar hans eru langstærstir ýmissa lánaþyrftækja.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

stóru bankanna. Íbúðalán banka og sparissjóða skera sig þar úr. Heildarupphæð þeirra á föstu verði dróst saman á árinu 2008 en útlán Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóðanna aukast töluvert frá og með öðrum ársfjórðungi (mynd 41). Í þessum tölum eru ekki talin með lán í erlendum gjaldmiðlum en stærstan hluta þeirra veittu bankar og sparissjóðir. Slíkar lánaþyrftækjar voru hvað líflægastar á árinu 2007.

Skuldsetning heimilanna jókst töluvert á undanförunum árum. Mikil aukning verður í heildarskuldum frá árinu 2003. Samhliða aukningu í hraða skuldasöfnunar árin 2004 og 2005 verður greinileg breyting á samsetningu lánaþyrftækja þar sem hlutur bankakerfisins eykst verulega en hlutur ýmissa lánaþyrftækja (þ.e. fyrst og fremst Íbúðalánasjóðs) minnkar á móti (mynd 42).

Aukin samkeppni á fasteignalánamarkaði kom fram í lækkun langtíma raunvaxta og auðveldara aðgengi að lánsfé.¹⁴⁸ Af því leiddi aukin eftirspurn í hagkerfinu vegna aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði og aukinnar einkaneyslu vegna auðsáhrifa.¹⁴⁹ Hvort tveggja, aukin fjárfesting og einkaneysla, leiðir til meiri innflutnings en ella og þar með meiri viðskiptahalla.

Væntanleg þensluáhrif breytinga á fjármögnun og útlánareglum Íbúðalánasjóðs lágu fyrir áður en breytingunum var hrint í framkvæmd. Þetta kemur skýrt fram í skýrslum Hagfræðistofnunar og Seðlabankans sem vísað er til hér að framan. Jafnframt er ljóst að Seðlabankinn gerði sér snemma grein fyrir því að breytingar á fasteignalánamarkaði myndu líklega hafa mun meiri áhrif en lýst var í skýrslu bankans til félagsmálaráðherra sem áður er vitnað til. Á fundi Verslunarráðs Íslands 3. desember 2004 sagði Birgir Ísleifur Gunnarsson, formaður bankastjórnar Seðlabankans: „Viðbrögð heimilanna við íbúðaveðlánunum bankanna hafa verið hröð og flest bendir til að þau muni halda áfram að endurfjármagna skuldir sínar á næstu árum og lengja líftíma útistandandi skulda um leið. Greiðslubyrði útistandandi lána mun því léttast umtalsvert. Heimilin munu því hafa meira fé til ráðstöfunar eftir vexti og afborganir en áður og að líkindum verja meginhluta þess til einkaneyslu. Lækkun skatta mun væntanlega hafa sömu áhrif. Til viðbótar er líklegt að heimilin bregðist við léttari greiðslubyrði með aukinni lántöku.“¹⁵⁰

Efnahags- og framfarastofnunin benti einnig á það í byrjun árs 2005 að þróun á fjármálamörkuðum ynni gegn auknu aðhaldi Seðlabankans. Þar var átt við hækkun hlutabréfa- og fasteignaverðs og aukna samkeppni Íbúðalánasjóðs og viðskiptabankanna á fasteignalánamarkaði þar sem nú væru í boði lægri vextir en áður höfðu þekkst. Hækkun hámarkslána og veðhlutfalla hjá Íbúðalánasjóði ykju á eftirspurn á húsnæðismarkaði. Að auki byðu lán

148. Lúðvík Eliasson og Þórarinn G. Pétursson: „The residential housing market in Iceland: analysing the effects of mortgage market restructuring.“ *Housing Studies*, 24 2009, bls. 25–45. Lúðvík Eliasson og Þórarinn G. Pétursson mátu það svo að breytingar á fasteignalánamarkaði sumarið 2004 jafngiltu 1,3% lækkun langtíma vaxta og 43% aukningu fasteignalána vegna lægri greiðslubyrði, hækkun láns hlutfalla og lánsupphæða. Þeir mátu að þess áhrif breytinganna væru 25% hækkun fasteignaverðs fyrsta árið og um 22% aukning fjárfestingar í íbúðarhúsnæði tveimur árum eftir breytinguna. Eldri útgáfa greinarinnar var birt sem Working paper no. 29 hjá Seðlabanka Íslands í febrúar 2006.

149. Auðsáhrif vísa til þess að þegar fólk upplifir sig ríkara en áður þá eykur það neyslu og oft eykur það einnig skuldsetningu sína samfara. Þetta getur til dæmis gerst þegar fasteignaverð hækkar verulega.

150. Birgir Ísleifur Gunnarsson, formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands, í ræðu á fundi Verslunarráðs Íslands, 3. desember 2004, bls. 3. Sjá vefsíðuna <http://www.vi.is/um-vi/frettir/nr/376/>.

bankanna upp á eiginfjárdrátt sem yki eftirspurn heimilanna og verðbólgu.¹⁵¹ Árið 2006 lagði Efnahags- og framfarastofnunin mikla áherslu á að það þyrfti að halda áfram að auka frelsi á fjármagnsmörkuðum og benti á tvö atriði sem mest lægi á.¹⁵² Annað atriðið var að láta Íbúðalánasjóð greiða gjald fyrir ríkisábyrgð sem endurspeglar raunverulegan kostnað þannig að sjóðurinn hefði ekki óeðlilegt forskot á aðrar fjármálastofnanir sem veittu lán til fasteignakaupa. Stofnunin benti á að ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði kæmi í veg fyrir eðlilega samkeppni og hagkvæma dreifingu gæða og hamlaði framþróun á markaðnum. Réttast væri að sjóðurinn sinnti félagslegu hlutverki með styrkjum vegna fyrstu kaupa í þeim tilfellum sem þörf væri á slíku og ríkið hætti samkeppni á almennum íbúðalánamarkaði og hætti einnig niðurgreiðslu vaxta til fasteignakaupa. Hitt atriðið sem Efnahags- og framfarastofnunin taldi nauðsynlegt til að auka frelsi á fjármagnsmörkuðum var að afnema þær hömlur sem voru við lýði á verðtryggingu.

Árið 2008 ályktaði Efnahags- og framfarastofnunin að stefna ríkisstjórnarinnar í húsnæðismálum hefði stuðlað að ójafnvægi efnahagslífsins.¹⁵³ Slökun á lánsforsendum og breytingar á fjármögnun Íbúðalánasjóðs ríkisins hefði sett af stað harðvítuga samkeppni við banka í einkaeign og valdið lækkingu vaxta á fasteignaveðlánum á meðan Seðlabankinn var að hækka vexti. Ekki væri lengur hægt að tefja umbætur á fasteignamarkaði. Ríkið þyrfti að fella ríkisábyrgð á Íbúðalánasjóði úr gildi eða krefja hann um endurgjald sem endurspeglar verðmæti ábyrgðarinnar.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn benti á það árið 2005 að þörf væri á endurskipulagningu Íbúðalánasjóðs. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn taldi innkomu bankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn jákvæða þróun sem stuðlaði að fjármálastöðugleika en nauðsynlegt væri að endurskipuleggja Íbúðalánasjóð til þess að tryggja veru bankanna á markaðnum. Ríkisábyrgð á sjóðnum veitti honum aðgengi að hagstæðari fjármögnunarkjörum og gæfi honum því samkeppnisforskot.¹⁵⁴ Ári síðar kallaði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn eftir tafarlausum umbótum á Íbúðalánasjóði þar sem ríkisstyrkt samkeppni hans við bankana græfi undan áhrifamætti peningastefnunnar, yki óþarflega á ójafnvægi í hagkerfinu og ógnaði fjármálagum stöðugleika.¹⁵⁵

Þrátt fyrir mat Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands sem lýst er hér að framan og fer nokkuð nærri um atburðarásina, og skýrslu Seðlabankans, sem benti eindregið til að þessar breytingar væru illa tímasettar, var eigi að síður farið út í róttækari breytingar en boðaðar höfðu verið. Einn þeirra sem vann að skýrslu Seðlabankans var Þórarinn G. Pétursson sem þá var forstöðumaður rannsóknar- og spádeildar hagfræðisviðs bankans. Í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni sagði hann: „[E]in alvarlegustu mistök í hagstjórn á Íslandi síðustu árin er þessi breyting á íbúðalánakerfinu 2004. Það er reyndar eitthvað sem að við vörudum við og það er til skýrsla því til staðfestingar. [Þ]að var fundur þar sem þessi skýrsla var kynnt í bankanum, fyrir stjórnvöldum, þar sem að voru félagsmálaráðherra þáverandi [...]. Árni Magnússon og starfsfólk hans

151. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 3. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2005.

152. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 7–8. Efnahags- og framfarastofnunin, júlí 2006.

153. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 5–6. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2008.

154. *Iceland: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*, bls. 24. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, október 2005.

155. *Iceland: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*, bls. 24–25. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ágúst 2006.

og Íbúðalánasjóðs, forstjóri Íbúðalánasjóðs eða einhver yfirmaður þaðan, hlustuðu á okkur og við vörudum við þessu eindregið, sögðum að þetta væri alls – og bara svo það sé á hreinu, við vorum ekki að vara við þessari breytingu per se, heldur bara tímasetningunni. Svona gerir maður ekki þegar að þenslan er í hápunkti, því þetta töldum við algjörlega á hreinu að mundi auka enn frekar á einkaneyslu og allt þannig [...]. Og þeir hlustuðu og svo sagði félagsmálaráðherra til að summera upp: Já, þetta er mjög áhugavert, við erum þá sammála um að þetta sé ekki mjög alvarlegt vandamál, takk fyrir. Og kvaddi. Og maður bara sat og bara kjafstopp og þetta voru því miður mjög algeng viðbrögð stjórnvalda á þessum tíma að – og alveg gríðarlegur hroki og áhugalessi við að heyra eitthvað sem gæti verið vandamál.¹⁵⁶ Þessi lýsing Þórarins bendir til þess að ríkisstjórnin hafi verið ákveðin í því að fara út í boðaðar breytingar á Íbúðalánasjóði sem fyrst á kjörtímabilinu og það raunverulega óháð því hversu heppilegt það væri eða hve miklar vaxtahækkningar fylgdu í kjölfarið. Við þetta styður frásögn Geirs H. Haarde sem var fjármálaráðherra á þessum tíma en hann sagði í skýrslutöku hjá nefndinni: „Auðvitað var ljóst að [Karáhnjúkavirkjun] mundi hafa þensluáhrif, sérstaklega fyrir austan, og það sem ég vitna til í minni landsfundarræðu, sem var vitnað í hérna áðan, er það að ef það er hægt að saka okkur um einhver mistök í hagstjórninni varðandi þetta, þá er það ekki það að hafa ráðist í þessa virkjun því hún var mjög nauðsynleg og á eftir að vera hér mikil stoð í framtíðinni í efnahagslífi, heldur það að hafa farið í aðra hluti við hliðina á sem ekki voru heppilegir og ekki voru rétt tímasettir, hækkun á lánum Íbúðalánasjóðs, lækkun vaxta hjá Íbúðalánasjóði, þetta voru hrein mistök og því miður verður maður að viðurkenna hreinskilnislega að um þetta hafði maður náttúrlega miklar efasemdir, en um þetta var samið við ríkisstjórnarmyndunina 2003 og ef það hefði ekki verið gert þá hefði sú ríkisstjórn ekki verið mynduð. Þetta er nú bara svona er hluti af veruleika stjórnámálmansins að stundum þarf að taka tillit til þessa atriðis.“¹⁵⁷

Af þessu má álykta að ákvörðunin um að rýmka kröfur sem gerðar eru fyrir lánveitingum Íbúðalánasjóðs á einhverjum mestu þenslutímum Íslandssögunnar hafi verið tekin við stjórnarmyndun 2003, þrátt fyrir þá skoðun fjármálaráðherra að það væri verulega varasamt. Hann hafi metið það svo að væntanlegur skaði fyrir samfélagið væri ásættanlegur kostnaður við það að sitjandi flokkar héldu völdum.

Það er ljóst að áhrif breytinganna á fjármögnun, lánsupphæðum og veðhlutföllum Íbúðalánasjóðs urðu meiri en spáð var fyrst þegar þessar hugmyndir voru kynntar. Hluti af því tölulega mati sem Seðlabankinn vann sýndi mjög hófleg áhrif á hagkerfið. Það stafar af því að í þeim tillögum sem Seðlabankinn vann út frá var jafnframt gert ráð fyrir aðgerðum sem ynnu gegn þensluáhrifum þessara breytinga, þ.e. styttingu hámarkslánstíma úr 40 árum í 30 og kröfu um fyrsta veðrétt. Enda ítrekaði bankinn að ef ákveðið yrði að fara út í umræddar breytingar hjá Íbúðalánasjóði mætti alls ekki sleppa aðhaldshluta aðgerðanna. Arnór Sighvatsson var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar skýrslan var unnin og hann sagði í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „En í niðurstöðum þeirrar skýrslu var hins vegar varað við því að áhrifin kynnu að verða miklu meiri vegna þess hvernig stendur á að

156. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 11–12.

157. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 9.

öðru leyti. Þá var nú aðallega vísað til þessara miklu framkvæmda en hefði kannski ekki síður átt að vísa til þessara lágu vaxta í umheiminum sem að vísu urðu ekki, höfðu ekki sömu áhrif fyrir en að, ekki full áhrif fyrir en að einkavæðing bankanna var komin. [...] Við þurfum fyrst og fremst að byggja á hlutlægre greiningu og inn í þá greiningu koma atriði sem eru auðvitað á valdsviði stjórnvalda, eins og stefnan í ríkisfjármálum eða stefna hvað varðar Íbúðalánasjóð eða þessar miklu framkvæmdir. Og þá alveg sérstaklega þetta allt saman í einu og auðvitað, það kemur nú víða fram í auðvitað í stefnu-yfirlýsingum [Seðlabankans] að það sé varað við og hvatt til aukins aðhalds í ríkisfjármálum.¹⁵⁸

Einn þáttur sem jók verulega á áhrif breytinganna á húsnæðisfjármögnunarmarkaði var samkeppni Íbúðalánasjóðs við bankana. Hámarkslán Íbúðalánasjóðs voru hækkuð mun hraðar og meira en upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir. Að auki tók sjóðurinn í nóvember 2005 að bjóða nýja tegund íbúðalána sem báru lægri vexti en hefðbundin lán sjóðsins (mynd 36). Munurinn lá í því að viðskiptavinurinn bar fulla áhættu af vaxtabreytingum vegna uppgreiðslu nýju lánanna. Þar sem vextir á hinum nýju lánum voru hluta úr prósentu lægri en vextir á hefðbundnum lánum valdi yfirgnæfandi meirihluti lánþega nýju lánin.

Annað sem jók á þensluna og útlánavöxtinn var mikil hækkun lóðaverðs sem hafði bein áhrif á fasteignamat og lánsheimildir. Í nokkrum tilvikum á árunum 2004 til 2007 voru haldin uppboð á lóðum fyrir ný íbúðarhús á höfuðborgarsvæðinu. Lóðaverðið í þessum uppboðum var mjög hátt og endurspeglaði líklega þann mikla mun sem orðinn var á fasteignaverði og byggingarkostnaði. Væntingar um að aðgengi að þeim lágvaxtalánum sem buðust væri tímabundið kunna að hafa ýtt undir þessa hækkun lóðaverðs í uppboðum. Mörg sveitarfélög juku verulega við skuldir sínar á uppgangstímum til þess að hanna ný hverfi og gera þau byggileg en endurgreidd innheimt lóðaverð síðar. Óbein áhrif af þessari þenslu komu því fram í auknum útgjöldum sveitarfélaga vegna framkvæmda við ný íbúðahverfi. Það hafði svo áhrif á heildaraðhaldsstig opinberrar fjárfestingar, eins og Arnór Sighvatsson lýsti í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „[V]andamálið er að sveitarfélögin til dæmis, þar er fjárfesting algjörlega procyclical¹⁵⁹), að, og sérstaklega þegar er húsnæðisbólur í gangi, þá þarf að ryðja ný hverfi og byggja götur og skóla og allt þetta þannig að fjárfestingin hjá sveitarfélögunum eykst. Þannig að ef við skoðum bara samdráttinn sem varð síðan niðurstaðan hjá [...] hinu opinbera í heild að þá var nánast ekkert sem að opinber fjárfesting lagði til í rauninni til að veða á móti þessum miklu framkvæmdum.“¹⁶⁰ Í þessu samhengi má rifja upp að í lögum um Íbúðalánasjóð segir að eitt af hlutverkum sjóðsins sé „Að fylgjast með íbúðarþörf í landinu og áætlanagerð sveitarfélaga um þörf á íbúðarhúsnæði.“¹⁶¹

Fleiri lönd hafa glímt við húsnæðisbólur á undanförunum árum og eru þær nátengdar þeirri alþjóðlegu fjármálakreppu sem nú gengur yfir. Í skýrslu, sem unnin var fyrir breska Fjármálaeftirlitið, um reglugerðarviðbrögð við

158. Skýrsla Arnórs Sighvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 7.

159. *Procyclical* merkir í takt við sveifluna, þ.e. í þessu samhengi að fjárfesting sveitarfélaganna hafi aukist í þenslunni þegar hagstjórnin kallaði á samdrátt hjá hinu opinbera til að veða á móti þenslu í einkageiranum.

160. Skýrsla Arnórs Sighvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 9.

161. Lög nr. 44/1998. 9. töluliður 9. gr. laga nr. 44 3. júní 1998.

alþjóðlegu bankakreppunni er meðal annars stungið upp á því að setja reglur um hámark lána í hlutfalli við verðmæti eignar sem verið er að kaupa og sem hlutfall af tekjum lántakandans. Það er gert til að koma í veg fyrir hraðan útlánavöxt og óhóflegt eignaverð og dempa þannig hagsveifluna. Enn fremur er stungið upp á því að breyta leyfilegum lánshlutföllum eftir stöðu hagsveiflunnar. Það myndi vernda lántakendur og styrkja lánastofnanir. Þannig mætti til dæmis lækka leyfileg lánshlutföll þegar eignaverð hækkaði hratt og útlánavöxtur væri mikill.¹⁶²

4.4.6 Skattastefna

Meginstefna undanfarinna ríkisstjórna í skattamálum hefur verið einföldun skattkerfisins, almennar skattalækkunir og afnám ýmissa skatta. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 1999 segir að skattalöggjöfin verði endurskoðuð með það markmið að draga úr jaðaráhrifum og mismunun og stuðla að aukinni skilvirkni. Þá er stefnt að samræmingu í álagningu eignaskatts og lækkun eignaskatts á húsnæði. Einnig að einföldun á skattlagningu fyrirtækja til að tryggja samkeppnisstöðu íslensks atvinnulífs. Þessu var fylgt eftir með verulegri lækkun tekjuskatts á fyrirtæki. Hann var lækkaður úr 30% í 18% um áramótin 2001 og 2002. Í febrúar 2008 var tilkynnt um frekari lækkun tekjuskatts fyrirtækja í 15% og tók sú lækkun gildi í maí það ár. Í stefnuyfirlýsingunni frá 1999 sagði enn fremur: „Breytingar á skattalögum verði við það miðaðar að þær ýti ekki undir þenslu í hagkerfinu.“¹⁶³

Árið 2003 kemur fram í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar það markmið að „tryggja aukinn kaupmátt þjóðarinnar með markvissum aðgerðum í skattamálum“. Þar er því heitið að tekjuskattsprósenta einstaklinga verði lækkuð um allt að 4 prósentur á kjörtímabilinu og eignarskattur verði felldur niður. Að auki verði erfðafjárskattur lækkaður og „virðisaukaskattkerfið tekið til endurskoðunar með það í huga að bæta kjör almennings“.¹⁶⁴

Tekjuskattur einstaklinga í staðgreiðslu var lækkaður um eina prósentu hvert ár 2005, 2006 og 2007, en þar til haustið 2006 hafði verið stefnt að lækkun um tvær prósentur 2007. Um þessar skattalækkunir sagði Geir H. Haarde fyrrverandi fjármálaráðherra í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „Annað sem ég vil nefna í þessu [...] var það að skattalækkunir sem eru á stefnuskrá míns flokks og hafa jafnan verið þegar svigrúm er til þeirra voru kannski ekki alltaf nákvæmlega heppilega tímasettar, þannig að ég sem hérna fjármálaráðherra var náttúrulega ánægður með að geta skilað til baka einhverju af þeim peningum sem ríkissjóður var með í afgang. Ég vissi líka vegna míns bakgrunns að það gat verið varasamt að gera það ef það mundi virka sem olía á eld, þetta hérna sem sagt viðurkenni ég fúslega að gat verið á þeim tíma vandamál, þó að það hafi ekki síðan haft, að mínum dómi, neitt í rauninni að gera með hvernig fór fyrir bönkunum, þetta var bara svona almennt efnahagsspursmál og annað sem að ég vildi bæta við í sambandi við þetta er það að þetta, ef þið munið hvernig kosningabaráttan var hér árið 2003, þá snerist hún með mjög furðulegum hætti upp í kapphlaup um skattalækkunir.“

162. *The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis*, bls. 106–111. Financial Services Authority, 2009.

163. Í fremstu röð á nýrri öld. Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar 1999, bls. 2. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/57>.

164. Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks, 2003, bls. 2. Sjá vefsíðuna <http://www.stjornarrad.is/Stefnuyfirlýsing/nr/138>.

Það byrjaði allt með ræðu sem var flutt í Þjóðleikhúsinu í marsmánuði á flokksþingi Framsóknarflokksins, þegar Framsóknarflokksformaðurinn fór í það að lýsa því að Framsóknarflokkurinn vildi fara í miklar skattalækkanir á sérstaklega tekjuskatti fyrirtækja, einstaklinga segi ég, á næstu árum á kjörtímabilinu. Þetta varð til þess að allir hinir flokkarnir, þ.á m. minn, töldu að það væri ekki hægt að láta þá eiga eitthvað inni hjá sér í þessu og því miður varð þarna ákveðið ábyrgðarleysi hjá öllum flokkum, því var nú ágætlega lýst af núverandi fjármálaráðherra [Steingrími J. Sigfússyni] á þeim tíma sem sagðist ekki vilja taka þátt í svoleiðis ábyrgðarleysi, hann gerði það alveg hrein-skilnislega og hann fékk nú svona bággt fyrir það hjá sumum en mér fannst það bara heiðarlegt af honum að tala þannig. Þetta eru aðstæðurnar og síðan er verið að framkvæma þessar skattalækkanir allt þetta kjörtímabil, 2003–2007, síðast 1. mars 2007 þegar virðisaukaskattur á matvælum er lækkaður. Þetta held ég að geti gefið svona ákveðinn bakgrunn fyrir efnahagssuppsveiflunni og því öllu saman en ég held hins vegar ekki að þetta sé skýringin á því af hverju bankarnir fóru á hliðina.¹⁶⁵ Þarna viðurkennir ráðherrann fyrrverandi að þau loforð sem gefin voru í stefnuýfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 2003 um skattalækkanir hafi verið gefin fyrst og fremst vegna samkeppni flokka um atkvæði í aðdraganda kosninganna 2003. Einnig segist hann hafa gert sér grein fyrir því að tímasetning hafi verið óheppileg vegna stöðu efnahagsmála.

Lækkun tekjuskatts var fylgt eftir með lækkun virðisaukaskatts á matvælum og fleiri vörum skömmu fyrir kosningar 2007, þrátt fyrir að stuttu áður hafi verið talin ástæða til að draga úr fyrirhuguðum tekjuskattslækkunum vegna viðvarandi þenslu í hagkerfinu.

Í *Peningamálum* Seðlabankans sem komu út í september 2004 var bent á að tímasetning þeirra skattalækkana sem þá voru fyrirhugaðar væri óheppileg með tilliti til stöðu efnahagslífsins: „Meira máli skiptir þó að útgjöld verði hamin næstu tvö árin. Það er sérstaklega ögrandi viðfangsefni í ljósi þess að áformað er að lækka skatta um sem nemur 20 milljarða króna á næstu þremur árum. Til þess að vinna á móti áhrifum lægri skatta á sama tíma og þörf er á mótvægisáðgerðum vegna stórframkvæmda þarf að draga mjög verulega úr útgjöldum hins opinbera.“¹⁶⁶

Í febrúar 2005 taldi Efnahags- og framfarastofnunin að skattalækkanir myndu draga úr aðhaldi ríkisfjármála næstu misserin og stöðva það árið 2006, einmitt þegar þensla vegna stórframkvæmda væri í hámarki. Ríkið þyrfti að stefna að mun meiri afgangi ríkisfjármála en það gerði. Þess vegna þyrfti að leggja enn meiri áherslu á að draga úr útgjaldavexti. Þak á ríkisútgjöld til lengri tíma myndi auka skilvirkni fjármálastefnunnar og skapa rými fyrir jákvæð áhrif skattalækkana.¹⁶⁷ Í júlí 2006 leggur Efnahags- og framfarastofnunin enn áherslu á nauðsyn þess að draga úr ríkisútgjöldum til að veða á móti þensluáhrifum skattalækkana þar til innlendur eftirspurnarþrýstingur væri horfinn.¹⁶⁸ Þá bendir Efnahags- og framfarastofnunin á það í febrúar 2008 að skattalækkanir snemma á árinu 2007 hafi verið of snemma á ferðinni en þá var tekjuskattur einstaklinga lækkaður um eina prósentu þriðja árið í röð og virðisaukaskattur á matvælum og fleiri vörum lækkaður verulega.¹⁶⁹

165. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 9–10.

166. *Peningamál* 2004/3, bls. 23. Seðlabanki Íslands, 2004.

167. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 2. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2005.

168. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 5. Efnahags- og framfarastofnunin, júlí 2006.

169. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*, bls. 4. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2008.

Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um Ísland, sem kom út í október 2005, segir að hægt sé að lækka skatta varanlega vegna þess árangurs sem náðst hafi við fjármálastjórn hins opinbera. Því til stuðnings var bent á lágar og lækkandi skuldir hins opinbera sem námu 23 prósentum af vergri landsframleiðslu í lok árs 2004.¹⁷⁰ En þótt Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi talið langtímaáhrif lægri skatta jákvæð yrðu þau væg þar sem atvinnuþátttaka væri þegar mjög mikil. Þess vegna væri skynsamlegt að fresta þeim skattalækkunum sem fyrirhugaðar voru árið 2006 og seinna þar til að ljóst sé að umframeftirspurn sé horfin. Sé ómögulegt að fresta skattalækkunum þurfi að skera útgjöld niður enn frekar en ráðgert hefur verið til að mæta þensluáhrifum skattalækkanna.¹⁷¹ Í ágúst 2006 lagði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn til að ríkisstjórnin tilkynnti að fjárlög 2007 myndu innihalda aðgerðir til þess að draga úr innlendri eftirspurn ef hagkerfið tæki ekki að kólna. Stungið var upp á frestun á lækkun tekjuskatts, hægari vexti samneyslu og minni vexti opinberrar fjárfestingar.¹⁷² Um mitt ár 2007 lýsti sjóðurinn áhyggjum af því að skattalækkarnir á fyrri hluta ársins, sterk króna og endurnýjaður vöxtur húsnæðisverðs hefði aukið tiltrú neytenda og komið í veg fyrir að einkaneysla leitaði á sjálfbært stig.¹⁷³ Vakin var athygli á því að samkvæmt fjárlögum 2007 lækkaði hlutfall tekjuafgangs af VLF um tvær prósentur. Þessi slökun á aðhaldi ríkisfjármála, sem stafaði öðru fremur af lækkun tekjuskatts, vörugjalda og virðisaukaskatts, var sögð of snemma á ferðinni. Skynsamlegra hefði verið, að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, að bíða með þessar aðgerðir þar til jafnvægi hefði verið komið á í þjóðarbúskapnum.¹⁷⁴

Svo virðist sem allir hafi verið sammála um að tímasetning skattalækkana á þeim miklu þenslutímum sem voru í íslenskum þjóðarbúskap árin 2005 til 2007 hafi verið óheppileg. Markmið ríkisins með einföldun skattkerfisins, lækkun skattprósenta og afnámi ýmissa skatta var að stuðla að auknum hagvexti með því að einfalda kerfið og draga úr hamlandi áhrifum hárra jaðarskatta. Efnahags- og framfarastofnunin er ánægð með þá þróun og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur skattalækkarnir færar vegna þess árangurs sem náðst hafði við að lækka skuldir hins opinbera. Seðlabankinn leggur ekki mat á það hvort því fylgi kostir eða gallar útaf fyrir sig að lækka skatta frekar en að auka ríkisútgjöld. Umfjöllun Seðlabankans um skattalækkarnir snýr fyrst og fremst að áhrifum þeirra á tekjuafkomu hins opinbera og aðhaldsstig ríkisfjármála. Allar þessar stofnanir, Efnahags- og framfarastofnunin, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Seðlabanki Íslands, eru á einu máli um að tímasetning skattalækkana á árunum 2005 til 2007 hafi verið óheppileg. Þessar skattalækkarnir hafi dregið úr aðhaldi og stuðlað að þenslu. Eins og fram kom í skýrslu Geirs H. Haarde, sem var fjármálaráðherra og síðar forsætisráðherra þegar umræddum skattalækkunum var hrint í framkvæmd og vitnað er til hér að framan, mat hann það einnig svo á þessum tíma að tímasetning skattalækkana væri óheppileg. Hún gæti verið sem olía á eldinn,

170. *Iceland: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*, bls. 11. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, október 2005.

171. *Iceland: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation*, bls. 23. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, október 2005.

172. *Iceland: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*, bls. 15. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ágúst 2006.

173. *Iceland: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, bls. 3. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, júlí 2007.

174. *Iceland: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, bls. 8. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, júlí 2007.

þ.e. aukið ofpensluna verulega og þar með líkurnar á kröftugum samdrætti að þensluskeiðinu loknu. Engu að síður var skattalækkunum hrint í framkvæmd þótt þær kynnu að valda hagkerfinu skaða vegna þess að þeim hafði verið lofað í samkeppni stjórnmalaflokka um atkvæði í aðdraganda kosninga sem snerist „...með mjög furðulegum hætti upp í kapphlaup um skattalækkunir“ svo notað séu orð Geirs sem vitnað er til hér að framan.

4.4.7 Aðhaldsstig ríkisfjármála

Á fundi Verslunarráðs í desember 2004 fjallaði Birgir Ísleifur Gunnarsson, seðlabankastjóri, um þörfina á auknu aðhaldi ríkisfjármála til þess að létta undir með peningastjórninni og koma í veg fyrir neikvæð áhrif hárra vaxta: „Á næstu árum þarf peningastefnan að glíma við aðstæður sem mjög munu reyna á þanþol þjóðarþúskaþarins. Afar mikilvægt er að peningastefnan og stefnan í ríkisfjármálum vinni saman við þessar aðstæður. Því þyngri byrðar sem lagðar eru á peningastjórnina á þessu tímabili, þeim mun meiri verða neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu. Seðlabankinn hefur lagt mikla áherslu á að létt verði undir með peningastefnunni með ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum og hins opinbera í heild. Frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2005 felur í sér nokkuð aukið aðhald miðað við fyrra ár. Eigi að síður er útlit fyrir að hagsveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs á árunum 2005 og 2006 verði töluvert lakari en á ofpensluárunum 1999 og 2000. Aðhaldið þá reyndist ófullnægjandi í ljósi þess að umtalsverð eftirköst ofpenslunnar komu fram á árunum 2001 og 2002. Til þess að vega á móti örvunarhrifum skattalækkana á næstu árum þarf mjög róttækan niðurskurð á útgjöldum ríkisins sem eflaust mun mæta mótspyrnu. Því er það verulegt áhyggjuefni hve áætlanir um niðurskurð eru óljósar. Flest ár hafa útgjöld hins opinbera haft tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum. Við ákvarðanir í peningamálum er því varasamt að treysta á að metnaðarfull áform um niðurskurð útgjalda gangi fyllilega eftir, því gerist það ekki kann að verða of seint að bregðast við afleiðingum þess við þær aðstæður sem framundan eru. Seðlabankinn verður að miða aðgerðir í peningamálum við þá framvindu sem hann telur sennilegasta. Á grundvelli þess hækkaði bankinn vexti nú og er viðbúinn að hækka þá frekar í því skyni að beina verðbólgu sem fyrst að 2,5% verðbólguþröngunni.“¹⁷⁵

Skýrslur Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar um íslensk efnahagsmál, sem ítrekað er vitnað í hér að framan, enduróma þessi varnaðarorð seðlabankastjórans reglulega næstu árin. Þrátt fyrir myndarlegan afgang á ríkissjóði, sem rekja má til aukinna umsvifa í efnahagslífinu, vaxandi hagnaðar af fyrirtækjarekstri og hækkandi launa, er aðhaldsstig hins opinbera ekki nægjanlegt í uppsveiflu árunna 2004 til 2007. Stóriðjufrjárfestingar eru auknar frá því sem upphaflega var áætlað, aðgengi að íbúðalánum aukið umfram fyrri áætlanir, vextir Íbúðalánasjóðs lækkaðir í samkeppni við bankana og tekju-, eignar- og neysluskattar lækkaðir í uppsveiflunni. Útgjöldum vegna fjárfestinga ríkisins hafði verið frestað við upphaf stóriðjuframkvæmda til ársins 2007 en þá gerðu spár fjármálaráðuneytisins ráð fyrir því að samdráttur í kjölfar stórfamkvæmda myndi hefjast það ár. Vorið 2007 var fiskveiðikvóti skertur í samræmi við tillögur

175. Birgir Ísleifur Gunnarsson, formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands, í ræðu á fundi Verslunarráðs Íslands, 3. desember 2004, bls. 9. Sjá vefsíðuna <http://www.vi.is/um-vi/frettir/nr/376/>.

Hafrannsóknastofnunar. Þegar var brugðist við því með margvíslegum mótvægisáðgerðum sem fólu í sér opinberar framkvæmdir víða um land. Þarna gætir ákveðinnar ósamhverfni í hagstjórninni þar sem engin töl er á útgjaldaaukningu til þess að mæta óvæntum samdrætti en væntri þenslu er ekki mætt að sama marki með aðhaldsaðgerðum.

4.5. Peningastefnan

Hér er peningastefnunni lýst, þ.e. hlutverki hennar, umgjörð og útfærslu, og reynt að svara því hvort peningastefnan eða framkvæmd hennar hafi átt þátt í bankahruninu.

4.5.1 Framkvæmd peningastefnunnar – verðbólguþröskulmarkmið

Árið 1983 náði verðbólga á Íslandi hámarki og mældist í kringum 100% um mitt árið. Á meðal þeirra efnahagsráðstafana sem gripið var til árið 1983 var afnám verðtryggingar launa og tæplega 15% gengisfelling auk þess sem tilkynnt var að gengissigi yrði hætt. Þar með voru auknir tilburðir til þess að festa gengið og átti það sinn þátt í því að ná verðbólgunni niður. Gengi krónunnar var þó fellt nokkrum sinnum til viðbótar, 1984 (um 12%), 1988 (6% í febrúar, 10% í maí og 3% í september), 1992 (6%) og 1993 (7,5%).¹⁷⁶ Í maí 1993 var gengisfyrirkomulagið formfest en þá var gjaldeyrismarkaður stofnaður. Frá þeim tíma var við lýði sveigjanleg gengisstefna þar sem gengi krónunnar réðst á markaði. Seðlabankinn skuldbatt sig til að halda genginu innan ákveðinna vikmarka frá miðgildi vísitölu gengisskráningar. Í upphafi voru þessi vikmörk ákveðin 2,25% til hvorrar hliðar. Í september 1995 voru þau víkkuð í $\pm 6\%$ og í febrúar 2000 í $\pm 9\%$.¹⁷⁷ Í upphafi árs 2001 gekk verulega á gjaldeyrisforða Seðlabankans þegar hann keypti krónur á markaði til að sporna við veikingu. Bankinn seldi Bandaríkjadali fyrir 2,06 milljarða króna 24. janúar 2001 og dagana 23. mars til 27. mars seldi Seðlabankinn Bandaríkjadali fyrir alls 6,8 milljarða króna¹⁷⁸ en stærð gjaldeyrisforðans var á þessum tíma um 35 milljarðar króna. Þarna var orðið ljóst að breytinga var þörf. Þann 27. mars 2001 undirrituðu bankastjórn Seðlabankans og forsætisráðherra viljayfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi. Frá og með 28. mars yrði meginhlutverk peningastefnunnar að halda verðbólgu sem næst 2,5% í stað þess að halda gengi krónunnar innan vikmarka. Seðlabankinn fékk jafnframt fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum.¹⁷⁹

Um aðdragandann að upptöku verðbólguþröskulmarks og afnámi fastgengisstefnunnar sagði Már Guðmundsson, sem á þeim tíma var aðalhafgræðingur Seðlabankans, í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „[...] [Þ]að er haldin þessi ráðstefna[...]. Þar er náttúrliga tónninn sleginn þannig lagað og niðurstaðan verður eiginlega sú að það eru tvö alternatíf, annaðhvort þetta eða þá þessi Evrópusambandsleið og svona en hún náttúrliga byggðist á ákveðnum pólitískum forsendum sem Seðlabankinn gat ekki lagt eða hagfræðingar,

176. Sigurður Snævarr: *Haglýsing Íslands*, bls. 86–87. Heimskringla 1993.

177. „Gjaldeyrismarkaður á Íslandi.“ *Peningamál* 2001/3, bls. 54–59. Seðlabanki Íslands 2001.

178. „Annáll fjármálamarkaða: janúar 2001 – janúar 2002.“ *Peningamál* 2002/1, bls. 55. Seðlabanki Íslands 2001.

179. „Annáll fjármálamarkaða: janúar 2001 – janúar 2002.“ *Peningamál* 2002/1, bls. 55. Seðlabanki Íslands 2001.

það þurfti að móta það eftir öðru ferli og þar með var í rauninni bara ein leið orðin eftir. Við vildum jú gera þetta fyrr, það hefði verið betra að mínu mati að gera það fyrr, sveiflan hefði orðið á margan hátt mýkri, en menn svona hummuðu það fram af sér.¹⁸⁰ Verðbólguþröskurinn var ekki innleitt við kjör- aðstæður á Íslandi. Það var innleitt með miklum hraði þegar fyrri umgjörð peningastefnunnar, fastgengiskerfið, var komið í þrot. Þórarinn G. Pétursson, sem var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar verðbólguþröskurinn var tekið upp sagði: „Og reyndar var það þannig að við lögðum mikla áherslu á það þá að hverfa frá þessari fastgengisstefnu á meðan það gengi vel, þ.e. 1999, ekki láta hrekja okkur út í að verja fastgengisstefnuna og hverfa í miðri ánni. Og einmitt viðbrögðin voru þau: Af hverju að breyta fyrst það gengur svona vel? Sem var akkúrat það sem átti að gera. Þannig að það var því miður ekki fyrr en 2001 þegar að lá við, það var spákaupmennskuárás á krónuna og við hurfum frá þessu í stórfelldum flótta, [...] sem er það versta af öllu.“¹⁸¹

Sérfræðingar Seðlabankans höfðu því komist að þeirri niðurstöðu skömmu fyrir aldamót að fastgengisstefnan væri gengin sér til húðar og að nauðsynlegt væri að breyta umgjörð peningastefnunnar. Að þeirra mati voru kostirnir tveir. Annaðhvort að taka upp evru eða setja krónuna á flot og taka upp verðbólguþröskurinn.¹⁸² Forsenda fyrir evruupptöku var Evrópusambandsaðild sem er pólitísk ákvörðun og sem verður ekki tekin nema með ákveðnu ferli sem Seðlabankinn hefur lítið um að segja. Forsenda fyrir verðbólguþröskurinn er tilvist skilvirkra fjármálamarkaða. Um það sagði Þórarinn: „[V]ið komumst að þeirri niðurstöðu að fyrir þennan tíma þá væri ekki hægt að taka upp verðbólguþröskurinn, vegna þess að við höfðum ekki nógu þróað fjármálakerfi, sem gæti þá miðlað þessum vaxtaákvörðunum gegnum sig, sérstaklega þá gjaldeyrismarkaðurinn og [...] peningamarkaðurinn. Þegar að kemur að 2000, þá einfaldlega bara stöndum við frammi fyrir því að það er búið að hrekja okkur af fastgengisstefnunni og þið verðið að átta ykkur á því að þetta var bara á deginum. Við höfðum lagt til nokkrum árum áður að við færum yfir í þetta af því að þetta væri eini valkosturinn. Svo bara kemur að því að það er ekkert gert og svo bara springur hitt kerfið og þá verður bara að gera eitthvað, það verður að taka ákvörðun um eitthvað. Og auðvitað hefðum við viljað að það væri miklu þróaðra fjármálakerfi og allt það, en þetta var bara eina „option“-in. Ég held að fjármálakerfið hafi verið svona sæmilega þróað til að geta staðið undir þessu.“¹⁸³

Mikil þróun varð á fjármálamörkuðum á Íslandi undir lok seinustu aldar og á fyrstu árum eftir aldamót. Verðbréfamarkaði var komið á fót 1985 en þá var Verðbréfaþing Íslands stofnað.¹⁸⁴ Seðlabankinn gerðist viðskiptavaki

180. Skýrsla Más Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 22. október 2009, bls. 16. Hann vitnar til ráðstefnunnar *Macroeconomic policy: Small open economies in an era of global integration*, sem haldin var af Seðlabanka Íslands og Hagfræðistofnun Háskóla Íslands 28. og 29. maí 2000.

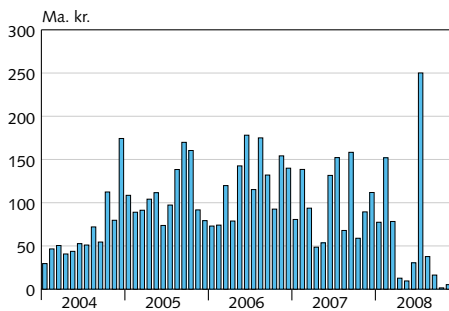
181. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 2.

182. Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson komast að því í ritgerðinni *Optimal exchange rate policy: the case of Iceland*, Working paper no. 8, sem Seðlabanki Íslands gaf út í maí 2000, að Ísland uppfylli ekki þau skilyrði sem æskileg eru talin fyrir aðild að myntbandalagi. Þeir benda þó á það að þar með sé ekki sagt að evruaðild sé slæm hugmynd. Það fari eftir því hvort það frelsi til hagstjórnar sem fljótandi mynt gefi verði nýtt skynsamlega. Einnig skipti máli að gengissveiflur verði ekki of miklar þar sem þær gætu aukið á óstöðugleikann.

183. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 5.

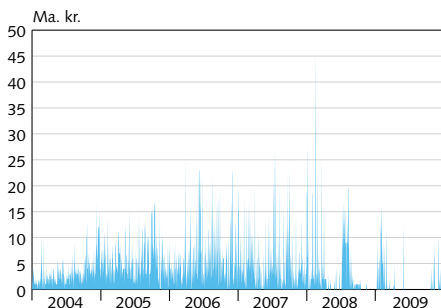
184. Yngvi Örn Kristinsson: „Frankvæmd peningastefnunnar og stjórnþæki Seðlabanka Íslands.“ Í *Peningamál 2000/4*, bls. 38. Seðlabanki Íslands.

Mynd 43
Mánaðarvelta með eins dags samninga
á millibankamarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 44
Dagleg velta með eins dags samninga á
millibankamarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

með ríkisskuldabréf (sem á þessum tíma voru enn öll verðtryggð) árið 1986 en Seðlabankinn hætti viðskiptavakt 1996. Ríkisvixlar voru skráðir á Verðbréfaþinginu 1987 og húsbréf árið 1989. Fyrstu hlutabréfin voru skráð á þinginu 1990. Gjaldeyrismarkaðurinn var búinn til 1993 og þá var skilaskylda á gjaldeyri jafnframt afnumin. Millibankamarkaður með krónur var stofnaður 1998. Þar er um að ræða viðskipti með binditíma frá einum degi til eins árs. Þar gilda reglur um hámarks vaxtabil milli inn- og útlánsvaxta og auk þess eru settar reglur um lágmarksupphæð tilboða. Töluvert flökt hefur verið í daglánavöxtum á þessum markaði. Hækkun á bindiskyldu hefur stundum valdið tímabundnum lausafjárskorti og leitt til hækkunar daglánavaxta á millibankamarkaði, sem síðan hefur verið leiðréttur við næstu vikulegu veðlánaviðskipti við Seðlabankann. Seðlabankinn hefur ekki stundað fínstillingu daglánavaxta með því að vera virkur á markaðnum innan dags. Bönkunum hefur verið eftirlátið að leiðrétta stöðu sína við fyrsta tækifæri, sem hefur þá jafnan verið við vikuleg veðlán hjá Seðlabankanum. Töluvert hefur verið dregið á veðlánin og því um kerfislægan lausafjárskort að ræða. Það hefur því verið hvati fyrir bankana að taka út peninga úr Seðlabankanum og koma þeim í vinnu í kerfinu fremur en að leggja þá inn í Seðlabankann. Ekki hefur verið lagt mat á hver lausafjárþörfin í kerfinu hefur verið. Bönkunum er eftirlátið að leggja mat á það og endurspeglast það í vikulegum óskum þeirra um veðlán hjá Seðlabankanum. Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga var stofnaður árið 2001 í þeim tilgangi að auðvelda fjárstýringu viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði.¹⁸⁵

Fyrstu áhrif stýrivaxta á markaðsvexti eru jafnan á millibankamarkaði þar sem bankar eiga viðskipti sín á milli. Mest velta hefur verið með samninga yfir nótt, þ.e. frá degi til næsta viðskiptadags. Velta á millibankamarkaði er vaxandi frá mánuði til mánaðar fram á árið 2005 þegar hún helst nálægt 100 milljörðum króna á mánuði fram yfir mitt ár. Nokkrar sveiflur eru í millibankaveltu í framhaldinu þar til hún hverfur nánast alveg í apríl, maí og júní 2008. Gríðarmikil velta er á millibankamarkaði í júlí 2008 en svo dregur nokkuð hratt úr henni á ný (myndir 43 og 44).

Verðbólguþolmið hefur verið tekið upp í fjölda landa frá því 1990 og víðast hvar með góðum árangri.¹⁸⁶ Þegar litið er yfir tiltölulega stutta sögu verðbólguþolmiðs á Íslandi blasir við að árangurinn er ekki upp á marga fiska, einkum frá seinni hluta ársins 2004. Mikilvægt er að finna ástæður þess hve illa hefur tekist til hér á landi. Hér vakna því spurningar um það hvort verðbólguþolmið henti af einhverjum ástæðum ekki á Íslandi eða hvort sérstaklega illa hafi tekist til við framkvæmd þess og hvort verðbólguþolmiðið hafi átt þátt í myndun þess ójafnvægis sem leiddi til hruns bankanna haustið 2008.

Arnór Sighvatsson, sem var aðalhafnfræðingur Seðlabanka Íslands frá því í júní 2004 og þar til hann var settur aðstoðarbankastjóri vorið 2009, hélt erindi á ráðstefnu sem haldin var í Reykjavík vorið 2007. Í ágripi af erindi hans segir: „Á undanförunum árum hefur Ísland orðið fyrir stórum skellum sem eru sérstakir fyrir landið. Þeir hafa að töluverðu leyti verið fyrirsjánleg-

185. Gerður Ísberg: „Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga.“ *Peningamál* 2002/3, bls. 32–35. Seðlabanki Íslands.

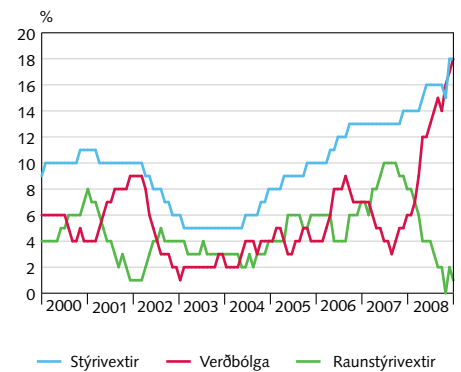
186. Þórarinn G. Pétursson: „Efnahagsleg áhrif upptöku verðbólguþolmiðs.“ *Fjármálatíðindi*, 51. árgangur 2004, bls. 3–32. Seðlabanki Íslands.

ir þótt tímasetning þeirra hafi oft verið háð óvissu. Því má halda fram að við þessar aðstæður ættu kostir þess að reka sjálfstæða peningastefnu að vera sérstaklega sýnilegir. Reynslan gæti hins vegar bent til þess að því sem sjálfstæð peningastefna fær áorkað séu veruleg takmörk sett þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir mjög stórum eftirspurnarskellum á sama tíma og alþjóðleg fjármálaskilyrði eru óvenju hagstæð, a.m.k. þegar fjármálastefna hins opinbera leggst ekki af krafti á sömu sveif.¹⁸⁷ Hann bendir því á að það séu takmörk fyrir því hverju sjálfstæð peningastefna fái í reynd áorkað í baráttu við fyrirséða eftirspurnarskelli þegar aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eru þensluhvetjandi og ríkisfjármálin skortir aðhald. Hér hafa verið færð rök fyrir því að ástandið á alþjóðlegum mörkuðum hafi einmitt verið óvenju þensluhvetjandi á þeim tíma sem íslenskir bankar uxu hraðast og áttu þeir því afar auðvelt með að sækja sér fjármagn út fyrir landsteinana. Af þessum sökum voru þeir því síður háðir jaðarfjármögnunarkostnaði í Seðlabanka Íslands en ella. Hér hefur það einnig verið rökstutt að ríkisfjármálin hafi, í kjölfar ákvörðunar um gríðarlegar stóriðjuframkvæmdir, verið allt annað en aðhaldssöm og í reynd magnað þensluna með ýmsum aðgerðum. Í framhaldinu er meðal annars reynt að varpa ljósi á það hvort þessar aðstæður hafi gert peningastefnuna bitlausu.

Áhrif stýrivaxta á verðbólgu eru jafnan talin skila sér eftir eitt til eitt og hálf ári.¹⁸⁸ Stýrivextir voru lækkaðir eftir að verðbólguþröskulur var tekið upp og verðbólga jókst nokkuð skarpt í framhaldinu (mynd 45). Raunstýrivextir reiknaðir miðað við verðbólgu síðastliðna tólf mánuði lækkuðu mjög eftir að verðbólguþröskulur var tekið upp og voru að nálgast núllið undir lok árs 2001. Á fyrri hluta árs 2002 hækkðu raunstýrivextir á ný þegar verðbólgan hjaðnaði mjög hratt en stýrivextir voru lækkaðir nokkuð hægar. Þegar komið er fram á árið 2004 fer verðbólga að rísa á nýjan leik eftir að hafa haldist í námunda við 2,5% markmiðið í rúmt ár.

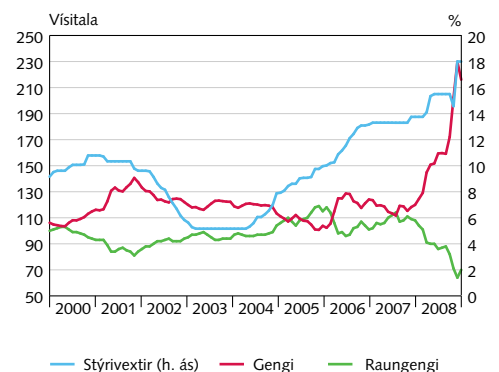
Áður en verðbólguþröskulur var tekið upp hafði krónan verið að veikjast um nokkurt skeið. Samfara breytingu peningastefnunnar voru vextir lækkaðir og krónan sett á flot. Hún veiktist allnokkuð í framhaldinu (vísitala gengisskráningar hækkaði) og raungengið lækkaði (mynd 46). Þegar komið var inn á lokafjórðung ársins 2001 tók krónan að styrkjast á nýjan leik. Hún hélst nokkuð stöðug árin 2003 og 2004 og raungengið styrktist hægt og bitandi á þeim tíma. Þegar komið var fram á árið 2005 styrktist krónan frekar og hélst sú þróun áfram allt þar til á árinu 2006 þegar hún veiktist nokkuð hratt á fyrri hluta ársins. Þá voru stýrivextir um nokkurra mánaða skeið hækkaðir

Mynd 45
 Stýrivextir, verðbólga og raunstýrivextir
 Meðaltöl mánaða



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 46
 Gengi, raungengi og stýrivextir
 Meðaltöl mánaða



Heimild: Seðlabanki Íslands.

187. Arnór Sighvatsson: „Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi.“ *Fjármálatiðindi*, 54, bls. 56–79. Seðlabanki Íslands 2007. Erindið var haldið á ensku 31. maí 2007 á ráðstefnunni *The challenges of globalisation for small open economies with independent currencies*, 31. maí til 1. júní 2007, undir heitinu „Paddling in an ocean of global money: The problems of running independent monetary policy in a very small open economy at times of large demand shock and ample global liquidity“. Tilvitnunin í upphaflegu ensku útgáfunni er svo hljóðandi: „Iceland has in recent year[s] experienced large demand shocks that are specific to the economy and have to a large extent been anticipated. It could be argued that this should be the ideal setting for running independent monetary policy. The evidence, however, suggests that there may be substantial limitations to what independent monetary policy can achieve when facing unusually large demand shocks under very accommodative global financial market conditions, at least in the absence of a more active government stabilisation policy.“

188. Þórarinn G. Pétursson: „Miðlunarferli peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2001/4, bls. 59–74. Seðlabanki Íslands.

oftar og meira en á árinu 2005. Það virðist hafa dugað til að sporna við frekari gengisveikingu allt þar til árið 2008 þegar gengi krónunnar féll um það bil um helming.

Í aðdraganda þess að peningastefnu Seðlabankans var breytt og gengismarkmiðið vék fyrir verðbólgu-markmiði fékk Seðlabankinn nokkra virta hagfræðinga til að rita rannsóknarritgerðir um ýmis álitaefni varðandi fyrirkomulag gengis- og peningamála. Fredric S. Mishkin, prófessor við Columbia-háskólann í Bandaríkjunum, ritaði grein um mikilvægi fjármála-stöðugleika. Hann ályktaði að seðlabankar ættu að leggja jafnmikla áherslu á fjármálastöðugleika og verðstöðugleika.¹⁸⁹

Willem H. Buiter leitaði svara við spurningunni um það hvort Ísland væri hagkvæmt myntsvalið. Niðurstaða hans var sú að ef Ísland gengi í Evrópusambandið væri skynsamlegt að skipta um gjaldmiðil og notast við evrur.¹⁹⁰ Það er sama niðurstaða og hagfræðingar bankans komust að árið 2000 en þar sem Evrópusambandsaðild var ekki á dagskrá var verðbólgu-markmið talið eini raunhæfi kosturinn.

4.5.2 Seðlabankavextir og lausafé í umferð

Hér á eftir verður stiklað á stóru í sambandi við nokkur tæknileg atriði við framkvæmd verðbólgu-markmiðs. Tekin eru dæmi frá nokkrum verðbólgu-markmiðslöndum, auk Bandaríkjanna og Evrópusambandsins, um hvaða vöxtum er stýrt og hvernig og hvaða áhrif slíkar vaxtaákvæðanir hafa á laust fé í umferð.

Vextir á lánum Seðlabankans gegn veði til lánastofnana hafa verið helsta stjórnþæki hans til þess að hafa áhrif á efnahagslífið síðan 1993.¹⁹¹ Mikilvægi þessara vaxta jókst eftir að stjórnþæki bankans voru einfölduð á fyrri hluta árs 1998 og enn frekar eftir að verðbólgu-markmiðið var tekið upp 2001. Í reynd hafði Seðlabankinn lagt aukna áherslu á stöðugt verðlag frá því 1993 og skilgreint gengið sem millimarkmið en stöðugt verðlag sem aðalmarkmið. Þá urðu vextir bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir meginstjórnþæki hans.¹⁹² Áhrif stýrivaxta Seðlabankans á heimili og fyrirtæki eru yfirleitt ekki bein, heldur hafa þeir áhrif á aðra vexti.¹⁹³ Fyrst hafa þeir áhrif á vexti sem næst standa fjármálastofnunum og þar í gegnum á vaxtakjör sem bjóðast fyrirtækjum og heimilum, eignaverð, gengi gjaldmiðils og

189. Mishkin, Fredric S.: *Financial stability and the macroeconomy*. Working Paper no. 9, Seðlabanki Íslands 2000.

190. Buiter, Willem H.: *Is Iceland an optimal currency area?* Working paper no. 10. Seðlabanki Íslands 2000.

191. Ýmist er talað um *endurhverf viðskipti* eða *lán gegn veði*. Í endurhverfum viðskiptum afhendir lánastofnun Seðlabankans traust verðbréf sem Seðlabankinn samþykkir og fær á móti afhent frá Seðlabankanum laust fé. Samið er um að innan ákveðins tíma (svo sem viku) gangi viðskiptin til baka. Lánastofnunin fær þá verðbréfin afhent og greiðir fyrir þá upphæð sem Seðlabankinn hafði látið hana fá í hendur að viðbættum vöxtum. Þessir vextir eru stýrivextir Seðlabankans. Lán gegn veði er hliðstætt að því undanskildu að Seðlabankinn lánar lausaféð og heldur verðbréfunum á lánstímanum og hefur veð í þeim. Munurinn er því sá að ef um endurhverf viðskipti er að ræða flyst eignarhald bréfanna yfir til Seðlabankans á meðan á lausafjárþyrngreiðslunni stendur en ef um er að ræða lán gegn veði heldur lánastofnunin eign á verðbréfunum en Seðlabankinn tekur veð í þeim á meðan.

192. „Framkvæmd peningastefnunnar og stjórnþæki Seðlabanka Íslands.“ *Peningamálið* 2000/4, bls. 37–44. Seðlabanki Íslands.

193. Þórarinn G. Pétursson: „Miðlunarferli peningastefnunnar.“ *Peningamálið* 2001/4, bls. 59–74. Seðlabanki Íslands. *Miðlunarferli peningastefnunnar*, á við það hvernig stýrivaxtaákvæðanir miðlast gegnum hagkerfið og hafa að lokum áhrif á verðbólgu.

framboð lánsfjár, umfram það sem felst í áhrifum vaxtabreytinga. Vextirnir hafa á endanum fjárstreymisáhrif, þ.e. áhrif á ráðstöfunartekjur heimila eftir vaxtagreiðslur og á hagnað fyrirtækja, en einnig tímasetningar- eða verðhlutfallsáhrif þar sem frestun vörukaupa verður hlutfallslega hagstæðari þegar vextir hækka, þ.e. vaxtahækkun fækir kaupendur, tímabundið, frá kaupum.¹⁹⁴

Algeng framkvæmd verðbólgaumarkmiðs, og sú aðferð sem unnið var eftir hér á landi, er að hreyfa við stýrivöxtum í þeim tilgangi að hafa áhrif á heildar- eftirspurn í hagkerfinu. Seðlabanki Íslands beitti vöxtum á veðlánnum bankans sem stýrivöxtum í þessum tilgangi en nokkur munur er á milli seðlabanka á því hvaða vextir gegna hlutverki stýrivaxta.

Segja má að peningastefna seðlabanka sé framkvæmd á tvennan hátt. Annars vegar með því að velja tiltekna markaðsvexti sem viðmið og setja sér ákveðið markgildi á þá vexti. Síðan á seðlabankinn markaðsviðskipti sem miða að því að ná þessu markgildi á þessum tilteknu vöxtum. Hin útfærslan er að bjóðast til að eiga viðskipti við banka þar sem seðlabankinn er tilbúinn að taka við innlánnum á ákveðnum vöxtum og veita lán á vöxtum sem eru nokkru hærri. Þannig er búinn til svo kallaður vaxtagluggi, eða vaxtagangur, og er miðgildi hans (eða eftir atvikum annaðhvort efri eða neðri mörkin) kallað stýrivextir seðlabankans.

Starfsmenn Seðlabankans heimsóttu nokkurn fjölda seðlabanka í ýmsum löndum í aðdraganda þess að verðbólgaumarkmiði var komið á. Þegar Þórarinn G. Pétursson, sem var deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabankans þegar verðbólgaumarkmiðið var tekið upp, var spurður um það hvort þeir hefðu kynnt sér tæknilega framkvæmd stýrivaxtabreytinga í verðbólgaumarkmiðslöndum svaraði hann: „Nei, það var í raun og veru, aftur kannski lélegt að segja það, en það var eiginlega ekki á minni könnu, það voru aðrir sem sáu um það og hins vegar hefur það verið rætt lengi og við innan hagfræðisviðsins gert ítrekaðar athugasemdir við þessa tæknilegu útfærslu sem að hefur eiginlega verið í molum, [...] við erum með einhverja stýrivexti sem að við ákveðum, svo eru einhverjir markaðsvextir, sem eru okkar viðmiðunarvextir, þannig að við, ef að þessir markaðsvextir eru undir okkar stýrivöxtum þá bendir til þess að við séum búnir að setja of mikið laust fé í umferð og við getum þá stýrt því innan dags eða vikunnar, eins og við framkvæmum það til að þessir markaðsvextir [passi] nokkuð vel við okkar stýrivexti og öfugt ef að þeir eru hærri. Þetta hefur aldrei verið gert innan Seðlabankans, þ.e. við bara ákveðum stýrivextina svo er bara útboð á endurhverfum hérna lánnum í hverri viku og þú færð bara það sem þú vilt og það sem hefur oft komið við að t.d. markaðsvextir þeir hafa verið töluvert undir stýrivöxtum, bendir til þess að stýrivextirnir séu of lágir, þá þarf að draga úr lausafénu í umferð. Þetta hefur einhvern veginn, þrátt fyrir ítrekaðar umræður í gegnum mörg ár, mörg, mörg, ár, hefur þetta aldrei náð einhvern veginn að gerast. Það er ekki fyrr en núna að einn kosturinn við það að fá Alþjóðagjaldeyrissjóðinn er að það, þeir einfaldlega bara setja þessi skilyrði: Þið verðið bara að laga þetta og það er kominn vísir að þessu, eini vandinn er að það vantar náttúrlega bara bankakerfið til að það gangi. En það er verið að laga þetta núna á þessum tíma [...]. En þetta er eitthvað sem að hefði átt að – og ég held að ég verði bara að viðurkenna það að við hefðum átt að beita [okkur] miklu meira í þessu.“¹⁹⁵

194. „Verðtrygging og fastir vextir.“ *Peningamál* 2003/2, bls. 85–93. Seðlabanki Íslands.

195. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 42.

Nýsjálenski seðlabankinn er brautryðjandi í framkvæmd verðbólgu- markmiðs en það fyrirkomulag peningastefnunnar var tekið þar upp í mars 1990. Í febrúar 1999 var framkvæmdinni breytt og síðan þá hafa stýrivextir í Nýja-Sjálandi verið OCR (official cash rate).¹⁹⁶ Seðlabankinn er tilbúinn að taka daglán eða veita daglán í formi endurhverfra verðbréfavíðskipta þar sem seðlabankinn greiðir vexti sem eru 25 punktum undir stýrivöxtum og rukkar vexti sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtum. Þak á slíkri fyrirgreiðslu í seðlabankanum var afnumið 1999 en bankinn hélt áfram að eiga markaðsviðskipti í þeim tilgangi að stýra lausafjástöðu bankakerfisins í heild sem næst því sem hann mat að hún þyrfti að vera. Markaðsviðskipti bankans voru notuð til þess að jafna greiðslufæði hins opinbera og draga þannig úr sveiflum í lausafjástöðu hagkerfisins. OCR (stýrivextirnir) voru þar hafðir til hliðsjónar í markaðsviðskiptum seðlabankans.¹⁹⁷

Önnur lönd með svipað kerfi eru Ástralía og Kanada, þar sem einnig er settur fram ákveðinn vaxtagluggi umhverfis stýrivextina og seðlabankinn er tilbúinn að veita eða taka lán á vöxtum þar sem lánveitingar bankans eru á 50 punktum hærrí vöxtum en lántökur.

Stýrivextir ástralska seðlabankans eru markmiðsvextir (e. target) fyrir eins dags (e. over night) millibankavexti. Ástralski seðlabankinn er tilbúinn að taka lán yfir nótt á vöxtum sem eru 25 punktum undir stýrivöxtunum og lána yfir nótt á vöxtum sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtunum. Þannig er seðlabankinn tilbúinn að taka við umframlausafé og lána ef lausafjárskortur er í kerfinu. Viðskipti bankans á millibankamarkaði eru með tvennum hætti. Annars vegar er um að ræða bein markaðsviðskipti, með skammtímabréf útgefna af ríkinu. Hins vegar eru það endurhverf viðskipti, en hlutdeild þeirra hefur vaxið á meðan verulega hefur dregið úr beinum markaðsviðskiptum. Þar sem umfang seðlabankans hefur vaxið með bankakerfinu á sama tíma og dregið hefur úr skuldabréfaútgáfum ríkisins var skilgreining á repóhæfum bréfum víkkuð út þannig að þau ná ekki einungis til ríkisskuldabréfa heldur bréfa útgefnum af einstökum ríkjum sambandsins, sveitarfélögum, og fyrirtækjabréfum með hæsta láns hæfismat. Reglan er að bankakerfið þurfi að sækja sér laust fé þannig að seðlabankinn haldi fastverðsuppboð á hverjum morgni á vöxtum sem eru 25 punktum yfir stýrivöxtunum. Sú þróun, þ.e. viðvarandi lausafjarpörf við opnun markaða, endurspeglar meðal annars hækkun á stöðu á reikningum ríkisins hjá seðlabankanum. Vegna stækkunar á efnahag bankans og samdrætti í útgáfu ríkisskuldabréfa var, auk beinna viðskipta og endurhverfra, farið að nota gjaldeyrisskiptasamninga til að hafa áhrif á lausafjástöðu á markaði. Endurhverfu viðskiptin voru alla jafna til einnar nætur en gjaldeyrisskiptasamningarnir eru oftast til þriggja mánaða, og almennt er þeim rúllað áfram.¹⁹⁸

Ástralski dalurinn var settur á flot 1983 og er fljótandi mynt talin hafa stuðlað að minni sveiflum í landsframleiðslu. Fljótandi mynt er einnig þakkað hve dregið hefur úr raunáhrifum skella í viðskiptakjörum. Þrátt fyrir það á ástralski seðlabankinn viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Bankinn reynir þó ekki

196. „A cash rate system for implementing monetary policy.“ *Bulletin*, 62. tbl. nr. 1, bls. 51–61. Reserve Bank of New Zealand 1999 a.

197. „Monetary policy implementation: changes to operating procedures.“ *Bulletin*, 62. tbl. nr. 1, bls. 46–50. Reserve Bank of New Zealand 1999 b.

198. „The Reserve bank’s open market operations.“ *Reserve Bank of Australia Bulletin*, bls. 1–7. Reserve Bank of Australia, júní 2003.

að halda genginu nálægt einhverju tilteknu gildi. Hann kaupir reglulega gjaldeyri jafnt og þétt til þess að standa undir greiðslum ríkisins af erlendum lánnum og til þess að byggja upp gjaldeyrisforða. Að auki stundar hann inngríp á gjaldeyrismarkaði í tvennum tilgangi. Annars vegar til þess að bregðast við yfirskotum og bólumyndunum. Þegar gengið yfirskýtur má koma í veg fyrir kostnaðarsama aðlögun raunhagkerfisins með því að takmarka frávikið og jafnvel snúa þróun gengisins við í átt að jafnvægi með inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Slík inngríp koma því til álita þegar gengið hefur hreyfst mjög langt án þess að fyrir því séu eðlilegar hagrænar eða fjármálalegar forsendur. Hins vegar grípur seðlabankinn inn í á gjaldeyrismarkaði ef gengisþróun ber vott um óvissu á markaði. Þrálátt flökt, mikil vikkun kaup- og sölugengis, og fálmkennd gengisþróun (einkum þegar óvissa ríkir um efnahagsstjórn) getur leitt til inngrípa í þeim tilgangi að koma á ný reglu á markaðinn. Inngríp af þessum ástæðum eru oft umfangsmikil og eru þau jafnan stýfð þannig að áhrifum þeirra á peningamagn í umferð er eytt.¹⁹⁹ Yfirleitt er það gert með gjaldeyrisskiptasamningum fremur en markaðsviðskiptum með skuldabréf því að umfang þeirra gæti haft veruleg áhrif á efnahag seðlabankans.²⁰⁰

Kanadíski seðlabankinn setur sér markmið um eins dags millibankavexti. Til að ná því markmiði notar seðlabankinn glugga þar sem hann er tilbúinn að lána á 25 punktum yfir markmiðinu og greiða 25 punktum undir markmiði á innstæður í einn dag. Að auki stýrir seðlabankinn lausafé í kerfinu með tilfærslum á milli reikninga ríkisins í seðlabankanum og bankakerfinu þannig að nettó lausafjárstaðan sé því sem næst núll. Að auki notar hann endurhverf viðskipti innan dags ef þurfa þykir til að styðja við stýrivextina. Alla jafna leiðir þetta til þess að bankar stemmi af stöður sín á milli í lok dags á markmiðsvöxtum seðlabankans. Ef banki endar einhverra hluta vegna með neikvæða stöðu á sínum reikningi eftir millibankaviðskipti í lok dags fær hann veðlán hjá seðlabankanum á 25 punktum yfir markmiði bankans um daglánavexti á millibankamarkaði. Í þessum veðlánnum eru sömu verðbréf gild veð og notuð eru í endurhverfum viðskiptum.²⁰¹

Seðlabankinn í Noregi býður daglán og tekur við óbundnum innstæðum á föstum vöxtum. Stýrivextirnir eru vextir á innlánsreikningum í seðlabankanum. Innan hvers dags býður seðlabankinn veðlán og innlán á uppboði þar sem fastir vextir eru ákvarðaðir í kjölfar útboðsins. Binditími er einnig breytilegur og fer eftir lausafjárstöðunni en bankinn miðar við að innstæður í seðlabankanum séu á tilteknu bili í lok hvers dags. Lausafjárstýringin miðast við að daglánavextir á millibankamarkaði séu jafnan rétt yfir innlánsvöxtum í seðlabankanum. Tilgangur seðlabankans með því að halda stýrivöxtum við neðri enda vaxtagluggans er að draga úr hvata bankanna til að endurdreifna

199. Þegar seðlabanki kaupir eða selur gjaldeyri á markaði í þeim tilgangi að hafa áhrif á gengið er sagt að hann sé með *inngríp* á markaðnum. Inngríp seðlabankans styrkja gengið ef hann selur gjaldeyri og veikja það ef hann kaupir gjaldeyri. En inngrípin hafa einnig áhrif á laust fé í umferð. Þegar seðlabankinn kaupir gjaldeyri eykst laust fé í umferð og þegar hann selur gjaldeyri þá dregur það úr lausu fé í umferð. Seðlabankinn getur gripið til annarra aðgerða til að veða á móti þessum áhrifum á laust fé ef hann ætlar sér eingöngu að hafa áhrif á gengið. Ef seðlabanki kaupir gjaldeyri og selur samtímis ríkisskuldabréf fyrir sömu upphæð veikir hann gengið tímabundið án þess að auka laust fé í umferð. Ef hann selur gjaldeyri og kaupir ríkisskuldabréf fyrir sömu upphæð styrkir hann gengið tímabundið án þess að draga úr lausu fé. Inngrípin eru þá sögð vera *stýfð* (e. sterilized) ef áhrifum þeirra á laust fé í umferð er eytt.

200. „The exchange rate and the reserve bank’s role in the foreign exchange market.“ Reserve Bank of Australia, 2007.

201. Engert, Walter; Toni Gravelle og Donna Howard: *The implementation of monetary policy in Canada*. Discussion paper 2008–9, Bank of Canada, 2008.

lausafé innan bankakerfisins.²⁰² Vextir seðlabankans eru því nægjanlega háir til þess að bankar sjái sér hag í því að geyma umfram laust fé á innlánsvöxtum seðlabankans.

Stýrivextir sænska seðlabankans eru vextir í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir. Viðskiptin eru til einnar viku. Innlánsvextir í seðlabankanum eru 50 punktum lægri og daglánvextir 50 punktum hærri en stýrivextirnir. Seðlabankinn veitir daglán gegn veði. Inn- og útlánsvextir seðlabankans mynda þannig einnar prósentu víðan vaxtaglugga og liggja stýrivextirnir á honum miðjum. Vaxtaglugginn er víður og bankarnir hafa almennt hvata til að lána hver öðrum á vöxtum sem liggja innan markanna.²⁰³

Sænski seðlabankinn selur vikulega innstæðubríf á stýrivöxtum. Hann hefur einnig áhrif á vaxtaþróun á millibankamarkaði í daglegum viðskiptum sínum við bankana. Annaðhvort dregur hann til sín umframlausafé úr bankakerfinu, þ.e. bankarnir leggja inn í seðlabankann á vöxtum sem eru 10 punktum (0,1%) undir stýrivöxtunum, eða bankarnir fá veðlán á 10 punktum yfir stýrivöxtum. Þannig er eins dags millibankavöxtum haldið stöðugum mjög nálægt stýrivöxtunum.²⁰⁴

Stýring sænska seðlabankans á daglánavöxtum á millibankamarkaði fer fram í þremur skrefum. Í fyrsta skrefinu er gerð spá um lausafjárþörf kerfisins fyrir komandi viku, þ.e. hve mikið lausafé þarf að vera í kerfinu til þess að bankarnir þurfi ekki að nýta sér innláns- og daglánavexti seðlabankans. Í öðru skrefinu breytir bankinn lausafjárstöðu kerfisins með því að bæta við eða draga úr lausu fé í umferð með markaðsaðgerðum. Í þriðja skrefinu á bankinn dagleg markaðsviðskipti í þeim tilgangi að jafna flókt í greiðslukerfinu þannig að bankarnir þurfi ekki að nýta sér lausafjárþyrirgreiðslu eða auka innlán sín í seðlabankanum.²⁰⁵

Lausafjárþörf bankakerfisins fyrir vikuna er metin út frá greiðsluflæði milli seðlabankans og bankanna sem hafa áhrif á efnahagsreikning seðlabankans. Eignir seðlabankans samanstanda af gulli, gjaldeyrissjóði, innlendum skuldabréfum og lánum til bankanna. Skuldirnar eru seðlar og mynt í umferð, eigið fé og varasjóður, auk innstæðna bankanna í seðlabankanum sem eru litlar. Eigið fé og varasjóður eru eignir ríkisins. Ef um kerfislægan lausafjárskort er að ræða fara fram endurhverf verðbréfavíðskipti en ef lausafjárgnótt er í kerfinu selur seðlabankinn innstæðubríf. Yfirleitt standa endurhverf viðskipti í eina viku og eru bæði efri og neðri mörk sett á tilboð hvers mótaðila. Lánun er síðan úthlutað í hlutfalli við hlutdeild bjóðanda í heildarupphæð. Ef heildarupphæð tilboða er lægri en áætluð útgáfa er gripið til fínstillingar eins og í þriðja skrefi.²⁰⁶ Í lok hvers dags metur seðlabankinn hver lausafjárþörf kerfisins er en matið fyrir lausafjárþörfina sem liggur til grundvallar endurhverfu viðskiptunum miðast við meðalstöðu kerfisins yfir vikuna.²⁰⁷

Englandsbanki stýrir vöxtum á svipaðan hátt og sá sænski. Bankinn reynir að jafna lausafjárstöðu bankakerfisins frá degi til dags út frá greiðslum rík-

202. Kran, Lars-Christian og Grete Øwre: „Norges Bank's system for managing interest rates.“ *Economic bulletin* Q2 01, bls. 65–70. Norges Bank, 2001.

203. „How does the Riksbank control interest rates?“ Sveriges Riksbank 2009. Sjá vefsíðuna <http://www.riksbank.com/>.

204. „To steer interest rates.“ Sveriges Riksbank 2009. Sjá vefsíðuna <http://www.riksbank.com/>.

205. *The Riksbank's management of interest rates – monetary policy in practice*. Sveriges Riksbank, 2005.

206. Mitlid, Kerstin og Magnus Vesterlund: „Steering interest rates in monetary policy – how does it work?“ *Economic Review* 1/2001, bls. 19–41, Sveriges Riksbank 2001.

207. *The Riksbank's management of interest rates – monetary policy in practice*. Sveriges Riksbank 2005.

issjóðs og bankanna. Englandsbanki efnir til endurhverfra viðskipta tvisvar á dag. Ef það dugir ekki til getur bankinn boðið upp á eins dags endurhverf viðskipti tvisvar undir lok dags, en þá á hærri vöxtum en í venjulegum endurhverfum viðskiptum.²⁰⁸

Meginstjórnartæki bandaríska seðlabankans eru bein markaðsviðskipti með ríkisskuldabréf á markaði. Ef bankinn vill lækka vexti kaupir hann ríkisskuldabréf en vilji hann hækka vexti selur hann ríkisskuldabréf. Bankinn á í tíðum markaðsviðskiptum til þess að halda markaðsvöxtum nærri markmiði sínu. Bandaríski seðlabankinn á auk þess í daglegum endurhverfum viðskiptum við banka í þeim tilgangi að stýra millibankavöxtum að markmiði sínu. Einnig á hann í lengri endurhverfum viðskiptum ef þurfa þykir.²⁰⁹ Ekki er ætlast til þess að bankar fái regluleg lán frá seðlabankanum og er slíkt jafnan talið merki um veikleika viðkomandi banka.²¹⁰

Evrópski seðlabankinn beitir bindiskyldu, að meðaltali 2% af stöðu mánaðarins. Bankakerfið sækir sér lán til seðlabankans til þess að fjármagna bindiskylduna. Seðlabankinn á vikulega í endurhverfum viðskiptum (veðlánnum) með tveggja vikna líftíma. Stýrivextir seðlabankans eru lágmarksvextir í þessum endurhverfu viðskiptum en vextirnir eru festir að undangengnu útboði hverju sinni. Lausafjárstaða kerfisins er stillt af þannig að hún sé að jafnaði jöfn bindiskyldunni í hverjum mánuði. Lausafjárstefna seðlabankans miðast við að daglánavextir á millibankamarkaði séu stöðugir og nálægt stýrivöxtunum.²¹¹

Tvennt er sameiginlegt með öllum þessu ólíku aðferðum sem seðlabankar beita til þess að hafa áhrif á markaðsvexti, efnahagslífið og verðbólgu með stýrivöxtum sínum. Þeir setja sér markmið um tiltekna skammtímavexti á millibankamarkaði þar sem bankar koma saman og lána hver öðrum til þess að stilla af lausafjárstöðu sína í lok dags. Seðlabankarnir hafa að auki áhrif á heildarlausafjárstöðu fjármálakerfisins, flestir daglega eða oft á dag, til þess að koma í veg fyrir að millibankavextir víki um of frá stýrivöxtum vegna tilfallandi sveiflna í greiðsluflæði.

Stjórnartæki Seðlabanka Íslands í peningamálum voru endurskoðuð 1998 en frá þeim tíma voru þau að mestu óbreytt þrátt fyrir umbyltingu á ramma peningastefnunnar snemma árs 2001. Endurskoðun stjórnartækjanna var lokaskref í þróun sem hafði verið í gangi frá því 1984 þar sem dregið var úr höftum á fjármálamörkuðum.²¹² Við endurskoðun stjórnartækjanna var meðal annars höfð hliðsjón af fyrirhuguðum stjórnartækjum evrópska seðlabankans.

Meginstjórnartæki Seðlabankans hafa frá því 1993 verið vextir í viðskiptum við bankann. Fram til 1986 hafði Seðlabankinn að auki heimild til að ákvarða lágmarksvexti á innlánnum og hámarksvexti á útlánnum lánastofnana. Það var fyrst árið 1984 að vextir á millibankamarkaði voru gefnir frjálsir. Síðan þá hefur Seðlabankinn aðeins stýrt vöxtum lánastofnana óbeint. Takmörkunum á viðskiptum með gjaldeyri var aflétt 1993–1995. Þau höfðu verið gefin frjáls

208. Kran, Lars-Christian og Grete Øwre: „Norges Bank’s system for managing interest rates.“ *Economic bulletin* Q2 01, bls. 65–70. Norges Bank 2001.
 209. Kran, Lars-Christian og Grete Øwre: „Norges Bank’s system for managing interest rates.“ *Economic bulletin* Q2 01, bls. 65–70. Norges Bank 2001.
 210. Mitlid, Kerstin og Magnus Vesterlund: „Steering interest rates in monetary policy – how does it work?“ *Economic Review* 1/2001, bls. 19–41, Sveriges Riksbank 2001.
 211. Kran, Lars-Christian og Grete Øwre: „Norges Bank’s system for managing interest rates.“ *Economic bulletin* Q2 01, bls. 65–70. Norges Bank 2001.
 212. Yngvi Örn Kristinsson: „Framkvæmd peningastefnunnar og stjórnartæki Seðlabanka Íslands.“ *Peningamál* 2000/4, bls. 37–44. Seðlabanki Íslands 2000.

vegna vöruviðskipta í byrjun viðreisnartímans en höftum var haldið á fjármagnshreyfingum sem voru háðar leyfi stjórnvalda.

Á Íslandi skorti verulega á að tæknileg útfærsla miðlunar peningastefnunnar væri fullnægjandi. Seðlabankinn var ekki með neina markmiðsvexti. Hann reyndi ekki að meta lausafjárþörfina í kerfinu. Framkvæmd peningastefnunnar var þannig í reynd að Seðlabankinn sá fjármálastofnunum fyrir ótakmörkuðu aðgengi að veðlánnum, svo lengi sem þær lögðu fram gild veð, og það nýttu þær sér í sívaxandi mæli frá því haustið 2005.

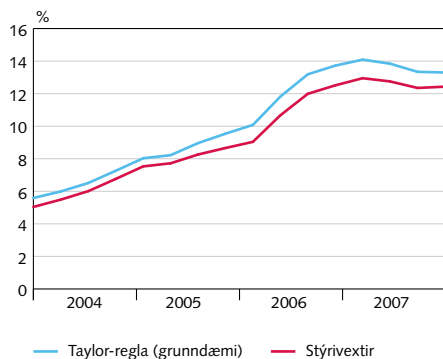
Banki sem skorti laust fé hafði val um að leita á millibankamarkað og greiða þar vexti til samkeppnisaðila eða leita til Seðlabankans og sækja fé þangað á (oftast nær) lítið eitt hærra vöxtum. Ef slíki fjármögnun var rúllað stöðugt áfram og eign bankans á móti var verðtryggt útlán, og vextir á veðlánnum hjá Seðlabankanum voru „á eftir kúrfunni“ (þ.e. of lágir til að slá á verðbólgu (sbr. mynd 45)) þá sá verðtryggingin um að gera útlánin arðsöm, óháð því hvert vaxtastigið var. Þessu mátti viðhalda á meðan kaupmáttur féll ekki um of en fall kaupmáttar leiddi til aukinna vanskila og afskrifta. Ef stýrivextir fylgdu ferli þar sem var nokkurn veginn fast vaxtaálag á vænta verðbólgu fól það í sér hvata til þess að auka útlán. Ef aftur hefði verið fylgt til dæmis einfaldri Taylor-reglu þar sem nafnvextir eru hækkaðir um 150% af hækkun væntrar verðbólgu hefði þessi hvati fljótlega horfið. Að vera á eftir kúrfunni kann því að hafa verið sérstaklega skaðlegt vegna verðtryggingarinnar þar sem það skapaði hvata til frekari útlánaaukningar. Hafi þetta verið tilfellið hefði mátt stöðva það með harðari peningastefnu, þ.e. meiri hækkun vaxta, og kröfu um verðtryggingarjöfnuð.

Á mynd 47 sjást stýrivextir Seðlabankans og vextir reiknaðir út frá einfaldri Taylor-reglu en myndin birtist í *Peningamálum* 2007/3 og gögnin eru fengin þaðan. Á myndinni sést að stýrivextir Seðlabankans eru alltaf lægri en vextir samkvæmt Taylor-reglu. Munurinn á ferlunum tveimur er sýndur á mynd 48 og þar kemur fram að frávikinu eykst haustið 2005. Varasamt er að túlka þetta um of. Regla Taylors hefur þó oft þótt gefa þökkalega mynd af því eftir á hvernig vaxtaþróun seðlabanka hefur verið yfir lengri tímabil. Eigi að síður er þetta vísbending um að frá hausti 2005 hafi orðið einhver breyting á framkvæmd peningastefnunnar sem leiddi til þess að vaxtaákvæðanir falla enn lengra „á eftir kúrfunni“ en áður. Aukið vægi „verðbólguhagnaðar“ í afkomu bankanna frá þessum tíma styður við þessa túlkun en verðbólguhagnaður stafar af því að verðtryggðar eignir (þ.e. útlán) bankanna hækka í verði umfram kostnaðinn af fjármögnun þeirra. Frá hausti 2005 verður mikil aukning í fjármögnun bankanna með endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.

Fyrst eftir upptöku verðbólgu markmiðs vorið 2001 dró nokkuð úr stöðu endurhverfra viðskipta við Seðlabankann en eins og fyrr segir jukust endurhverf viðskipti verulega frá hausti 2005 og allt þar til stóru bankarnir féllu. Bankarnir sáu sér því ávallt hag í því að sækja sér laust fé til seðlabankans og koma því í umferð. Ef seðlabankinn hefði viljað draga úr þenslu hefði mátt ætla að hann hefði haft áhuga á að draga úr lausafé í kerfinu. Það er til dæmis hægt að gera með öfugum endurhverfum viðskiptum eða með útgáfu innstæðubréfa. En þá þurfa vextir að vera nægilega háir til þess að lánastofnanir í viðskiptum við Seðlabankann sjái sér hag í því að lána honum lausafé frekar en að koma því í vinnu annars staðar í kerfinu. Í desember 2003 bauð Seðlabankinn upp á tveggja vikna innstæðubréf í þeim tilgangi að draga laust fé úr umferð og vinna gegn hugsanlegum þensluáhrifum gjaldeyriskaupa

Mynd 47

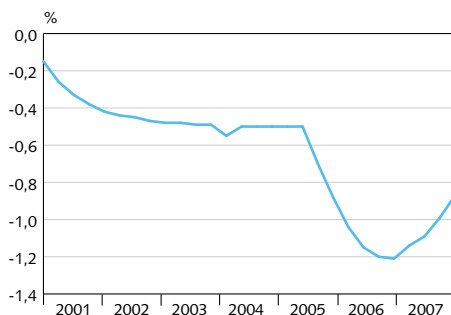
Stýrivextir Seðlabanka Íslands og vextir skv. Taylor-reglu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 48

Munur á stýrivöxtum Seðlabanka Íslands og vöxtum skv. Taylor-reglu
Frávik frá Taylor-reglunni



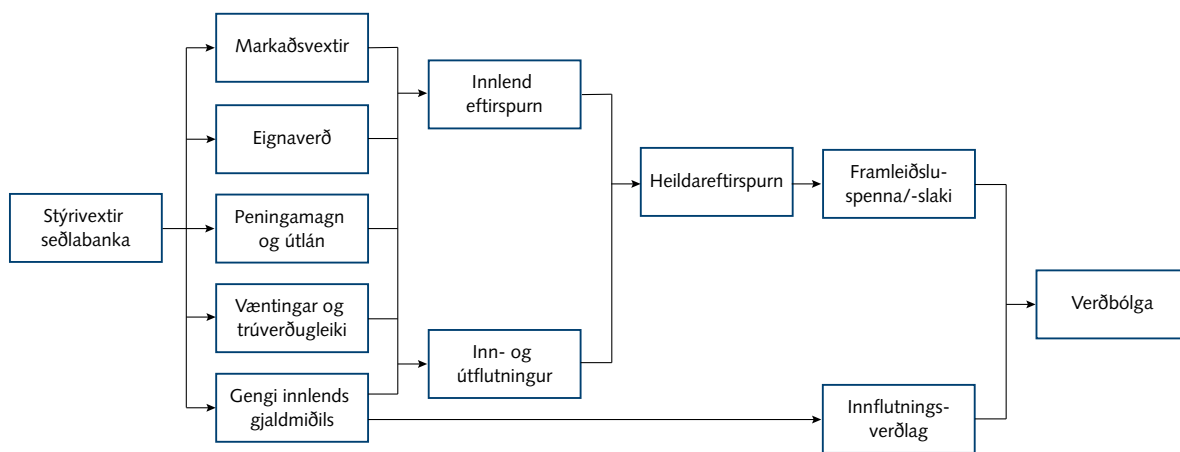
Heimild: Seðlabanki Íslands.

bankans á þessum tíma og lækkunar bindiskyldunnar sem hafði verið lækkuð verulega á árinu 2003.²¹³ Ekki var mikil eftirspurn eftir þessum innstæðubrífum á þessum tíma og kann það að benda til þess að þegar haustið 2003 hafi Seðlabankinn verið orðinn „á eftir kúrfunni“.

4.5.3 Miðlunarferlið

„Þekking á því hvernig peningastefna hefur áhrif á verðbólgu, þ.e. miðlunarferlinu, er takmörkuð. Eigi að síður er ljóst að það er mun flóknara en í einföldum líkönum þar sem hlutverk vaxta sem fórnarkostnaðar peninga var eina leiðin fyrir áhrif vaxta á verðbólgu. Nú virðist ósennilegt að sú leið leiki mikilvægt hlutverk.“²¹⁴

Miðlunarferli peningastefnunnar



Markmið peningastefnunnar er að halda verðlagi stöðugu í þeim skilningi að verðbólga sé lítil, þ.e. sem næst 2,5% á ári, og sem stöðugust. Ef Seðlabankinn metur það svo að líklegt sé að verðbólga verði yfir 2,5% að öðru óbreyttu hækkar hann stýrivexti en ef bankinn telur líklegast að verðbólga verði undir 2,5% að öðru óbreyttu lækkar hann stýrivexti. Stýrivextir Seðlabankans hafa ekki bein áhrif á verðbólgu. Áhrifin miðlast um fjármálakerfið og hagkerfið eftir nokkrum leiðum sem eru mismunandi skjótvirkar og mis-áhrifamiklar. Flæðiritið hér að framan sýnir helstu miðlunarleiðir peningastefnunnar en það er byggt á samskonar flæðiriti í grein Þórarins G. Péturssonar um miðlunarferli peningastefnunnar sem birt var

213. „Seðlabanki Íslands gefur út innstæðubríf.“ Frétt nr. 34/2003 á heimasíðu Seðlabankans, 22. desember 2003. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=663>.

214. Mitlid, Kerstin og Magnus Vesterlund: „Steering interest rates in monetary policy – how does it work?“ *Economic Review* 1/2001, bls. 22, Sveriges Riksbank 2001. „Knowledge of the mechanisms that enable monetary policy to influence inflation – know[n] as the *transmission mechanism* – is limited. Nevertheless, it is clear that it is much more complicated than in the simple model where the role of the interest rate as an alternative cost for the money comprised the only channel by which the interest rate could affect inflation. It now appears unlikely that this particular channel plays an important role.“

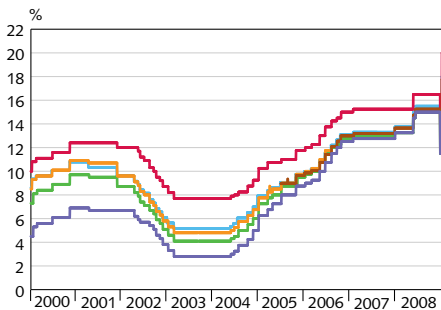
í *Peningamállum* Seðlabankans haustið 2001.²¹⁵ Þar er því lýst hvernig breyting á stýrivöxtum hefur áhrif á heildareftirspurn í hagkerfinu og þar með á verðbólgu. Niðurstaða Þórarins er að fyrstu áhrifa vaxtabreytinga á verðbólgu gæti eftir um það bil ár og meginhluti áhrifanna sé kominn fram eftir um það bil eitt og hálf ár. Svipaðar útkomur hafa einnig fengist í prófunum á þjóðhagslíkani Seðlabankans.²¹⁶ Þessi niðurstaða er í meginatriðum sambærileg við það sem metið hefur verið í öðrum löndum þar sem seðlabankar beita skammtímavöxtum til þess að hafa áhrif á verðbólgu.

Á flæðiritinu sést að fyrsti hluti miðlunarferlisins er í gegnum fjármálakerfið. Stýrivaxtaákvörðanir hafa þar áhrif á skammtímavexti og langtímavexti, eignaverð, peningamagn og gengi krónunnar. Einnig hefur ákvörðun Seðlabankans um stýrivexti áhrif á væntingar og trúverðugleika. Stefnuyfirlýsing bankans og annað kynningar- og greiningarefni sem hann birtir skiptir því einnig máli fyrir virkni peningastefnunnar. Hér á eftir verður fjallað um trúverðugleika Seðlabankans og miðlun vaxtaákvörðana um gengið en fyrst verður farið yfir reynsluna af miðlun peningastefnunnar um vexti.

Samkvæmt fræðunum hefur breyting á stýrivöxtum fljótt áhrif á peningamarkaði, þ.e. á verðbréf með líftíma allt að einu ári. Vextir á peningamarkaði hreyfast yfirleitt samstundis í sömu átt og stýrivöxtum var breytt. Þeir breytast þó almennt ekki jafnmikið enda fleiri þættir en stýrivextirnir einir sem geta haft verðmyndandi áhrif á verðbréf, jafnvel þótt þau hafi skamman líftíma. Lausafjárstaða bankakerfisins hefur til dæmis mikil áhrif á viðbrögð vaxta á peningamarkaði. Þess vegna leggja flestir seðlabankar sem beita skammtímavöxtum sem stjórnþætti mikið upp úr því að stýra lausafjárstöðunni nokkuð nákvæmlega eins og lýst var hér að framan. Það hefur Seðlabanki Íslands aftur á móti ekki gert hingað til.²¹⁷ Þar sem Seðlabankinn leggur ekki mat á lausafjárþörf kerfisins fer það meðal annars eftir stöðu þess hverju sinni hvaða vextir Seðlabankans eru virkir hverju sinni og gegna þar með hlutverki stýrivaxta í reynd. Það lítur því jafnvel út fyrir að Seðlabankinn líti á lausafjárstöðu bankakerfisins sem ytri stærð sem hann hafi ekki áhrif á en ákvarði eigi að síður viðbrögð markaðarins við aðgerðum bankans.

Helstu vextir Seðlabankans eru sýndir á mynd 49. Neðri mörk vaxtagangsins ráðast af þeim vöxtum sem Seðlabankinn greiðir lánastofnunum á innstæður þeirra í Seðlabankanum. Efri mörk vaxtagangsins eru daglánavextir Seðlabankans. Þar á milli liggja vextir á lánnum gegn veði, sem almennt eru kallaðir stýrivextir bankans, og vextir á innstæðubréfum Seðlabankans.²¹⁸ Í ljósi þess sem fjallað hefur verið um hér að framan um vaxtastýringu annarra

Mynd 49
 Vextir Seðlabanka Íslands



Heimild: Seðlabanki Íslands.

215 Þórarinn G. Pétursson: „Miðlunarferli peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2001/4, bls. 59–74. Seðlabanki Íslands 2001 a. Svipuð mynd er einnig á vef Englandsbanka undir yfirskriftinni „How monetary policy works: fom interest rates to inflation.“ Sjá vefsíðuna <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/how.htm>.

216 *QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy*. Working paper no. 41. Seðlabanki Íslands, febrúar 2009.

217 Ágætis umfjöllun um breytingar á lausafjárstöðu bankakerfisins og áhrif þeirra á markaðsvexti er að finna í greininni „Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans: rúm lausafjárstaða lánastofnana.“ *Peningamál* 2003/2, bls. 34–39. Seðlabanki Íslands 2003.

218 Stýrivextir eru settir fram sem nafnvextir á þessari mynd til samræmis við aðra vexti. Þar til 21. júní 2007 birti Seðlabankinn vexti á lánnum gegn veði, sem þá voru kölluð endurhverf viðskipti, sem ávöxtun og á því formi liggja þeir nokkuð hærra í vaxtaganginum en eru ekki sambærilegir við aðra vexti á myndinni. Þess vegna hefur stýrivöxtum frá því fyrir 21. júní 2007 verið snúið yfir í nafnvexti til að gæta samræmis í framsetningu.

seðlabanka er athyglisvert hve víður vaxtagangurinn er hjá íslenska seðlabankanum, þótt hann þrengist þegar líður á það tímabil sem hér er til skoðunar. Annað sem vekur athygli er hvernig afstaða stýrivaxtanna innan vaxtagangsins breytist. Undir lok tímabilsins liggja stýrivextirnir mun nær innlánsvöxtunum en daglánvöxtum Seðlabankans.

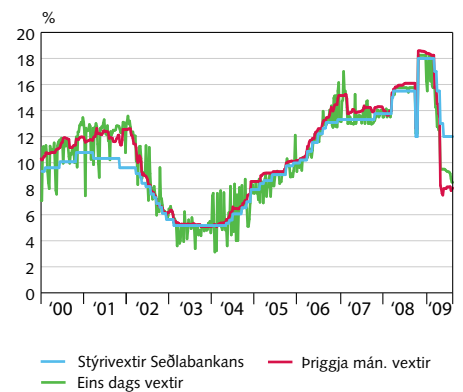
Vídd vaxtagangsins og óvirk lausafjárstýring hafa valdið miklu flókti í vöxtum á peningamarkaði. Einnig hafa komið upp tímabil þar sem einnar nætur vextir á millibankamarkaði hafa vikið verulega frá stýrivöxtum Seðlabankans svo mánuðum skiptir (mynd 50). Stýring á stystu markaðsvöxtum hefur því verið nokkuð ómarkviss, að minnsta kosti í samanburði við það sem gengur og gerist meðal ríkja á verðbólgu markmiði þar sem algengast er að seðlabankar setji sér markmið fyrir einnar nætur vexti á millibankamarkaði og beiti síðan stýrivöxtum og lausafjárstýringu til að halda markaðsvöxtunum sem næst markmiði.

Millibankavextir til þriggja mánaða hafa legið nærri, en oftast aðeins og stundum allnokkuð, fyrir ofan stýrivextina. Vaxtabilið milli stýrivaxta og þriggja mánaða millibankavaxta er áberandi á fyrstu árum verðbólgu markmiðsins sem bendir til þess að lánakerfið hafi skort laust fé. Vextir lækkuðu þegar lausafjárstaðan rýmkaði og færðust nær stýrivöxtunum. Seðlabankinn hóf að kaupa gjaldeyri á markaði 2002, hann lækkaði bindiskyldu í mars 2003 og aftur í desember það ár. Einnig var stór flokkur spariskírteina á gjalddaga í febrúar 2003 og við það jókst lausafjárstaðan.²¹⁹ Svipuð staða kemur einnig upp árunum 2005 og síðan 2007 en vaxtabilið milli skammtíma millibankavaxta og stýrivaxtanna minnkar á ný þegar reglur um veðlán eru vikkaðar.

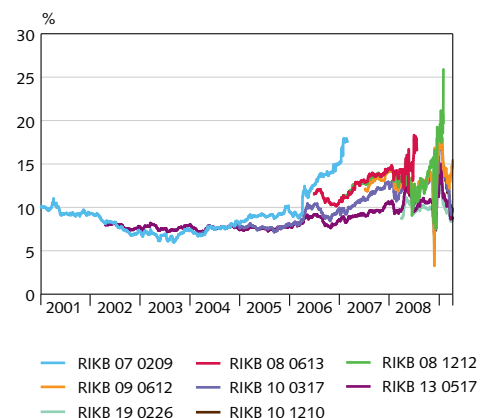
Á virkum markaði ráðast langtíma vextir að miklu leyti af væntingum um þróun skammtíma vaxta á líftíma viðkomandi skuldabréfs. Viðbrögð ávöxtunar langra skuldabréfa við breytingu stýrivaxta fer því eftir túlkun markaðsaðila á vaxtabreytingunni. Ef Seðlabankinn hækkar til dæmis stýrivexti til þess að vinna á væntri verðbólgu og markaðsaðilar trúu því að Seðlabankanum muni takast ætlunarverk sitt gera þeir ráð fyrir því að vextir muni lækka á ný. Langtíma vextir hækka þá í kjölfar stýrivaxtahækkunar en minna en sem nemur breytingu stýrivaxtanna.

Ákvarðanir einstaklinga um sparnað og lántökur ráðast meðal annars af vaxtastigi og væntingum um það. Sama má segja um fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja. Áhrif stýrivaxtabreytinga á þá vexti sem skipta máli fyrir ákvarðanatöku í hagkerfinu eru mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar. Af þeim sökum halda ríkisstjórnir, sem vilja greiða fyrir virkni peningastefnunnar og koma í veg fyrir að vextir þurfi að hækka úr hófi til þess að hafa áhrif, úti grunnvaxtarófi. Þær halda því úti nokkrum flokkum ríkisskuldabréfa með tiltekna líftíma og af ákveðinni lágmarksstærð sem ætlað er að tryggja að næg dýpt sé á skuldabréfamarkaði til þess að verðmyndun ríkisbréfanna sé eðlileg og endurspeglir væntingar um vaxtaþróun. Sem dæmi gefur norska ríkið reglulega út ríkisvixla og ríkisskuldabréf í tímalengdum frá einum mánuði til tíu ára í þeim tilgangi að skapa áhættulausa vaxtakúrfu sem er grundvöllur fyrir skilvirkni fjármálamarkaða.²²⁰

Mynd 50
 Stýrivextir Seðlabanka Íslands og vextir á peningamarkaði
 Vikulegar tölur



Mynd 51
 Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa



Heimild: Kauphöll Íslands.

219. „Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans: Rúm lausafjárstaða lánastofnana.“ *Peningamál* 2003/2, bls. 34–39. Seðlabanki Íslands 2003.
 220. „Why government debt?“ Norges Bank, ágúst 2003. Sjá vefsíðuna <http://www.norges-bank.no>.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa er sýnd á mynd 51. Þar sést að það tekur töluverðan tíma fyrir langtímavexti að bregðast við hækkun stýrivaxta. Ein af ástæðum þess er hve lítið hefur verið gefið út af ríkisbréfum en lítt vilji var hjá ríkinu til skuldabréfaútgáfu á meðan myndarlegur afgangur var á ríkisfjármálum í uppsveiflunni. Það hefur því verið viðvarandi umframeftirspurn á markaði sem hefur haldið ávöxtunarkröfu ríkisbréfa niðri og tafið miðlun stýrivaxtahækkana yfir á langtímavexti. Í desember 2005 kynnti Lánasýsla ríkisins útgáfuáætlun ríkisbréfa fyrir árið 2006. Þar sem ríkið hafði ekki þörf fyrir lánsfé var ákveðið að halda skuldabréfaútgáfu ríkisins á innlendum markaði í jafnvægi í þeim skilningi að ný bréf yrðu gefin út á árinu 2006 fyrir sömu upphæð og þau skuldabréf sem vora á gjalddaga á árinu eða ríkið keypti á markaði. Heildarútgáfa ríkisins var ekki mikil á þessum tíma en alls voru útistandandi 67 milljarðar króna í þremur ríkisbréfaflokkum og 24 milljarðar króna í einum flokki spariskírteina (verðtryggt skuldabréf). Einn flokkur spariskírteina var á gjalddaga á árinu en stærð hans var innan við hálfur milljarður króna. Lánasýslan tók þá ákvörðun að nota það litla svigrúm sem hún hafði til að endurskipuleggja útgáfu ríkisbréfa og byggja upp tvo lengri flokka ríkisbréfa í 32 milljarða króna hvorn á árinu en kaupa upp um helming stysta flokksins sem var á gjalddaga í febrúar 2007. Þá yrðu á markaði tveir nokkuð stórir ríkisbréfaflokkar þannig að verðmyndun þeirra ætti að geta verið eðlileg. Ekki var því vilji til að byggja upp grunnvaxtaferil en stækkun þessara tveggja flokka hefði hugsanlega hjálpað til við miðlun vaxta út á lengri enda vaxtarófsins og þar með aukið áhrif stýrivaxta á almenn lánaþjör í landinu. Í maí árið 2006 var horfið frá þessum áformum og áherslan í útgáfu ríkisins sett á þriggja mánaða víxla og tveggja ára ríkisbréf. Þá var hafin sú stefna að gefa út tvisvar á ári nýja tveggja ára flokka ríkisbréfa sem yrðu um 15 milljarðar króna að stærð hver í stað þess að byggja upp lengri flokka útistandandi ríkisbréfa. Ekki var aukið við heildarframboð ríkisskuldabréfa heldur var nýjum útgáfum áfram mætt með gjalddögum og uppkaupum eldri skuldabréfaflokka.

Seðlabankinn óskaði ítrekað eftir því við fjármálaráðuneytið að ríkið myndi halda úti grunnvaxtaferli þannig að vaxtamyndun í landinu yrði eðlileg og miðlunarferlið um vaxtarófið virkt. Þórarinn G. Pétursson lýsti þessu í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „Já, eftir því sem staða ríkissjóðs batnar að þá verður ríkissjóður tregari við að halda úti grunnvaxtaferlinum. Og við áttum ítrekað fundi með þeim, með fjármálaráðuneytinu, bæði beint og í gegnum bankastjórana, þar sem var lögð áhersla á þetta, það var bara hreint út sagt enginn skilningur á þessu.“²²¹ Spurður að því hvort embættismenn í ráðuneytinu hafi einnig verið á þeirri skoðun að það væri mikilvægt að hafa ríkissjóð skuldlausan svaraði hann að það væru fyrst og fremst embættismenn en ekki ráðherrar sem hefðu verið andsnúnir því að auka útgáfu ríkisbréfa: „Baldur Guðlaugsson, sem var mjög á móti þessu [...] Við skrifuðum ítrekað um þetta í *Peningamál*, t.d. um þörfina á þessu og nauðsyn þessa og bentum á að [...] ríkissjóður væri að vanmeta kostnaðinn [...] því að [ef] þetta gengi illa þá þyrftum við að hafa hærri vexti en ella, sem mundi þá vera kostnaður og þeir væru ekki að taka þann kostnað inn í eða tilliti til hans. [...] [N]ærtækt dæmi [...] er Noregur, sem er með sama kerfi og við og náttúrlega með miklu

221. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 6.

betur staddan ríkissjóð. En þeir hafa gefið út ríkisskuldabréf og gera enn og halda úti mjög virkum skuldabréfamarkaði.²²²

Einn mikilvægasti farvegur peningastefnunnar er gegnum áhrif breytinga á vaxtastigi á útgjöld einkaaðila. Ef vaxtagjöld hækka þá verður minna af tekjum eftir til ráðstöfunar og eftirspurn eftir vörum og þjónustu dregst saman. Hærrí vaxtakostnaður dregur einnig úr stórfjárfestingum. Vextir á fasteignalánum gegna því lykilhlutverki í miðlun peningastefnunnar í verðbólgu- og miðslöndum.

Þar sem vextir fasteignalána eru breytilegir hafa hreyfingar á stýrivöxtum yfirleitt fljótlega áhrif á greiðslubyrði þeirra sem greiða af fasteignalánum auk þess að hafa áhrif á fjármögnunarkostnað og þar með ákvörðun um fasteignakaup og fjárfestingu í húsnæði og á húsnæðisverð. Breytingar á húsnæðisverði hafa síðan auðsáhrif á einkaneyslu en húsnæði er stærsta einstaka eign flestra heimila. Þar sem vextir eru fastir skortir beinu áhrifin á greiðslubyrði og miðlun peningastefnunnar í gegnum eftirspurn heimilanna verður því nokkru veikari en ella.

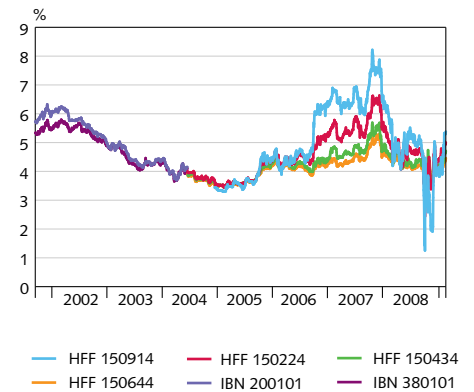
Verðtrygging langtímaskulda er nokkuð útbreidd hér en hún þekktist þó víðar þar sem verðbólga hefur stundum verið vandamál. Verðtryggð skuldabréf eru nokkuð algeng í löndum sem hafa gengið í gegnum verðbólgu-tímabil, svo sem í Ísrael, Chile, Mexíkó og Tyrklandi. Einnig hafa verðtryggð húsnæðislán náð útbreiðslu í þessum löndum, að minnsta kosti á ákveðnum tímabilum.

Áhrif stýrivaxta á vexti íbúðalána eru mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar eins og áður segir. Verðtrygging og fastir raunvextir, oft til fjórutíu ára, draga þó úr þessari virkni. Væntanlega hefði miðlun stýrivaxtabreytinga yfir í langtíma raunvexti verið greiðari ef óverðtryggð og verðtryggð markaðsskuldabréf væru gefin út í nægjanlega stórum flokkum og með sambærilegan líftíma. Áhersla ríkisins á útgáfu skammtímaabréfa og viljaleysi til útgáfu langra ríkisskuldabréfa sem og almennur tregi til skuldsetningar ríkisins undanfarnin ár leikur þar hlutverk. Bann við verðtryggingu skuldabréfa með minna en fimm ára líftíma kom í veg fyrir að ríkisbréf með stuttan líftíma væru valkostur við verðtryggð bréf með sambærilegan líftíma. Flokkar íbúðabréfa sem gefnir voru út af Íbúðalánasjóði mynduðu grunn verðtryggðra vaxta með ríkisábyrgð en ríkið hefur ekki gefið út verðtryggð skuldabréf í 15 ár. Í reynd var það þannig lengst af á þeim tíma sem ofþenslan í hagkerfinu byggðist upp að vaxtaferlarnir tveir, sá verðtryggð og sá óverðtryggð, sköruðust nánast ekkert, eða aðeins í einum punkti. Langtímavextir sem réðust af ávöxtun íbúðabréfa á markaði stjórnuðust lengst af meira af langtímavöxtum á alþjóðafjármálamörkuðum en af peningastefnu Seðlabankans.

Mörg ríki hafa áttað sig á kostum verðtryggingar og mikilvægi ríkisins til myndunar grunnvaxta á verðtryggðum jafnt sem óverðtryggðum markaði. Bandaríski markaðurinn með verðtryggð ríkisskuldabréf er líklega sá stærsti í heiminum en bandaríska ríkið hóf útgáfu verðtryggðra ríkisskuldabréfa sama ár og íslenska ríkið hætti slíkum útgáfum. Nokkuð löng hefð er einnig fyrir útgáfum verðtryggðra ríkisskuldabréfa í Frakklandi og hefur franska ríkið um árabil haft það markmið að ákveðið hlutfall skuldabréfaútgáfu þess, um 15%, sé í verðtryggðum flokkum. Fleiri lönd hafa hafið eða aukið útgáfu

Mynd 52

Ávöxtunarkrafa húsnæðis- og íbúðabréfa



Heimild: Kauphöll Íslands.

222. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 7.

verðtryggðra ríkisskuldabréfa undanfarin ár. Breska ríkið er stór útgefandi verðtryggðra bréfa en einnig má nefna lönd eins og Ítalíu, Ástralíu, Svíþjóð og Kanada svo að nokkur dæmi séu tekin.

Ein af þeim úrbótum sem Efnahags- og framfarastofnunin lagði til að ráðist væri í hið fyrsta var afnám hafta á verðtryggingu enda engin rök fyrir því að takmarka valmöguleika lántakenda og sparenda á þann hátt.²²³ Útgáfa verðtryggðra ríkisskuldabréfa með skamman líftíma og óverðtryggðra ríkisbréfa með langan líftíma hefði að líkum greitt fyrir miðlun peningastefnunnar yfir í vexti á húsnaðislánum auk þess sem þannig hefði fengist betri mælikvarði á verðbólguvæntingar til mislangs tíma sem hefði hugsanlega hjálpað Seðlabankanum að vinna markvissar að lausn trúverðugleikavandans sem jókst hjá honum á þensluskeiðinu.

Auðvelt aðgengi fyrirtækja og heimila að lánum í erlendum myntum, sem jafnan báru mun lægri vexti en lán í krónum, spillti virkni peningastefnunnar um vaxtarófið enn frekar. Ef horft er framhá gengisáhættunni, sem fylgir slíkum lántökum og er veruleg, voru vaxtakjörin mun hagstæðari en vextir á óverðtryggðum krónum. Vilji til lántöku í erlendum gjaldmiðlum til fjárfestingar á hlutabréfamarkaði og, einkum seinustu misserin, í íbúðarhúsnaði taffði einnig virkni peningastefnunnar á eignaverð og auðsáhrif hennar. Seðlabankinn benti á þetta meðal annars í *Peningamálum* um mitt ár 2007: „Aukin hlutdeild lána í erlendum gjaldmiðlum vinnur gegn aðhaldi peningastefnunnar til skamms tíma og getur magnað útlánasamdrátt þegar í bakseglin slær.“

Miðlun peningastefnunnar um gengið

Í greininni „Miðlunarferli peningastefnunnar“ sem birtist í *Peningamálum* árið 2001 segir að áhrif vaxtaákvæðana seðlabanka á gengi innlends gjaldmiðils séu óljós enda ráðist þau meðal annars af væntingum um innlenda og erlenda efnahagsþróun, þar á meðal verðbólguvæntingum og væntingum um þróun vaxta. Yfirleitt ætti þó óvænt vaxtahækkun að valda gengisstyrkingu. Vaxtahækkun leiðir að öðru óbreyttu til gengisstyrkingar þar sem innlendar vaxtaberandi eignir verða hlutfallslega arðsamari en sambærilegar erlendar eignir. Vaxtahækkun Seðlabankans leiðir því til aukinnar eftirspurnar eftir krónum á gjaldeyrismarkaði og þar með til sterkara gengis en vaxtamunur milli sambærilegra innlendra og erlendra vaxta endurspeglar væntingar um gengisbreytingu gjaldmiðilsins auk áhættuþóknunar.²²⁴

Vorið 2001, þegar Seðlabankinn tók upp verðbólgu markmið, var framkvæmd þess og virkni útskýrð í *Peningamálum* í greininni „Nýr rammi peningastefnunnar“.²²⁵ Þar segir meðal annars: „Bankinn miðar því peningastefnuna ekki lengur við að halda gengi krónunnar innan ákveðinna vaxtamarkna heldur mun gengi krónunnar ráðast í meginatriðum á markaði án sérstakrar íhlutunar Seðlabankans.“ Þar er einnig vakin sérstök athygli á mikilvægi gengis fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland: „Fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland skiptir hins vegar gengi gjaldmiðils þess töluverðu máli fyrir innlenda verðlagsþróun og efnahagslífið almennt. Því mun Seðlabankinn eftir sem áður

223. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*. Efnahags- og framfarastofnunin, júlí 2006.

224. Þórarinn G. Pétursson: „Miðlunarferli peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2001/4, bls. 59–74. Seðlabanki Íslands.

225. „Nýr rammi peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2001/2, bls. 39–44. Seðlabanki Íslands.

fylgjast náð með þróun gengisins og bregðast við gengisþróun að því leyti sem bankinn telur það nauðsynlegt til að ná markmiðum sínum. Hann mun því áfram hafa svigrúm til að grípa beint inn í þróun gjaldeyrismarkaðarins með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að framgangi verðbólguþróunarmarkmiðsins eða telji hann að gengissveiflur ógni fjármálalegum stöðugleika.²²⁶

Eftir að uppsveiflan er komin á skrið og þenslumerki efnahagslífsins eru orðin ótvíræð vorið 2005 sagði í fyrstu *Peningamálum* það árið að „Vaxtahækkun Seðlabankans um 1½ prósentu frá nóvember eiga þátt í ríflega 10% gengishækkun krónunnar frá lokum nóvember.“ Seðlabankinn var því snemma ljóst að vaxtaávarðanir hans stóðu að minnsta kosti að hluta til á bak við ofris krónunnar. Þarna segir enn fremur: „Áhrif peningastefnu á gengi gjaldmiðla eru mikilvæg miðlunarleið hennar í opnu hagkerfi. Við núverandi aðstæður verður þessi miðlunarleið afar virk og áhrifarík. Ef hún væri ekki fyrir hendi hefði peningastefnan ekki sömu áhrif og ella, eins og aðstæður eru nú á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Þess vegna er mikilvægt að hindra ekki virkni hennar.“ Þessa yfirlýsingu bankastjórnar Seðlabankans er vart hægt að skilja öðruvísi en svo að styrking krónunnar vegna hækkunar stýrivaxta sé talin æskileg þar sem styrking krónu leiði til lægri verðbólgu. Fljótlega fer hins vegar að gæta í stefnuyfirlýsingum bankastjórnar Seðlabankans vaxandi áhyggja af væntanlegri lækkun gengisins. Í þriðja hefti *Peningamála* sem kom út árið 2005 segir: „Hins vegar er ekki útilokað að gengisaðlögun verði á einhverju tímabili hraðari en samrýmist verðbólguþróunarmarkmiðinu. Seðlabankinn gæti þurft að bregðast við þeirri framvindu með því að hækka stýrivexti. Erfitt er að sjá fyrir hve háir vextirnir þurfa að verða á aðlögunarskeiðinu. Í spám ýmissa rýnenda á markaði virðist í mörgum tilvikum gengið út frá því að bankinn muni ekkert aðhafast þótt gengisþróun samrýmist ekki verðbólguþróunarmarkmiði hans. Slík háttsemi væri hins vegar ekki í samræmi við lögboðna skyldu Seðlabankans.“ Seðlabankinn gefur þarna sterkega í skyn að hann muni bregðast hart við veikingu krónunnar með hækkun stýrivaxta. Þarna er heitið nokkuð ósamhverfum viðbrögðum sem þó má segja að samrýmist stefnu bankans um að ná niður verðbólgu. Vísitandi er spilað á virkni peningastefnunnar um gengið og ris krónunnar látið óáreitt þótt það sé klárlega aðeins vísbending um leiðréttingu seinna meir með gengisfalli sem verður því meira og því skarpara sem krónan fær að hækka lengur. En hér er einnig verið að gefa spákaupmönnum sem stunda vaxtamunarviðskipti undir fótinn og svo virðist sem bankastjórn Seðlabankans hafi gert sér fyllilega grein fyrir því eins og eftirfarandi tilvitnanir í stefnuyfirlýsingar bankastjórnarinnar bera með sér: „Vegna þess að vextir á erlendum skuldabréfa- og lánamörkuðum eru nálægt sögulegu lágmarki þarf ekki mjög háa stýrivexti hér á landi til þess að vaxtamunur við útlönd verði svo mikill að hann hafi aðráttarafl fyrir erlenda fjárfesta í leit að ábatasamri en nokkuð áhættusamri skammtímafjárfestingu.“²²⁷ Seinna á árinu ítrekar bankastjórnin að hún hyggist stuðla að því að vaxtamunur komi í veg fyrir fall krónunnar: „Á næstu misserum mun Seðlabankinn þurfa að haga peningastefnunni þannig að aðlögun gengis, sem til lengri tíma litið virðist óumflýjanleg, leiði ekki til

226. „Nýr rammi peningastefnunnar“. *Peningamál* 2001/2, bls. 43. Seðlabanki Íslands.

227. „Stöðugleiki verður ekki tryggður átakalaust.“ *Peningamál* 2005/1, bls. 3. Seðlabanki Íslands.

meiri verðbólgu en samræmist verðból gumarkmiðinu. Til þess mun þurfa strangt aðhald svo lengi sem veruleg framleiðsluspenna og spenna á vinnu- markaði valda þrýstingi á verðlag. Vaxtamunur við útlönd þarf jafnframt að vera nægur til að stuðla að hægfara aðlögun gengisins.⁴²²⁸ Þótt svo virðist sem Seðlabankinn hafi ekki verið mótfallinn því að styrking krónunnar hjálpaði til í baráttunni við verðbólguna er alveg ljóst að bankinn gerði sér vel grein fyrir óæskilegum áhrifum hækkandi gengis svo og því hvernig gengisstyrking slær á verðbólgu með neikvæðum áhrifum á raunhagkerfið. Þessu er nánar lýst í efnahagsgreiningunni í því hefti *Peningamála* sem vitnað er til hér að framan: „Í opnu hagkerfi er gengi gjaldmiðils eitt mikilvægasta hlutfallslega verðið í þjóðarbúskapnum. Jafnframt má líta á gengi gjaldmiðils sem eignaverð, sem lýtur svipuðum lögmaðlum og annað eignaverð, meðal annars óvissu um langtímajafnvægi, sterk áhrif væntinga, tilhneigingu til spákaupmennsku o.s.frv. Þessir eiginleikar leiða öðru hverju til mikilla verðsveiflna. Gengi krónunnar er sú stærð í þjóðarbúskapnum sem ræður einna mestu um verðbólguþróun til skemmri tíma og um leið ein mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi.“⁴²²⁹

„Núverandi aðstæður á erlendum lánamörkuðum leiða til þess að meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengisbreytingar en ella. Vaxtamunur verður meiri en ella og áhrif aðhaldssamrar peningastefnu á gengið sterkari, eins og glöggst hefur komið fram á undanförunum mánuðum. Hærra gengi stuðlar beint að auknu aðhaldi með fernum hætti. Í fyrsta lagi er ljóst að þegar raungengi er farið að nálgast sögulegt hámark og viðskiptahalli orðinn svo mikill sem raunin er aukast líkur á gengislækkun síðar, eins og komið hefur fram. Erlent lánsfjármagn verður því óhagkvæmara sem nemur væntri gengislækkun krónunnar á líftíma lánsins. Í öðru lagi dregur hærra gengi úr hagnaði í samkeppnisgeiranum vegna aukinnar erlendar verðsamkeppni, sem dregur úr getu til fjárfestingar og svigrúmi til launahækkana. Í þriðja lagi lækkar hærra gengi verðlag innfluttrar vöru sem dregur úr verðbólgu, en það hefur jafnan áhrif á verðbólguvæntingar og þar með launakröfur launþega. Í fjórða lagi beinir hærra gengi eftirspurn út úr þjóðarbúskapnum, sem dregur úr framleiðsluspennu og verðbólgu til lengri tíma.“⁴²³⁰

Ekki er ósennilegt að fjárfestar, sem stunduðu svo kölluð vaxtamunarviðskipti (e. carry-trade), hafi túlkað þessar yfirlýsingar sem nokkurs konar tryggingu fyrir því að vaxtamunur myndi nægja til þess að bæta upp hugsanlega gengislækkun krónunnar. Þessi ósamhverfni viðbragða, þar sem ofris krónunnar er látið óáreitt en viðbrögðum heitið við leiðréttingu þar sem krónan veikist í átt að jafnvægisgildi, minnir á viðbrögð bandaríska seðlabankastjórans, Greenspan, við breytingum eignaverðs. Hér hefur því myndast hætta á því að áhættufjárfestar hafi litið svo á að Seðlabankinn hafi gefið út sölurétt á krónum.⁴²³¹

228. „Strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til.“ *Peningamál* 2005/4, bls. 3. Seðlabanki Íslands.

229. *Peningamál* 2005/1, bls. 47. Seðlabanki Íslands.

230. *Peningamál* 2005/1, bls. 48. Seðlabanki Íslands.

231. Hér er verið að vísa til umfjöllunar um *Greenspan-sölurétt* (Greenspan put) í kafla 4.2 þar sem fjárfestar túlkuðu yfirlýsingar bandaríska seðlabankastjórans þannig að fyrirheit um hörð viðbrögð við lækkun hlutabréfaverðs, þ.e. vaxtalækkun sem kæmi í veg fyrir hrun eignaverðs, á meðan ekki væru afskipti af hækkun hlutabréfaverðs jafngiltu sölurétti (put option) á hlutabréfamarkaði. Fyrirheit bankastjórnar íslenska seðlabankans um hörð viðbrögð við lækkun á gengi krónunnar, þ.e. vaxtahækkun sem yki ábatann af vaxtamunarviðskiptum, á meðan engin afskipti væru af styrkingu krónunnar jafngiltu því sölurétti á krónum.

Vaxtamunarviðskipti felast í því að tekið er lán í gjaldmiðli þar sem vextir eru lágir, svo sem japönskum jennum eða svissneskum frönkum. Lánsupphæðinni er síðan skipt yfir í gjaldmiðil sem greiðir háa vexti en íslenska krónan komst í hóp með vinsælum hávaxtamýntum, svo sem tyrkneskri líru, suðurafrísku randi og brasilískum real, á árinu 2005. Seðlabankinn hélt áfram að hækka vexti og vaxtamunur við helstu lágvaxtamýntir jókst út árið 2006 (mynd 53). Mögulegur ábati af vaxtamunarviðskiptum jókst því jafnt og þétt, að því gefnu að krónunni væri ekki leyft að veikjast að ráði.

Undir lok fyrsta ársfjórðungs 2008 var vaxtamunurinn enn verulegur á mælikvarða stýrivaxta en þá féll hann skyndilega á gjaldeyrisskiptamarkaði (mynd 54), sjá nánari umfjöllun um þetta í kafla 13.0. Óformlegur gjaldeyrisskiptamarkaður var stofnaður af viðskiptavökum á millibankamarkaði með gjaldeyri og Seðlabankanum í nóvember 2001. Í mars 2002 tóku gildi reglur um millibankamarkað með gjaldeyrisskiptasamninga en tilgangurinn með markaðnum var að styrkja vaxtamýndun og auðvelda fjárstýringu. Í gjaldeyrisskiptasamningi er samið um viðskipti með gjaldeyri sem gengur til baka eftir ákveðinn tíma á ákveðnu verði. Skiptasamningurinn er því tvíþættur. Annars vegar einföld gjaldeyrisskipti þar sem annar aðilinn kaupir erlendan gjaldeyri af hinum, og hins vegar framvirkan gjaldeyrissamning í gagnstæða átt.²³²

Jöklabréf

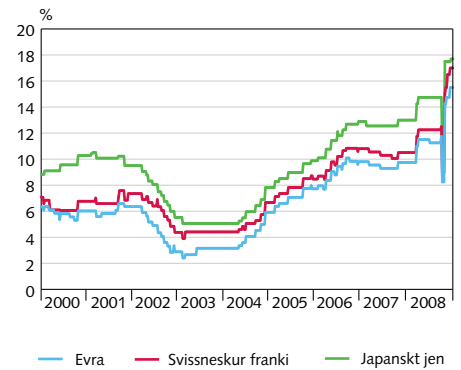
Gjaldeyrisskiptasamningar voru einn farvegur vaxtamunarviðskipta. Annar farvegur þessara viðskipta var um svo kölluð jöklabréf. Jöklabréf eru skuldabréf í íslenskum krónum sem eru gefin út í útlöndum af erlendum aðilum. Bréf sem þessi sem eru gefin út í gjaldmiðli annars lands eru jafnan kölluð evróbréf, eða Eurobonds á ensku. Nafngiftin hefur ekkert með evrur að gera heldur þá staðreynd að slíkar útgáfur fóru af stað upp úr 1960 í Evrópu þar sem fyrirtæki gáfu út skuldabréf í dollurum og seldu til evrópskra sparifjäreigenda.²³³

Útgáfa evróbréfa færðist í vöxt á undanförunum áratugum sem birtingarmynd vaxtamunarviðskipta þar sem áhættusæknir fjárfestar tóku á sig gjaldeyrishættu í von um að hagnast á vaxtamun. Útgáfa sambærilegra bréfa við íslensku jöklabréfin er vel þekkt og hefur til dæmis verið stunduð í tæpan aldarfjórðung með skuldabréf í nýsjálenskum dal (kiwi-bréf).

Frá sjónarhóli útgefanda bréfanna er tilgangurinn að ná í lánsfé á sem lægstum vöxtum. Í tilviki jöklabréfanna er það ekki svo að útgefandinn hafi eitthvað við krónur að gera. Dæmi um útgefendur jöklabréfa eru Alþjóðabankinn, austurríska ríkið, Toyota og Evrópski fjárfestingarbankinn. Til þess að útgefandinn hagnist á slíkri útgáfu og nái í þann gjaldmiðil sem hann þarfnast þarf hann að hafa aðgang að breiðum hópi fjárfesta sem hefur áhuga á því að setja hluta af sínum sparnaði í þann gjaldmiðil sem gefið er út í, þ.e. krónur í tilviki jöklabréfanna. Útgefandinn þarf að hafa gott láns hæfismat og hann þarf að hafa möguleika á að skipta á krónunum og vaxtagreiðslum á þeim yfir í þá mynt sem hann hefur þörf fyrir.

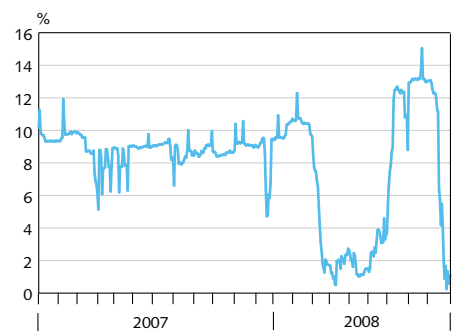
Algengast er að útgáfan fari þannig fram að umsjónaraðili tekur að sér að sækja fjármögnun fyrir útgefandann. Umsjónaraðilinn getur nýtt sér aðgengi

Mynd 53
 Munur á stýrivöxtum á Íslandi og í öðrum löndum
 Vikulegar tölur



Heimild: Seðlabanki Íslands, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Sviss og Seðlabanki Japans.

Mynd 54
 Vaxtamunur¹ á gjaldeyrisskiptamarkaði

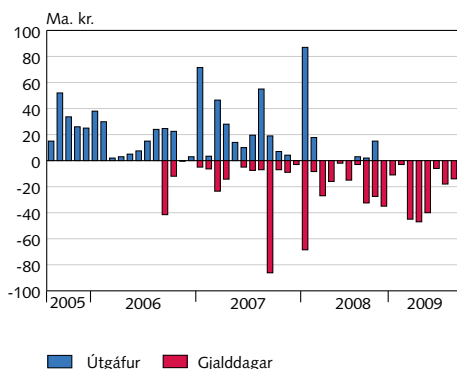


1. Vaxtamunur reiknaður út frá álagi í gjaldeyrisskiptasamningum.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

232. Gerður Ísberg: „Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga.“ *Peningamál* 2002/3, bls. 32–35. Seðlabanki Íslands.

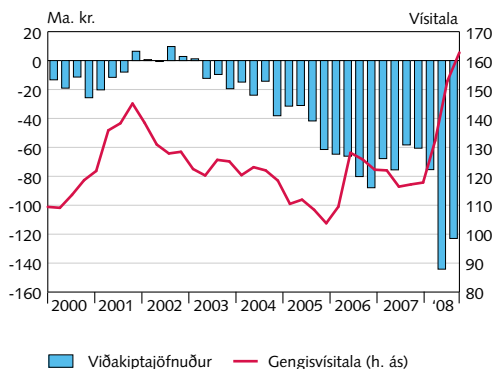
233. Fabozzi, Frank J.: *The handbook of fixed income securities*. McGraw Hill. „Munves, David“ *The Eurobond Market* bls. 409-440 í Fabozzi (ritstj.) *The handbook of fixed income securities*, seventh edition, 2005, McGraw-Hill.

Mynd 55
Jöklabréf¹



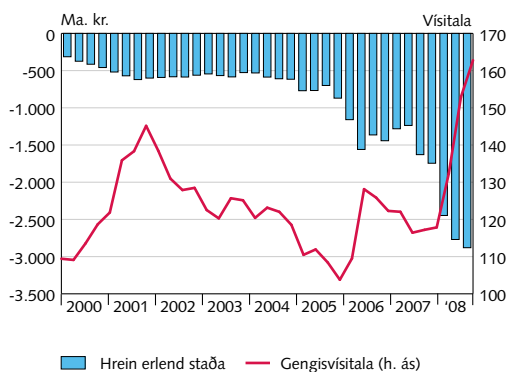
1. Útgáfur og höfuðstólsgjald dagar jöklabréfa.
Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Mynd 56
Viðskiptajöfnuður og gengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 57
Erlend staða og gengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að breiðum hópi fjárfesta og gott láns hæfi sitt og lántakandans til þess að selja skuldabréf í annarri mynt með lægra álagi ofan á áhættulausa vexti í þeim gjaldmiðli en í þeim gjaldmiðli sem lántakandann vantar. Þá þarf umsjónaraðilinn að gera gjaldmiðlaskiptasamning við aðila, til dæmis banka með starfsemi í þeirri mynt sem gefið er út í, eða gera framvirkan gjaldeyrissamning, eða fjárfesta í áhættulausum skuldabréfum í myntinni sem um ræðir. Þannig fær útgefandinn lægri vexti en ella eftir að hann og mótaðilinn í skiptasamningnum hafa skipt ávinningnum á milli sín.

Almennasta formið er að endafjárfestirinn sitji uppi með gjaldeyrísáhættuna. Umsjónaraðilinn er með mótaðilaáhættu á banka vegna gjaldeyrisskiptasamninganna eða áhættu á viðkomandi ríki, í því tilviki sem keypt hafa verið áhættulaus ríkisskuldabréf til varnar samningnum.

Útgáfa jöklabréfa hófst í lok ágúst 2005 þegar norskur útflutningssjóðurinn Eksportfinans gaf út skuldabréf að upphæð 3 milljarðar króna og voru þau seld á ávöxtunarkröfunni 8,74% en ávöxtunarkrafa ríkisbréfs sem var á gjalddaga í febrúar 2007 var um 9,17% á þessum tíma. Þessi fyrstu jöklabréf voru gefin út til tveggja ára með gjalddaga 7. september 2007. Eftirspurnin var mikil og útgáfan var stækkuð í þriggja á nokkrum dögum. Í lok ágúst hafði Eksportfinans gefið út alls 9 milljarða króna. Fljótlega bættust fleiri útgefendur í hópinn og þeirra stórtækastir í útgáfum voru Rabobank í Hollandi og þýski þróunarbankinn KfW. Í lok árs 2005 var heildarútgáfan komin upp í 152 milljarða króna. Mynd 55 sýnir útgáfur jöklabréfa á mánuðum ásamt upphæð sem var á gjalddaga í hverjum mánuði.

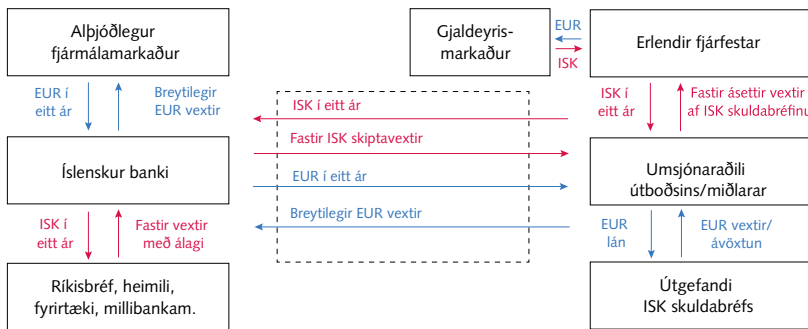
Sem fyrr segir má líta á útgáfu jöklabréfa sem birtingarmynd vaxtamunarviðskipta. Kjörastæður fyrir svona útgáfu eru háir vextir og gjaldmiðill sem er að styrkjast. Einnig má líta á þetta ástand þannig að sterkt gengi krónunnar hafi átt þátt í mótun viðskiptahalla þar sem samkeppnisstaða innleन्द्रar framleiðslu versnaði en erlendra batnaði (mynd 56). Eftirspurn fluttist þannig úr landi og innflutningur jókst og þar með viðskiptahallinn. Við það hækkuðu vextir vegna þess að þeir þurftu að draga að frekara fjármagn til þess að fjármagna viðskiptahallann.

Þótt jöklabréf séu gefin út af erlendum aðilum og alla jafna seld erlendum fjárfestum haldast þau í hendur við erlenda skuldasöfnun (mynd 57). Krónan styrktist nokkuð jafnt og þétt frá því 2001 og allt þar til seint á árinu 2005. Hrein erlend staða þjóðarbúsins (þ.e. eignir Íslendinga í útlöndum og skuldir útlendinga við Íslendinga að frádregnum eignum útlendinga á Íslandi og skuldum Íslendinga við útlendinga) hélst nokkuð stöðug á árunum 2001 til 2004 eða neikvæð um því sem næst 500 milljarða króna. Skuldastaða þjóðarbúsins mæld á þennan hátt hafði ríflega tvöfaldast á árinu 2005 áður en gengi krónunnar lækkaði snemma árs 2006 en skuldastaðan versnaði við það. Ástæða þess að vöxtur í útgáfu jöklabréfa helst að öðru óbreyttu í hendur við vaxandi hreina skuldastöðu er að forsenda fyrir útgáfu jöklabréfanna er sú að einhver geti notað krónurnar og sé tilbúinn til að láta evrur eða annan erlendan gjaldmiðil af hendi í staðinn. Jöklabréfin eru því farvegur fyrir erlendar lántökur íslenskra banka yfir í aukin innlend útlán í krónum. Útgáfan er þannig drifin áfram af vilja íslenskra fyrirtækja og heimila til að auka skuldsetningu sína.

Þegar mest var, í byrjun september 2007, voru útistandandi jöklabréf fyrir ríflega 450 milljarða króna, eða um 35% af vergri landsframleiðslu (mynd 58). Til samanburðar nam heildarútgáfa ríkisbréfa á þessum tíma 92 milljörðum króna.

Við útgáfu jöklabréfs fær útgefandinn í hendur krónur sem hann skiptir fyrir evrur eða annan gjaldmiðil sem hann hyggst nota. Umsjónaraðilinn finnur því mótaðila sem er tilbúinn í skiptasamning og getur notað krónurnar. Umsjónaraðilinn þarf einnig að tryggja að hann geti skilað krónunum til eiganda bréfanna í lok tímabilsins, þ.e. hann þarf að verja sig gegn gengisáhættunni á samningstímanum. Flæðiritið hér sýnir þær greiðslur sem eiga sér stað við útgáfu jöklabréfs.

Útgáfa jöklabréfa



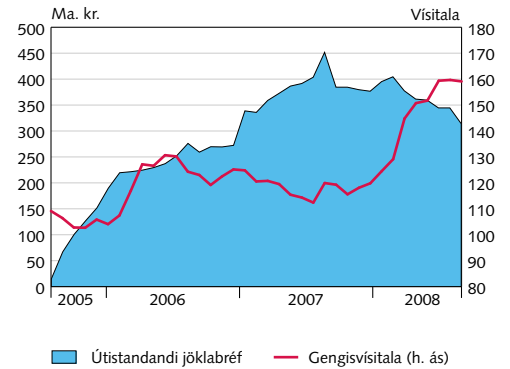
ISK flæði er sýnt í rauðum lit
 EUR flæði er sýnt í bláum lit

Eftirspurn eftir krónum eykst því þegar útgáfan hefst. Fram er komin ný eftirspurn eftir sama magni af krónum. Af því leiðir að gengi krónunnar styrkist. Hærrí vextir leiða til aukinnar útgáfu jöklabréfa og þar með enn sterkari krónu og lægra innflutningsverðs. Virkni peningastefnunnar eftir gengisleiðinni eykst því við tilkomu jöklabréfanna. Aukin eftirspurn eftir íslenskum ríkisskuldabréfum til að verja stöðu í jöklabréfum leiðir aftur á móti til lækkunar á markaðsvöxtum og dregur því úr virkni peningastefnunnar eftir vaxtaleiðinni. Útgáfa jöklabréfa reyndi því á peningastefnunna. Virknin um gengisfarveginn jókst á sama tíma og virknin um vaxtarófið minnkaði. Seðlabankinn lagði megináherslu á virkni eftir vaxtaleiðinni enda vinnur hún með því að draga úr innlendri eftirspurn. Gengisleiðin temprar verðbólgu með því að valda styrkingu gengisins en á sama tíma beinir hún eftirspurn út úr landinu. Gengisleiðin er fljótvirkari í því að hún hefur strax áhrif á verðlag en hefur þann galla til lengri tíma að sterkt gengi skapar hættu á erlendum lántökum og veikingu efnahagsreikninga. Auk þess leiðir frekari styrking sterks gengis til vaxandi ójafnvægis og eykur á viðskiptahallann. Það er því vart sjálfbær peningastefna sem treystir á styrkingu sterks gengis til að slá á verðbólgu en megnar ekki að hækka markaðsvexti að ráði.

Þegar jöklabréf er á gjalddaga ganga greiðslurnar til baka. Ef ekkert annað gerist ætti gengi krónunnar að veikjast á ný.²³⁴ Ekki er þó sjálfgefið að reikna megji með gengisveikingu á gjalddaga jöklabréfs. Í fyrsta lagi er hér komin fram ný eftirspurn sem ekki var til staðar áður. Sú breyting olli styrkingu krónunnar. Að jafnaði og yfir lengri tíma ættu að koma nýjar útgáfur á móti

Mynd 58

Útistandandi jöklabréf og gengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands og NBI.

234. Sjá til dæmis „Rammagrein 1: Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum.“ Peningamál 2005/3, bls. 68. Seðlabanki Íslands, 2005.

eldri sem eru á gjalddaga. Það er því ekki fyrr en jöklabréfaútgáfan hættir sem krónan ætti að veikjast. Í öðru lagi er verðlagning á virkum mörkuðum framsýn. Gjalddagar eru vel þekktir með löngum fyrirvara en verðbreytingar stafa af tilkomu nýrra upplýsinga. Í þriðja lagi er ósamræmi milli tímalengdar á erlendri fjármögnun íslenskra fjármálafyrirtækja sem notuð er til skipta á móti jöklabréfunum og líftíma jöklabréfanna sem alla jafna er mun styttri. Falli jöklabréf á gjalddaga losnar því um erlent fjármagn hjá innlendum fjármálastofnunum. Áhrif á krónuna fara því eftir því hvernig þessu erlenda fjármagni er ráðstafað. Ef erlenda fjármögnunin er áfram lánuð út sem lán í erlendum gjaldmiðli til einstaklinga eða fyrirtækja, sem hafa þörf fyrir að nota krónur og kaupa því krónur fyrir gjaldeyrislánið, mun gengið ekki gefa eftir. Gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum viðkomandi lántaka eykst þó og hann situr nú uppi með gjaldeyrisáhættuna í stað erlendu fjárfestanna áður.

Veiking krónunnar stafar því í reynd af því að innlenda fjármálastofnunin, sem var mótaðili í jöklabréfaskiptunum, er að greiða upp erlenda lántöku. Á sama hátt var raunveruleg ástæða þess að krónan styrktist sú að innlendar lánastofnanir fóru að nota erlent lánsfjármagn innanlands. Jöklabréfin voru aðeins nýr farvegur fyrir slíkt þar sem gjaldeyrisáhættan var flutt úr landi. Þegar jöklabréfin eru á gjalddaga og engar nýjar útgáfur koma gerist því annað af tvennu: erlend fjármögnun er notuð áfram innanlands og gjaldeyrisáhættan flyst til innlendra viðskiptavina íslensks banka, eða íslenski bankinn greiðir upp erlenda fjármögnun á móti jöklabréfinu sem var á gjalddaga og krónan veikist aftur. Rannsóknir nýsjálenska seðlabankans bentu til þess að gjaldmiðillinn væri tiltölulega ónæmur fyrir flæði kiwi-bréfanna (nýsjálensku jöklabréfanna) og ekki væru merkjanleg gengisáhrif vegna útgáfu eða gjalddaga þeirra.²³⁵

Jöklabréfin hafa því líklega átt þátt í því að auka á innra og ytra ójafnvægi hagkerfisins í aðdragandanum að hruni bankanna. Þau voru birtingarmynd hins ytra ójafnvægis sem hafði myndast. Þau eru í sjálfu sér ekki nýtt fjármagn heldur fremur gengisvörn á innlendum útlánnum sem íslensku bankarnir fjármagna með erlendum lántökum. Gengisvörnin byggðist á þeirri forsendu að útlendingar væru tilbúnir að taka á sig gjaldeyrisáhættuna af því að veita erlendu lánsfé inn í landið. Þegar áhugi erlendra fjárfesta á því minnkaði fluttist gjaldeyrisáhættan á útgefanda og/eða mótaðila (þ.e. íslenskan banka eða íslenska lántakendur).

Að því leyti sem áhættan við útgáfu jöklabréfa er undirverðlögð stuðlar hún að aukningu innlends lánsfjár. Erlendir fjárfestar kaupa krónur á gjaldeyrismarkaði sem enda á millibankamarkaði með krónur, í ríkisskuldabréfum eða sem útlán til íslenskra fyrirtækja og heimila. Af hlýst lækkun innlendra markaðsvaxta, hækkun eignaverðs og aukin eftirspurn eftir innfluttum vörum, þ.e. vaxandi viðskiptahalli og aukin heildareftirspurn innanlands sem þrýstir upp verðlagi. Þessi leið fyrir erlendar lántökur íslenskra banka inn á íslenskan lánamarkað verður því til þess að auka á þenslu og það ójafnvægi, innra sem ytra, er af henni hlýst.

Þegar erlendir fjárfestar missa trú á Íslandi eða áhættufælni þeirra eykst gerist tvennt. Í fyrsta lagi reyna þeir að verja sig gengishruni á krónum. Í öðru lagi lokast lánalínur fyrir íslenskum bönkum.

235. Drage, D., Munro, A. og Sleeman, C.: „An update on Eurokiwi and Uridashi bonds.“ *Bulletin* 68. tbl. nr. 3, bls. 28–38. Reserve Bank of New Zealand, 2005.

Í fyrra skrefinu reyna handhafar jöklabréfanna að loka stöðu sinni í krónum og leita því til útgefandans eða umsjónaraðilans og ganga frá framvirkum gjaldeyrissamningi. Umsjónaraðilinn er þá kominn með gjaldeyrisáhættuna og hann gerir nýjan skiptasamning við íslenskan banka, eða kaupir íslensk skuldabréf til að verja sig tapi af hugsanlegri lækkun krónunnar.

Þórarinn G. Pétursson, hagfræðingur hjá Seðlabanka Íslands, lýsir viðbrögðum Seðlabankans við útgáfu jöklabréfa þannig: „okkur voru kynntar þessar hugmyndir fyrir fram, af sérstaklega þá TD Securities, sem var miðlarinn í þessu, þeir koma og kynna fyrir okkur þessi áform sín. Við sáum svo sem ekki hvað við gætum gert til að stoppa þetta enda man ég að það var alveg mín skoðun að það væri engin ástæða til að stoppa þetta, þetta væri bara endurspeglun á efnahagsástandinu, að við værum annars staðar í hagsveiflunni og það væri þensla hér, það þyrfti að fjármagna með innflæði á fjármagni og þetta væri endurspeglun á því. Við vorum meðvitaðir um [...] hvaða afleiðingar þetta hefði gert, þetta mundi styrkja gengið [...], lækka markaðsvexti og gera okkur erfiðara fyrir en hvað áttum við svo sem að gera? Ég held að, það var mín skoðun þá og er ennþá að, peningastefnan í svona aðstæðum þar sem við erum úr [takt] við alþjóðlegu hagsveifluna, við erum að auka aðhald þegar aðrir eru að lækka það, þá [eru afleiðingar peningastefnunnar] verður viðskiptahalli og gengið verður sterkt, það náttúrlega hangir saman, gengið verður sterkt [...] viðbrögðin við því eru ekki að hafa minna aðhaldssama peningastefnu, alls ekki í mínum huga, það hefðu verið stórfelld mistök, ég held að hún hafi verið of aðhaldslítill, heldur á að beita öðrum stjórnstækjum og það var fyrst og fremst ríkissjóður. Það átti að draga þá verulega úr útgjöldum, því það dregur úr innlendri eftirspurn og minnkar þar með viðskiptahallann og það hefði verið þá leiðin til að minnka þessa jöklabréfaútgáfu, ekki að draga úr aðhaldi á peningastefnu, því að í mínum huga þá var alveg klárt að orsökkin fyrir jöklabréfaútgáfunni, eru ekki stýrivextirnir, heldur þenslan innanlands sem leiddi til hárra vaxta, frumorsökkin er ekki vextirnir, heldur þenslan.“²³⁶

„Leiðin, viðbrögðin við þessu eru ekki að [...] hafa lægri vexti í mínum huga heldur draga úr innlendri eftirspurn með ríkisfjármálunum og hindra þessa erlendu lántöku með eiginfjárkröfum á bankana, sem sagt auka eiginfjárkröfur, því að í grunninn er þetta, það sem er að drífa þetta áfram í mínum huga [...] að það hefur verið gríðarlega eftirspurn innlendra aðila eftir erlendu lánsfé. Þarna myndast farvegur til að uppfylla þá eftirspurn, það voru ekki bara vextirnir sem héldu þessu síðan, heldur náttúrlega fer peningastefnan smám saman að, í öngstræti að því leyti til að af því að gengisfarvegurinn var eini farvegurinn sem var að virka að þá er smám saman verið að koma peningastefnunni út í horn varðandi það að gengið má ekkert lækka mikið. Og það fer að verða enn meira vandamál eftir því sem þessi erlenda lántaka eykst, því þá fara að koma þessi efnahagsreikningaáhrif, þannig að okkur var orðið ljóst 2008, sem að síðan sem sagt kemur náttúrlega fram í því sem gerðist að gengið mátti ekkert lækka neitt rosalega mikið út af efnahagsreikningum fyrirtækja og heimila. Þessir aðilar eru náttúrlega engir vitleysingar, þeir vita það, þannig að það eru ekki bara vextir og loforð um háa vexti, heldur loforð um að gengið verði varið, það megi ekki lækka, sem gerir það að verkum að það verður enn arðsamara.“²³⁷

236. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 18–19.

237. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 23.

4.5.4 Trúverðugleiki peningastefnunnar og verðbólguvæntingar

Seðlabanka mun ekki takast vel til við að halda verðbólgu nálægt markmiði nema honum heppnist að stýra verðbólguvæntingum sem næst því. Til þess þarf að ríkja almennt traust á því að seðlabankinn sé sjálfstæð stofnun sem lúti ekki duttlungum stjórnmalamanna. Freistingar til að auka þenslu í aðdraganda kosninga með slakri peningastjórn hafa reynst mörgum stjórnmalamanninum ómótstæðilegar. Þá skapast jafnframt hættan á því að stöðugu verðlagi sé fórnað fyrir skammtíma ávinning í baráttu við atvinnuleysi en til langs tíma veldur slík óstjórn efnahagslífinu verulegum skaða. Það er því forsenda fyrir vel heppnaðri framkvæmd verðbólgu markmiðs að sjálfstæði seðlabankans sé ótvírætt.

Þegar fastgengisstefna er afnumin og gjaldmiðill settur á flot, þ.e. verðmæti hans látið ráðast á markaði, er æskilegt að stefnubreytingin verði sem jöfnust og stökk í verðgildi gjaldmiðilsins sem minnst. Þess vegna er heppilegt að afnema fastgengiskerfi þegar raungengið er nærri jafnvægi. Það er óheppilegra ef raungengi er annaðhvort talið mjög hátt eða mjög lágt. Þá mun koma fram skörp leiðrétting í genginu og að öllum líkindum miklar sveiflur þar sem óvissa skapast um hrið um rétt gengi gjaldmiðilsins.

Við upptöku verðbólgu markmiðs er jafnframt mikilvægt að yfirvöld peningamála sýni í verki staðfestu og einurð. Óskýr skilaboð frá peningastefnunni og vingulsháttur við upphaf verðbólgu markmiðs er ekki til þess fallið að skapa þann trúverðugleika sem er stefnunni nauðsynlegur svo framkvæmd hennar verði farsæl.

Í *Peningamálum* árið 2000, um ári fyrir upptöku verðbólgu markmiðs, voru bornir saman kostir og gallar gengismarkmiðs annars vegar og verðbólgu markmiðs hins vegar og velt upp þeirri spurningu hvort sé heppilegri peningastefna. Þar segir: „Fordást ber að skipta um stefnu þegar gjaldmiðillinn er veikur og undir þrýstingi.“ Verðbólgu markmið var síðan tekið upp vorið 2001 þegar krónan hafði veikt verulega og Seðlabankinn hafði gengið á gjaldeyrisforðann við það að verja fastgengisstefnuna eins og rakið er hér að framan. Spurður að því hvers vegna vextir voru lækkaðir samfara því að krónan var sett á flot í mars 2001 þegar fastgengisstefnan var að bresta sagði Már Guðmundsson sem var aðalhaf fræðingur Seðlabankans á þeim tíma: „Ja, það má eiginlega segja... . Ég get svarað því með tvennum hætti, að hluta til var það eiginlega bara svona díll við ríkisstjórnina. [Við] ráðuneytisstjórnann í forsætisráðuneytinu og kannski óbeint þá við forsætisráðherra. En í öðru lagi þá töldu menn kannski að það væri óhætt vegna þess að það væri að myndast svo mikill slaki í kerfinu. Og það má segja að þetta hafi verið síðasta vaxta-ákvörðunin í gamla kerfinu af því að í maí 2001 voru samþykkt lög á Alþingi sem gera Seðlabankann sjálfstæðan og eftir það veit ég ekki til þess að nokkurn tímann hafi verið...“²³⁸

Þórarinn G. Pétursson, hagfræðingur hjá Seðlabankanum, sagði um ástæður og afleiðingar þess að vextir voru lækkaðir um leið og krónan var sett á flot og var undir þrýstingi til veikingar: „Já, þarna eru komnar væntingar um vaxtalækkunarferli fram undan, sem fer inn í gengið strax, þannig að þetta var ekki heppileg [...] byrjun á þessu. Og reyndar á sama tíma og

238. Skýrsla Márs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 22. október 2009, bls. 16–17.

bankinn hefur verið gagnrýndur fyrir það lengi vel og ég held að það sé sannleikskorn í því og það var að bindiskyldan var lækkuð á þessum tíma, rökkin voru þau að það væri svo mikil þensla fram undan að sem sagt það átti að samræma reglur um bindiskyldu banka hér á landi við það sem var í Evrópu og ef það yrði ekki gert núna þá yrði ekki hægt að gera það fyrr en eftir mörg, mörg, ár, því að það væri svo mikil þensla að það yrði að drífa í þessu.²³⁹ Það var því á brattann að sækja fyrir Seðlabankann að festa verðbólguvæntingar í námunda við markmið bankans alveg frá upphafi verðbólgu markmiðs.

Arnór Sighvatsson varð aðalhaf fræðingur Seðlabankans í júní 2004 og hélt þeirri stöðu þar til hann var gerður aðstoðarbankastjóri í febrúar 2009. Í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni, þegar verið var að ræða vinnubrögð við vaxtaákvæðanir bankans, sagði hann: „Og hérna, jú, jú, það komu fram tillögur og svona fyrstu fundina sem ég sat sem aðalhaf fræðingur þá var þetta mjög laust í reipum, þetta var mjög laust í reipum. Og það var svona, og líka að því leyti að það var ekki regla á því hvenær var kallað til þessara peningastefnufunda. Og það reyndar held ég að hafi verið mjög til vansa, satt að segja, að það var ekki og ég tel að það hafi haft talsverð áhrif á þær ákvæðanir t.d. sem voru teknar 2005 ... því að ég man eftir því um vorið 2005 að þá hafði ég ákveðnar hugmyndir um að það væri nauðsynlegt að grípa til aukinna aðhaldsaðgerða og kom þeirri skoðun á framfæri við bankastjórn og, en það var ekki boðaður neinn fundur í peningastefnunefndinni fyrr, það sumarið í rauninni, sem sagt hugmyndin kom fram í maí ef ég man rétt en það var ekki fyrr en í september sem að bankastjórnin greip til aðgerða og þá með reyndar nokkuð rösklegri hækkun stýrivaxta.²⁴⁰ Már Guðmundsson, sem var aðalhaf fræðingur Seðlabankans þar til vorið 2004, taldi að vaxtahækkunarferlið hefði farið eðlilega af stað en síðan hefði hægt um of á því. „Ég held að við höfum aðallega lent á eftir kúrfunni haustið 2004 og sérstaklega, það er einhver ákveðin bið sem verður mjög í vaxtahækkunarferlinu sumarið 2005.“²⁴¹ Þórarinn G. Pétursson lýsir ákvörðunartöku bankastjórnar á þessum tíma þannig: „Og það gerðist oft að þeir ákváðu að gera ekki neitt, þrátt fyrir að það hafi verið lagt að þeim að hækka vexti. Og þetta er sérstaklega þarna framan af 2005, 2006, sem ég tel að hafi verið gerð alvarleg mistök í að hækka hvað við vorum seint að hækka vexti og gerðum það lítið, við vorum alltaf á eftir kúrfunni, eins og það er kallað.“²⁴²

Það voru fleiri en haf fræðingur Seðlabankans sem höfðu áhyggjur af aðgerðaleyfi hans sumarið 2005. Í *Vegvísi* greiningardeildar Landsbankans í lok september var vakin athygli á trúverðugleikavandanum sem hafði aukist þá um sumarið: „Seðlabankinn metur verðbólguvæntingar með ýmsum mælikvörðum. Hann lítur á mun verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta, verðbólguvæntingar almennings og sérfræðinga á fjármálamarkaði og metur væntingarnar um 4% mörg ár fram í tímann. Væntingar sérfræðinganna lágu undir öðrum mælikvörðum á árunum 2002 til 2004 þannig að ætla má að þeir hafi haft meiri trú á því en almenningur og markaðsaðilar að Seðlabankinn næði að halda verðbólgunni við markmiðið. Það breyttist svo í sumar og eru sérfræðingarnir nú langsvartsýnastir og nú hafa væntingar þeirra um verðbólgu yfir næsta ár hækkað snarpt og mælast yfir 5%.“

239. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 16.

240. Skýrsla Arnórs Sighvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 2–3.

241. Skýrsla Márs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 22. október 2009, bls. 24.

242. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 9.

„Fór peningastefnan í sumarfrí? Þegar að Seðlabankinn gaf út ársfjórðungsrit sitt í júní mátti lesa útúr því að hann væri ekki kominn fyrir endann á vaxtahækkunarferlinu. Síðan líður og bíður. Það var vitað að fjórir mánuðir væru í næstu útgáfu *Peningamála* og það hefur trúlega verið talinn of langur tími á milli vaxtahækkana. Það hefði mátt festa trúverðugleikann í sessi og slá á verðbólguvæntingar með vaxtahækkun seinni part sumars. Það var ekki gert og því fóru að læðast efasemdir að sérfræðingunum um einurð Seðlabankans. Fjórir mánuðir á milli ákvarðana er of langur tími, þegar nýjasta fyrirbyggjandi greining bendir eindregið til þess að frekari aðgerða sé þörf. Ef Seðlabankinn hefði haldið sig við það ferli sem virtist vera í gangi þá stæði hann ekki frammi fyrir því að þurfa nú að eyða kröftum sínum í að endurheimta nýlega glatað traust.“²⁴³ Þótt þáverandi aðalfræðingur taki undir það nú, sem og forveri hans og eftirmaður í starfi, varði Eiríkur Guðnason, bankastjóri Seðlabankans, aðgerðaleyfið á þeim tíma: „Seðlabankinn hefur verið gagnrýndur fyrir háa vexti þessa dagana. Það hefur líka heyrst að hann hefði átt að hækka vexti fyrr og meir en hann hefur gert að undanfögnu. M.a. var nefnt að hann hafi látið of langan tíma líða milli síðustu tveggja vaxtabreytinga en þær voru kynntar 3. júní sl. og 29. september. Í því sambandi kom það heilræði frá einni greiningardeildinni að peningastefnan mætti ekki fara í sumarfrí. Ég vil fullvissa ykkur um að peningastefnan fór ekki í sumarfrí. Yfir sumarmánuðina eins og aðra mánuði var því velt upp í Seðlabankanum hvort breyta þyrfti vöxtum. Niðurstaðan, að gera það ekki, kann að þykja undarleg í ljósi þess að hækkunin í lok september var nokkuð mikil. En á þessu eru skýringar þær að horfurnar höfðu breyst umtalsvert eftir að nýjar þjóðhagstölur frá Hagstofu lágu fyrir og gerð hafði verið ný verðbólguþá.“²⁴⁴

Í október 2005 tók Davíð Oddsson við formennsku bankastjórnar Seðlabankans. Eftir fyrstu kynningu nýs bankaráðsformanns á stýrivaxta-ákvörðun mátti lesa í *Fréttablaðinu* 7. desember 2005 að „gengi krónunnar hafi veikst og langtímavextir lækkað á mánudaginn – fyrsta viðskiptadag eftir að tilkynnt var um stýrivaxtahækkunina. Er það vísbending um minni tiltrú á stefnufestu Seðlabankans.“²⁴⁵ Einnig segir á sama stað: „Halldór Ásgrímsson forsætisráðherra hefur meðal annars sagt opinberlega að hann sjái ekki þörf á frekari vaxtahækkunum. Gagnrýndi hann meðal annars Seðlabankann fyrir hækkunina í september.“ Þetta var hvorki í fyrsta né síðasta skipti sem íslenskir ráðherrar lýstu opinberlega skoðunum sínum á peningastefnu Seðlabankans eftir að sjálfstæði hans hafði verið aukið. Ef seðlabanki nýtur ekki sjálfstæðis frá stjórnvöldum er hætta á því að stefnuákvæðanir bankans litist af öðrum ákvörðunum ráðherra sem þurfa alls ekki að vera í samræmi við skynsamlega stjórn peningamála. Nýrra dæmi er úr kvöldfréttum ríkissjónvarpsins sumarið 2008 en þar sagði Þorgerður Katrín Gunnarsdóttir, þáverandi menntamálaráðherra: „Það er verið að vinna að, að gerð fjárlaga sem eiga endurspeglá náttúrulega ákveðna ábyrgð sem að felur í, það í sér að við munum halda hér áfram hjólum atvinnulífsins gangandi og síðan er náttúrulega það sem skiptir máli er að, að við sjáum vonandi fram á að, að Seðlabankinn fari nú að lækka vexti því það, fyrirtækin eiga mjög erfitt með að reka sig með þessu háa vaxtaálagi sem að hér er í landinu.“ Svona athugasemdir vekja alþjóð-

243. *Vegvísir* greiningardeildar Landsbankans. Landsbanki Íslands, 30. september 2005.

244. Eiríkur Guðnason: Erindi flutt á fundi Landssambands smábátaeigenda 14. október 2005.

245. „Seðlabankinn slær nýjan takt.“ *Fréttablaðið* 7. desember 2005, bls. 10–11.

lega athygli. Efnahags- og framfarastofnunin hafði í skýrslu sinni um íslensk efnahagsmál fyrr á árinu 2008 bent á vandann sem skapast þegar ráðherrar virðast tala gegn stefnu bankans: „Til að styðja trúverðugleika og skilvirkni peningastefnunnar, væri hjálplegt ef ríkisstjórnin virti sjálfstæði stefnumörkunar bankans.“²⁴⁶

Einn af fyrrverandi bankastjórum Seðlabankans vakti máls á þessum afskiptum stjórnmalamanna í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni og einnig því að bankinn hafi kannski ekki verið nógu afdráttarlaus í samskiptum sínum við ráðherra: „Ég skal ekki segja – það eru kannski mistök að tala ekki nógu hátt og snjallt og nógu skýrt. Það var oft verið að lemja á puttana á okkur. Árið 2004 bað félagsmálaráðherra okkur um skýrslu um Íbúðalánasjóð, hafði þá í huga að rýmka útlánareglur. Við skrifuðum skýrslu og mælum gegn þessu, bendum á hættuna. Það var ekki hlustað á það. Þetta er svona dæmi um, það er slegið á puttana á okkur þarna, heimspekin sem fylgt er önnur en sú að kalla alltaf úlfur, úlfur.“²⁴⁷

Vaxtaákvörðunarfundir

Í lok árs 2005 tilkynnti Seðlabankinn um áætlaða vaxtaákvörðunardaga á komandi ári. Þetta var nýjung. Á árunum á undan hafði skapast sú venja að ef ástæða þótti til að breyta stýrivöxtum í kjölfar efnahagsgreiningar sem kynnt var í helsta stefnuriti bankans, *Peningamálum*, þá var slík ákvörðun kynnt á útgáfudegi ritsins. Oft var stýrivöxtum þó breytt á öðrum tímum, einkum þegar um vaxtalækkanir var að ræða. Með fyrirfram auglýstum ákvörðunardögum veitti Seðlabankinn sér ákveðið aðhald þar sem hann þurfti þá jafnframt reglulega að verja þá ákvörðun að halda vöxtum óbreyttum ef svo bar undir. Þetta fyrirkomulag hafði verið við lýði um nokkurt skeið í flestum ef ekki öllum öðrum seðlabönkum sem störfuðu á verðbólgaumarkmiði. Um svipað leyti setti Seðlabankinn sér vinnureglur um vaxtaákvörðunarferlið en fram að þessum tíma hafði það verið nokkuð laust í reipunum. Hver vaxtaákvörðun var nú tekin í kjölfar þriggja funda. Fyrsti fundurinn var tileinkaður heildarmati á þróun og horfum. Fundur númer tvö fór í að ræða vaxtaákvörðunina og á þeim fundi lagði aðalhaffræðingur jafnan fram tillögu um aðgerðir í vaxtamálum. Á milli fundar tvö og þrjú var síðan vaxtaákvörðunin tekin. Þriðji fundurinn snerist síðan um framsetningu ákvörðunarinnar. Frá upphafi árs 2006 og fram að hrúni bankanna var 21 sinni tilkynnt um vaxtaákvörðun. Á öðrum fundi fyrir vaxtaákvörðun lagði aðalhaffræðingur oftast fram eina hugmynd eða tillögu um vaxtaákvörðun. Fimm sinnum á þessu tímabili voru þó lagðar fram og rökstuddar tvær ákvarðanir og einu sinni þrjár. Að auki var nokkrum sinnum rætt um fleiri möguleika en þá sem lagðir voru til en þá sýnt fram á hvers vegna væri ekki hægt að rökstyðja slíka ákvörðun með góðu móti. Ef tíndar eru til þær tillögur sem aðalhaffræðingur lagði fram á undirbúningsfundi fyrir vaxtaákvörðun var sú ákvörðun sem tekin var 12 sinnum samhljóma tillögu (eða megintillögu ef þær voru fleiri en ein) aðalhaffræðingsins. Í eitt skipti voru ræddar þrjár tillögur, óbreyttir vextir, sem merkja má af kynningarefni aðalhaffræðingsins að hafi verið sísti kosturinn,

246. *Policy Brief: Economic Survey of Iceland*. Efnahags- og framfarastofnunin, febrúar 2008, bls. 1–2: „In order to support the credibility and the effectiveness of monetary policy, it would be helpful if members of government respected the independence of Central Bank policymaking.“

247. Skýrsla Eiríks Guðnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 26. maí 2009, bls. 9.

auk tveggja mishárta vaxtahækkana. Í það skipti, sem er eina skiptið sem segja má að þrjár tillögur hafi verið lagðar fram, þá varð sú sísta, og lægsta, þ.e. óbreyttir vextir, fyrir valinu. Átta sinnum á þessum 21 vaxtaákvörðunarfundi er tekin ákvörðun um vexti sem er lægri en tillaga aðalhafgræðingsins. Einnig er athyglisvert að ávallt þegar megintillaga aðalhafgræðingsins er um óbreytta vexti þá verður það ákvörðun bankastjórnarinnar en þegar megintillagan er um vaxtahækkun, sem er fjórtán sinnum eða í tveimur tilfellum af þremur, þá er átta sinnum tekin ákvörðun um óbreytta vexti eða minni hækkun en lagt er til. Að lokum er rétt að vekja athygli á því að á árinu 2006 er ákvörðun bankastjórnarinnar í helmingi tilvika 25 punktum undir tillögu aðalhafgræðings og þar af þrjár af fjórum fyrstu ákvörðunum ársins. Árið 2007 er orðin breyting á þessari hegðun og í öllum tilvikum, sjó talsins, er ákvörðun bankastjórnarinnar í takt við tillögu. Síðan verður aftur breyting á árinu 2008. Frá og með stýrivaxtaákvörðun þann 10. apríl eru allar ákvarðanir bankastjórnarinnar fram að hrúni bankanna, fjórar ákvarðanir alls, undir tillögu. Sú fyrsta er um 50 punkta hækkun, sem var 25 punktum lægra en lagt var til, en á næstu þremur vaxtaákvörðunardögum er ávallt ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þrátt fyrir að lagt sé til að þeir verði hækkaðir um 50 punkta. Tilhneigingu bankastjórnarinnar til þess að ákveða lægri vexti en sérfræðingar bankans lögðu til árið 2006 má hugsanlega rekja til reynsluleysis nýs aðalbankastjóra sem var á þessum tíma að fóta sig í nýju starfi. Þegar leið á veru hans í bankanum fór bankastjórnin aftur að leika í takt við sérfræðingana. Ástæðan kann þó að vera önnur, eins og fram kemur í skýrslu Þórarins G. Péturssonar er hann svarar því hvers vegna Seðlabankinn hafi lent á eftir kúrfunni: „Og kannski svona til að setja það samt í samhengi er að á þessum tíma, eitt af því sem við höfum verið gagnrýnd rosalega fyrir að undanförunu að við vorum að horfa á verðbólgu sem innihélt húsnæðisverð, að á þessum tíma ef þið horfið á verðbólgu án húsnæðisverðs, þá var hún sirka 0 og mjög lág, samt var Seðlabankinn að hækka vexti, of lítið held ég. En gagnrýnin sem var í þjóðfélaginu og á bankann, bæði frá stjórnvöldum, frá hagsmunaaðilum á vinnumarkaði og frá bönkunum líka, var að við værum að gera tóma vitleysu [...], við værum með alltof háa vexti, enda væri verðbólga án húsnæðis bara sáralítill eða engin og langt undir verðbólgu markmiðum, við værum að gera tóma vitleysu. Við svörum því til: Við erum ekki að hækka vexti út af húsnæðisverðbólgu núna, heldur er þetta „the ultimate non-traded good“, þannig að þetta er mjög góð vísending um verðbólguvanda í framtíðinni. Þess vegna eigum við að gera þetta núna. Þannig að það var alveg klárt að það var ekki mikill hljómgrunnur fyrir [þessi rök] í þjóðfélaginu [...], þessi gagnrýni, hún bara náði inn í eyru bankastjórnarinnar líka, það var alveg ljóst.“²⁴⁸

Í stefnuýfirlýsingu bankastjórnar Seðlabankans í *Peningamálum* 2006/3 segir: „Af framangreindum ástæðum er lækkun stýrivaxta enn ekki í auglýsningu þótt verðbólguhorfur hafi batnað til muna. Þvert á móti er ekki hægt að útiloka hækkun stýrivaxta til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásætlanlegs tíma og greiningin sem hér liggur fyrir bendir til þess að enn sé ástæða til þess að auka aðhald í peningamálum. Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur þó ákveðið að fresta því um sinn enda eru vextir nú þegar býsna háir og aðhald þeirra töluvert auk þess sem verðbólguhorfur eru betri en um miðbik ársins.“²⁴⁹

248. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 11.

249. „Betri verðbólguhorfur en áfram þörf á ströngu aðhaldi.“ *Peningamál* 2006/3, bls. 4. Seðlabanki Íslands 2006.

Árið 2008 skilur einnig á milli ráðlegginga hagfræðinga bankans og ákvarðana bankastjórnarinnar. Hugsanleg skýring á því kann að vera að bankastjórnin hafi talið sig hafa meiri upplýsingar um ástand hagkerfisins og bankanna en hagfræðingar bankans og byggt ákvarðanir sínar á fleiri þáttum en greiningu hagfræðideildarinnar. Í því ljósi var athyglisvert að vikuna fyrir fall Glitnis snerust megináhyggjur hagfræðinga bankans um það hvernig losa mætti um stíflur á gjaldeyrisskiptamarkaði á meðan bankastjórnin vann að því að kaupa bankann á niðursettu verði fyrir hönd ríkisins.

Seðlabankinn gerði þó nokkrar tilraunir á þensluárunum til þess að auka trúverðugleikann. Ein slík tilraun fólst í innleiðingu sérstakra vaxtaákvörðunarfundna sem haldnir voru á fyrirfram ákveðnum tímum líkt og í öðrum verðbólguáhrifum og lýst er hér að framan. Önnur tilraun til að bæta samskipti bankans við markaðsaðila og auka trúverðugleika fólst í birtingu spár um feril stýrivaxta en birting slíkra spáa hófst á árinu 2007. „[Þ]egar að kom þessi hugmynd, [...] með vaxtaferilinn, sem var byrjað að birta 2007, að þar var mikil mótstaða hjá aðalbankastjóranum, af því að hann taldi þetta draga úr sínum völdum, að bankinn væri að birta vaxtaferil sinn [...]. Það er Davíð Oddsson og á endanum lét hann undan, en ef þið fylgist með hans yfirlýsingu í kjölfarið að þá var hann mjög fljótur að segja: Þetta er bara einhver hugmynd sérfræðinga bankans sem bankastjórnin er á engan hátt bundinn af þessum vaxtaferli. Sem aftur náttúrulega skemmir eiginlega „the whole idea“ og þannig að fram að þeim tíma og eiginlega eftir það þá, jú, þeir létu undan en tóku alltaf kannski lægri tölu en notuðu síðan yfirlýsinguna til að búa til væntingar um að þetta væri sú síðasta eða þetta mundi breytast mjög fljótlega.“²⁵⁰ Þannig er tekið fram í stefnuyfirlýsingu bankastjórnarinnar í fyrsta hefti *Peningamála* 2007: „Vaxtaferill grunnspárinnar felur ekki í sér yfirlýsingu eða fyrirheit bankastjórnar.“²⁵¹

Seðlabanka Íslands gekk illa að skapa traust á peningastefnuna. Hér hefur verið lýst ákveðinni togstreitu milli hagfræðinga Seðlabankans og bankastjórnar þar sem bankastjórnin virðist ekki hafa gert sér grein fyrir mikilvægi trúverðugleikans. Sama má segja um ýmsa ráðherra í undanförunum ríkisstjórnnum. Það er forsenda fyrir árangri peningastefnunnar að henni sé fylgt af festu. Verðbólguáhrif er ekki eingöngu á ábyrgð Seðlabankans þótt honum sé skylt að beita tækjum sínum á þann hátt sem hann metur heppilegastan til að ná verðbólguáhrifum innan ákveðins tíma. Verðbólguáhrif er einnig markmið stjórnvalda. Samt sem áður virðist sem að minnsta kosti einhverjir seðlabankastjórar og einhverjir ráðherrar hafi haft tiltölulega litla trú á verðbólguáhrifum. Engar líkur eru á því að verðbólguáhrif festist nálægt markmiði við slíkar kringumstæður. Þótt oft og tíðum hafi gengið brösulega að byggja upp nauðsynlegan trúverðugleika Seðlabankans tók steininn þó endanlega úr dagana sem bankarnir þrír féllu.

Fyrstu daga októbermánaðar 2008 birtust nokkrar fréttatilkynningar á heimasíðu Seðlabankans. Undir fyrirsögninni „Efling gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands“ var sagt frá því að Rússland hefði veitt Íslandi stórt lán: „Sendiherra Rússlands á Íslandi, Victor I. Tatarintsev, tilkynnti formanni bankastjórnar Seðlabankans í morgun að staðfest hefði verið að Rússland

250. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 9.

251. „Stýrivextir Seðlabanka Íslands óbreyttir.“ *Peningamál* 2007/1, bls. 3. Seðlabanki Íslands 2007.

myndi veita Íslandi lánaþyrirgreiðslu að upphæð 4 milljarðar evra. Lánið mun verða til 3–4 ára á kjörum sem munu verða á bilinu 30–50 punktum yfir Libor-vöxtum. Putin forsætisráðherra Rússlands hefur staðfest þessa ákvörðun. Forsætisráðherra Íslands hóf athugun á möguleikum á slíkri lánaþyrirgreiðslu á miðju sumri. Sérfræðingar Seðlabanka og stjórnarráðsins munu halda til Moskvu mjög fljótlega. Lánaþyrirgreiðsla af þessu tagi mun treysta mjög gjaldeyrisforða Íslands og styrkja grundvöll íslensku krónunnar.²⁵² Þrátt fyrir að í fréttatilkynningu Seðlabankans væri tilgreind upphæð láns, lánstími og vaxtakjör kom síðar í ljós að þessi frétt var á misskilningi byggð.

Önnur tilkynning birtist þennan dag á vef bankans undir fyrirsögninni „Unnið að lausn gjaldeyrisvanda“. Að því er virtist var því lýst að Seðlabankinn hefði tekið upp fastgengisstefnu: „Gengi krónunnar hefur fallið mikið undanfarnar vikur og er orðið mun lægra en samrýmist jafnvægi í þjóðarþúskaðum. Gripið verður til aðgerða til þess að styðja hækkun gengisins á ný og koma á stöðugleika í gengis- og verðlagsmálum. Seðlabankinn mun láta einskis ófreistað í þeim efnum. Í samvinnu við ríkisstjórn vinnur bankinn að mótun aðgerða til þess að skapa stöðugleika um raunhæft gengi sem tryggir um leið hraða hjöðnun verðbólgu. Liður í því er efling gjaldeyrisforðans sem tilkynnt var um fyrr í morgun. Seðlabanki Íslands hefur að fengnu samþykki forsætisráðherra ákveðið að eiga viðskipti á millibankamarkaði í dag á gengi sem tekur mið af gengisvísitölu 175, sem samsvarar um 131 krónu gagnvart evru. Þótt þetta gengi sé hærra en var í lok síðustu viku er það mun lægra en samrýmist stöðugu verðlagi til skamms tíma. Unnið verður að hækkun gengisins með það að markmiði að verðbólga hjaðni hratt. Nánari tilkynningar um fyrirkomulag gengismála og gengi krónunnar verða veittar á allra næstu dögum.“²⁵³ Fljótlega kom í ljós að hin nýja fastgengisstefna byggðist ekki á neinu nema óskhyggju bankastjórnarinnar. Tvær tilkynningar voru sendar út varðandi fastgengisstefnuna næsta dag, 8. október 2008. Um morguninn sagði Seðlabankinn: „Áfram er unnið að mótun aðgerða til þess að skapa stöðugleika um raunhæft gengi krónunnar. Bankinn mun í dag, eins og í gær, eiga viðskipti á millibankamarkaði á gengi evru 131 kr. Í gær seldi bankinn 6 milljónir evra fyrir 786 milljónir króna. Í þessu felst ekki að gengið hafi verið fastsett. Aðeins það að Seðlabankinn telur að hið lága gengi krónunnar sem myndast hefur að undanfögnu sé óraunhæft. Mælist bankinn til þess að viðskiptavakar á millibankamarkaði hér styðji við þá viðleitni bankans að styrkja gengið.“²⁵⁴ Nokkrum klukkutímum síðar birtist önnur tilkynning þar sem Seðlabanki Íslands féll frá þessari fastgengisstefnu: „Seðlabanki Íslands hefur í tvo daga átt viðskipti með erlendan gjaldeyri á öðru gengi en myndast hefur á markaði. Ljóst er að stuðningur við það gengi er ekki nægur. Bankinn mun því ekki gera frekari tilraunir í þessa veru að sinni.“²⁵⁵ Þar með lauk stysta fastgengistímabili Íslandssögunnar og þótt víðar væri leitað. Þessar aðgerðir urðu síst til að auka trúverðugleika Seðlabankans á tímum þegar reyndi á bankann sem aldrei fyrr.

Eftir að bankarnir þrír féllu og ljóst var að efnahagslífið hafði orðið fyrir verulegum skakkaföllum hófst vinna við endurreisn efnahagslífsins. Þá hafði

252. Seðlabanki Íslands, frétt nr. 33/2008.

253. Seðlabanki Íslands, frétt nr. 34/2008.

254. „Gjaldeyrismarkaður.“ Frétt nr. 36/2008 á heimasíðu Seðlabankans, 8. október 2008. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1878>.

255. „Gjaldeyrismarkaður.“ Frétt nr. 37/2008 á heimasíðu Seðlabankans, 8. október 2008. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1880>.

verið skoðað um nokkurt skeið að kalla á aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins til þess að endurskapa traust á íslenskt efnahagslíf. Efnahagsáætlanir í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn í kjölfar gjaldeyriskreppu miða jafnan að því að opna á ný fyrir fjárstreymi til og frá landinu. Til þess að sporna við of öru útstreymi til að byrja með er vöxtum jafnan haldið háum um nokkurt skeið. Á meðan unnið var að mótun efnahagsáætlunar með aðkomu sjóðsins ákvað meirihluti bankastjórnar Seðlabankans, án undangengins fundarhalds sem vinnureglur bankans gengu út frá, að lækka vexti um 3,5 prósentur. Aðalhafgfræðingur bankans ber ábyrgð á greiningarvinnu sem notuð er til að undirbyggja vaxtaákvörðanir og gerir síðan tillögu til bankastjórnar í takt við mat á ástandinu. Að þessu sinni fréttir aðalhafgfræðingur af vaxtaákvörðuninni fimm mínútum áður en hún er opinberuð og eftir að búið er að rita fréttatilkynninguna. Verulega líklegt verður að teljast að skaðinn sem hlaut af þessum ómarkvissu og fálmkenndu tilraunum bankastjórnar Seðlabankans hafi valdið því að nauðsynlegt var talið að hækka vexti bankans í 18% nokkrum dögum síðar.²⁵⁶

Þórarinn G. Pétursson, hagfræðingur hjá Seðlabankanum, lýsti þessari atburðarás fyrir rannsóknarnefndinni: „Því að bankinn var bara hreint út sagt bara stjórnlaus, algjörlega stjórnlaus, það var bara þannig.“ Þórarinn segist svo hafa skrifað í minnisbókina sína fyrir þennan dag „enn eitt ruglið. [...] Ég er að tala um fastgengisyfirlýsinguna og Rússalánið. Ég man, ég á aldrei eftir að gleyma þeim degi, því að ég kem bara til vinnu og það er búið að vera brjáláð að gera, mikið álag og allt það og ég held að ég hafi aldrei séð Arnór [aðalhafgfræðing bankans] eins miður sín eftir að hafa [verið] kallaður upp á fund og kemur niður og ég bara sá að það hafði eitthvað mikið komið fyrir, því að hann var gjörsamlega niðurbrotinn.“ Þórarinn bætir við að þegar hann hafi innt Arnór eftir því hvað væri um að vera þá hefði Arnór sagt að það hafi „verið tekin ákvörðun um það að festa gengi krónunnar gagnvart [vísitölunni 175] Og sú, þessi tala, sagði hann mér að hefði bara verið, [...] ákveðin út í bláinn... þetta var bara ákveðið einhvern veginn og kastað einhverjum tölum út í loftið og þá bara, þetta var bara ákvörðunin. Hann [Davíð Oddsson, formaður bankastjórnar] hafði mikinn áhuga á að það væri Seðlabankinn sem mundi lýsa yfir þessu Rússaláni til að vera á undan fjármálaráðuneytinu með yfirlýsinguna, hann hljóp náttúrlega svona algjörlega á sig, það var enginn fótur fyrir þessu. ...ég held að þetta sé lágpunkturinn, ... Eða hápunktur stjórnleysisins en lágpunktur [...]. Þetta var algjörlega skelfilegt...“²⁵⁷

„Það kemur nú vaxtalækkun þarna viku seinna [...]. Ég aftur talaði við útlendingana sem horfa á þetta úr fjarlægð, þetta er náttúrlega ekkert til að bæta. Þú ætlar að fara að aðstoða þetta land og lána því og þú sérð svo Seðlabankann sem á að vera svona, dálítið svona jafngeðja og taka svona yfir, svona yfirlýstar ákvarðanir, þegar þú sérð hvernig hann er að hegða sér. Þetta stórskaðar landið, [...] vextirnir í 12 og svo bara kemur einhver og segir: Nei, bara upp í 18. Og þar sést líka bara kostnaðurinn, því að 18, hvaðan kemur sú tala? Það var bara nógu há tala til að vinna til baka skaðann sem að hitt hafði gert. Ef að vextir hefðu verið óbreyttir, ég er eiginlega viss um það að [Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn] hefði aldrei farið fram á að vextir yrðu settir upp í 18. [...] það eru ákveðnar reglur sem að bankastjórnin hefur samþykkt [...] um vaxtaákvörðanir, hvernig þær eru teknar, hvaða prósess þarf að vera.

256. Sú vaxtahækkun var framkvæmd í samráði við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn.

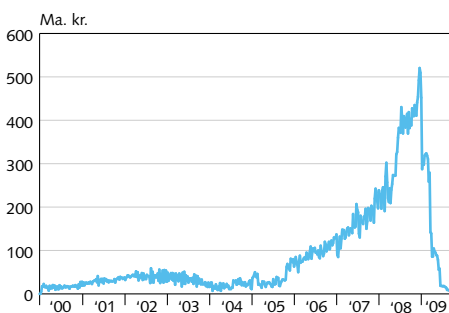
257. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 50.

Það eru þessir þrír fundir þar sem að hagfræðisviðið kemur að og kemur með tillögur og svona og þessi vinnuþróess, sem hefur þá lagagildi, hann er brotinn því að þessa lækkingu í 12% fáum við bara að heyra um morguninn þegar við komum í vinnuna. Þá er aðalhafgræðingurinn kallaður upp og sagt: Við erum búnir að ákveða að gera þetta. [...] þetta eitt og sér er náttúrulega brot [...]. Ekki nokkur [greiningarvinna að baki ákvörðuninni], við höfðum hvorki heyrt né komið að þessu [...], þetta var ekki vaxtaákvörðunarfundur, það var ekki nein vinna sem lá á bak, fagleg vinna sem lá á bak við þessa ákvörðun. Enda hefði hún ekki getað bakkað þetta. Þannig að þarna [...] stjórnsleysisið var orðið algert.⁴²⁵⁸

Arnór Sighvatsson lýsti atburðarásinni þannig fyrir rannsóknarnefndinni: „Það er eiginlega þá [7. október 2008] sem allt fer algjörlega úr böndum, að bara held ég óhætt að segja að hafi verið algjört paník-ástand og byrjaði náttúrulega með því. Og þá kom sem sagt í ljós að það var eitthvað rætt um þessa hugmynd um að kalla til sjóðinn og þeir voru þá komnir til landsins, sem sagt ekki kalla til sjóðinn heldur að fara á prógramm. Þá voru viðbrögðin [hjá formanni bankastjórnar] þau að við þyrftum ekki á þessu láni að halda vegna þess að það væri búið að semja við Rússa um að veita okkur lán. Og lá mikið á að koma þeirri tilkynningu [...]. Og það er eiginlega með þá lánveitingu, held ég, í farteskinu sem reyndist nú vera hugarburður að einhverju leyti, hvort það var sendiherrann sem að, eða formaður bankastjórnar, að þá töldu menn sig vera nægilega sterka til þess að fara að festa gengið eða gefa einhverjar yfirlýsingar. Það að ég hafi reyndar lagt fram tillögu sem gekk út á það að reyna að róa markaðinn með því að tilkynna um það að það væru áform um að fara í prógramm hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og að gengið væri orðið mjög lágt og bankinn teldi að til lengri tíma lituð þá gæti það [...]. Nei, þetta var algjörlega stjórnlaust og varðandi síðan vaxtalækkunina sem að var tilkynnt þarna, vextir voru lækkaðir í 12% og mér var tilkynnt sú ákvörðun fimm mínútum áður en að hún fór á vefinn og það gerðist með þeim hætti að formaður bankastjórnar kallaði mig á eintal og tjáði mér þessa ákvörðun bankastjórnar og ég hélt fyrst að hann væri að grínast ... og, en svo kom í ljós að það var ekki. Og ég verð nú bara að viðurkenna að mér var öllum lokið, vissi ekki hvort ég átti að hlæja eða gráta því að þetta var auðvitað ...“⁴²⁵⁹

Mynd 59

Lán gegn veði hjá Seðlabanka Íslands



Heimild: Seðlabanki Íslands.

4.5.5 Lán gegn veði

Því var lýst hér að framan hvernig stýrivaxtaákvörðanir hafa áhrif á hagkerfið um vaxtarófið, væntingamyndun og áhrif á gengið. Megináhersla Seðlabankans var á miðlun um vaxtarófið sem hefst með aðalfyrirgreiðsluformi Seðlabankans. Seðlabankinn lánar vikulega laust fé til lánastofnana á stýrivöxtum bankans og er lánað til einnar viku í senn.²⁶⁰ Lán gegn veði jukust mjög á árinu 2001 og fram á árið 2002 (mynd 59).

258. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 53.

259. Skýrsla Arnórs Sighvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 35–36.

260. Aðalfyrirgreiðsluform Seðlabankans er *lán gegn veði* en þar til í júní 2007 var það kallað *endurhvef viðskipti*. Fyrirkomulagið breyttist ekki við breytingu heitisins en ávallt hafði í reynd verið um lán gegn veði að ræða. Endurhvef viðskipti fela í sér að seðlabanki afhendir lánastofnun laust fé í ákveðinn tíma en fær til eignar verðbréf sem lánastofnunin átti. Í lok samningstímans ganga viðskiptin til baka. Seðlabankinn fær féð afhent ásamt vöxtum og eignarhald á verðbréfunum flyst aftur til lánastofnunarinnar. Þegar lánað er gegn veði flyst beinn eignarréttur verðbréfanum ekki til seðlabankans á meðan samningurinn er í gildi heldur tekur seðlabankinn veð í bréfunum.

Lánastofnanir mæta lausafjárþörf sinni, umfram það sem leyst er á millibankamarkaði með krónur, með því að óska eftir láni gegn veði hjá Seðlabankanum. Ef hrein lausafjárþörf lánakerfisins eykst hækkar staða lána gegn veði en ef lausafjárþörf minnkar dregst staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum saman. Ýmsar aðgerðir Seðlabankans og ríkisins hafa áhrif á lausafjárstöðuna í kerfinu, svo sem greiðslur ríkissjóðs, gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans og breytingar á bindiskyldu.

Haustið 2002 ákvað Seðlabankinn að hefja kaup á gjaldeyri á markaði til þess að efla gjaldeyrisforða sinn.²⁶¹ Bankinn ákvað að kaupa frá og með septemberbyrjun allt að þrisvar í viku 1,5 milljónir Bandaríkjadala auk þess að kaupa gjaldeyri í hærri fjárhæðum af viðskiptavökum sem voru Búnaðarbankinn, Kaupþing, Íslandsbanki og Landsbankinn, að því gefnu að krónan hefði styrkst frá síðustu skráningu. Til að byrja með keypti bankinn gjaldeyri tvisvar í viku en frá og með 10. janúar árið eftir þrisvar í viku. Seðlabankinn keypti auk þess 50 milljónir Bandaríkjadala af einum viðskiptavaka í janúar 2003. Þar sem innstreymi gjaldeyris var meira en Seðlabankinn hafði áætlað ákvað hann að styrkja forðann hraðar. Frá og með 5. febrúar 2003 keypti Seðlabankinn því 1,5 milljónir Bandaríkjadala á hverjum virkum degi.²⁶² Í maí 2003 voru vikuleg kaup Seðlabankans á gjaldeyri aukin enn frekar, í 12,5 milljónir Bandaríkjadala á viku. Í upphafi árs 2004 var síðan dregið úr reglulegum gjaldeyriskaupum til að efla gjaldeyrisforðann og þau færð niður í 5 milljónir Bandaríkjadala á viku. Frá áramótum 2004 og 2005 hætti Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri reglulega til þess að styrkja forðann og keypti aðeins vegna erlendra greiðslna ríkisins. Í maí keypti Seðlabankinn 100 milljónir dala aukalega á markaði vegna viðbótargreiðslu á erlendum lánnum ríkissjóðs sem ákveðið var að greiða fyrir gjalddaga vegna góðrar stöðu ríkissjóðs.²⁶³ Í september 2005 var ákveðið að auka kaup gjaldeyris vegna erlendra greiðslna ríkissjóðs úr 2,5 milljónum Bandaríkjadala á ári líkt og gert hafði verið frá áramótum í 12,5 milljónir dala út árið.²⁶⁴ Í desember 2005 tilkynnti Seðlabankinn að keyptar yrðu 5 milljónir Bandaríkjadala vikulega á árinu 2006 til þess að styrkja gjaldeyrisforða bankans.

Seðlabankinn stýfði ekki þessi gjaldeyriskaup en leit svo á að um sjálfkrafa stýfingu væri að ræða þar sem útistandandi lán gegn veði drógust saman á árinu 2003. Arnór Sighvatsson lýsti þeirri skoðun fyrir rannsóknarnefndinni að framan af hefðu þessi gjaldeyriskaup verið sjálfkrafa stýfð: „[Seðla-]bankinn var að kaupa, eftir 2001 þá var hann að kaupa stöðugt [gjaldeyri] á markaðnum og reyna að byggja upp gjaldeyrisforðann aftur og þegar fram í sótti [...] var það farið að valda ákveðnum vandkvæðum. Lengi vel var þetta eiginlega átómatískt sterilíserað í gegnum endurhverfu útlánin sem voru þá dregin niður á sama tíma og gjaldeyrisforðinn var byggður upp, en við vorum farin að hafa á endanum talsverðar áhyggjur af því að þetta væri farið að auka laust

261. „Kaup Seðlabanka Íslands á gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði.“ Frétt nr. 28/2002 á heimasíðu Seðlabankans 27. ágúst 2002. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=335>.

262. „Kaup Seðlabanka Íslands á gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði.“ Frétt nr. 2/2003 á heimasíðu Seðlabankans, 5. febrúar 2003. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=439>.

263. „Sérstök endurgreiðsla á erlendum lánnum ríkissjóðs.“ Frétt nr. 11/2005 á heimasíðu Seðlabankans, 2. maí 2005. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=951>.

264. „Gjaldeyriskaup vegna endurgreiðsla á erlendum lánnum ríkissjóðs.“ Frétt nr. 26/2005 á heimasíðu Seðlabankans, 8. september 2005. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1008>.

fé í umferð. Auðvitað kom þá til greina að halda áfram að kaupa í forðann og beita stýfðum inngrípum. Stýfð inngríp eru hins vegar tæki sem ekki endanlega duga til þess að breyta einhverju um gengið.²⁶⁵ Þórarinn G. Pétursson hagfræðingur hjá Seðlabankanum var á sömu skoðun: „[E]ndurhverfu viðskiptin virka þannig að í útgáfunni þá geturðu fengið eins mikið og þú vilt á stýrivöxtum. [...] Þannig að steriliseringin var eiginlega bara átómatísk, sem sagt hún var ekki framkvæmd kerfisbundið af Seðlabankanum heldur af markaðsaðila og hérna og ég man eftir að við skoðuðum þetta, skoðuðum þessar tölur og það bara virtist passa alveg ágætlega að við værum ekki að búa til neitt lausafé með þessum inngrípum á gjaldeyrismarkaði.“²⁶⁶

Í febrúar 2003 var tilkynnt um breytingar á bindiskyldu lánastofnana.²⁶⁷ Þar á meðal var lækkun á hlutföllum innlánsbindingar úr 1,5% og 4% í 1% og 3%. Í desember 2003 voru reglur um bindigrunn og bindihlutfall færðar til samræmis við reglur evrópska seðlabankans.²⁶⁸ Báðar þessar aðgerðir, í febrúar og desember 2003, losuðu um laust fé í lánakerfinu og höfðu því töluverð áhrif á útlánavöxt. Ljóst er að Seðlabankinn gerði sér grein fyrir því að lækkun bindiskyldu, líkt og óstýfð gjaldeyriskaup, hefði þensluáhrif á meðan bankinn stóð frammi fyrir því að þurfa að auka aðhald vegna vaxandi þenslu í þjóðarþúskapnum. Til að bregðast við því gaf Seðlabankinn út innstæðubréf í desember 2003.²⁶⁹ Innstæðubréfin voru boðin upp samhliða lánnum gegn veði. Áhugi á innstæðubréfum var lítil en umfang lána gegn veði hélt áfram að aukast.

Að auki var bindiskylda á innstæður í útibúum bankanna erlendis afnumin snemma árs 2008. Þórarinn G. Pétursson sagði um það í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni: „Og ég man einmitt eftir að ég spurði að því: Af hverju er verið að gera þetta? Og það eina sem var svarað var að, aftur það er verið að samræma reglur við það sem er í útlöndum. [...] Það var bankastjórnin sem kynnti þessa ákvörðun. Og þetta fannst mér algjörlega óskiljanleg ákvörðun og hafi verið ítarlegri umræður en þetta, sem ég geri ráð fyrir að hafi verið, að þá er það á einhverjum fundi sem ég sat ekki [...] þarna voru teknar ákvarðanir, sem sagt það blasti við þessi vandi, a.m.k. eftir á að hyggja, en síðan eru teknar ákvarðanir sem ganga eiginlega á skjön við þetta og ég bara, því miður hef ekki góð svör við af hverju.“²⁷⁰

Seðlabankinn rýmkaði nokkrum sinnum reglur um veðhæf bréf í endurhverfum viðskiptum lánastofnana við bankann. Þann 20. febrúar 2007 heimilaði Seðlabankinn notkun jöklabréfa sem tryggingu fyrir veðlánnum að því gefnu að lágmarksstærð viðkomandi flokks væri 20 milljarðar króna. Hinn 6. mars 2007 sá Landsbankinn um útgáfu 25 milljarða króna jöklabréfs austurríska ríkisins. Landsbankinn lagði 20 milljarða króna af því bréfi að veði fyrir láni hjá Seðlabankanum 20. mars 2007.

Allar þessar aðgerðir, lækkun bindiskyldu, gjaldeyriskaup og útvíkkun á reglum um veðhæf bréf, varð til þess að auka lausafé í umferð. Á árunum 2004

265. Skýrsla Arnórs Sigvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 15.

266. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 16–17.

267. „Breytingar á bindiskyldu lánastofnana í Seðlabanka Íslands.“ Frétt nr. 5/2003 á heimasíðu Seðlabankans, 28. febrúar 2003. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=459>.

268. „Nýjar reglur um bindiskyldu fjármálafyrirtækja.“ Frétt nr. 31/2003 á heimasíðu Seðlabankans, 2. desember 2003. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=645>.

269. „Seðlabanki Íslands gefur út innstæðubréf.“ Frétt nr. 34/2003 á heimasíðu Seðlabankans, 22. desember 2003. Sjá vefsíðuna <http://sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=663>.

270. Skýrsla Þórarins G. Péturssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. ágúst 2009, bls. 22.

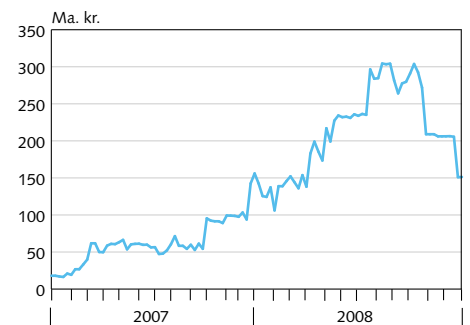
til 2008 var Seðlabankinn stöðugt að hækka stýrivexti til þess að fá banka til þess að draga úr ásókn í veðlán og draga þannig úr lausafé í umferð. Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri hjá Seðlabankanum, sagði frá því hjá rannsóknarnefndinni að Seðlabankinn hafi markvisst verið að auka lausafé í umferð á seinnihluta þessa tíma: „[Á] seinni hluta árs 2007 [...] lokast á [Íslensku banka-] allir markaðir í rauninni í ágúst 2007, eftir það fer lausafjárþyrngreiðsla Seðlabankans að vaxa. [...] Ég man nú ekki hvenær við breytum reglunum en við förum þrisvar í það, held ég, að breyta reglunum um viðskipti fjármála- fyrirtækja við Seðlabankann. Breytingarnar höfðu það í öllum tilfellum að markmiði að reyna að breikka grunninn þannig að þeir gætu – við t.d. tókum ekki MBS og ABS, sem eru mortgage-backed securities og asset-backed securities. [...] Já, við opnuðum líka á bréf í erlendum gjaldmiðli til þess að fá betri dreifingu í kreditið sem við vorum með [...]. En þessar breytingar miðuðu allar að því að reyna að breikka grunninn sem þeir gátu lagt fram til þess að minnka okkar áhættu á bankana sjálfa. En í rauninni var staðan hjá þeim strax í ársbyrjun 2008 þannig að allar aðgerðir til þess að reyna að þrengja að þeim hefðu drepit þá og þess vegna vorum við einnig komnir á hjá þeim og eftir það gekk þetta út á það að reyna að halda kerfinu gangandi.“

Allan tímamann sem þenslan var að aukast í efnahagslífinu, frá því haustið 2005 og þar til bankarnir féllu haustið 2008, jukust veðlán Seðlabankans stöðugt. Eins og Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri markaðssviðs Seðlabankans, lýsir ástandinu hafa hann og fleiri starfsmenn Seðlabankans þá sýn að bankarnir séu í reynd fallnir haustið 2007. Frá þeim tíma lýsir hann jafnframt lausafjárþyrngreiðslu bankans og vexti hennar þannig að um neyðarlán hafi verið að ræða. Almenna reglan er sú að veita banka, sem ekki er gjaldþrota en í tímabundnum lausafjávanda, fyrirgreiðslu þar sem tekin eru veði í traustum eignum og lánað með álagi. Fæstir telja verjandi að lána gjaldþrota fjármálastofnun lausafé. Eins og áður hefur komið fram voru lán gegn veði einnig meginform lausafjárþyrngreiðslu bankans og aðalmiðlunarleið peningastefnunnar. Á meðan Seðlabankinn reyndi að sporna við útlánsvexti bankanna með því að hækka verðið á lausu fé, þ.e. stýrivextina, gerði hann allt sem hann gat til að liðka fyrir aðgengi bankanna í þetta lausafé.

Meðal þeirra skuldabréfa sem Seðlabankinn tók sem veð voru bréf gefin út af Íslensku bönkunum (mynd 60). Mikill vöxtur var í skuldabréfaútgáfu bankanna þegar leið á tímabilið. Þeir gátu ekki veðsett bréf sem þeir gáfu út sjálfir. Það hefði jafngilt því að viðskiptabankarnir hefðu leyfi til peningaprentunar. Þeir tóku þá til bragðs að veðsetja bréf hver annars í Seðlabankanum. Nokkrir smærri bankar tóku einnig þátt í slíkri fyrirgreiðslu og þar var Icebank (áður Sparisjóðabankinn) í broddi fylkingar. Hér er ekki verið að halda því fram að tilgangurinn með því að veðsetja bankabréf hafi í öllum tilvikum verið sá að útvega útgefanda bréfsins fé frá Seðlabankanum. En í mörgum tilfellum var það svo. Því lýsti til dæmis þáverandi bankastjóri Icebank, Agnar Hansson, í viðtali við *Víðskiptablaðið* í janúar 2008: „Við erum í reynd milliliður á milli stórra og lítilla banka, milliliðir í fjármögnun inn í Seðlabankann og sjáum um ýmsa þætti fyrir bæði minni og stærra fjármálafyrirtæki. Þeir stærra geta t.d. ekki átt endurhverf viðskipti með eigin bréf þannig að við höfum verið milliliðir í því. Síðan höfum við keypt ábyrgðir eða skuldatryggingar og þannig gefið mönnum tækifæri til þess að búa til ávöxtun með því að taka áhættu á bankana.“²⁷¹

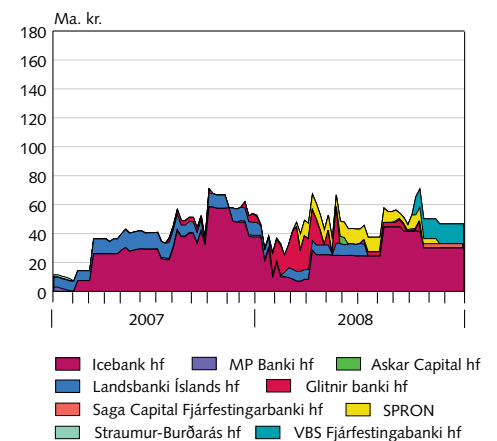
271. *Víðskiptablaðið* 18. janúar 2008, bls. 29.

Mynd 60
 Bankabréf að veði hjá Seðlabanka Íslands



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 61
 Skuldabréf og víxlar Kaupþings
 Veð í viðskiptum við Seðlabanka Íslands

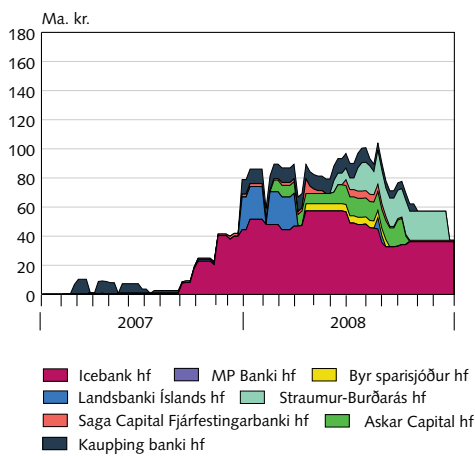


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 62

Skuldabréf og víxlar Glitnis

Veð í viðskiptum við Seðlabanka Íslands

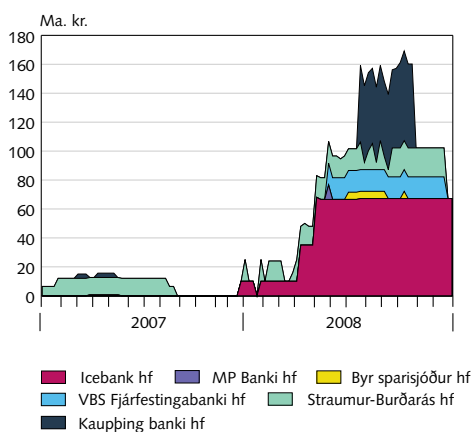


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 63

Skuldabréf og víxlar Landsbankans

Veð í viðskiptum við Seðlabanka Íslands

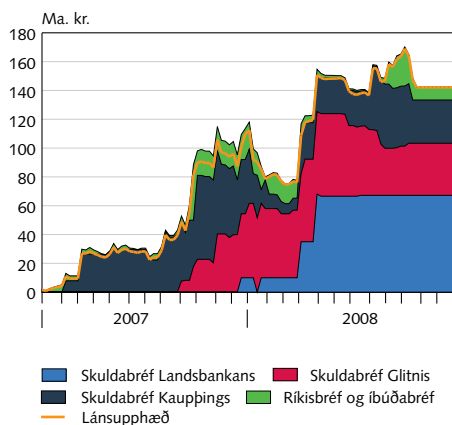


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 64

Lán Seðlabankans til Icebank

Með veði í skuldabréfum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Snemma á árinu 2007 tók að bera á talsverðu magni skuldabréfa útgefna af Kaupþingi sem Icebank notaði sem veð gegn lánnum frá Seðlabankanum (mynd 61). Þegar mest lét, seint á árinu 2007, var Icebank búinn að veðsetja tæpa 60 ma.kr. útgefna af Kaupþingi gegn lausafjárfrigreiðslu frá Seðlabankanum. Landsbankinn og Glitnir áttu einnig Kaupþingsbréf sem veðsett voru hjá Seðlabankanum á þessu tímabili. Heildarupphæð Kaupþingsbréfa, sem voru notuð í veðlánnum hjá Seðlabankanum, var nokkuð stöðug á tímabilinu frá því í mars 2007 og þar til í október 2008. Upphæðin sveiflaðist um 40 milljarða króna.

Nökkru seinna tók að bera á því að skuldabréf Glitnis væru notuð sem veð gegn lánnum frá Seðlabankanum en þau urðu fyrst veruleg í október 2007 (mynd 62). Heildarupphæð Glitnisbréfa í veðlánnum hjá Seðlabankanum jókst nokkuð hratt og fór upp undir 100 milljarða króna þegar mest var í júlí og ágúst 2008. Icebank var stórtækastur í veðlánnum með bréf Glitnis líkt og með bréf Kaupþings og þegar mest var lagði hann 60 ma.kr. í Glitnisbréfum að veði hjá Seðlabankanum.

Ekki tók að bera á því að skuldabréf Landsbankans væru notuð sem veð fyrir lánnum hjá Seðlabankanum fyrr en á árinu 2008 (mynd 63). Bréf Landsbankans urðu þó skömmu síðar fyrirferðarmest í þessum viðskiptum. Heildarupphæð skuldabréfa útgefna af Landsbankanum nam um 160 milljörðum króna þegar mest var. Þar af hafði Icebank tekið við rúmum 60 milljörðum og Kaupþing öðru eins, en Kaupþing hafði veðsett erlend skuldabréf Landsbankans um sumarið 2008 sem er á sama tíma og Seðlabanki Evrópu ákvað að taka skuldabréf íslensku bankanna ekki lengur gild sem veð gegn lánnum, sjá nánar kafla 7.0.

Vilji Seðlabankans til þess að taka veð í skuldabréfum og víxlum bankanna fól í sér framsal á heimild til peningarentunar yfir til bankakerfisins. Í reynd var meginstarfsemi Sparisjóðabankans orðin að útvega öðrum íslenskum bönkum lausafé gegn skuldaviðurkenningu og áhættunni af þeirri starfsemi var ýtt yfir á Seðlabankann sem tók fúslega við henni fyrir hönd þjóðarinnar. Það er varhugavert að afgreiða veðlán til stofnunar í þeim mæli sem gert var í tilviki Sparisjóðabankans. Meginstarfsemi þess banka fólst í skammtímalánnum til bankanna en víxlar íslensku bankanna voru vel yfir tífalt eigið fé bankans seinustu mánuðina fyrir hrun bankakerfisins. Þessi lán voru fjármögnuð með því að láta viðkomandi víxla að veði í Seðlabankanum. Þótt tengslin milli framboðs innlands lánsfjár og veðlana Seðlabankans séu hvorki einföld né augljós þá er ljóst að á sama tíma og mestur vöxtur var í veðlánnum bankans til lánakerfisins þá jókst einnig eigiðfé bankanna hraðar en áður (mynd 65).

4.5.6 Gjaldeyrisvaraförði Seðlabanka Íslands

4.5.6.1 Tölur, myndir og kenningar

Í þessum kafla verður farið yfir tilraunir Seðlabanka Íslands til að stækka gjaldeyrisforða sinn. Seðlabankar safna að sér gjaldeyrisforða af ýmsum ástæðum. Eins og fram kemur í riti Seðlabankans, *Peningamálum*, árið 2005 hefur það verið stefna stofnunarinnar að hafa gjaldeyrisforðann „nálægt fjárhæð sem nemur um það bil þriggja mánaða vöruinnflutningi án skipa og flugvéla“.²⁷² Hér á landi hefur gjaldeyrisforðinn sem hlutfall af innflutningi

272. Haukur C. Benediktsson og Sturla Pálsson: „Gjaldeyrisforði seðlabanka.“ Í *Peningamálum* 2005/3. Seðlabanki Íslands, 2005.

hvers ársfjórðungs verið aukinn í árunna rás, eins og sjá má á mynd 66. Markmið Seðlabankans er að viðskipti við útlönd geti gengið greiðlega fyrir sig jafnvel þegar útflutningstekjur sveiflast umtalsvert. Þessa reglu má rekja til þess þegar gengi var haldið föstu, þá var almennt litið svo að stærð gjaldeyrisforðans ætti að vera ákveðið hlutfall af umfangi milliríkjavíðskipta þjóðarinnar.

Þegar fjármagnsflutningar urðu frjálsir var ljóst að slíkar hreyfingar gátu einnig haft veruleg áhrif á fjármálastöðugleika. Greenspan og Guidotti settu fram þá kenningu að gjaldeyrisforðinn ætti að vera jafnhár erlendum skammtímaskuldum þjóðarbúsins. Þannig gæti þjóðin staðið við skuldbindingar sínar, jafnvel þótt aðgangur að alþjóðalánamarkaði lokaðist í allt að eitt ár. Því var lýst að þar sem Ísland væri með gott láns hæfismat, og því ekki hætta á að aðgangur að erlendu lánsfé myndi stöðvast, væri þetta ekki regla sem Íslendingar þyrftu að horfa til: „Ísland var á þessum tíma ekki þróunarland, Ísland var [með] mjög góða einkunn frá matsfyrirtækjum og hafði mjög greiðan aðgang að lánsfjármörkuðum [...] Þessi kenning þarna hún fjallaði um lönd sem áttu ekki svona greiðan aðgang að lánamörkuðum eins og við höfðum þá.“²⁷³

Í lok árs 2004 námu skammtímaskuldir þjóðarbúsins um tvöföldum gjaldeyrisforðanum (sjá mynd 67). Þetta hlutfall jókst hratt á næstu árum, upp í um fimmtánfaldan gjaldeyrisforða í lok árs 2007. Þar sem Seðlabanka Íslands er falið það hlutverk að vera lánveitandi til þrautavara, auk þess að tryggja fjármálastöðugleika, er einnig áhugavert að kanna hlutfall gjaldeyrisforða miðað við erlend innlán. Það er hlutverk seðlabanka að veita lán til þrautavara gegn tryggum veðum til banka sem eru í lausafjávanda en eiga ekki við eiginfjávanda að glíma. Þetta er gert til að áhlaup á vel stöndugan banka valdi ekki gjaldþroti hans og þar með fjármálakreppu. Þetta á sérstaklega við ef bankinn er kerfislega mikilvægur. Þegar líða tók á árið 2007 tóku innlendu bankarnir í auknum mæli að safna erlendum innlánunum. Eins og fram kemur á mynd 68 jukust innlán sem hlutfall af gjaldeyrisforða úr því að vera um jafngildi gjaldeyrisforðans í lok árs 2005 í að vera áttfaldur forði í lok árs 2007.

4.5.6.2 Tilraunir til að auka við gjaldeyrisforða

Í minnisblaði Seðlabanka Íslands frá byrjun febrúar 2008 kemur fram að lánshæfismatsfyrirtækið Moody's hafi bent á að Seðlabankinn ætti að kanna möguleika á að auka gjaldeyrisforða sinn.²⁷⁴ Þetta ætti hann að gera með lántökum á alþjóðlegum mörkuðum um leið og markaðsaðstæður myndu leyfa. Í minnisblaðinu kemur einnig fram að mikilvægt sé að ræða slík áform við fulltrúa allra matsfyrirtækjanna og verður ekki annað ráðið en að markmiðið hafi verið að kanna áhrif lántöku á lánshæfi Íslands. Í minnisblaðinu er einnig fjallað um möguleika á samstarfssamningum af einhverju tagi við seðlabanka í þeim löndum þar sem íslensku bankarnir starfa. Fram kemur að þar sem í gildi séu samstarfssamningar við norrænu seðlabankana um samstarf um lausn á fjármálaáfalli sé talið mikilvægast að óska sem fyrst eftir fundi með fulltrúum Seðlabanka Bretlands (Bank of England, BoE), þar sem umsvif bankanna utan Norðurlandanna séu mest í Bretlandi. Meginmarkmið slíks fundar eigi að vera að ræða stöðu íslensku bankanna í Bretlandi en einnig að kanna „hvort að möguleiki væri á einhvers konar yfirdráttarheimild eða lánafyrirgreiðslu Seðlabankans“ í Seðlabanka Bretlands.

273. Skýrsla Eiríks Guðnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 26. maí 2009, bls 8.

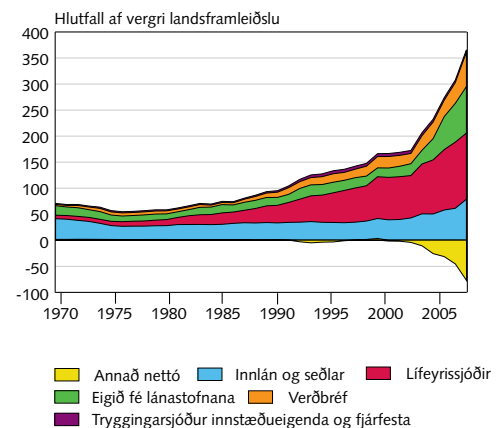
274. „Ábendingar í skýrslu Moody's.“ SI-38808. Minnisblað Seðlabanka Íslands, 4. febrúar 2008.

„Frá byrjun september 2002 hefur Seðlabanki Íslands reglulega keypt gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði í þeim tilgangi einum að styrkja gjaldeyrisforða sinn, en erlend staða bankans hafði rýrnað verulega, einkum vegna inngrípa hans á gjaldeyris-markaði á árunum 2000 og 2001. Frá september 2002 og til næstu áramóta verður heildarfjárhæð gjaldeyriskaupa sennilega um 75 milljarðar króna og gjaldeyrisforðinn verður að líkindum um 70 milljarðar króna um áramótin. Seðlabankinn telur ekki efni til að efla forðann frekar eins og sakir standa. Því hefur verið ákveðið að í byrjun árs 2005 verði hætt reglulegum gjaldeyriskaupum til eflingar gjaldeyrisforða bankans. Frá þeim tíma mun Seðlabankinn aðeins kaupa gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði til að mæta þörfum ríkissjóðs vegna greiðslna af erlendum lánunum. Í samræmi við þetta mun bankinn á árinu 2005 kaupa 2,5 milljónir Bandaríkjadala einu sinni í viku á markaði.“

Birgir Ísleifur Gunnarsson, ræða á fundi Verslunarráðs Íslands, föstudaginn 3. desember 2004

Mynd 65

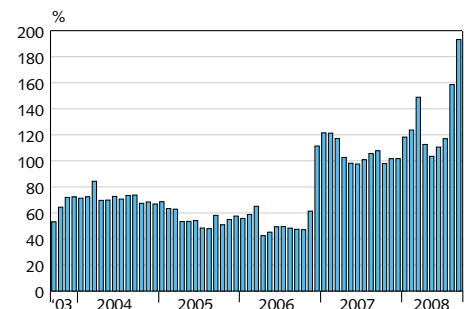
Innlent lánfjármagn



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 66

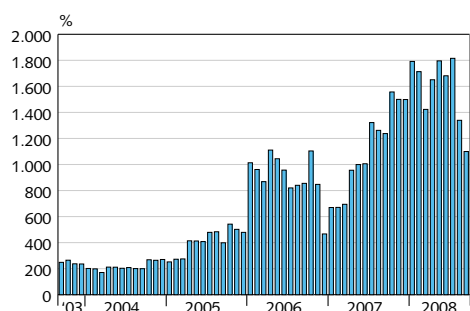
Gjaldeyrisforði sem hlutfall af innflutningi ársfjórðungsins



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 67

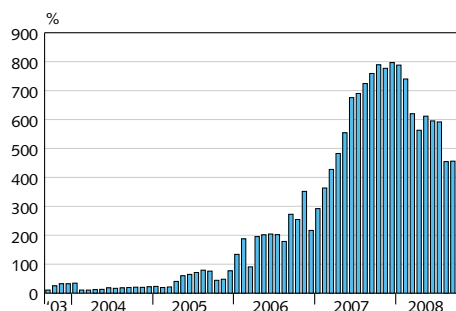
Skammtímaskuldir þjóðarbúsins sem hlutfall af gjaldeyrisforða



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 68

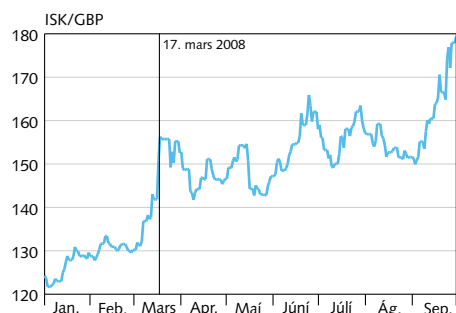
Erlend innlán sem hlutfall af gjaldeyrisforða



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 69

Gengi punds



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Slíkur fundur fór síðan fram mánudaginn 3. mars 2008.²⁷⁵ Formaður bankastjórnar Seðlabankans, Davíð Oddsson, og Ingimundur Friðriksson, seðlabankastjóri, áttu þá fund með aðalbankastjóra Seðlabanka Bretlands, Mervyn King, Sir John Gieve, aðstoðarbankastjóra, og ónafngreindum sérfræðingi bankans. Af fundargerð Seðlabanka Íslands virðist mega ráða að einungis hafi verið rætt um umsvif bankanna í Bretlandi og möguleika á að koma á formlegum samskiptum milli bankanna, en ekkert beint um lánaþyrngreiðslur frá Seðlabanka Bretlands.

Hinn 17. mars 2008 sendi Ingimundur Friðriksson tölvubréf til Johns Gieve þar sem eftirfarandi kom fram: „Further to our conversation in London, and in light of what major central banks have recently agreed among themselves, we would like to ask you whether the Bank of England might consider entering into a bilateral currency swap arrangement with the Central Bank of Iceland.“

Hinn sama dag, þ.e. 17. mars 2008, hafði íslenska krónan fallið um rúm 6% gagnvart breska pundinu sem var mesta fall krónunnar frá því í upphafi miní-krisunnar 22. febrúar 2006. Þá hafði um helmingur gengisfallsins gengið til baka næsta dag en því var ekki að heilsa að þessu sinni þar sem krónan hélt áfram að falla daginn eftir, þ.e. 18. mars 2008. Að morgni þessa dags hringdi Paul Tucker, framkvæmdastjóri markaðsaðgerða (e. executive director for markets), við Seðlabanka Bretlands, í Ingimundur Friðriksson. Af minnisblaði Seðlabanka Íslands má ráða að Paul Tucker hafi spurt um hvaða fjárhæð væri að ræða og hvað bankinn hygðist gera með fjármagnið, þ.e. hvort hann hygðist endurlána samstundis, fjárfesta (allt eða hluta), varðveita á reikningi hjá Seðlabanka Bretlands eða hvort þetta ætti einungis að vera opin neyðarlánalína. Samkvæmt minnisblaði Seðlabankans tjáði Ingimundur Friðriksson honum þá að ekki hefði enn verið rætt um útfærslu hjá Seðlabanka Íslands eða fjárhæð, en hún yrði trúlega af stærðargráðunni 1 til 2 milljarðar punda. Einnig kemur fram í minnisblaðinu að Ingimundur hafi sagt að Seðlabankinn hygðist ekki ráðstafa fénu innanlands, „að svo stöddu að minnsta kosti“.²⁷⁶ Síðan segir að Ingimundur hafi gert Paul Tucker ljóst að samningnum yrði ekki ætlað að vinna á móti þeim óróleika sem ríkti á gjaldeyrismarkaði og því liggi ekki á að fá lánið samstundis, heldur fremur á næstu vikum. Segir að símtalinu hafi síðan lokið með því að Paul Tucker hafi sagst ætla að ræða þetta mál við Mervyn King og senda viðbrögð, væntanlega strax næsta dag.

Næsta dag, þ.e. 19. mars 2008, skrifaði Ingimundur Paul Tucker tvö tölvubréf, annað um kl. 17:00 og hitt um kl. 19:00, til að gefa honum upp símaupplýsingar. Paul Tucker svaraði skömmu síðar og baðst afsökunar á því að hafa ekki svarað fyrr, enda hefði dagurinn verið mjög erfiður í Bretlandi og hann því ekki heyrnt í Mervyn King.

Síðla kvölds 21. mars 2008 barst Seðlabankanum loks tölvubréf þar sem Paul Tucker lýsir því að Mervyn King sé ekki afhuga þessu máli en ræða þurfi það nánar áður en hægt sé að taka afstöðu til þess. Tucker spyr jafnframt hvort ekki sé ráðlegt að ræða við Seðlabanka Evrópu á sama tíma og jafnvel einnig Alþjóðagreiðslubankann í Basel (Bank of International Settlements).

Í kjölfarið svaraði Ingimundur Friðriksson tölvubréfi Pauls Tucker. Í bréfi sínu útskýrði Ingimundur nánar hvað Seðlabanki Íslands hafði í huga:

275. „Fundur í Bank of England.“ SI-39476. Minnisblað Seðlabanka Íslands, 5. mars 2008.

276. „Símtal við Paul Tucker“. SI-39555. Minnisblað Seðlabanka Íslands, 18. mars 2008.

„Further to our earlier conversation, what we are interested in is committed access to an amount of the order of 1 to 2 billion Pound Sterling for a period of at least several months, and perhaps to the end of the year. The purpose would be to strengthen the international liquidity of the Central Bank and its ability to perform its mandatory tasks. We cannot at this point say under what circumstances we might use this additional liquidity. However, we think that additional international liquidity, based on an agreement with the Bank of England and perhaps other major central banks, would in and of itself increase confidence in the Central Bank and the financial system in general.“

Hinn 26. mars 2008 sendi Davíð Oddsson síðan Seðlabanka Evrópu formlegt bréf þar sem hann fer fram á allt að tveggja milljarða evra lánalínu.²⁷⁷ Engin formleg svör bárust við þessu bréfi. Hins vegar barst tölvubréf frá Francesco Papadia, aðstoðarbankastjóra (e. vice-president) hjá Evrópska seðlabankanum, 1. apríl 2008, þar sem hann sagði að bankastjórnin (e. executive board) hefði ekki enn tekið afstöðu til málsins enda vilji hún fá frekari upplýsingar frá Íslandi. Hann spyr þá hvort rætt hafi verið um fjárhagslega aðstoð við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, BIS eða aðra seðlabanka, að Seðlabanka Bretlands undanskildum.

Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri alþjóða- og markaðssviðs Seðlabanka Íslands, svaraði samdægurs og lýsti því að til staðar væri lánalína við BIS (USD 500m) og að unnið væri að því að koma upp endurhverfum viðskiptalínnum (EUR 750m).²⁷⁸ Í bréfinu segir jafnframt að ekki sé talin þörf á að leita til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins úr þessu þar sem ekki sé enn þörf á neyðaraðstoð. Ef til þess kæmi þá væri kvóti Íslands þar einn milljarður evra. Hann segir að jafnframt sé í bígerð að hefja viðræður við norrænu seðlabankana og Seðlabanka Bandaríkjanna um lánaþyrirgreiðslur eða gjaldmiðlaskiptasamninga.

Formlegt bréf var síðan skrifað frá Davíð Oddssyni til bæði Mervyns King, bankastjóra BoE, og Jean-Claudes Trichet, bankastjóra Seðlabanka Evrópu. Í bréfinu segir:

„By this letter, I wish to follow up on recent contacts about establishing a swap facility between the Central Bank of Iceland and the Bank of England.

While concerns about Iceland subsided somewhat last week, the Icelandic banks have remained in the spotlight and questions continue to be raised in the press about their position and that of Iceland. In view of the delicate situation and global nature of the Icelandic banking system, the Central Bank of Iceland continues to seek to strengthen its position. Following the establishment of a swap facility, the Sovereign would promptly seek term funding in the global financial market to further bolster Central Bank reserves.

On Thursday, April 10th the Central Bank is scheduled to publish its Monetary Bulletin and announce a policy rate decision. Markets

„Við ætluðum auðvitað að reyna að auka forðann þannig að það yrði trúverðugt. Við töldum kannski að 2 til 4 milljarðar evra mundu hjálpa mjög mikið [...] og það virtist vera sjónarmið Bretanna og [...] ég talaði nokkrum sinnum við Trichet – hann virtist taka þessu vel í byrjun og þess háttar. Svíarnir eða Skandinavarnir, aðallega þeir því að Finnarnir voru með í gegnum Evrópusambandið, virtust telja að 3 til 4 milljarðar svona væru mjög „plausible“, mundu gjörbreyta trúverðugleika um það að landið gæti staðið eitthvað af sér. Geithner hins vegar tók ekkert illa í byrjun í að menn gætu hugsanlega tekið þátt í einhverju, hugsaði sig eitthvað svona um, en síðan sagði hann: Þetta eru alltof litlir peningar. Ef þetta á eitthvað að ganga þá þurfið þið „overwhelming“ stuðning.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
7. ágúst 2009, bls 54.

277. Bréf til Jean-Claudes Trichet frá Davíð Oddssyni, formanni bankastjórnar Seðlabanka Íslands, 26. mars 2008.

278. Samningur um þessi endurhverfu verðbréfavíðskipti fyrir allt að einn milljarð USD náði í gegn seinna í apríl.

will clearly focus on the meeting on Thursday and it would provide an important venue for any further announcements.

It should be emphasized that the Icelandic banks have not requested liquidity assistance from the Central Bank other than routine liquidity provision in the Icelandic Krona. The solvency of Icelandic banks is not in question. The objective of establishing swap facilities with other central banks should be seen as a precautionary arrangement to change expectations and allay concerns in the market about the Central Bank's ability to weather the storm. Moreover, such facility would serve as a deterrent against „unscrupulous“ forces.

If the Icelandic banking system were to be hit hard, the contagion effect could be widespread, especially given the current fragile state of international financial markets. As an example in recent history, in the first quarter of 2006 a brief interruption in the funding of the Icelandic banks sent ripples of fear through financial markets.

In view of the current state of financial markets it [is] likely that the repercussions would be considerably stronger now. Icelandic bank paper is believed to be included in more than half of all CDO structures created in recent years. Our international banking contacts have underlined that a credit event stemming from a large scale liquidation of Icelandic bank obligations would have a serious impact on global asset markets. Similar concerns have been expressed about potential effects on emerging market economies, especially in Europe.

The objective of the Central Bank of Iceland is to engage at least five central banks in swap agreements. I have already been in contact with some of the Nordic Central Banks, the Bank of England, the ECB as well as the BIS. The preliminary response has been positive.

I look forward to your favourable considerations.“

Ingimundur Friðriksson og Sturla Pálsson fylgdu erindinu svo eftir á vorfundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington DC í apríl 2008. Hinn 11. apríl 2008 funduðu þeir ásamt Jens Henriksson frá skrifstofu Norðurlanda og Eystrasaltsríkja (Nordic-Baltic Office) hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum með fyrirsvarsmönnum seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur.²⁷⁹ Í fundarpunktum Seðlabanka Íslands er haft eftir Stefan Ingves, seðlabankastjóra Svíþjóðar, að ríkisvaldið á Íslandi verði að grípa til aðgerða til að ná jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Segir að Nils Bernstein, seðlabankastjóri Danmerkur, hafi tekið undir þetta. Jafnframt er haft eftir þeim að „hugsanlega þyrfti að setja einhver skilyrði um ákveðnar aðgerðir stjórnvalda“. Jafnframt hafi verið ákveðið að fá álit frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum á stöðunni á Íslandi.

Þegar Stefan Ingves var spurður út í þennan fund í bréfi frá rannsóknarnefnd Alþingis lýsti hann þeirri skoðun sinni að „íslensku fulltrúarnir á þessum fundi hafi verið stressaðir, ekkert sérlega vel undirbúnir og að þeir hafi ekki gert sér fulla grein fyrir þeirri áhættu sem til staðar væri“.²⁸⁰

279. Ósamþykkt fundargerð og ódagsett fundargerð, skrifuð af Sturla Pálssyni. Viðstaddir eru Stefan Ingves, seðlabankastjóri Svíþjóðar; Audun Grönn, framkvæmdastjóri alþjóðaeildar Seðlabanka Noregs; Jarle Bergo, aðstoðarbankastjóri Seðlabanka Noregs; Jens Thomsen, úr bankastjórn seðlabanka Danmerkur, og Nils Bernstein, seðlabankastjóri Danmerkur.

280. Bréf frá Stefan Ingves 22. janúar 2010 til rannsóknarnefndar Alþingis. „[M]y own impression was that the Icelandic representatives were stressed, not particularly well prepared, and not fully appreciated the risks at hand.“

Hinn 12. apríl 2008 funduðu fulltrúar Seðlabanka Íslands með Mervyn King og Phil Evans, framkvæmdastjóra alþjóða- og markaðssviðs Seðlabanka Bretlands. Í fundarpunktum Seðlabanka Íslands er haft eftir Mervyn King að nauðsynlegt sé að Seðlabanki Íslands geri grein fyrir því hvernig hann hyggist nota þessa samninga. Haft er eftir Ingimundi Friðrikssyni að „ljóst væri að þrýst yrði fast á íslenska banka að vinna niður efnahagsreikninginn“.²⁸¹ Í fundarpunktum segir að Mervyn King hafi spurt hvað gert yrði ef það yrði bankaáhlauð næsta dag. Samkvæmt fundarpunktum var því svarað til að „líklega yrði sá banki þjóðnýttur“.

Hinn 14. apríl 2008 funduðu fulltrúar Seðlabanka Íslands með Seðlabanka Bandaríkjana en fyrir hönd síðarnefnda bankans sátu fundinn Timothy F. Geithner, bankastjóri Seðlabanka New York, og Terrence J. Checki. Geithner hafði rætt áður við seðlabankastjóra Svíþjóðar, Bretlands og Evrópu um málefni Íslands.²⁸² Hann virtist hissa á að lausafjárstaða Íslands væri slæm en lýsti því samt að „hann teldi að heildarfjárhæðin þyrfti að vera mjög há (yfir 10 milljarðar dollara) ef aðgerðin ætti að skila tilætluðum árangri. Ella myndi markaðurinn [...] túlka hana sem veikleikamerki.“ Honum fannst að þeir seðlabankastjórar sem hann hafði rætt við „hefðu einnig efasemdir“.

Síðar sama dag, þ.e. 14. apríl 2008, kom skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um Ísland (Iceland – Preliminary Assessment).²⁸³ Þar kemur fram að lausafjárþurrð sé möguleg hjá bönkunum og í því sambandi er bent á að stærð bankanna komi í veg fyrir að Seðlabankinn geti sinnt hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara. Almenn er skýrslan jákvæð gagnvart íslensku bönkunum, meðal annars vegna þess hversu hátt eiginfjárlutfall þeirra er og einnig vegna þess að þeir höfðu allir staðist opinber álagspróf Fjármálaeftirlitsins. Í skýrslunni segir þó að Fjármálaeftirlitið hafi ekki valdheimildir til að grípa inn í starfsemi bankanna eða til að taka þá yfir. Í skýrslunni kemur einnig fram að mögulegt sé að lánalínur, líkt og þær sem Seðlabanki Íslands hafi farið fram á, gætu komið í veg fyrir lausafjártengt áhlaup á bankana en þó er bent á að ráðast verði að rótum vandans, þ.e. stærð bankakerfisins. Slíkt þyrfti að fela í sér áætlun um minnkun bankanna. Mælt er með því að gera hverjum banka fyrir sig að (i) undirbúa áætlun um minnkun, (ii) hætta að greiða arð til að bæta lausafjárstöðu og (iii) leggja fram áætlun um það hversu hratt þeir geti aflað lauss fjár með sölu eigna, ef þörf krefji. Einnig sé hægt að takmarka leyfi til að opna útibú erlendis. Til viðbótar er í skýrslunni mælt með að haldið verði áfram með viðlagaáætlun ef til bankahruns komi. Að lokum er skýrt tekið fram að hagstjórn verði að vera í samræmi við þá stöðu sem upp sé komin sem meðal annars felst í því að gæta aðhalds í ríkisútgjöldum.

Hinn 15. apríl sendi Davíð Oddsson formlega beiðni um gjaldmiðlaskiptasamninga til fimm seðlabanka. Nánar tiltekið var þar um að ræða seðlabanka Evrópu, Bretlands, Svíþjóðar, Danmerkur og Noregs. Meðfylgjandi bréfinu var minnisblað þar sem farið er yfir ýmis atriði. Í fyrsta lagi er farið yfir íslenska hagkerfið síðustu fimm árin. Í öðru lagi er farið yfir stöðu bankanna út frá opinberum gögnum. Nefnt er að bankarnir hafi allir skilað töliverðum

„[V]ið vorum bara með, held ég, 2,3 milljarða evra í cash plús 1,5 milljarða evra í lánalínur frá þremur Norðurlöndum. Ef við hefðum haft 5 milljarða í viðbót, eða eitthvað, er hugsanlegt að þrýstingurinn á okkur hefði verið minni þannig að svigrúmið til að gera eitthvað, eða verja einhverjar af þessum eignum, hefði verið meira.“

Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
 20. júlí 2009, bls. 57.

281. Ósamþykkt fundargerð og ódagsett fundargerð, skrifuð af Sturlu Pálssyni.

282. Ósamþykkt fundargerð, skrifuð af Sturlu Pálssyni.

283. „Iceland – Preliminary Assessment, sent by the managing director to Chairman David Oddsson.“ Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 14. apríl 2008.

hagnaði í lok árs 2007 og að það sé allt útlit fyrir að fyrsti ársfjórðungurinn verði góður (e. firm). Bent er á að eiginfjárlutföll bankanna séu há og að afskriftarhlutföll séu lág. Leiddar eru líkur að því að skuldtryggingarálög á íslensku bankana séu of há meðal annars vegna þess að tveir af bönkunum hafi nýverið gefið út skuldabréf á markaði með mun betri vaxtakjörum en álögin gefa til kynna, jafnvel þótt álagið hafi verið umtalsvert. Nánar verður vikið að þessu í ályktunum síðar í kaflanum. Í minnisblaðinu segir einnig að markmiðið með því að gera gjaldmiðlaskiptasamninga sé að sýna fram á að Seðlabanki Íslands geti veitt lausafjáraðstoð í öllum þeim gjaldmiðlum sem íslensku bankarnir starfa með. Lögð er áhersla á að skilaboðin verði þeim mun sterkari eftir því sem breiðari samstaða myndist milli seðlabankanna um að koma að málinu. Einnig segir að tilkynna þurfi opinberlega um slíka samninga til að markmiðinu verði náð. Að lokum er lögð áhersla á hversu alþjóðlegir bankarnir séu orðnir með meirihluta tekna sinna erlendis. Segir að af þessu leiði að fjármálaáfall hérlendis myndi hafa smitandi áhrif allvíða, sérstaklega í ljósi þeirrar lausafjarkreppu sem heimurinn sé að ganga í gegnum.²⁸⁴

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis lýsti Sturla Pálsson fyrirætlun Seðlabankans með eftirfarandi orðum: „Við reyndum að selja þeim þá hugmynd að það að láta okkur hafa 3 til 4 milljarða dollara, sem gætu dugað til þess að við gætum valdað stöðuna, bætt í gjaldeyrisforðann og knúið bankana til að selja eignir, að það væri ódýrara fyrir þá en ef íslenska ríkið færi því að það væri algjörlega óvíst hvernig það mundi leggjast í restina af heimsbyggðinni. Og við höldum því á lofti að það væri gríðarleg smithætta.“²⁸⁵

Í kjölfar fyrrgreinds bréfs, sem Davíð Oddsson sendi fyrir hönd Seðlabanka Íslands, reyndu íslensku seðlabankastjórnarnir að kalla eftir svörum frá Seðlabanka Bretlands auk þess sem unnið var að því að fullgera gjaldeyris-skiptasamninginn við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Hinn 17. apríl 2008 sendi Ingimundur Friðriksson Paul Tucker tölvubréf með fyrir-spurn um stöðu mála. Stutt svar barst frá Tucker snemma næsta dag: „We are actively discussing with the other central banks.“

Hinn 22. apríl 2008 sendi Davíð Oddsson Mervyn King bréf þar sem fram kemur að gjaldeyrisskiptasamningar við Norðurlöndin séu svo gott sem í höfn og að vonast sé eftir því að King geti afgreitt málið hjá BoE.²⁸⁶ Svar barst næsta dag. Í bréfinu segir m.a.:

„It is clear that the balance sheet of your three banks combined has risen to the level where it would be extremely difficult for you effectively to act as a lender of last resort. International financial markets are becoming more aware of this position and increasingly concerned about it. In my judgement, the only solution to this problem is a programme to be implemented speedily to reduce significantly the size of the Icelandic banking system. It is extremely unusual for such a small country to have such a large banking system. It would not be sensible for me to suggest the precise way in which this might be achieved. But the sale of one or more banks or significant proportions of their assets overseas, to foreign banks must surely be high on your list of possible

284. „Background memorandum.“ SI 40299. Seðlabanki Íslands, 15. apríl 2008.

285. Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis, 20. júlí 2009, bls 55.

286. Bréf frá Davíð Oddssyni til Mervyns King, dagsett 22. apríl 2008.

policy instruments. To design and implement such a programme is not easy. I would very much like to discuss how the international community could offer help to Iceland in respect of designing such a solution by raising the matter at the dinner of G10 Central Bank Governors to be held in Basel on 4 May. I have spoken about this with Stefan Ingves, Governor of the Riksbank in Sweden, and we shall both be requesting a discussion at the dinner.

The amount of money is very small relative to the potential need for funds should a problem arise with one or more of your banks. Indeed, the announcement of a swap, especially if restricted to a group of countries with which Iceland has good political relations, might well trigger concern in financial markets about the extent to which you and ourselves perceived a problem in the Icelandic banking system, and then attention would be drawn to the inadequate scale of financial resources available to you to deal with the problem. The swap might look rather like a political gesture rather than a credible financial strategy.

I know you will be disappointed. But among friends it is sometimes necessary to be clear about what we think. We have given much consideration to your proposal. In my judgement, only a serious attempt to reduce the size of the banking system would constitute a solution to the current problem. I would like to think that the international central banking community could find a way to offer effective help to enable you more easily to construct a programme to reduce the size of the banking system. I shall be willing to do all in our power to help you achieve that.²⁸⁷

Davíð Oddsson svaraði um hæð, einnig dagsett 23. apríl 2008.

„Thank you for your letter of April 23, 2008. I very much value the attention that you have given to our situation and your expression of goodwill. I note from your response that I have not been able to explain clearly enough how the arrangement for a swap would help in strengthening confidence in Iceland and the Icelandic financial system.

I remain convinced that a swap arrangement with several central banks would indeed help and very significantly reduce the likelihood of a serious occurrence. In fact, I have grave concerns that the absence of a swap arrangement in the current circumstances could have very severe consequences. I must emphasise my belief that this is not an isolated Icelandic concern. Difficulties in Iceland could have serious contagious effects in other countries.“

Því til viðbótar kemur fram að Davíð Oddsson telji upphæð gjaldeyris-skiptasamninga sem verið er að leita eftir muni vera nægjanleg fyrir það sem Seðlabankinn ætlaði að nýta þá í. Það er í samanburði við skuldbindingar íslensku bankanna, eignir, starfsemi og dótturfélög þeirra erlendis. Jafnframt bendir hann á að öll helstu lánshæfismatsfyrirtækin virðist telja að gjaldeyris-skiptasamningar við erlenda seðlabanka muni bæta stöðu Íslands. Að lokum kemur fram:

287. Bréf frá Mervyn King, dagsett 23. apríl 2009.

„You strongly emphasise in your letter the necessity of the banks reducing in size. I fully agree with you. As I have explained, our intention with the swap arrangement was among other things to create a window of opportunity to pressure the banks to downsize. A swap arrangement would in our view greatly improve the conditions for the liquidation of assets.

The Icelandic banks are well capitalised but they are dealing with a problem of perception. The signals we receive from the markets are that a swap facility for the Central Bank would contribute immeasurably to the alleviation of the problem.“

„I hereby kindly ask you to reconsider this matter.“

Ekkert formlegt svar barst við þessu bréfi.

Í lok apríl láðist alþjóða- og markaðssviði Seðlabanka Íslands að framlengja lánalínu sem opnuð hafði verið mánuði áður hjá BIS. Um var að ræða fjárhæð sem nam 500m Bandaríkjadala. Þegar mistökin komu í ljós var farið fram á það við BIS að lánalínan yrði samt sem áður framlengd. Því var hins vegar hafnað af BIS, sbr. eftirfarandi orð Davíðs Oddssonar við skýrslutöku: „Alþjóðadeildin átti að sjá um það hjá okkur, alþjóðasviðið. Það taldi sig hins vegar hafa falið það bókhaldinu, bókhaldssviðinu, og bókhaldssviðið síðan endurnýjar þetta ekki einhver mánaðamótin og síðan, þegar við heyrum af þeirri handvömm, sem við töldum vera, og felum þeim að endurnýja þetta þegar í stað, þá er komið annað hljóð í BIS-strokkinn.“²⁸⁸

Í lok apríl 2008 kom út skýrsla sem unnin var af sérfræðingum Seðlabanka Svíþjóðar um stöðu íslensku bankanna. Í skýrslunni var að finna almenna lýsingu á stöðunni hjá íslensku bönkunum. Meginniðurstaðan var sú að bankarnir hefðu sýnt góða afkomu og ættu góðar eignir. Á hinn bóginn væru vandkvæði á því að hægt væri að veita þeim lausafjárstuðning. Jafnvel þó að Seðlabanka Íslands tækist að auka gjaldeyrisvaraförða sinn verulega, úr 1,9 milljörðum evra í 3–4 milljarða evra væri ekki víst að slíkt myndi duga.²⁸⁹

Hinn 4. maí 2008 var haldinn fundur G10-seðlabankastjóra í Basel. Samkvæmt bréfi frá Mervyn King hugðust hann og Stefan Ingves ræða stöðu Íslands þar.²⁹⁰ Samkvæmt Davíð Oddssyni breyttist tónninn nokkuð gagnvart Íslandi eftir þennan fund: „[...] en þarna byrjar þetta að gjörbreytast, afstaða til að mynda Svíanna, sem gekk mjög langt, meira að segja þannig að á endanum, þegar þeir voru að reyna að fá Norðmennina og Danina til að hætta við þennan [gjaldmiðlaskiptasamning].“²⁹¹ Ingimundur Friðriksson var á sama máli: „Við vitum ekki hvað þeir ræddu en vildum gjarnan vita það, vegna þess að það varð, það var eitthvað rætt á fundi sem seðlabankastjórar G10-landanna svokölluðu í apríl og byrjun maí sem við vitum ekki hvað var en hafði augljóslega áhrif á afstöðu þeirra sem þar voru.“²⁹²

Hinn 7. maí 2008 sendi Davíð Oddsson bréf til Stefans Ingves, Nils Bernstein og Sveins Gjedrem, seðlabankastjóra Noregs, þar sem hann hvetur þá til að ganga frá gjaldeyrislaskiptasamningunum eins fljótt og auðið er, helst eigi síðar en næsta dag.

„Og það er það sem gerðist með Stefan Ingves, hann virtist vera okkar góði talsmaður en svo bara allt í einu, eftir fund með G10 – ég hittí hann þá sama kvöldið og ætlaði að spjalla við hann og þá var hann eins snúid roð í hund allt í einu.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. ágúst 2008, bls. 60.

„[...] ég hélt að ég mundi missa þetta um kvöldið. Það endaði með því að ég sagði: Ég fullyrði það að forsætisráðherra er búinn að lofa mér því að hann muni fylgja þessu fast eftir. Og þá kemur allt í einu: Ég vil heyra það frá hans munn. Og ég segi: Bíddu, hvenær? Af því að við erum að klára þetta í kvöld. Núna.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. ágúst 2009, bls. 61

288. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingi, 7. ágúst 2009, bls 50.

289. „An assessment of Icelandic banks.“ Sveriges Riksbank, 30. apríl 2008.

290. Bréf Mervyns King til Davíðs Oddssonar, dags. 23. apríl 2008.

291. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. ágúst 2009, bls 51.

292. Skýrsla Ingimundar Friðrikssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. mars 2009, bls. 37.

Hinn 14. maí 2008 barst Geir Haarde, forsætisráðherra, síðan símtal frá Davíð Oddssyni sem var á fundi norrænna seðlabankastjóra í Osló. Samkvæmt skýrslu Geirs mun Davíð hafa sagt: „Ég er hérna með sænska kollega mínum, Stefan Ingves, ég vil gjarna að þú talir við hann, við erum að reyna að klára hér ákveðin mál og hann verður að heyra í þér um það hvað það er sem þeir setja fyrir sig.“²⁹³ Í því samtali mun Ingves hafa farið fram á að Geir gæfi út yfirlýsingu í framhaldi af gjaldeyrisskiptasamningnum sem ráðgert var að yrði undirritaður. Sú yfirlýsing skyldi fyrst og fremst varða tvö meginmál. Annars vegar um ábyrga stefnu í ríkisfjármálum og hins vegar um Íbúðalánasjóð. Í framhaldi af þessu samtali var sett á blað yfirlýsing sem var ein af forsendum gjaldeyrisskiptasamningsins. Rannsóknarnefnd Alþingis hefur umrædda yfirlýsingu undir höndum. Þess ber að geta að dagsetning skjalsins er bersýnilega röng. Að öllum líkindum var skjalið undirritað 15. maí 2008:

April 16. 2007

STRICTLY CONFIDENTIAL

To the Governors of
Sveriges Riksbank, Danmarks Nationalbank and Norges Bank

The purpose of the swap facility is to strengthen confidence in the Icelandic economy in the short term, thereby providing a window for addressing fundamental issues. The swap facility is not intended to be drawn upon.

If the swap facility is drawn on, it will be used to increase available liquid foreign exchange reserves. If drawn on, the facility will be used pro rata and not for exchange market intervention, nor will the funds be used for recapitalization of banks. Should recapitalization become necessary, the Government, while not subsidizing the banks or shareholders, will use other funds for that purpose.

In order to build confidence and to ensure stability in the financial sector and at the macro level, we intend to support the suggested precautionary swap facility by taking the following measures:

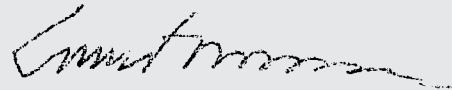
1. To increase available foreign exchange reserves, the Government will, with urgency raise EUR 1–2 bn. If the swap facility is drawn on, the Government will borrow an amount commensurate to the total amount of swap transactions.
2. The Central Bank and the Supervisory Authority will use their powers to pressure the banks to reduce the overall size of their balance sheets, in line with the measures suggested by the IMF.
3. In order to increase the effectiveness of monetary policy and to remove distortions, a credible plan for the restructuring and reform of the Housing Finance Fund system will, with urgency, be formulated and made public.

293. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls 21.

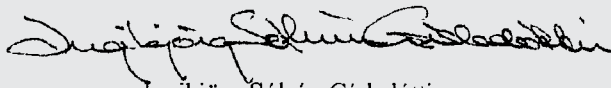
4. To maintain fiscal prudence and to avoid further net-borrowing our intention is to keep the public debt level at its current low level as well as to strengthen the fiscal framework along the lines suggested by the IMF. We will consider how to address the concerns on real wage clauses in the wage settlements.
5. Given the vulnerabilities of the financial system, an IMF FSAP update is welcome to assess the situation in more detail. The forthcoming Article IV consultation discussions also provide a welcome opportunity to assess the overall situation.
6. The Central Bank of Iceland will keep participating central banks fully and promptly informed of the measures listed above



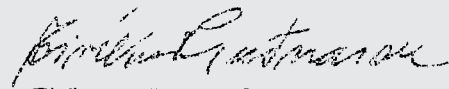
Geir H. Haarde
Prime Minister



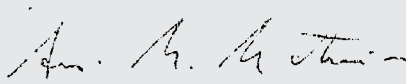
Davíð Oddsson, Chairman
of the Board of Governors
Central Bank of Iceland



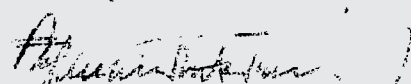
Ingibjörg Sólrún Gísladóttir
Foreign Minister



Eiríkur Guðnason, Governor
Central Bank of Iceland



Árni M. Mathiesen
Finance Minister



Ingimundur Friðriksson, Governor
Central Bank of Iceland

Að morgni 16. maí 2008 voru síðan tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamningar undirritaðir á milli Seðlabanka Íslands annars vegar og seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur hins vegar. Samningarnir veittu Seðlabanka Íslands aðgang að allt að 500 milljónum evra gegn íslenskum krónum hjá hverjum seðlabankanna um sig, eða samtals allt að 1,5 milljörðum evra. Síðar sama dag birti Seðlabanki Íslands fréttatilkynningu um samningana þar sem einnig kom fram að „ofangreindir samningarnir [sic] auka verulega aðgang Seðlabankans að erlendu lausafé og mun bankinn auka þann aðgang enn frekar á næstunni“.

Sama dag, þ.e. 16. maí 2008, birti Geir H. Haarde eftirfarandi yfirlýsingu:

Yfirlýsing Geirs H. Haarde, forsætisráðherra
16.5.2008

Ríkisstjórnin og Seðlabanki Íslands hafa að undanfögnu undirbúið margvíslegar aðgerðir til að styrkja aðgang Seðlabankans að erlendu lausafé og efla traust á íslenskt fjármálakerfi og efnahagslíf.

Ég fagna þeirri tilkynningu sem gefin var út í dag um tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamninga milli seðlabanka Danmerkur, Noregs, Svíþjóðar og Íslands og tel það mikilvægt skref í átt að ofangreindum markmiðum. Frekari aðgerðir til að styrkja erlenda lausafjárstöðu Seðlabankans eru í undirbúningi.

Af þessu tilefni vil ég einnig leggja áherslu á þá megin stefnu ríkisstjórnarinnar að stuðla að auknum hagvexti og skipulagsbreytingum á íslenska hagkerfinu með það fyrir augum að treysta efnahagslegan stöðugleika.

Til þess að bæta virkni peningamálastefnunnar mun ríkisstjórnin meðal annars þegar undirbúa og birta trúverðuga áætlun um umbætur og breytingar á skipulagi Íbúðalánasjóðs.

Til þess að tryggja áframhaldandi trausta opinbera fjármálastjórn munu stjórnvöld leitast við að viðhalda hinu lága skuldastigi hins opinbera og styrkja umgjörð fjármálastefnunnar.

Stjórnvöld munu einnig vinna að þessum markmiðum á öðrum sviðum.

Reykjavík 16. maí 2008

Í samræmi við lið nr. 1 í yfirlýsingu seðlabankastjóra og forsætis-, fjármála- og utanríkisráðherra, sem undirrituð hafði verið í tilefni af gjaldmiðlaskiptasamningum við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur, samþykkti Alþingi sérstök lög 7. júní 2008 um heimild ríkissjóðs Íslands til sérstakrar lántöku á árinu 2008. Heimildin var fyrir láni, allt að 500 milljörðum króna. Í þessu samhengi skal þess einnig getið að tvívegis fram að falli bankanna sendi Seðlabanki Íslands sérstök minnisblöð til bankastjóra seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur, sbr. lið nr. 6 í yfirlýsingunni hér að framan, annars vegar 8. júlí 2008 og hins vegar 19. september sama ár. Í þessum minnisblöðum er sagt frá því hvernig vinna að liðum nr. 1–5 gengur.²⁹⁴

(1) Viðbótarlántökur eins fljótt og auðið er

Í fyrra minnisblaðinu er fjallað um að bankinn sé að leitast við að stækka gjaldeyrisarvarforðann umtalsvert með lántöku sem hafi þegar verið

294. Minnisblað: „Few points related to Government policy since May.“, SI 42335 og minnisblað: „Memo“, SI 43079. Seðlabanki Íslands, 8. júlí 2008.

samþykkt af Alþingi. Seinna minnisblaðið segir að markaðsaðstæður séu slæmar, svo ekki sé fastar að orði kveðið, og að lánskjör fram að þessu hafi verið óviðunandi að mati Seðlabanka Íslands. Þó hafi tekist að afla um það bil 1 milljarðs evra bæði með útgáfu skammtímavíxla á Evrópumarkaði og með beinum lántökum.

(2) Þrýst á um minnkun íslensku bankanna

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að bankarnir hafi verið að minnka en engar tölur nefndar í því sambandi. Seinna minnisblaðið segir að afkoma bankanna hafi verið góð á fyrri árshelmingi 2008. Sagt er að efnahagsreikningar þeirra allra séu að minnka í evrum og að útlánastarfsemi hafi dregist verulega saman. Aftur eru engar tölur nefndar.

(3) Endurskipulagning Íbúðalánasjóðs

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að það sé forgangsverkefni hjá ríkisstjórninni að endurskipuleggja sjóðinn og að tillögur muni væntanlega koma fram síðar á árinu. Það var ekki búið að leggja þær tillögur fram þegar seinna minnisblaðið var skrifað en þó kemur fram að þetta sé enn forgangsmál, ekki síst í ljósi nýlegrar ákvörðunar Eftirlitsstofnunar EFTA um Íbúðalánasjóð. ESA hafi í raun í ákvörðun, dagsettri 27. júní 2008, komist að bráðabirgðaniðurstöðu um að tiltekin ívilnun íslenska ríkisins í þágu Íbúðalánasjóðs gengi gegn ríkisstyrkjareglum EES-samningsins.

(4) Viðhalda hinu lága skuldastigi hins opinbera og styrkja umgjörð fjármálastefnunnar. Endurskoða nýju kjarasamningana að því er varðar vísitölutengingu þeirra.

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að hið opinbera hafi fullan hug á að viðhalda aðhaldi í ríkisfjármálum. Seinna minnisblaðið er nokkuð sambærilegt því fyrra þó að bent sé á að hallarekstur sé svo gott sem óumflýjanlegur vegna minnkandi efnahagsumsvifa. Hvergi er vikið að kjarasamningum í þessum minnisblöðum.

(5) IMF FSAP-skýrsla

Í fyrra minnisblaðinu er sagt að sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafi lokið starfi sínu og að skýrslu sé að vænta. Í seinna minnisblaðinu er sagt að skýrslan hafi komið út 10. september 2008.

Nú verður aftur vikið að tilraunum Seðlabanka Íslands til að auka gjald-eyrisvaraforða sinn og til að gera tvíhliða gjaldeyrisskiptasamninga. Í lok maí 2008 voru aðstæður kannaðar á mörkuðum. Þrír alþjóðlegir bankar unnu í þessu máli fyrir hönd Seðlabanka Íslands. Um var að ræða Barclays, þar sem Raymond Seager var í fararbroddi, J.P. Morgan, með Liv Løge, og Lehman Brothers, með Glenn Victor Kim.²⁹⁵

Af minnisblaði fjármálaráðuneytis frá 21. maí 2008 má ráða að almennt hafi ríkt bjartsýni á að þessari lántöku gæti verið lokið í fyrstu viku júnímánaðar sama ár.²⁹⁶ Hugmyndir voru um að kjör yrðu á bilinu 50–75 punktar yfir LIBOR sem vekur athygli þar sem skuldatryggingarálag ríkisins var um 150 punktar 21. maí 2008. Samkvæmt minnisblaði bankastjórnar Seðlabankans til Baldurs Guðlaugssonar, ráðuneytisstjóra fjármálaráðuneytisins, voru haldnir

295. Tölvubréf frá Sturlu Pálssyni 20. maí 2008 til framangreindra tengiliða og til Jóns Þ. Sigurgeirssonar.

296. Minnisblað til ráðherra og ráðuneytisstjóra úr fjármálaráðuneyti. Ritað af ÞA (Þórhalli Arasyni) og BB (Bergþóru Bergsdóttur). 21. maí 2008.

fundir með fjárfestum eftir þetta. Í framhaldi af kynningarfundunum mun hafa komið í ljós að flestir fjárfestar hefðu mjög takmarkað svigrúm til að auka áhættu sína gagnvart Íslandi: „Kaupáhugi virtist aðeins vera fyrir hendi ef kjörin væru í takt við CDS-álag íslenska ríkisins eða ofar.“²⁹⁷ Umsjónarbankar lántökunnar munu þá hafa ráðlagt einróma að ekki yrði farið á markað þar sem veikt útboð eitt og sér gæti valdið bankaáhlaupi.

Hinn 6. júní 2008 ritaði Davíð Oddsson Timothy F. Geithner, bankastjóra Seðlabanka Bandaríkjanna í New York, bréf þar sem hann lýsir þeirri skoðun sinni að gjaldeyrisskiptasamningarnir við Norðurlöndin hafi skilað tilætlunum árangri úti á mörkuðum. Hann bætir síðan við: „Also, as demonstrated by the Nordic facility, the size of the arrangement is not necessarily a decisive issue at this juncture. In my view the perception of strong allies is more important. An arrangement with the Fed would therefore be of monumental significance. I would very much appreciate it if you would give the matter some further thought and be in touch. We would be happy to provide any further information that you would deem helpful.“ [...] „The perception of strong and far reaching alliances is more important than size. The perception of a lack of allies may have opposite effect.“²⁹⁸

Samkvæmt minnisblaðinu reyndust skuldabréfamarkaðir og markaðir fyrir sambankalán meira eða minna lokaðir gagnvart Íslandi þegar komið var fram yfir mitt sumar.²⁹⁹ Eini erlendi markaðurinn, sem virtist vera opin um sumarið, var skammtíma víxlamarkaðurinn. Í júlí 2008 hóf Seðlabankinn útgáfu skammtíma víxla, sem voru almennt einungis til 1–3 mánaða, og nam útgáfan u.þ.b. 25 milljörðum króna.³⁰⁰ Í ágúst sama ár var svo gefið út fyrir sem nemur 45,5 milljörðum króna en þá féllu einnig á gjalddaga um 10 milljarðar króna. Í lok ágúst nam þá lántaka í formi skammtíma víxla um 61 milljarði króna á gengi þess dags. Andvirði þessarar útgáfu var talið sem hluti af gjaldeyrisforða Seðlabankans. Þann 22. september var undirritað sambankalán sem Bayern LB var umboðsmaður fyrir. Þetta lán, sem nam 300 milljónum evra, var greitt út 30. september.³⁰¹ Þrjár bankar tóku þátt í láninu og var Bayern LB með meginhluta þess, eða 255 milljónir evra. Vextir á þessu láni voru 90 punktar yfir EURIBOR sem var vel fyrir neðan skuldtryggingarálag ríkisins á þessum tíma, en það var 330 punktar 22. september.

Í lok september 2008 var tilkynnt um að Seðlabanki Bandaríkjanna hefði gert gjaldeyrisskiptasamninga við Seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Sama dag skrifaði Davíð Oddsson Timothy F. Geithner bréf þar sem hann segir meðal annars: „The announcement this morning of the new currency swaps appears to have enhanced confidence for the participating countries. However, given the perception that the Nordics are one, including Iceland, the new agreement may appear to the markets as having left us in the lurch.“³⁰²

„Það er kannski fyrst og fremst verðlagningin og hættan á skilaboðunum sem þú sendir út á markaðinn vegna verðlagningarinnar. Ef við erum að... Ísland kemur út á markaðinn og gefur út á kjörum sem eru kannski verri en Kasakstan þá hefði það eitt og sér getað skapað öróa sem við vorum að reyna að ...“

Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
20. júlí 2009, bls. 49.

297. Minnisblað, viðtakandi Baldur Guðlaugsson ráðuneytisstjóri fjármálaráðuneytisins, sendandi bankastjórn Seðlabanka Íslands, 7. ágúst 2008.

298. Bréf til Timothy F. Geithner, bankastjóra Seðlabanka Bandaríkjanna í NY, SI 41283. Seðlabanki Íslands, 6. júní 2008.

299. Minnisblað, viðtakandi: Baldur Guðlaugsson ráðuneytisstjóri fjármálaráðuneytisins, sendandi: Bankastjórn Seðlabanka Íslands, 7. ágúst 2008.

300. Lánamál ríkisins 6., 7., 8., 9. tbl. 9. árg. 2008. Gefið út af Lánasýslu ríkisins.

301. Samkvæmt lánasamningi. Schuldscheindarlehen Loan Agreement, dags. 22. september 2008. Arranged by Bayern LB as Mandated Lead Arranger.

302. Bréf Seðlabanka Íslands til Timothy F. Geithner, dags. 24. september 2008. SI 43367.

Næsta dag, þ.e. 25. september 2008, talaði Davíð Oddsson við Timothy F. Geithner í síma. Ekki eru til nein samtímagögn um það samtal. Í minnisblaði Seðlabanka Íslands, dags. 4. október 2008, kemur hins vegar fram að í framangreindu símtali hafi Davíð kannað hvort möguleiki væri á hliðstæðum samningi á milli bankanna tveggja líkt og gerður hafði verið milli Seðlabanka Bandaríkjanna og norrænu seðlabankanna.³⁰³ Í minnisblaðinu kemur einnig fram að Timothy F. Geithner hafi svarað þessu erindi daginn eftir, þ.e. 26. september 2008, „á þá leið að Seðlabanki Bandaríkjanna væri ekki tilbúinn til að gera slíkan samning að svo stöddu en útilokaði ekki að það yrði gert síðar“. Síðar sama dag, þ.e. 26. september 2008, birti Seðlabanki Íslands fréttatilkynningu þar sem meðal annars sagði: „Seðlabanki Íslands hefur átt viðræður við Seðlabanka Bandaríkjanna á undanförunum vikum. Ekki voru taldar ástæður eða efni til þess að gera á þessu stigi samning við Seðlabanka Íslands. Alls ekki væri þó útilokað að slíkur samningur yrði gerður síðar ef aðstæður gefa tilefni til.“

Samkvæmt fyrrgreindu minnisblaði Seðlabanka Íslands var þessu erindi fylgt eftir 2. október 2008 með símtali við Timothy F. Geithner þar sem hann hefði lofað að íhuga málið. Síðar sama dag var tölvubréf sent af hálfu Seðlabanka Íslands til Williams Dudley, staðgengils framkvæmdastjóra fjármálamarkaðssviðs í Seðlabanka Bandaríkjanna í New York, og Toms Connors. Í bréfinu er spurningum, sem beint hafði verið til Seðlabanka Íslands, svarað. Spurningarnar vörðuðu fyrst og fremst mögulega notkun á gjaldmiðlaskiptasamningum og að hverslags notum slíkir samningar gætu komið að mati Seðlabanka Íslands. Seðlabanki Íslands segir að gjaldmiðlaskiptasamningur myndi auka traust með því að auka gjaldeyrisvaraforðann. Einnig kemur fram: „We would aim to limit our interventions in the fx market. It is not our intention to engage in further bank takeovers and thus stretch our balance sheet.“

Sama dag segir að Ingimundur Friðriksson hafi jafnframt haft samband beint við Tom Connors hjá bankastjórn Seðlabanka Bandaríkjanna í Washington.³⁰⁴

Um kvöldmatarleytið sama dag, þ.e. 2. október 2008, barst tölvubréf frá Tom Connors þar sem hann segir að málið sé til athugunar á æðstu stöðum og menn geri sér grein fyrir hversu mikilvægt sé fyrir Seðlabanka Íslands að fá skjót svör.³⁰⁵ Í fyrrgreindu minnisblaði frá 4. október segir síðan: „Síðdegis föstudaginn 3. október hafði William Dudley samband við formann bankastjórnar og tilkynnti honum að bandaríski Seðlabankinn sæi sér ekki fært að gera gjaldmiðlaskiptasamning við Seðlabanka Íslands. Meginástæða þess væri hve stórt íslenska bankakerfið væri og að til þess að gjaldeyrislaskiptasamningur gerði gagn yrði hann að vera stærri en svo að bandaríski Seðlabankinn sæi sér fært að taka þátt í gerð hans.“ Þessu til viðbótar kemur fram í tölvubréfi frá William Dudley til Jóns Þ. Sigurgeirssonar að ef Íslendingar leit-uðu eftir aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins væri möguleiki á að Seðlabanki Bandaríkjanna kæmi að málinu, sérstaklega ef Seðlabanki Evrópu kæmi einnig að málinu. Í punktum sem Jón Þ. Sigurgeirsson tók úr samtali þann daginn kemur fram að: „An IMF adjustment package would be a precondition for any participation from our side.“³⁰⁶

303. Minnisblað „Gjaldmiðlaskiptasamningar.“ SI 43386. Seðlabanki Íslands, 26. september 2008.

304. Minnisblað. „Samskipti við Seðlabanka Bandaríkjanna.“ Seðlabanki Íslands, 4. október 2008.

305. Tölvubréf frá Tom Connors til Ingimundar Friðrikssonar 2. október 2008 kl. 19:28.

306. Tölvubréf frá Jóni Þ. Sigurgeirssyni, til Jóns Þ. Sigurgeirssonar pkt. úr samtali kl. c.a. 15:45.

Samkomulag var síðan gert við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn föstudaginn 24. október en umfjöllun um það fellur utan ramma þessarar skýrslu.

4.5.6.3 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

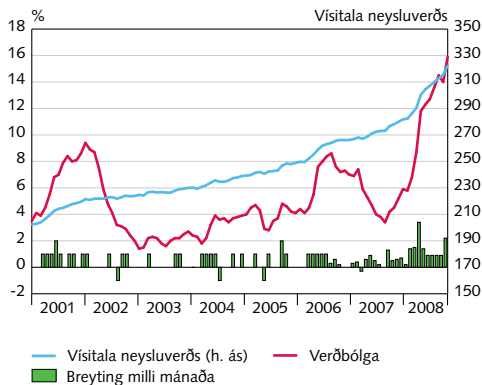
Um mitt ár 2007 voru erlend innlán bankanna orðin sjöföld stærð gjaldeyrisvaraforða Seðlabanka Íslands. Skammtímaskuldir þjóðarbúsins námu tífaldri stærð gjaldeyrisvaraforðans. Erend innlán bankanna höfðu aukist hratt mánuðina þar á undan. Skammtímaskuldir þjóðarbúsins höfðu einnig vaxið mikið. Það er mat rannsóknarnefndar að þá hafi verið síðasta raunhæfa tækifærið til að sporna við þessari þróun með virkum hætti án þess að illa færi, svo og til þess að auka gjaldeyrisvaraforðann á hagkvæman hátt. Hvorugt var gert á þessum tíma. Þegar fram í sótti hafði það afdrifaríkar afleiðingar fyrir fjármálastöðugleikann hér á landi.

Athygli vekur að Seðlabanki Bretlands var ekki beðinn formlega um skiptasamning til að styrkja gjaldeyrisvaraforðann fyrr en í tölvupósti 17. mars 2008. Þann dag féll krónan um 6%. Um var að ræða mesta gengisfall krónunnar frá því miní-krísan gekk yfir árið 2006. Hætt var því við að aðgerðir Seðlabankans kæmu mönnum ekki fyrir sjónir sem yfirveguð ákvörðun um stækkun gjaldeyrisforðans heldur sem beiðni um neyðaraðstoð til að koma í veg fyrir áhlaup sem þegar virtist hafið.

Af þeim gögnum sem nefndin hefur aflað sér verður ekki séð að í mars og apríl 2008 hafi legið fyrir skýr, skrifleg og rökstudd áætlun um aukningu gjaldeyrisforðans, þ.m.t. hvernig verja ætti þeim fjármunum sem auka ætti við forðann og tengsl þessarar aðgerðar við aðra mikilvæga þætti viðlagaundirbúnings Seðlabankans. Í bréfi Stefans Ingves, seðlabankastjóra Svíþjóðar, til rannsóknarnefndar 22. janúar 2010 kom meðal annars fram að hann hefði verið með fyrirsvarsmönnum Seðlabanka Íslands á vorkundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 11. apríl 2008. Að sögn sænska seðlabankastjórans voru íslensku fulltrúarnir þá taugaveiklaðir, ekkert sérlega vel undirbúnir og gerðu sér ekki fulla grein fyrir þeirri áhættu sem til staðar var.

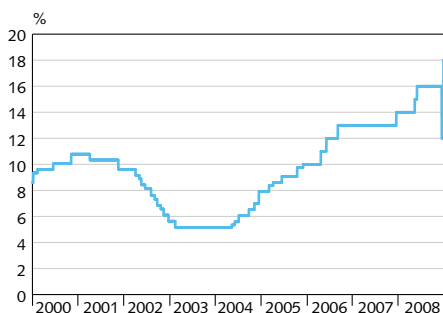
Seðlabanki Bretlands hafnaði erindi Seðlabanka Íslands um skiptasamning 22. apríl 2008. Breski seðlabankinn taldi hins vegar að seðlabankarnir gætu fundið áhrifaríka leið við að hjálpa Íslendingum við að minnka bankakerfi sitt. Að hans mati væri það eina raunhæfa leiðin til að takast á við vandann. Mervyn King, bankastjóri breska seðlabankans, bauð alla aðstoð sem hann gæti veitt við að takast á við það verkefni. Seðlabanki Íslands þekktist ekki þetta boð. Í staðinn var þess óskað í svarbréfi Seðlabanka Íslands að breski seðlabankinn endurskoðaði vinsamlegast afstöðu sína til umbeðins skiptasamnings. Því bréfi var ekki svarað. Á fundi seðlabankastjóra G10-ríkjanna í Basel 4. maí 2008 var rætt um málefni Íslands. Þar varð ljóst að Seðlabanka Íslands stóð hvorki til boða skiptasamningur við breska seðlabankann né aðra seðlabanka að undanskildum þeim danska, norska og sænska. Ekki verður þó sagt að þeir hafi verið ákafir í að gera skiptasamninga við Seðlabanka Íslands. Það gerðist ekki fyrr en eftir mikla eftirgangsmuni. Norrænu seðlabankarnir féllust ekki á gerð slíkra samninga fyrr en forsætisráðherra hafði veitt loford um að þrýst yrði á íslensku bankana að draga saman stærð efnahagsreikninga sinna með hliðsjón af tillögum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og undirrituð hafði verið yfirlýsing þriggja ráðherra ríkisstjórnarinnar um ábyrga stefnu í ríkisfjármálum og um breytingar á Íbúðalánasjóði. Við fall bankanna voru íslensk stjórnvöld mjög skammt á veg komin með að efna þetta samkomulag.

Mynd 70
Verðbólga



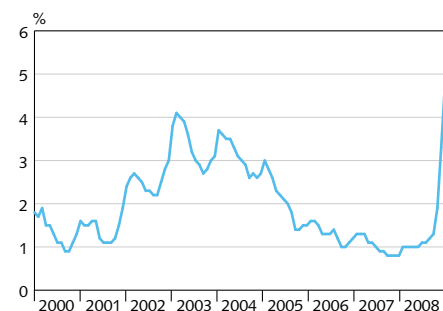
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 71
Stýrivextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 72
Skráðir atvinnulausir
Hlutfall af mannafla



Heimild: Hagstofa Íslands.

Samkvæmt framansögðu virðist ljóst að á vormánuðum 2008 hafi Seðlabanki Íslands ekki átt kost á skiptasamningum við aðra seðlabanka en þann danska, norska og sænska, þar sem stærð íslenska bankakerfisins var talin ofvaxin möguleikum Seðlabanka Íslands og ríkissjóðs til að koma því til aðstoðar.

4.6 Vaxandi ójafnvægi

Ójafnvægi jókst í þjóðarþúinu árin fyrir fall bankanna. Meginniðurstaða þessa kafla er að ójafnvægið hafi fyrst og fremst verið tvíþætt. Í fyrsta lagi átti sér stað útlánaþensla á Íslandi á árunum fram að bankahruni. Í öðru lagi varð íslenska fjármálakerfið of stórt miðað við innviði þess og umhverfi.

4.6.1 Innra ójafnvægi

Verðbólga er að jafnaði ekki áberandi fylgifyskur útlánaþenslu þar sem mikið innflæði fjármagns sér um að styrkja gengið og lækka erlent vöruverð.³⁰⁷ Innflæði erlends fjármagns og vöxtur innlestrar eftirspurnar þrýstir þó upp eignaverði. Húsnæðisliðurinn í vísitölu neysluverðs er meðal annars háður fasteignaverði. Það er meginástæðan fyrir því að mæld verðbólga jókst hér á landi á árunum 2003 til 2007. Eins mikil hækkun eignaverðs og varð hér á landi á þessum árum leiðir til þess að heimilin telja sig efnadri en áður. Viðbúid er að vöxtur eigna leiði jafnframt til aukinnar eftirspurnar. Því er rétt að bregðast við slíkri verðbólgu með hækkun vaxta til þess að slá á vænta eftirspurn. Verðbólga á árinu 2006 og fyrri hluta árs 2007 náði fyrri hæðum frá því er gengi krónunnar var látið fljóta umfram þau vikiörk sem genginu var haldið innan áður en ný peningastjórn um verðbólguþætti var tekin upp árið 2001. Þó að slaknað hafi á verðbólgunni síðla árs 2007 með hækkandi gengi íslensku krónunnar vegna erlends fjármagnsflæðis, meðal annars jöklaþréfaútgáfu erlendra fjárfesta, jókst hún hröðum skrefum úr 4% árið 2003 í ríflega 14% þegar bankarnir féllu síðla árs 2008 (mynd 70).

Þróun stýrivaxta Seðlabankans er sýnd á mynd 71. Stýrivextirnir eru hækkaðir frá því um mitt ár 2004 úr rúmum 5% í 15,5% í apríl 2008. Barátta Seðlabankans við verðbólguna er þó ekki árangursrík. Á myndinni sést að tölur verður á vaxtahækkunarferlinu á árinu 2005 og aftur á fyrri hluta árs 2006. Þá eru vextirnir óhreyfðir frá því haustið 2006 allt þar til í nóvember 2007.³⁰⁸ Eftir að hækkunarferlið staðnæmist 2006 veikist krónan og verðbólga í kjölfarið og þá er gripið til vaxtahækkana á ný og það sama er uppi á teningnum vorið 2008.

Atvinnuleysi hefur jafnan verið lítið á Íslandi (mynd 72). Í seinni tíð fór atvinnuleysi hæst í 5% árið 1995, en fór undir 1% á seinni hluta ársins 2007. Björn Rúnar Guðmundsson og Gylfi Zoëga mátu náttúrulegt atvinnuleysi á Íslandi sem 4%.³⁰⁹ Seðlabankinn hefur jafnan miðað við að náttúrulegt atvinnuleysi hér sé 2,5% til 3,0%. Þetta er kallað náttúrulegt atvinnuleysi þar sem það tekur tillit til þess að hluti vinnuafslins er í atvinnuleit á hverjum

307. „Are credit booms in emerging markets a concern?“ *World economic outlook*, apríl 2004, kafla IV. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2004.

308. Um þær tafir sem urðu á vaxtahækkunarferlinu og áhrif þeirra á trúverðuleika peningastefnunnar er nánar fjallað í kafla 4.5.5.

309. Björn Rúnar Guðmundsson og Gylfi Zoëga: „Atvinnuleysi á Íslandi – í leit að jafnvægi.“ *Fjármálatíðindi*, 44. árg. 1997, fyrri hefti, bls. 18–39.

tíma. Slíkt er eðlilegur og oftast hagkvæmur hluti af starfsemi vinnumarkaðar. Á árinu 2007 var atvinnuleysi hér á landi því langt undir því sem gæti talist eðlilegt. Þetta olli vanda fyrir fyrirtæki í ráðningum þar sem nýju starfsfólki var einfaldlega ekki til að dreifa. Slíkt kallar alla jafna á launaskrið þar sem launþegar hafa mun betri samningsstöðu en atvinnurekendur. Spennan á vinnumarkaðnum varð þó ekki eins mikil og efni stóðu til þar sem mikið af erlendu vinnuafli kom til landsins. Árið 2008 voru 18% allra karla á aldrinum 20–50 ára á Íslandi með erlent ríkisfang.³¹⁰

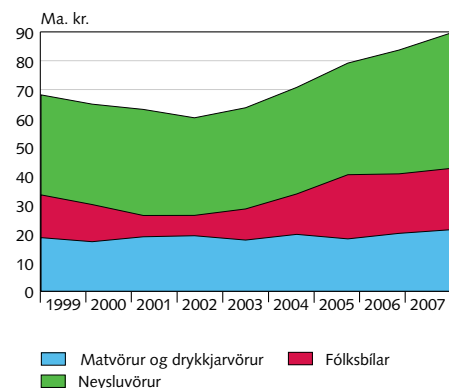
Mikil aukning kaupmáttar og útlánaþensla jók mjög á eftirspurn á Íslandi á árunum 2003–2008. Raunaukning einkaneyslu varð mest milli árunna 2005 og 2006, eða 12%. Vöxtur einkaneyslu á árinu 2007 var heldur minni, 3%, en aftur um 5% á árinu 2008.³¹¹ Hagstætt raungengi ýtti einnig undir innflutning en hann er eitt af því sem einkennir tímabil útlánaþenslu (mynd 73).³¹² Þannig varð raunvöxtur innflutnings um 30% á árunum 2004–2007 en þar munaði mest um fólksbilainnflutning.

Mikil aukning á heildareftirspurn í hagkerfinu, sem stafar meðal annars af útlánaþenslu, auðsáhrifum eða væntingum um betri tíð, getur tímabundið valdið því að heildarframleiðsla fari yfir þau mörk sem hagkerfið getur framleitt að jafnaði til lengri tíma. Þetta veldur svokallaðri framleiðsluspennu í þjóðarþúskapnum sem er mæld sem frávik á milli langtímaframleiðslugetu hagkerfisins og framleiðslu hverju sinni. Afleiðing viðvarandi framleiðsluspennu er aukin verðbólga, þar sem framleiðsluþættirnir (þ.e. vinnuafli, fjármagn og framleiðslutæki) ná ekki að hafa undan við að svala hinni miklu eftirspurn eftir vörum og þjónustu og verð hækkar. Í útreikningum Seðlabanka Íslands kom fram að framleiðsluspenna á Íslandi var einna mest árið 1987 þegar hið svokallaða skattlausu ár stóð yfir.³¹³ Það er góður mælikvarði að miða við þegar litið er til framleiðsluspennunnar sem myndaðist í hagkerfinu þegar bankakerfið óx sem hraðast. Framleiðsluspennan fór úr því að vera neikvæð um rúm 2% í lok árs 2003 upp í rúm 3,5% í byrjun árs 2006 (sjá mynd 74). Ætla má að ef ekki hefði verið fyrir erlent vinnuafli sem lagðist á árararnar með hinu innlenda að framleiðsluspennan hefði getað orðið mun hærrí, þó að vitanlega hafi hinir erlendu launþegar einnig tekið þátt í því að skapa innlenda eftirspurn.

Útlán íslenska lánakerfisins tvöfölduðust sem hlutfall af landsframleiðslu á innan við tíu árum, frá 1998–2007. Þrír fjórðu hlutar vaxtarins komu hins vegar fram á fimm árum þegar útlán íslenska lánakerfisins fóru úr því að vera 250% af landsframleiðslu í lok árs 2002 í 430% í lok árs 2007 (mynd 75). Þá ríflega tvöfölduðust skuldir heimilanna við lánakerfið á sama tímabili, úr 750 milljörðum í tæplega 1550 milljarða (sjá mynd 42).

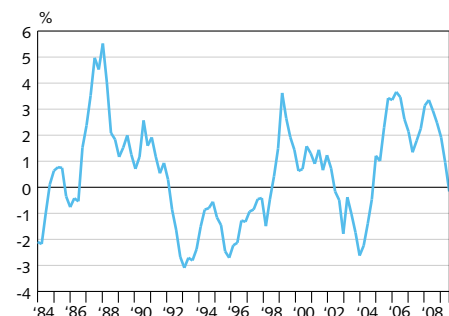
Almennt er talið að hraður vöxtur útlána sé varhugaverður og ofþensla útlána geti beinlínis verið hættuleg hagkerfinu. Vikið er að þessu í *Peningamálum* Seðlabanka Íslands í febrúar 2000 en þar segir m.a. svo:

Mynd 73
 Innflutningur á föstu verðlagi



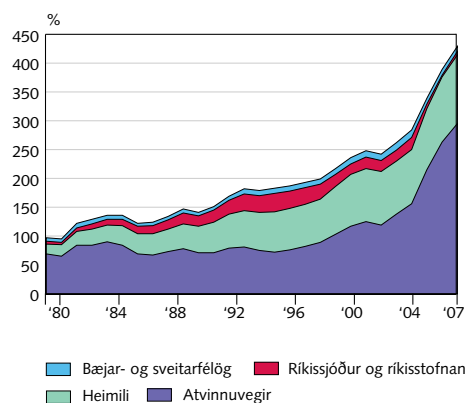
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 74
 Framleiðsluspenna



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 75
 Útlán lánakerfisins
 Heildar innlend útlán sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

310. Sjá mynd 21.

311. Einkaneysla 1990–2008, á föstu verðlagi. Hagstofa Íslands, 2009.

312. Hilbers, Paul; Inci Otker-Robe; Ceyla Pazarbasioglu og Guðrún Johnsen: „Assessing and managing rapid credit growth and the role of supervisory and prudential policies.“ *IMF working paper* WP/05/151. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

313. *Peningamál* 2005:1, Viðauki 2, Útreikingur á framleiðsluspennu. Seðlabanki Íslands, 2005.

„Mikill vöxtur útlána. Mjög ör vöxtur hefur oft verið fyrirboði alvarlegrar fjármálakreppu. Samhliða örum vexti er hætt við að gæðum eignasafns lánastofnana hraki. Ör vöxtur í veðskulda- og öðrum neyslulánum og gengistryggðum lánum getur verið undanfari almennrar uppsveiflu.“³¹⁴

Í hagrænni umræðu er óumdeilt að greitt aðgengi að lánsfé geri efnahagsþróun hraðari og vaxandi hagsæld mögulega.³¹⁵ Þar er þeim tilvikum sem einkennast af hröðum vexti útlána skipt í þrennt: dýpkun fjármálamarkaða, hlut hagsveiflna og ofþenslu útlána.³¹⁶

Dýpkun fjármálamarkaða (e. financial deepening) er þegar framþróun efnahagskerfa leiðir til almennari skuldsetningar fyrirtekja og einstaklinga. Skuldsetningin er afleiðing þess að töf er á milli útlána til uppbyggingar og þess að sú uppbygging skili sér í aukinni framleiðslu.³¹⁷

Hraður útlánavöxtur er einnig hluti af hagsveiflunni þar sem útlán vaxa hraðar en framleiðsla í upphafi hagsveiflna vegna aukinna þarfa fyrirtekja sem eru að búa sig undir að mæta aukinni eftirspurn seinna í hagsveiflunni. Þetta er í samræmi við hröðunarlíkön (e. accelerator models) af hagsveiflum.³¹⁸

Ofþensla útlána er hins vegar ekki hagkvæm útkoma efnahagsþróunar eða hagsveiflna. Hinn hraði vöxtur sem einkennir útlánaþensluna (e. credit boom) er ekki sjálfbær og mun að endingu leiða til samdráttar. Algeng orsök útlánaþenslu er vanmat markaðsaðila á áhættu, vegna of mikillar bjartsýni um framtíðartekjur. Þetta veldur hækkun á eignaverði, hækkun vaxta sem síðan veldur auknu innflæði lánsfjár. Við þetta hækkar verðmat eigna enn frekar en það gerir fyrirtekjum og heimilum síðan kleift að fá hærri lán gegn veðum í eignumum.³¹⁹

Þegar ofvöxtur útlána er metinn er nauðsynlegt að hafa í huga þau áhrif sem hann hefur á stöðugleika efnahagsstærða. Óhóflegur vöxtur útlána stuðlar að ofhitnun hagkerfisins þegar bankalán gera fyrir-tekjum og einstaklingum kleift að neyta miklum mun meira en þau/þeir afla. Þá eykst innflutningur með óhjákvæmilegum áhrifum á viðskiptajöfnuð við útlönd. Samfara því fer verðbólga og að lokum óstöðugleiki gjaldmiðilsins. Áframhaldandi hnignun viðskiptajafnaðar kann að leiða til þess að erlendar lánalínur lokist sem og aðgengi að gjaldeyri. Slíkt leiðir til hnignunar bankakerfisins í heild sinni og það getur ekki lengur staðið við skuldbindingar sínar við erlenda lánardrottna. Þetta leiðir efnahagskerfið svo í heild sinni inn í fullburða fjármála-

314. „Fjármálakerfið: styrkur og veikleikar.“ *Peningamál*, febrúar 2000. Seðlabanki Íslands.

315. Hilbers, P.; I. Otter-Robe; C. Pazarbasioglu og G. Johnsen: „Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies.“ *IMF Working Paper* nr. 05/151. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005.

316. Sjá til dæmis: Hilbers, P.; I. Otter-Robe; C. Pazarbasioglu og G. Johnsen: „Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies.“ *IMF Working Paper* nr. 05/151. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005.

317. Sjá m.a.: Favara, G.: „An Empirical Reassessment of The Relationship Between Finance and Growth.“ *IMF Working Paper*, nr. WP/03/123 Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2003 og Levine, R.: „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda.“ *Journal of Economic Literature*, 35 1997. tbl. nr. 2, bls. 688–726 og Kiyotaki, N., og J. Moore: „Credit Cycles.“ *Journal of Political Economy*, 105 2003. nr. 2, bls. 211–48.

318. Sjá: Fuerst: „Money and financial interactions in the business cycle.“ *Journal of Money Credit and Banking*, 27. tbl. 1995, bls. 1321–38.

319. Svo kölluð „financial accelerator model“. Sjá t.d. Bernanke, Gertler og Gilchirch: „The financial accelerator in quantitative business cycle framework.“ *Handbook of macroeconomics*, tbl. 1C 1999, bls. 1341–93, *Handbooks in economics*, 15. tbl. New York: Elsevier science, North-Holland.

og efnahagskreppu.³²⁰ Undir þessum kringumstæðum er fjármálastöðugleiki í uppnámi.

Í nýlegri samantekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um útlánaþenslu kemur fram að raunveruleg hætta sé á að ofþensla útlána valdi skaða. Í þessari samantekt skoðuðu höfundar 28 tímabil í efnahagssögu landa þar sem útlánaofþensla mældist á síðustu 40 árum. Skýrsluhöfundar komust að því að tímabil ofþenslu útlána eru tiltölulega sjaldgæf. Þau eiga það til að gerast á svipuðum tíma í nálægum löndum, þ.e. flestar áttu sér stað í Austur-Asíu á tíunda áratug síðustu aldar og í Suður- og Mið-Ameríku á níunda áratugnum. Á þensluskeiðinu verður hraður vöxtur neyslu og fjárfestinga, hækkun vaxta, mikill halli á gjaldeyrissjófnuði, samdráttur í gjaldeyrisforða og hækkun á raungengi. Útlánaþensla virðist hins vegar sjaldan fara samhliða verðbólgu þar sem ójafnvægi vegna aukinnar eftirspurnar er jafnað út með styrkingu gjaldmiðilsins til skamms tíma. Það er ekki fyrr en fer að halla á ógæfuhliðina og erlendir fjárfestar draga sig út úr hagkerfinu að verðbólga gerir vart við sig svo að um munar og gjaldmiðillinn fellur í verði í um helmingi tilvika samkvæmt rannsókninni.³²¹

Hvað eftirköst útlánaþenslu áhrærir komust höfundar að þeirri niðurstöðu að þeim fylgdi raunveruleg áhætta þar sem niðursveifla hagkerfisins fylgdi yfirleitt í kjölfar hennar. Til að mynda féll landsframleiðsla að raungildi um 5% að meðaltali undir langtímaleitni vegna mikils samdráttar í neyslu og fjárfestingu. Í þremur af fjórum tilvikum fylgdi bankakreppa ofþenslu útlána og í sjö af átta fylgdi gjaldeyriskreppa í kjölfarið.

Höfundar skýrslunnar leggja til að ef sterkar vísbendingar séu um þenslu útlána þurfi yfirvöld að velta fyrir sér einni eða fleiri eftirfarandi aðgerða:

- Auka eftirlit með fjármálakerfinu. Þar sem þessu fylgir rýrnun á gæðum útlána, og að minnihluti fjármögnunar sé innlán, ættu eftirlitsaðilar að velta fyrir sér að auka eiginfjárkröfur, auka útlánaeftirlit og – í sumum tilvikum – að slá á getu bankanna til skammtímafjármögnunar.
- Auka eftirlit með skuldsetningu fyrirtækja. Fyrirtæki auka enn frekar á skuldsetningu sína í útlánaþenslu þannig að best væri að auka eftirlit með bókhaldi fyrirtækja.
- Auka aðhald í peninga- og ríkisfjármálum, jafnvel þó að ekki verði vart við verðbólguþrýsting. Útlánaþenslu fylgir aukning innlendrar eftirspurnar sem er ekki sjálfbær en búast má við hörðum samdrætti eftirspurnar.

Vöxtur útlána sem slíkur er leiðandi kennitala fyrir hagkerfið, og því einn meginmælikvarðinn sem stjórnvöldum og eftirlitsaðilum ber að fylgjast grannt með. Verðbólga, viðskiptahalli og fjárfestingar geta þá verið afleiddar stærðir. Einblíni eftirlitsaðilar á þær stærðir verða viðbrögð þeirra óviðeig-

320. Hilbers, P.; I. Otter-Robe; C. Pazarbasioglu og G. Johnsen: „Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies.“ *IMF Working Paper* nr. 05/151, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005.

321. „Are credit booms in emerging markets a concern?“ *World economic outlook*, apríl 2004, kafla IV. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2004.

andi eða í besta falli ranglega tímasett til að koma í veg fyrir afleiðingar sem af fjármálakreppu³²².

Starfsmenn spænska seðlabankans gerðu úttekt á útlánnum spænskra banka yfir tvær hagsveiflur.³²³ Meginniðurstaðan var að skýr – en tafin – vensl séu á milli sveiflna í útlánnum og útlánaáhættu. Hraður útlánavöxtur leiðir til aukinna vanskila seinna. Þar að auki voru lán, sem voru veitt í uppsveiflum, líklegri til að lenda í vanskilum en önnur lán.³²⁴

Í framhaldi af þessu ákvað spænski seðlabankinn að innleiða það sem hann kallar „dynamic loan loss provisions“ eða *kvikan afskriftareikning*. Í hefðbundnum afskriftareikningum eru tveir þættir. Annars vegar sértækur (e. specific provision) fyrir útlánatap sem bankinn hefur orðið fyrir eða er búinn að koma auga á. Hins vegar almennur (e. general provision) sem er til að mæta útlánatapi sem er þegar orðið en bankinn er ekki búinn að koma auga á. Þessi liður er yfirleitt ákveðinn hluti af útlánabók. Í kvikum afskriftareikningi bætist við þriðji liðurinn sem er byggður á stöðu bankans í sveiflunni. Því hraðar sem útlán aukast, því meira þarf bankinn að setja til hliðar í afskriftareikning. Eftir því sem útlánaaukning er hægari, þeim mun meira má taka út úr afskriftareikningnum. Færsla í afskriftareikning var því gerð á eftirfarandi hátt:

$$LLP_{total} = specif. + g\Delta C + \alpha(\Delta C - \gamma C_{t-1})$$

Þar sem heildarupphæðin, sem þarf að leggja til hliðar, (LLP_{total}) vegna afskriftahættu útlána á ákveðnu tímabili kemur úr þessum þremur liðum: 1) sértæki liðurinn (*specif.*) 2) almenni liðurinn (sem er ákveðið hlutfall „g“ af nýjum lánnum sem hugsað er fyrir almennt útlánatap) og liður 3) sem er kviki liðurinn þar sem ΔC er útlánavöxtur á tímabilinu, γ er sögulegur meðalútlánavöxtur lánakerfisins í heild. Þar með er þessi liður ($\Delta C - \gamma C_{t-1}$) jákvæður ef lánasafnið vex umfram sögulegan meðalútlánavöxt en neikvæður ella. Þannig er lánastofnunum með útlánavöxt umfram sögulegan meðaltalsútlánavöxt gert að leggja til hliðar meiri fjármuni í afskriftareikninga en ella.

Hér á landi var lítið gert til að sporna við útlánavexti enda sjást þess fá merki að hann hafi verið talinn af hinu slæma. Eins og fram kemur hér til hliðar töldu bæði Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn sig ekki hafa nein bein tæki til að stöðva útlánavöxtinn. Eiginfjárlutföll lánastofnana voru ekki hækkuð og ekki var slegið á getu bankanna til skammtímafjármögnunar. Fjármálaeftirlitið gerði ítarlegar skýrslur um útlánaáhættu sex lánastofnana á árinu 2008 en í inngangi skýrslanna er ekki að sjá að það hafi verið gert á grundvelli útlánavaxtar heldur jókst skammtímafjármögnun þegar leið á tímabilið eins og lýst er í kafla 7.0. Eftirlit með skuldsettum fyrirtækjum var heldur ekki aukið. Lítils aðhalds gætti í fjármálastefnunni, eins og rakið var í kafla 4.4 og ýmsar aðgerðir hins opinbera kynntu undir þennslunni. Aðhald í peningastefnu var hins vegar aukið, en of seint og of lítið, samanber umfjöllun í kafla 4.5. Færslur í afskriftareikning minnkuðu hlutfallslega á þessu tímabili,

„... útlánsvexti hérna innan lands, 50% á hverju ári þarna alveg ár eftir ár og ég man eftir að fulltrúi Seðlabankans [...], að hans áliti var, hafði Seðlabankinn engin tæki til þess að hemja þetta eða, við höfðum ekki nein bein tæki til þess.“

Skýrsla Ragnars Hafliðasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
16. september 2009, bls. 38.

322. Kraft, E., L. Jankov: „Does speed kill? Lending booms and their consequences in Croatia.“ *Journal of Banking & Finance*, 29 2005, bls. 105–121.

323. Saurina, Jimenez: „Credit cycles, credit risk and prudential regulation.“ *Documentos de Trabajo nr. 0531*, Banco de Espana.

324. „In this paper we produce clear cut evidence of a direct, although lagged, relationship between credit cycle and credit risk. A rapid increase in loan portfolios is positively associated with an increase in non-performing loan ratios later on. Moreover, those loans granted during boom periods have a higher probability of default than those granted during slow credit growth periods.“

fyrst og fremst vegna þess að nýjar IFRS-reglur kváðu á um að söguleg gögn þyrftu að liggja fyrir til að meta afskriftaþörf lána.³²⁵ Í nýjum, vaxandi bönkum liggja slík gögn sjaldnast fyrir.

Peningamagn í umferð á Íslandi jókst hröðum skrefum á árunum 2003–2008. Ætla má að vöxt peningamagns á fyrri hluta þessa tímabils megi að einhverju leyti rekja til þess að árið 2003 var bindiskylda viðskiptabankanna færð úr 4% niður í 2%. Slíkt eykur alla jafna peningamagn í umferð. Of lágir vextir á síðari hluta tímabilsins, sem urðu til þess að veðlán Seðlabanka Íslands jukust verulega, juku peningamagn í umferð. Fjármálastofnanir gátu svarað aukinni eftirspurn eftir krónum, meðal annars vegna jöklabréfaútgáfu, með veðlánunum frá Seðlabanka Íslands sem voru veitt óháð lausafjárþörf bankakerfisins.

Þrátt fyrir að stýrivextir séu það sem nútíma seðlabankar nota til að ná markmiðum sínum um verðbólgu er algengt að þeir hafi líka auga með peningamagn í umferð, þá sérstaklega í því augnamiði að auka trúverðuleika. Seðlabanki Evrópu hefur til að mynda peningamagnsviðmið auk vaxtareglna (e. two pillar approach).³²⁶ Peningamagn er ekki síður notað sem millimarkmið þegar litið er til fjármálastöðugleika enda hafa rannsóknir sýnt að hraður vöxtur á peningamagn í umferð er mikilvæg vísbending um tvöfalda kreppu, það er gjaldmiðla- og fjármálakreppu.³²⁷ Hér á landi jókst peningamagn í umferð án þess að reynt væri að sporna við því (myndir 76 og 77). Má segja að eftir að verðbólguþröskulur var tekið upp var með öllu horft framhjá því þenslumerki sem aukið peningamagn í umferð er. Þetta kom meðal annars fram í því að Seðlabankinn hafði ekki skýra mynd af því hvers vegna peningamagn var að aukast.

Eins og áður kemur fram jukust skuldir heimila og fyrirtækja verulega frá því um aldamótin. Skuldir heimilanna jukust úr um 500 milljörðum í byrjun árs 2000 í um 1550 milljarða í lok árs 2007. Fram að falli bankanna jukust svo skuldir heimilanna enn meir, eða upp í rúmlega 1800 milljarða (sjá mynd 42). Hluti af vexti skuldanna, sem átti sér stað í upphafi árs 2008, átti rætur að rekja til gengisfalls íslensku krónunnar en útlán til einstaklinga í erlendum myntum voru um 18–21% af heildarútlánunum til heimilanna hjá stóru bönkunum þremur, sjá nánar kafla 8.

Skuldsetning fyrirtækja hafði minnkað nokkuð samhliða samdrættinum sem var í hagkerfinu á árunum 2001 og 2003. Upp úr árinu 2004 jókst skuldsetningin aftur þegar hún fór úr því að vera um 250% af eigin fé fyrirtækja í rétt tæp 400% árið 2007. Þetta var þó eingöngu ef litið var til allra fyrirtækja. Ef fjármálafyrirtæki voru hins vegar ekki tekin með jókst skuldsetning annarra fyrirtækja óverulega (sjá mynd 78).

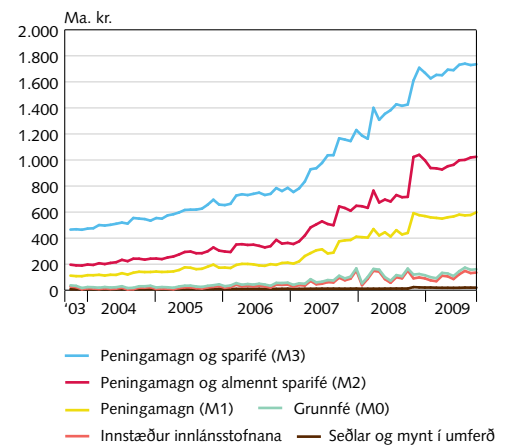
Á mynd 79 kemur fram að frá því 1999 var vöxtur í útlánunum til fyrirtækja stöðugt um og yfir 15% á ársgrundvelli að undanskildu árinu 2002. Þá dró úr vextinum er hann var á bilinu 3–6%. Skuldsetning fyrirtækja jókst þá verulega

„Og þeir lögðu í það, í IAS 39 þá áttu að byggja á sögulegum gögnum í þessum portfolio-framlögum, eða þá að skoða einstök mál. Þeir sögðu það, stjórnendur [Landsbankans], að við getum ekki byggt á sögulegum gögnum. Við [...] erum svo gjörbreyttur banki miðað við fyrir síðustu hagsveiflu, við getum ekki horft á þessu hagsveiflu vegna þess að við verðum að horfa í gegnum hana og horfa á síðustu niðursveiflu. Þær upplýsingar eru allt öðruvísi, við erum allt öðruvísi banki núna heldur en við vorum þá. Þar af leiðandi settu þeir 20–30 manns sem þeir voru með á hverjum degi að fletta upp lánunum sem þeir [...] lögðu upp með.“

Skýrsla Vignis Rafns Gíslasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. júlí 2009, bls. 26.

Mynd 76

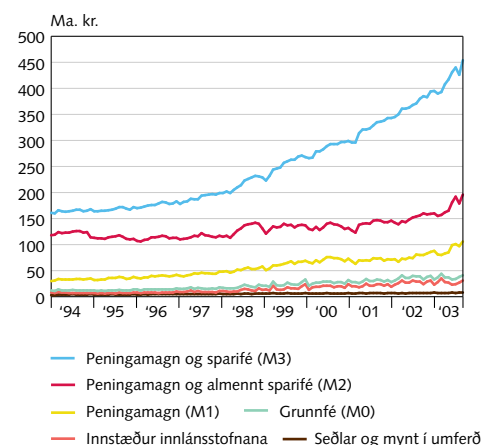
Peningamagn og tengdir liðir 2003–2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 77

Peningamagn og tengdir liðir 1994–2003



Heimild: Seðlabanki Íslands.

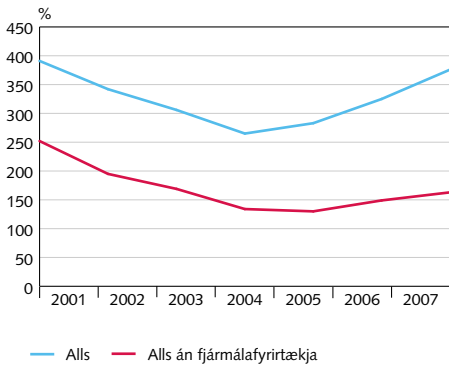
325. Aðferðafræði IAS 39.

326. Beck, G. og V. Wieland: „Money in Monetary Policy design under uncertainty: The two-pillar Phillips curve versus ECB-Style cross checking.“ *Discussion Paper Series 1: Economic Studies* nr. 20/2007. Deutsche Bundesbank.

327. Kaminsky, G.L. og C. M. Reinhart: „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.“ *American Economic Review*, 89(3), bls. 473–500. American Economic Association, júní 1999.

Mynd 78

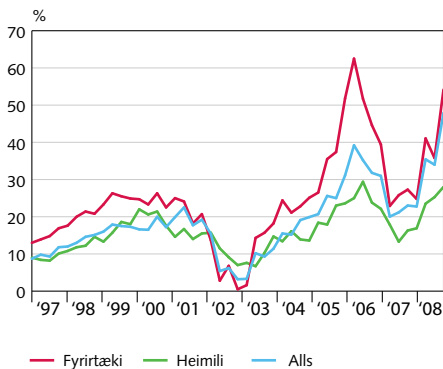
Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af eigin fé
Byggt á þöruðum samanburði frá ári til árs



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 79

Útlánaaukning lánakerfisins
Ársfjórðungslegar tölur



Hlutfallsbreyting frá sama ársfjórðungi fyrra árs.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

á árinu 2005 og var sú aukning nokkuð stöðug fram á fyrsta ársfjórðung 2006. Aukninguna frá því um mitt ár 2007 má að miklu leyti rekja til gengisfalls íslensku krónunnar. Skuldsetning heimilanna jókst lítið minna eða á bilinu 10–30% á ári 1997–2008 að undanskildum árunum 2002 og 2003.

Af framansögðu má sjá að innra ójafnvægið í hagkerfinu var orðið all-
verulegt þegar komið var fram á árið 2008. Framleiðsluspennan var mikil og
hafði verið til staðar í um fjögur ár. Atvinnuleysi var mjög lágt og verðbólga
var búin að vera yfir verðbólguþröskulmiði Seðlabanka Íslands allt frá því árið
2004, þrátt fyrir háa stýrivexti í alþjóðlegu samhengi. Á sama tíma höfðu
útlán lánakerfisins, bæði til fyrirtækja og heimila, aukist verulega. Að lokum
hafði peningamagn í umferð aukist mikið án þess að leitað væri skýringa á
því. Innra ójafnvægið var því mikið og samhliða því jókst ytra ójafnvægið líka.

4.6.2 Ytra ójafnvægi

Nokkrum árum eftir Asíukreppuna gaf National Bureau of Economic
Research (NBER) í Bandaríkjunum út greinasafn undir heitinu „Komið í
veg fyrir gjaldeyriskreppur í nýmarkaðsríkjum“.³²⁸ Lokakafli bókarinnar er
ritaður af Rudi Dornbusch, hagfræðiprófessor hjá MIT.³²⁹ Þar dregur hann
saman helstu lærdóma sem draga má af Asíukreppunni um aðdraganda og
orsakir alvarlegra efnahagskreppa í nýmarkaðsríkjum og bendir á hvers konar
athafnir, ákvarðanir og efnahagsstefnur séu svo slæmar að þær muni ávallt
leiða til efnahagsshrums. Dornbusch gerir greinarmun á gamaldags og hægfara
kreppu þar sem fjármögnun viðskiptahallans er í forgrunni við aðstæður þar
sem fjármagnsmarkaðir eru ekki fullþroskaðir, og nýttisku „efnahagsreiknings-
kreppu“ í hagkerfi þar sem fjármagnsflutningar eru opnir og frjálssir. Þar er
dregið fram hve mikill hraðinn er þegar nýttiskukreppur skella á og hve mikill
skaðinn er sem af þeim hlýst.

Nýttiskukreppa skellur á þegar óvissa skapast um getu ákveðins geira hag-
kerfisins til endurgreiðslu skulda. Slíkar áhyggjur geta hvort heldur vaknað
vegna efasemda um efnahag viðkomandi geira eða ákvörðun gengisins.
Þar sem vantraust til annars kveikir líkur á fjármagnsflótta fylgir hitt með.
Fjármagnsflótti getur þurrkað upp gjaldeyrisforða og valdið hruni gjaldmið-
ilsins á augabragði. Ástandið er ekki líðið hjá fyrr en skuldavandinn er leyst-
ur og peningastefnan hefur náð trúverðugleika. Utanaðkomandi aðstoð er
æskileg og flýtir fyrir því að endurheimta trúverðugleika og tryggja aðgengi
að nauðsynlegri fjármögnun.

Dornbusch bendir á að greiðslujöfnuður leiki lykillhlutverk í aðdraganda
kreppu og því hvernig honum vindur fram. Í aðdragandanum streymi inn
ofgnótt lánsfjár en þegar kreppan skellur á er það allt of lítið og jafnvel ekk-
ert. Megineinkenni á kreppu í seinni tíð sé áhersla á efnahagsreikninga og
fjármagnsflótta þar sem skakkir efnahagsreikningar með skuldum í erlendri
mynt séu veikleikamerki jafnvel þótt eigið fé sé jákvætt. Gengislækkun þegar
efnahagsreikningar eru skakkir valdi óstöðugleika og auki líkur á gjaldþrotum
og flýti því fyrir fjármagnsflóttanum.

Í Asíukreppunni 1997–1998, þegar fjöldi ríkja í Asíu gekk í gegnum gjald-
eyris- og fjármálakreppu, var ein aðalorsökin talin vera mikil skuldsetning í

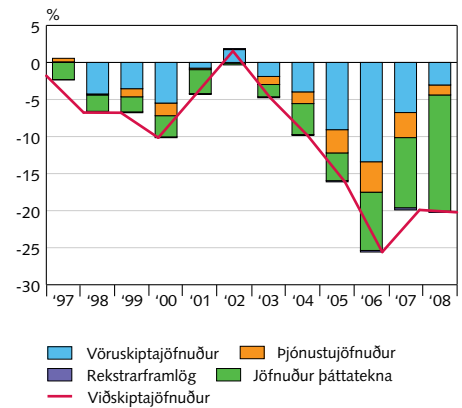
328. *Preventing currency crises in emerging markets*. National Bureau of Economic Research, 2002.

329. Dornbusch, Rudi: „A primer on emerging-market crises.“ Sebastian Edwards og Jeffrey A. Frankel (ritstj.). *Preventing currency crises in emerging markets*, NBER, 2002.

erlendri mynt. Ein helsta niðurstaða rannsókna á orsökum þeirrar kreppu var að mikil erlend skuldsetning einkageirans, hvort heldur er fjármálafyrirtækja, annarra fyrirtækja eða heimilanna, magnaði kreppuna og yki kostnaðinn við hana verulega. Þessu lýsti Martin Feldstein, hagfræðiprófessor við Harvard-háskólann í Bandaríkjunum og forseti National Bureau of Economic Research, í bók sem NBER gaf út árið 2003. Hann hélt því fram að reynsla allra þjóða sem lentu í Asíukreppunni hefði verið sú að skuldir einkaaðila í erlendum gjaldmiðlum væri alvarlegasta rót efnahagsþrenginga sem hagkerfin glímdu við. Að forðast erlenda skuldsetningu einkaaðila væri líklega það gagnlegasta sem lönd og fyrirtæki gætu gert til þess að draga úr erfiðleikum vegna hruns gjaldmiðla.³³⁰

Vegna smáðar íslenska hagkerfisins geta stórar framkvæmdir haft umtalsverð áhrif í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Viðskiptahalli mældist töluverður á árunum 1998 til 2000 meðal annars vegna stóriðjuframkvæmda á þeim tíma. Mestur varð viðskiptahallinn í þeirri uppsveiflu 10% af VLF árið 2000 en hann snerist fljótt við í lok framkvæmdatímans og afgangur varð á viðskiptum við útlönd árið 2002. Hraður viðsnúningur viðskiptajafnaðar eftir hallann á pensluskeiðinu 1998 til 2000 var talinn til marks um sveigjanleika og aðlögunarhæfni íslensks efnahagslífs og getu þess til þess að glíma við tímaþundri ójafnvægi, jafnvel þótt það væri gríðarmikið í samanburði við það sem þekktist í stærri löndum.³³¹ Eftir að ákveðið var árið 2003 að ráðast í byggingu Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls var ljóst að viðskiptahalli yrði sennilega enn meiri á árunum 2005 og 2006 en hann varð árið 2000. Samkvæmt mati Seðlabankans stafaði um þriðjungur viðskiptahallans árin 2004 og 2005 af stóriðjuframkvæmdum.³³² Fjármálaráðuneytið komst að svipaðri niðurstöðu í mati sínu.³³³ Á mynd 80 sést að viðskiptahalli jókst frá ári til árs 2002 til 2008.³³⁴ Hluta hallans má skýra með fyrrnefndum stórframkvæmdum sem þarfnast verulegs innflutnings fjárfestingarvöru. Framkvæmdirnar leiddu einnig til væntinga um vaxtahækkanir auk þess sem væntingar voru um aukið innstreymi fjármagns sem myndi styrkja krónuna. Þess vegna jókst innstreymi skammtíma fjármagns í þeim tilgangi að nýta vaxtamun á meðan gengi krónunnar styrktist vegna vaxandi innstreymis. Afleiðing af því var enn frekari styrking krónunnar á árunum 2003 til 2005 en ella. Væntingar

Mynd 80
 Viðskiptajöfnuður 1997–2007
 og fyrstu níu mánuðina 2008
 Hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

330. „The experience during all of the crises shows that the existence of large amounts of private debt denominated in dollars or other hard currencies is the most serious source of economic hardship facing the economy. When the domestic currency comes down in value, a bank or nonfinancial company that has a large dollar debt sees its indebtedness rise sharply in the local currency. Avoiding large amounts of dollar-denominated debt, and particularly private dollar debt, is probably the most useful thing that a country and corporation can do to reduce the serious consequences of a currency fall.“ Tilvitnun í bls. 4 í „Economic and financial crises in emerging market economies: An overview of prevention and management“ eftir Martin Feldstein í Feldstein, Martin (riðstj.) *Economic and financial crises in emerging market economies*. NBER, 2003, bls. 1–29.

331. Arnór Sighvatsson: „Myndun og hjóðnun viðskiptahalla árin 1998–2002.“ *Peningamál* 2003/1, bls. 72–94. Seðlabanki Íslands, 2002.

332. „Viðauki VII: Ytri Jöfnuður.“ *Peningamál* 2006/1, bls. 38. Seðlabanki Íslands, 2006.

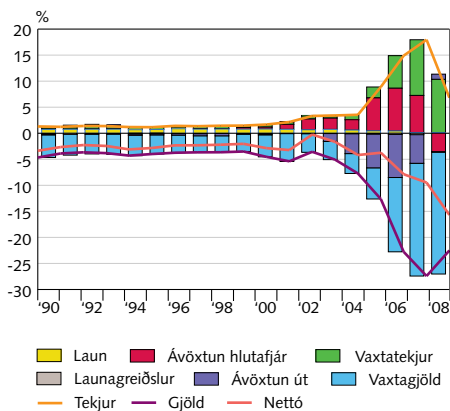
333. Þjóðarbúskapurinn, vorskýrsla. Þjóðhagsspá fyrir árin 2006–2010. Fjármálaráðuneytið, 2006.

334. Árið 2008 er aðeins sýndur viðskiptajöfnuður fyrstu níu mánuði ársins í hlutfalli við verga landsframleiðslu í þeim mánuðum. Við hrun bankanna í byrjun október versnaði ástandið verulega. Mikið tap af erlendri starfsemi olli stórrí neikvæðri færslu í þáttatekjum á fjórða ársfjórðungi 2008. Viðskiptajöfnuður var neikvæður um 310 milljarða króna á fjórða ársfjórðungi 2008 og þáttatekjujöfnuður var neikvæður um 340 milljarða en VLF nam alls 398 milljarðum króna á fjórða ársfjórðungi 2008. Viðskiptahallinn var því neikvæður um 78% af VLF og þáttatekjur neikvæðar um 85% af VLF á fjórða ársfjórðungi 2008. Viðskiptahalli mældist 44% af VLF allt árið 2008. Eftir að þetta var ritað hefur Seðlabankinn breytt skilgreiningu þáttatekna og viðskiptahallinn mælist nokkru minni árið 2008 miðað við nýja skilgreiningu.

Mynd 81

Jöfnuður þáttatekna 1990–2007
og fyrstu níu mánuðina 2008

Hlutfall af vergri landsframleiðslu

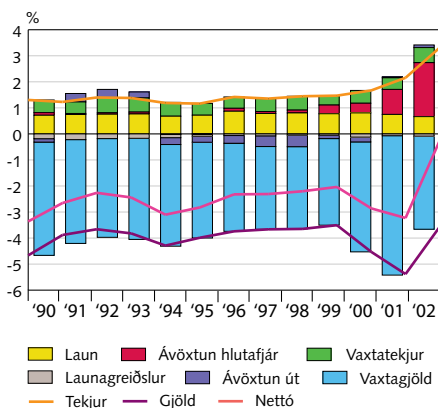


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 82

Jöfnuður þáttatekna 1990–2002

Hlutfall af vergri landsframleiðslu

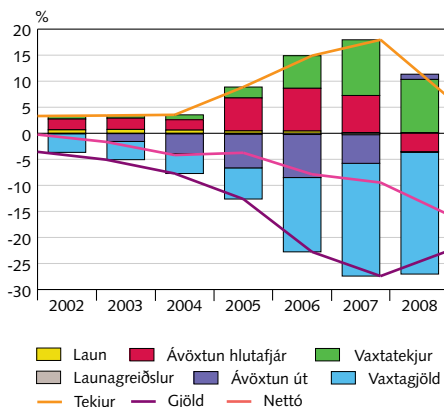


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 83

Jöfnuður þáttatekna 2002–2007
og fyrstu níu mánuðina 2008

Hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

um tímabundinn aukinn kaupmátt gagnvart útlöndum vegna sterkara gengis leiddu til þess að heimilin og fyrirtækin tóku þá rökréttu ákvörðun að flýta kaupum á innfluttum vörum og þjónustu, á meðan þær voru ódýrar, vegna hagstæðs raungengis. Ætla má að um þriðjung viðskiptahallans megi rekja til slíkra ákvarðana. Viðskiptahalli vegna erlendra fjárfestingar er ekki áhyggjuefni á meðan fjárfestingin er sjálfbær, þ.e. ef arðsemi hennar er nægjanleg til að greiða erlendan fjármagnskostnað. Sama má segja um tímabundna tilfærslu á eftirspurn frá innlendum vörum til erlendra og flýtingu fjárfestingar í innfluttum fjárfestingarvörum og neysluvörum, einkum varanlegum og hálfvaranlegum neysluvörum, svo sem heimilistækjum og bílum. Aukning viðskiptahallans af þessum orsökum er tímabundin og gengur hratt til baka þegar hagsveiflan gengur sinn gang. Veiking gengisins þegar dregur úr þenslunni leikur mikilvægt hlutverk í þeirri aðlögun og til þess að hún gangi eðlilega fyrir sig er nauðsynlegt að gengið fái að veikjast rétt eins og það fékk að styrkjast í uppsveiflunni þegar vaxtahækkningar beindu eftirspurn úr landi. Veiking gengisins árið 2001 lék veigamikinn þátt í skjótri aðlögun hagkerfisins árin 2001 og 2002 í kjölfar uppsveiflunnar 1998 til 2000.

Viðvarandi og vaxandi halli á þáttatekjum myndaðist í uppsveiflunni sem hófst á árunum 2003 til 2004. Þrátt fyrir aukningu vöruskiptahallans vegna stórförumkvæmdanna og vaxandi halla á viðskiptum með vöru og þjónustu vegna tímabundins aukins kaupmáttar gagnvart útlöndum jókst hallinn á þáttatekjum einnig verulega í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Töluverð breyting varð einnig á samsetningu á þáttatekjum á þessum árum. Þróun þáttatekna á árunum 1990 til 2008 er sýnd á mynd 81. Þar sést að skipting þáttatekna og upphæð þeirra í hlutfalli við VLF er nokkuð stöðug þar til 2002. Þá verður veruleg breyting á samsetningu þáttatekna sem og á vexti einstakra undirliða þeirra. Þessi breyting verður skýrari ef tímabilið er skipt í tvennt. Skipting þáttatekna á árunum 1990 til 2002 er sýnd á mynd 82 en tímabilið 2002 til 2008 er sýnt á mynd 83.

Hreinar þáttatekjur á árunum 1990 til 2001 sveiflast í kringum 2% til 3% af VLF. Vaxtagjöldin á árunum 1990 til 2002 eru fyrst og fremst vegna erlendra skulda hins opinbera. Þessi vaxtagjöld eru að jafnaði nálægt 4% af VLF. Á móti koma launatekjur, fyrst og fremst vegna Varnarliðsins, sem nema að jafnaði tæplega 1% af VLF á þessu tímabili. Aðrir liðir, svo sem vaxtatekjur, ávöxtun hlutafjár sem flyst úr landi og launagreiðslur til útlanda eru óverulegir. Frá því um aldamótin bættist við ávöxtun af erlendra hlutafjäreign sem er aðallega vegna kaupa lífeyrissjóðanna í erlendum hlutabréfasjóðum. Vægi ávöxtunar erlends hlutafjár eykst hratt og 2002 er þessi liður orðinn rúm 2% af VLF og það ár er nánast jöfnuður á þáttatekjum. Næstu árin á eftir verður mikil breyting þar á.

Mynd 83 sýnir breytinguna sem verður á þróun þáttatekna eftir 2002. Ávöxtun hlutafjár er nokkuð stöðug árin 2002 til 2004 og þáttatekjur alls einnig en þær haldast í námunda við 3,5% af VLF á þessum árum. Töluverð aukning verður á sama tíma á gjaldahliðinni en 2003 fer fyrst að bera á útstreymi í þáttatekjujöfnuði vegna ávöxtunar innlends hlutafjár. Þessi liður vex mjög hratt, úr 1,5% 2003 í 3,8% 2004, 6,5% 2005 og 8,3% af VLF árið 2006. Stór hluti ávöxtunar innlends hlutafjár sem færast úr landi stafar af fjölgun eignarhaldsfélaga sem skráð eru erlendis á þessum árum. Sem dæmi má nefna að hlutdeild eignarhaldsfélaga FL Group og Exista í Hollandi og Samson á Kýpur í hagnaði bankanna olli útstreymi þáttatekna og þar með

meiri viðskiptahalla án þess að sá halli kallaði í sjálfu sér á viðbótarfjármögnun. Að því marki sem slík félög voru í eigu Íslendinga átti að myndast samsvarendi tekjufærsla vegna hlutdeildar í hagnaði eignarhaldsfélagsins.

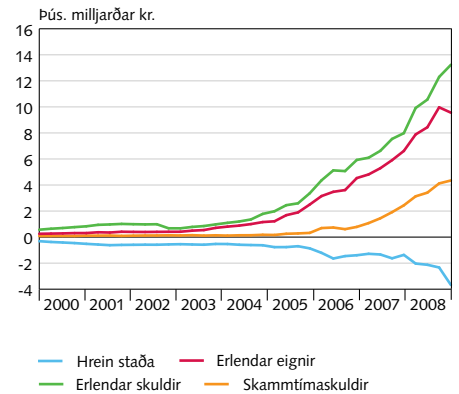
Mesta áhyggjuefnið varðandi þróun þáttatekna, sem kemur fram á mynd 83, er vöxtur vaxtagreiðslna til útlanda umfram vaxtatekjur og ávöxtun hlutafjár. Árin 2002 til 2004 nema vaxtagjöld greidd til útlanda alls um 3,5% til 4% af VLF en það er svipað hlutfall og að jafnaði næsta áratuginn þar á undan. Árið 2005 eru vaxtagjöld orðin 6% af VLF, yfir 14% 2006 og árin 2007 og 2008 eru vaxtagjöld um það bil 22–23% af VLF. Vaxtatekjurnar aukast einnig á þessum tíma, úr um hálfri prósentu af VLF 2002 og 2003 í tíu til ellefu prósent 2007 og 2008. Aukning vaxtagjalda endurspeglar fyrst og fremst aukna skuldsetningu þjóðarinnar (mynd 84).

Hrein erlend staða þjóðarbúsins hefur löngum verið neikvæð, þ.e. erlendar skuldir eru meiri en erlendar eignir. Allt fram á fyrstu ár 21. aldar voru erlendar skuldir fyrst og fremst skuldir hins opinbera. Erend fjármögnun bankanna jókst um það leyti sem einkavæðingu þeirra lauk. Bankarnir juku erlenda starfsemi með opnun útibúa og dótturfélaga og yfirtöku erlendra fjármálafyrirtækja. Erend starfsemi bankanna fólst meðal annars í þjónustu við íslensk fyrirtæki sem, líkt og bankarnir, nýttu sér lága vexti á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og fjárfestu erlendis. Erend starfsemi bankanna jókst hröðum skrefum og erlendar skuldir þjóðarbúsins uxu hratt eins og sést á mynd 84. Eignirnar uxu einnig og bankarnir skiluðu hagnaði af erlendri starfsemi en það benti til þess að eignir þeirra, sem að stórum hluta voru útlán til íslenskra fyrirtækja, skiluðu viðunandi ávöxtun.

Á fyrsta ársfjórðungi 2006 jukust erlendar skuldir um þúsund milljarða og fóru í 4360 milljarða sem var 1200 milljörðum umfram erlendar eignir þjóðarbúsins. Bankarnir höfðu gefið út mikið af erlendum skuldabréfum árin 2003 til 2005. Á fyrsta ársfjórðungi 2006 tók að bera á áhyggjum á meðal erlendra greiningaraðila sem voru farnir að veita hinum hratt vaxandi íslensku bönkum aukna athygli. Helstu áhyggjuefnin voru mikill og vaxandi viðskiptahalli á Íslandi sem kallaði á erlenda fjármögnun á sama tíma og bankarnir voru orðnir óþægilega stórir og háðir erlendum skuldabréfamörkuðum um endurfjármögnun. Leitað var leiða til að auka fjölbreytni í fjármögnun bankanna og haustið 2006 hófst innlánsöfnun í útibúum og dótturfyrirtækjum erlendis. Innlánsöfnunin sem fór aðallega fram í gegnum Icesave-reikninga Landsbankans í Bretlandi og síðar einnig í Hollandi, og Edge-reikninga Kaupþings í nokkrum löndum gekk mun betur en reiknað hafði verið með og erlendar skammtímaskuldir þjóðarinnar jukust mjög hratt tvö síðustu starfsár stóru bankanna. Bankastarfsemi felur í sér skammtímafjármögnun, fyrst og fremst með innlánunum sem eru lánuð út til lengri tíma. Það er því eðlilegt að bankar taki við innlánunum og öðru skammtímalánsfé og bindi það til lengri tíma í útlánunum. Það sem var óvenjulegt og óheppilegt í tilviki íslensku bankanna er hve mikil innlánsöfnunin var erlendis á sama tíma og útlánavöxtur var hvað mestur á Íslandi. Meirihluti útlána bankanna var því á Íslandi á sama tíma og meirihluti fjármögnunar þeirra átti sér stað erlendis.

Með vaxandi áhyggjum af endurfjármögnunargetu íslensku bankanna og efasemdum um getu ríkisins til að styðja við þá ef á þyrfti að halda jókst áhættuálag á Ísland. Gengi krónunnar veiktist nokkuð á fyrri helmingi ársins 2006 og átti það þátt í vexti erlendra skulda og eigna í krónum talið. Vaxtamunarviðskipti með krónur höfðu aukist nokkuð á árunum 2003 til

Mynd 84
 Erend staða þjóðarbúsins



Heimild: Seðlabanki Íslands.

2005 en ein birtingarmynd þeirra var útgáfa jöklabréfa sem fjallað var um hér að framan. Verulega hægði á útgáfu jöklabréfa á fyrsta ársfjórðungi 2006 og það sem eftir var af árinu var óveruleg útgáfa umfram það sem var á gjald-daga.

Ytra ójafnvægi hagkerfisins var verulegt í byrjun árs 2006. Krónan var mun sterkari en fékk staðist til lengdar, viðskiptahallinn var kominn yfir 16% af vergri landsframleiðslu og efnahagsreikningur þjóðarbúsins virtist veikur þar sem skuldir í erlendum gjaldmiðlum umfram eignir nálguðust VLF að stærð. Á þessum tíma voru því til staðar allar forsendur fyrir fjármálakreppu. Ástandið róaðist þó um mitt ár 2006 og bankarnir tóku að vaxa sem aldrei fyrr. Áhættusækni í heiminum jókst á ný og vaxtamunarviðskipti fengu nýjan byr í seglin. Íslensku bankarnir sóttu sér fjármögnun á nýja skuldabréfamarkaði, að mestu í Bandaríkjunum. Krónan tók að styrkjast á ný og innlend eftirspurn eftir lánsfé færðist í aukana þrátt fyrir síhækkandi vexti. Áhættusækni íslenskra lántakenda jókst einnig og þeir leituðu í auknum mæli í erlend lán. Í fréttum á Stöð 2 þann 23. janúar 2007 var fjallað um gengisáhættu erlendra húsnæðislána og því haldið fram að hún væri „sáralítil“ og var þar vitnað í sjálfstæðan fjármálaráðgjafa. „Sá sem vill eignast sem mest sem skjótast á hiklaust að taka erlent húsnæðislán segir Ingólfur H. Ingólfsson fjármálaráðgjafi.“ Ástæða fréttaflokkingsins var að kvöldið áður hafði hagfræðingur Alþýðusambands Íslands varað fólk við erlendum lánum í fréttatíma og benti á gjaldeyrisáhættuna af slíkum lántökum. Við því hafði fjármálaráðgjafinn þetta að segja: „Þessi teoría gengur bara ekki upp í vaxtaumhverfinu á Íslandi. Við erum að borga nú þegar í dag 5% vexti og 7% verðtryggingu og verðtryggingin er ekkert annað en vextir sem leggjast á höfuðstólinn. Þannig að áhættan af því að taka erlend lán er sáralítil.“³³⁵ Fleiri tóku í sama streng. Í viðtali í *Morgunblaðinu* 19. febrúar 2007 sagði Vilhjálmur Bjarnason, formaður Félags fjárfesta: „Mér finnst hræðsluáróður íslensku bankanna um að Íslendingar verði að hafa tekjur í erlendum myntum undarlegur því öll höfum við tekjur í íslenskum krónum sem fylgja erlendum myntum þegar til lengri tíma er litið. Þær leiðbeiningar bankanna um að viðkomandi lántakandi verði að hafa tekjur í erlendum gjaldeyri til að geta tekið erlent lán eru að hluta til réttar, en byggjast á því að viðkomandi einstaklingur sé asni. Sá hinn sami hlýtur að geta stýrt fjármálum sínum og notfært sér í ofanálag lægri vexti í erlendum myntum en bjóðast hér heima. [...] Krónan stendur nú enn veik og þá árar vel til að taka lán í erlendum sterkum myntum.“ Enn var gengisáhætta erlendra íbúðalána í umræðunni undir lok árs 2007 og þann 12. desember birti sjónvarpsmaðurinn Egill Helgason eftirfarandi athugasemd á víðlesnu vefsvæði sínu: „Margir verða nú til að benda á að gengisáhætta fylgi því að taka lán í erlendri mynt – þ.e. ef lántakandinn hefur tekjur í íslenskum krónum. [...] Þetta er satt og rétt en auðvitað engin ný tíðindi. Fæstir eru svo heimskir að þeir taki lán í erlendum gjaldmiðli án þess að skilja að afborganirnar sveiflast með gengi krónunnar. Málið er bara það að kjörin á lánamarkaði hér eru með slíkum ólíkindum – okrið er þvílíkt – að krónan má falla ansi mikið áður en erlendu lánin verða dýrari en þau íslensku. Því eins og þeir vita sem hafa tekið gjaldeyrislán er það nánast eins og kraftaverk hversu fljótt fer að ganga á höfuðstólinn.“ Árið 2007 var því nægt framboð af

335. Stöð 2, 23. janúar 2007. Fréttir.

„fjármálaráðgjöfum“ utan bankanna sem hvöttu fólk heils hugar til erlendra lántöku. Í *Fjármálastöðugleika 2008* sem Seðlabankinn gaf út kemur fram að í lok árs 2004 hafi 4,5% útlána banka til heimilanna verið gengisbundin en hlutfallið var komið í 23% í mars 2008.³³⁶

Eftir að óróinn sem var á íslenskum fjármálamörkuðum í upphafi árs 2006 gekk yfir hélt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum áfram að aukast en nú á meiri hraða en fyrr. Bankakerfið hélt áfram að vaxa, erlend skuldsetning þjóðarinnar jókst, hlutfall erlendra skammtímaskulda jókst einnig og skuldir fyrirtækja og heimila í erlendum gjaldmiðlum jukust verulega á árinu 2007. Þjóðin var ekki aðeins háð erlendri fjármögnun til að standa undir ósjálfbærum viðskiptahalla. Á sama tíma og viðskiptahallinn hélt áfram að aukast réðust helstu fyrirtæki landsins undir forystu bankanna þriggja í sífellt umfangsmeiri fjárfestingar á erlendri grundu og voru þær einnig fjármagnaðar með erlendu lánsfé. Vilji Íslendinga til lántöku var gríðarlegur á tímum sögulega lágra vaxta og lausfjárgnóttar á heimsvísu þegar einsýnt var að fyrr eða síðar myndu vextir fara hækkandi og aðgengi að lánsfé myndi þyngjast á ný.

Nokkur fyrirtækjanna sem voru umfangsmikil í erlendum fjárfestingum, Actavis, Eyrir Invest, Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn ásamt Útflutningsráði, styrktu sérstakt rannsóknarverkefni við viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands. Heiti verkefnisins var „Útrás íslenskra fyrirtækja“ og var því ætlað að leita svara við því hvað stæði á bak við góðan árangur íslenskra fyrirtækja af hinni miklu lánsfjárdrifu fjárfestingu erlendis, „útrásinni“ svo kölluðu. Verkefninu stýrðu Snjólfur Ólafsson, Gylfi Dalmann Aðalsteinsson og Þórhallur Örn Guðlaugsson en Auður Hermannsdóttir starfaði með þeim. Niðurstöður rannsóknarinnar birtust í nokkrum rannsóknarritgerðum sem komu út á vegum viðskiptafræðistofnunar Háskólans.³³⁷ Ein niðurstaða úr þessu rannsóknarverkefni er að sérstök íslensk viðskiptamenning (e. organizational culture) eigi stóran þátt í hinum góða árangri útrásarfyrirtækjanna en henni má lýsa með nánnum tengslum milli fólks, stuttum boðleiðum, alþýðlegum (e. informal) stjórnendum með gott aðgengi að stjórnáráðgjöf og fjármáláráðgjöf. Frumkvöðlamenning innan fyrirtækjanna er einnig talin hafa leikið stórt hlutverk í alþjóðavæðingu íslenskra fyrirtækja. Viðskiptaráð gaf einnig út ítarlega skýrslu um erlendar fjárfestingar íslenskra fyrirtækja og kom hún út í febrúar 2007.³³⁸ Þar er lögð áhersla á að afnám margvíslegra hafta í íslenskum þjóðarbúskap á undangengnum áratugum, samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið, sterkt lífeyrissjóðakerfi, alþjóðleg menntun íslenskra sérfræðinga og einkavæðing bankanna eigi stóran þátt í árangri íslenskra fyrirtækja af erlendum fjárfestingum.

Það voru ekki aðeins fræðimenn í Háskólanum og forkólfar atvinnulífsins sem töldu að vel hefði tekist til við útrásina. Í ræðu þann 18. maí 2006 lét Davíð Oddsson, þáverandi seðlabankastjóri, eftirfarandi orð falla: „Bankarnir

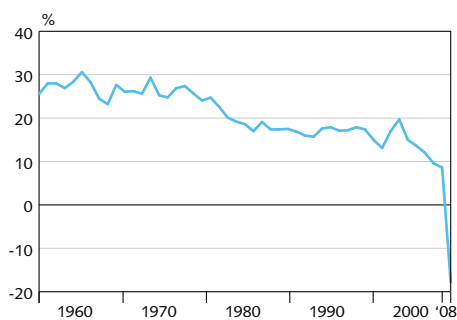
336. *Fjármálastöðugleiki*, bls. 24. Seðlabanki Íslands, 2008.

337. Snjólfur Ólafsson: „How entrepreneurial culture can support fast international growth.“ Í *Working paper* W07:02. Viðskiptadeild Háskóla Íslands, 2007. Auður Hermannsdóttir, Anny Berglind Thorstensen og Snjólfur Ólafsson: „Overview of foreign investment from Iceland 1998 to 2005.“ *Working paper* W07:04, Viðskiptadeild Háskóla Íslands, 2007. Gylfi Dalmann Aðalsteinsson og Þórhallur Guðlaugsson: „Can specific Icelandic organizational culture explain the success of Icelandic businesses in foreign expansion?“ Fyrir 19th Nordic Academy of Management Conference „The Future of Nordic Business Schools“.

338. *Iceland's advance: foreign investment 2001–2006*. Viðskiptaráð Íslands, febrúar 2007.

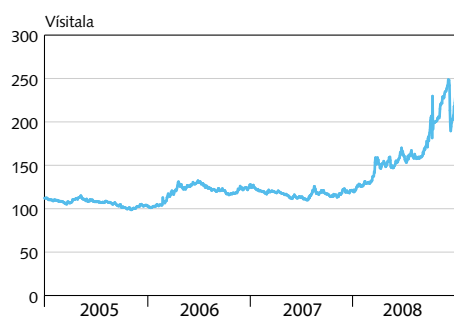
hafa farið mikinn í útrás sinni á undanförunum misserum. Seðlabankinn telur að flest bendi til að vel hafi tekist til í fjárfestingum þeirra í útlöndum. Dótturfyrirtæki þeirra eru traust fjármálafyrirtæki sem sæta ströngu eftirliti í heimalöndunum líkt og móðurbankarnir gera heima fyrir. Þessi fyrirtæki eru sömuleiðis í löndum þar sem efnahagslegur stöðugleiki ríkir og horfur um fravindu efnahagsmála eru bjartar. Í lok síðasta árs voru tveir þriðju útlána bankanna á samstæðugrunni til erlendra lánþega. Útrás bankanna hefur því í reynd styrkt undirstöður þeirra. Þeir eru ekki lengur háðir sveiflum í efnahagslífi á Íslandi eða í nokkru einu landi. Þvert á móti er áhættan dreifð.³³⁹ Hver svo sem árangur úrarársfyrirtækjanna var og hverju sá árangur var að þakka er óumdeilt að erlend fjárfesting íslenskra fyrirtækja var gríðarleg og kallaði á umfangsmiklar erlendar lántökur og kann að hafa stuðlað að því að skekka frekar efnahagsreikning þjóðarinnar.

Mynd 85
Vergur sparnaður
Hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 86
Vísitala meðalgengis
Viðskiptavog þröng



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hraður vöxtur innlestrar eftirspurnar árin 2002 til 2007 endurspeglast í fallandi þjóðhagslegum sparnaði (mynd 85). Frá því um miðjan níunda áratuginn hafði sparnaðarhlutfallið haldist nokkuð stöðugt, oftast nær í rétt rúnum 17% af vergri landsframleiðslu. Í eftirspurnardrífni uppsveiflunni 1998 til 2000 féll hlutfall sparnaðar niður í 13% en hækkaði svo á tveimur árum í tæp 20%. Á árunum 2002 til 2007 dróst þjóðhagslegur sparnaður nokkuð hratt saman úr um það bil 20% af VLF í tæp 9%. Þetta lága sparnaðarhlutfall er enn ein birtingarmynd ytra ójafnvægis í hagkerfinu. Því minni sem innlendir sparnaður er, því meira af innlendum framkvæmdum þarf að fjármagna með erlendu fé, hvort heldur lánsfé eða beinni fjárfestingu. Hið mikla ójafnvægi sem birtist í ósjálfbærum viðskiptahalla, lágu sparnaðarhlutfalli, ofþöndum vinnumarkaði og sívaxandi erlendri skuldsetningu leysist ekki nema eitthvað gefi. Þar sem gengi krónunnar var fljótandi var eðlilegast að áætla að það gæfi eftir og veiktist en veikara gengi dregur úr kostnaðinum við það að endurheimta jafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Nánast samfellda styrkingu krónunnar frá því snemma á árinu 2002 fram undir áramót 2005 og 2006 má rekja til innlestrar eftirspurnarþenslu. Stórframkvæmdir, aukið aðgengi að lánsfé vegna einkavæðingar bankanna og samkeppni þeirra og Íbúðalánasjóðs um lánveitingar, sem kom fram í lækkanði vöxtum og hækkanði veðhlutföllum, auk skattalækkana og af slakrar peningastefnu, ollu miklum vexti í innlendri lánsfjáreftirspurn. Mikið framboð erlends lánsfjár á lágum vöxtum átti því greiða leið inn í íslenskt efnahagslíf og krónan styrktist langt umfram jafnvægisgildi. Veiking krónunnar í mars og apríl 2006 færði hana í átt að jafnvægi en hún styrktist fljótlega aftur og breytti ekki um stefnu fyrr en um mitt ár 2007 þegar áhættufælni á erlendum fjármálamörkuðum jókst. Þegar krónan loks gaf eftir á árinu 2008 var erlend skuldsetning orðin mun útbreiddari meðal almennings en hún var aðeins tveimur árum fyrr. Efnahagsreikningar fyrirtækja, sem ekki voru með tekjur í sömu mynt og skuldir, sem og heimila, sem voru með verulegar skuldir í erlendum gjaldmiðlum, þöldu illa miklar breytingar í gengi krónunnar. Þróun erlendar stöðu þjóðarbúsins, viðskiptajafnaðar, krónunnar og skekking efnahagsreikninga á þensluárunum 2004 til 2007 var eins og skólábókardæmið sem lýst var í ritum NBER og vitnað var til hér að framan og

339. Erindi Davíðs Oddssonar, formanns bankastjórnar Seðlabanka Íslands, á ársfundi Landssambands lífeyrissjóða 18. maí 2006, bls 5.

fjalla um það hvernig aðdragandi gjaldeyris- og fjármálakreppu Asíuríkjanna var á árunum 1997 og 1998.

Reynsla af flotgengistímanum eftir að Bretton-Woods fyrirkomulag fastgengis leið undir lok snemma á áttunda áratugnum sýnir að fljótandi gengi getur verið afar sveiflugjarnt. Svo mjög að á því getur leikið vafi hvort gengið sinnir hlutverki sínu sem sveiflujöfnunartæki fyrir raunhagkerfið eða hvort breytingar á genginu séu sjálfstæð uppspretta sveiflna í raunkerfinu. Þórarinn G. Pétursson velti upp þeirri spurningu hvort verðbólguþolmið geti verið uppspretta aukinna sveiflna í genginu.³⁴⁰ Niðurstaða hans var að svo væri ekki en innganga í myntbandalag dragi aftur á móti úr slíkum sveiflum.

Áður hefur verið vikið að gengisáhættunni sem hlýst af skuldsetningu í erlendri mynt. Það er ekki nýtt vandamál og var afar hugleikið Joseph Stiglitz er hann skrifaði ritgerð fyrir Seðlabanka Íslands árið 2001 þar sem hann benti á ýmsar hættur við frelsi í flutningum skammtíma fjármagns milli landa. Til að mynda getur gengisáhætta einstakra fyrirtækja verið veruleg þrátt fyrir að hagkerfið í heild sé í ágætu jafnvægi og með litla nettó gjaldeyrisstöðu. Þótt eitt fyrirtæki hagnist á sveiflum í genginu bætir það ekki fyrir tap annars. Miklar gjaldeyrisveiflur geta því leitt til gjaldþrota og haft þannig áhrif á fjármálakerfið þótt heildargjalddeyrisstaða hagkerfisins, og jafnvel fjármálakerfisins, hafi verið í jafnvægi ef einstök fyrirtæki eru með mjög stórar stöður.³⁴¹

Stiglitz benti á að ef fyrirtæki eða fjármálastofnanir eru mjög skuldsett í erlendum gjaldmiðlum getur gengislækkun haft neikvæð áhrif fyrir hagkerfið. Í staðinn fyrir að draga úr innflutningi og auka útflutning og laga þannig viðskiptajöfnuð kemur kostnaðaraukinn fyrir skuldsett fyrirtæki í veg fyrir að þau geti aukið framleiðslu og þar með útflutning. Í sérstaklega slæmum tilvikum verða fyrirtækin gjaldþrota og vandinn flyst yfir á fjármálafyrirtækin sem geta lent í erfiðleikum. Hann bendir á að það sé venja að bregðast við gjaldeyriskreppum með hækkun vaxta.³⁴² Þegar fyrirtæki eru skuldsett í erlendri mynt aukist kostnaður þeirra af þeim sökum. Háir vextir í ofanálag geta þá gert illt verra og jafnvel sett fyrirtækin í þrot. Versnandi efnahagsástand sé ekki til þess fallið að auka traust á hagkerfinu. Útflæði fjármagns geti því aukist og gengið fallið enn frekar.³⁴³

Bjarni Bragi Jónsson, sem var aðalhogfræðingur Seðlabankans, ritaði um gengisfyrirkomulag árið 1985: „Við breytilegt gengi voru upphaflega bundnar þær vonir, að það mundi auðvelda þjóðríkjum að hafa vald á ytri mörkum efnahagsstarfsemi sinnar og þar með efla valfrelsi í hagstjórn. Þessar vonir eru að verulegu leyti taldar hafa brugðist. Annars vegar hafi stjórnvöld ekki vogað sér að láta gengi breytast svo sem þurfti til þess að vega upp ytri áhrif, af ótta við innri röskun og ytri fjármagnshreyfingar. Hins vegar hafi vaxtamunur og fjármagnshreyfingar tekið völdin og orsakað stórfelldar gengisbreytingar af allt öðrum toga en þeirri efnahagsnaúðsyn, sem hér er við að miða. [...] Höfuðvandinn er ljóslega sá að komast að niðurstöðu um gengi,

340. Þórarinn G. Pétursson: *Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility?* Working paper No. 43, Seðlabanki Íslands 2009.

341. Stiglitz, Joseph E.: *Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland.* Working paper 15, bls. 3. Seðlabanki Íslands 2001.

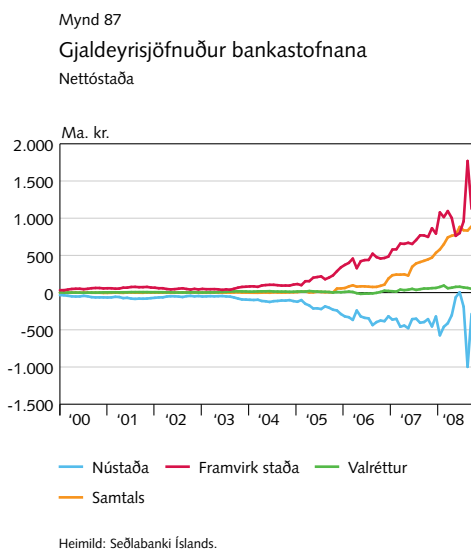
342. Stiglitz, Joseph E.: *Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland.* Working paper 15, bls. 4. Seðlabanki Íslands 2001.

343. Stiglitz, Joseph E.: *Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland.* Working paper 15, bls. 5. Seðlabanki Íslands 2001.

sem uppfyllir jöfnum höndum skilyrði og þarfir vöru- og þjónustuviðskipta og fjármagnshreyfinga. Hvarflað hefur að mönnum, hvort tvöfalt gengi, endur-reisn fastgengis eða opinber stjórn fjármagnshreyfinga væri framkvæmanleg. Milli fjármagns og framleiðslu eru ótal tengsli, svo að til tvíengis þýðir ekki að hugsa. Fastgengið verður í raun aldrei fast, og er þá sí- og stigbreytileg aðlögun betri kostur til þess að bægja frá stórum áföllum. Um bæði fastgengi og stjórn fjármagnshreyfinga gildir það, að hægara er að halda í og losa um af varkárni heldur en kippa að sér hendinni um fengið frelsi. [...] Komizt hefur verið að þeirri niðurstöðu, að fjármagns- og peningamarkaðir helztu þjóðanna fljóta saman, svo að engin hrein skil eru milli innri peningamála og ytri gjaldeyrismála. Utan á þennan kjarna raðast svo smærri og veikari þjóðlönd, sem tengjast gjaldeyrislega og í gengisákvörðun sinni tilteknum helztu ríkjum eða samstæðum þeirra og girða sig í meira mæli af með hömlum á fjármagnshreyfingar og opinberri gengisákvörðun. Allt heimskerfið stefnir þó til meiri samruna eftir þessum leiðum, nema þegar sérstaklega kreppir að og þjóðirnar kippa að sér hendinni í samskiptum sín á milli. Sá samruni er þó engan veginn til samstæðrar og þjóðernislega hlutlausrar heildar, heldur gæti stórveldisáðstöðu sumra þjóða með tækifærum til þess að koma fram stjórnvaldsmarkmiðum þeirra, um leið og aðrar eiga örðugt með að stýra sér í flauti alþjóðlegs fjármagnsstreymis og efnahagsframvindu. Einkum er hætt við, að með opnum fjármagnsmarkaði geti smærri þjóðir í reynd hvorki ráðið vöxtum sínum né gengi og þar með ekki heildstæðustu þáttum efnahagsmála sinna.“³⁴⁴

Mynd 87 sýnir gjaldeyrisjöfnuð bankastofnana. Nústaða er almennt neikvæð en hún er varin með framvirkum samningum. Þannig héldu bankarnir almennt hlutlausri stöðu allt þar til í lok árs 2005. Seðlabankinn breytti reglum um gjaldeyrisjöfnuð í maí 2005 og frá þeim tíma var heimilt að hafa sérstakan gjaldeyrisjöfnuð, utan við heildargjaldyrisjöfnuð, til þess að verja eiginfjárhlutfall fyrir gengisbreytingum. Á næstu misserum fóru bankarnir hver af öðrum að byggja upp sérstaka gjaldeyrisstöðu í þessum tilgangi en það hefur þau hliðaráhrif að hagnaður eykst og arðsemi þar með ef gengi krónunnar fellur. Gengisveiking leiddi einnig óbeint til þess að reiknuð arðsemi bankanna jókst enn frekar þar sem þeir áttu meira af verðtryggðum eignum en skuldum. Bankarnir voru þarna komnir með tækifæri til verulegrar stöðutöku gegn krónunni í þeim tilgangi að verja eigið fé gegn sveiflum í genginu. Reglur um gjaldeyrisjöfnuð voru upphaflega settar til þess að koma í veg fyrir slíka skekkingu á efnahagsreikningi hagkerfisins. Banki, sem er með stóran hluta starfsemi sinnar í erlendum gjaldmiðli en eigið fé í krónum, þarf að auka eiginfjárhlutfallið til að eiga borð fyrir báru svo að hann geti mætt gengisveikingu án þess að fara niður fyrir lögbundin mörk um lágmarks eiginfjárhlutfall. Ef hann getur aftur á móti tekið stöðu gegn krónunni, eins og bönkunum var mögulegt frá og með maí 2005, þarf hann ekki að skeyta um slíkar varúðarráðstafanir. Hins vegar gat veruleg stöðutaka bankanna gegn krónunni á endanum, þótt hún væri hugsuð sem vörn fyrir eigið fé, leitt til veikingar krónunnar og þar með rýrt eignagæði og jafnvel keyrt bankana í þrot. Ef slík vörn hefði verið óheimil hefði aftur á móti þurft að auka eiginfjárhlutfallið og það hefði dregið úr útlánagetu og arðsemi. Í slíku umhverfi hefðu bankarnir eflaust haldið aftur af vexti á erlendri grundu.

344. Bjarni Bragi Jónsson: „Vaxta- og gengisákvörðunarkerfi nútíma markaðsþjóðfélags og framtíð þess“. Í *Klemensarbók*, bls. 13–26. Félag viðskipta- og hagfræðinga, 1985.



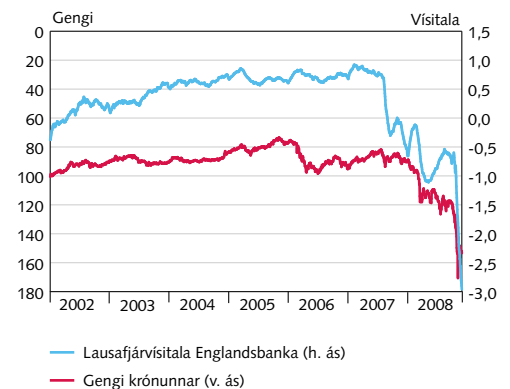
Í *Peningamállum* 2007/1 var birt umfjöllun Seðlabankans um viðmiðunargjaldmiðil innlands fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar.³⁴⁵ Þar kemst Seðlabankinn að þeirri niðurstöðu að það hefði óveruleg áhrif á miðlun peningastefnunnar ef fjármálafyrirtæki færðu bókhald, og þar með eigið fé, í öðrum gjaldmiðli. Þar segir meðal annars: „Að hindra þessa þróun með boðum og bönnum er ekki líklegt til að skila árangri. Efnahagslegur kostnaður hafta á fjármagnshreyfingum er að líkindum meiri en ábatinn.“³⁴⁶ Í ljósi þessarar skoðunar Seðlabankans er athyglisvert að í umsögn Seðlabankans til Ársreikningaskrár 3. desember 2007 segir: „Seðlabankinn er mótfallinn því að innlend fjármálafyrirtæki taki alfarið upp erlendan gjaldmiðil í reikningshaldi sínu. Stefni fjármálafyrirtæki jafnframt að því að ákveða hlutfé sitt í erlendum gjaldmiðli og draga úr viðskiptum sínum með innlendan gjaldmiðil telur Seðlabankinn fulla ástæðu til að staldra við og gaumgæfa afleiðingar þessa fyrir peningakerfi þjóðarinnar.“ Síðar í bréfinu er bent á að ekki sé ljóst að starfrækslugjaldmiðill móðurfélagsins sé evra, a.m.k. áður en kaupin á NIBC hafa gengið eftir. Lokaniðurstaðan var því að „forsendur séu ekki til þess að fallast á umsókn Kaupþings banka hf. um heimild til þess að færa bókhald sitt í evrum frá og með rekstrarárinu 2008“.³⁴⁷ Hugsanlega hefur sú ákvörðun haft áhrif á stöðutöku bankanna í erlendum gjaldmiðlum sem sýnd er á mynd 87.

Mynd 88 sýnir alþjóðlega lausafjárvisitölu sem er tekin saman af Engelsbanka. Þessi visitala er ótengd efnahagsástandi á Íslandi. Það er því einkar athyglisvert að hún virðist hafa ákveðinn skýringarmátt fyrir eignaverð á Íslandi. Á meðan lausafjárvisitölan er há og hækkanði er eignaverð að hækka, gengi krónunnar styrkist og hlutabréfaverð hækkar. Miní-krísan sem varð í febrúar, mars og apríl 2006 á hins vegar uppruna í íslenskum efnahagsstærðum og lækkun eignaverðs á Íslandi og endurspeglar því ekki hreyfingar á alþjóðlegu framboði lausafjár. Lækkun eignaverðs á árinu 2008 verður aftur á móti á svipuðum tíma og alþjóðlegt lausafjárframboð þurrkast upp. Það er því greinilegt að alþjóðlegar fjármagnshreyfingar hafa mikið að segja um þróun innlendra hagstærða og geta valdið viðsnúningi í þróun þeirra. Það breytir þó ekki því að áhættusækni innlendra aðila og ófullnægjandi efnahagsstjórn ráða mestu þegar upp er staðið. Það er mikilvægt að umgjörð efnahagslífsins feli í sér rétta hvata til þess að koma í veg fyrir ósjálfbæra þróun og stuðli í það minnsta ekki að henni. Heppilegasta hagstjórnin felst ekki í einhverjum skyndilausnum þegar efnahagsáfallin dynja á heldur í öflugu eftirliti með mörkuðum, æfðum viðbrögðum og aðgerðum þegar vísbendingar um ójafnvægi koma fram.

4.7 Þáttur fjármálakerfisins

Sú viðhorfsbreyting átti sér stað á Íslandi upp úr 2000 að í stað þess að líta á fjármálaþjónustu sem þjónustu fyrir raunhagkerfið fóru Íslendingar að líta á fjármálaþjónustu sem atvinnugrein sem gæti aflað tekna ein og sér fyrir þjóðarþvíði. Jókst þannig hlutdeild fjármálaþjónustu í vergri landsframleiðslu

Mynd 88
 Lausafjárvisitöla Engelsbanka
 og gengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

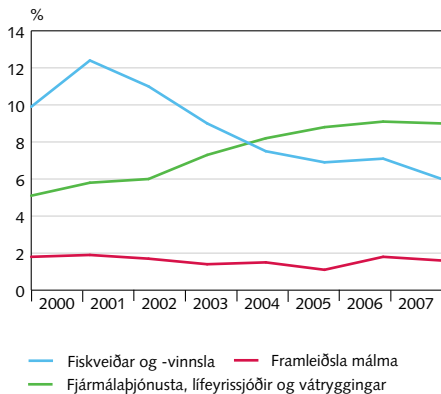
345. „Viðauki 1: Viðmiðunargjaldmiðill innlands fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2007/1, bls. 60–63. Seðlabanki Íslands, 2007.

346. „Viðauki 1: Viðmiðunargjaldmiðill innlands fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar.“ *Peningamál* 2007/1, bls. 63. Seðlabanki Íslands, 2007.

347. „Umsögn Seðlabanka Íslands til Ársreikningaskrár.“ Seðlabanki Íslands, 3. desember 2007.

Mynd 89

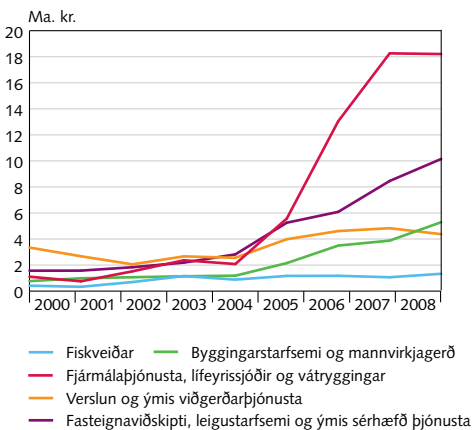
Hlutur atvinnugreina í landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 90

Tekjuskattur lögaðila



Heimild: Ríkisskattstjóri.

jafnt og þétt á þessu tímabili og varð hlutdeildin árið 2005 hærrí en hjá bæði útgerð og málmframleiðslu.

Árið 2007 greiddu fjármálafyrirtæki um 18,2 milljarða króna í tekjuskatt sem var meira en aðrar atvinnugreinar, sjá mynd 90. Til samanburðar voru heildarskatttekjur ríkissjóðs þetta ár 409 milljarðar króna.³⁴⁸ Við þetta bættist tekjuskattur starfsmanna fjármálafyrirtækja, tryggingagjald og ýmis önnur gjöld. Árið 2008 voru 9000 manns á Íslandi starfandi við fjármálaþjónustu en það samsvarar um 5% allra starfandi Íslendinga.³⁴⁹ Störf í fjármálageiranum voru almennt talin eftirsótt enda launin há í sumum tilvikum, sjá nánar umfjöllun í kafla 10. Bankarnir drógu til sín mikið af fólki með sérfræðipækkingu á sviði fjármála en einnig tæknimenntað fólk. Þetta hafði áhrif á möguleika annarra fyrirtækja til að fá hæft fólk til starfa og varð til þess að þrýsta launum upp á við. Fyrir aldamótin voru íslensku bankarnir þrír, Búnaðarbanki Íslands, Íslandsbanki og Landsbanki Íslands, hefðbundnir viðskiptabankar að stærstum hluta sem byggðu starfsemi sína á innlánum og útlánum og sóttu seðlabankaþjónustu eingöngu til Seðlabanka Íslands. Þeir breyttust á örfáum árum í alþjóðlega banka sem ráku bæði hefðbundna viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarbankastarfsemi. Allir bankarnir buðu upp á verðbréfamíðlun, verðbréfasjóði, eigin viðskipti, eignastýringu og fyrirtækjaráðgjöf. Allir voru með einhverja starfsemi í hlutabréfum, skuldabréfum, gjaldeyri, skiptasamningum og afleiðum. Þeir höfðu einnig allir hafið smíði nýrra fjármálagerninga, svo sem skuldavafninga, í einhverjum mæli. Hver um sig var með starfsemi í ótal löndum, ýmist í gegnum skrifstofu, útibú eða dótturfyrirtæki.

Þegar stærð og flækjustig banka er komið á þetta stig er mjög erfitt að hafa yfirsýn yfir starfsemina. Þetta á bæði við um stjórn bankanna, áhættustýringu og eftirlitsaðila.

Buiter og Siebert komust að þeirri niðurstöðu í skýrslu sem þau unnu fyrir Landsbankann vorið 2008 að íslenska fjármálakerfið gæti ekki lifað af í þeirri mynd sem það var þá orðið.³⁵⁰ Meginástæðan væri sú að Ísland væri öfgafyllsta dæmið um lítið land með stórt alþjóðlegt bankakerfi, sína eigin mynt og takmarkaða greiðslugetu ríkisins miðað við hugsanlegt tap fjármálakerfisins.

Jafnvel þó að bankarnir væru greiðslufærir væri ólíklegt í svo litlu landi með svo lítinn gjaldmiðil að Seðlabankinn gæti sinnt starfi sínu sem lánveitandi til þrautavara í erlendum gjaldmiðli.³⁵¹ Án lánveitanda til þrautavara í erlendum gjaldmiðli er viðvarandi hættu á að áhlaup valdi greiðsluþroti, óháð eiginfjárstöðu í lausafjárkrísu. Eina leiðin fyrir lítið land eins og Ísland til að vera með stórt alþjóðlegt bankakerfi, sem væri ónæmt fyrir þessari hættu, yrði að vera fullgildur meðlimur í myntbandalagi Evrópu og ganga í Evrópusambandið. Þau töldu að ef Ísland hefði þannig alþjóðlegan varagjaldmiðil og nyti lausafjárþyrirgreiðslu evrópska seðlabankans myndi enginn

348. Skipting tekna ríkissjóðs – fjármálaráðuneytið.

349. Hagstofa Íslands, sbr. töflur: Fjöldi starfandi eftir atvinnugreinum, kyni og landsvæði 1991–2008.

350. Buiter, Willem H. og Anne Siebert: „The Icelandic banking crisis and what to do about it: the lender of last resort theory of optimal currency areas.“ *CEPR policy insight no. 26*, CEPR, 2008.

351. Hér notum við *greiðslufært* fyrir *solvent* og *nægt laust fé* fyrir *liquid*. Það er nauðsynlegt að hafa í huga grundvallarmun á þessum tveimur hugtökum. Stofnun er greiðslufær (e. solvent) ef eignir hennar duga fyrir öllum skuldbindingum. Stofnun er með nægt laust fé (e. liquid) ef hún getur mætt öllum skammtímaskuldbindingum þegar þær koma til greiðslu. Banki getur verið greiðslufær án þess að hafa nægilega mikið laust fé.

Íslenskur banki falla vegna lausafjárvanda eingöngu. Væri Ísland ekki tilbúið að taka þetta skref hefði það aldrei átt að leyfa svo stóru alþjóðlegu fjármálakerfi að byggjast upp. Að sögn Buiters og Siebert var staðan að þessu leyti ljós í júlí 2008, apríl 2008 og janúar 2008 þegar þau fyrst hófu greiningu á íslensku fjármálakerfi. Þau segja jafnframt að sérfræðingum hafi átt að vera hið sama ljóst árið 2006, 2004 og jafnvel árið 2000.

Helstu þættir í sögu uppbyggingar erlendra starfsemi bankanna¹:

Rammagrein 1

18. júlí 2000 kaupir Landsbankinn meirihluta í Heritable bank, 120 ára gömlum breskum banka sem sérhæfði sig í fasteignalánnum. Seinna sama ár sækir Búnaðarbankinn um leyfi til að stofna útibú í Lúxemborg.

Árið 2002 undirritaði Kaupþing viljayfirlýsingu um kaup á sænska verðbréfafyrirtækinu Aragon. Sænska fjármálaeftirlitið samþykkti yfirtöku Kaupþings á JP Nordiska bankanum í Stokkhólmi seinna sama ár. Næsta ár kaupir Kaupþing Tyren holding í Noregi (sjóðastýring) og Norvestia í Finnlandi. Kaupþing er þar með komið með starfsemi á öllum Norðurlöndunum.

24. febrúar 2004 kaupir Kaupþing 10% hlutfjár í Singer & Friedlander og var þar með komið með 19,53% í bankanum í sína eigu. Kaupþing stofnar síðan New Bond Street Asset Management í London 7. júní sama ár til að byggja upp skuldabréfa- og lánasafn fyrir bankann auk sjóðastýringar fyrir viðskiptavinum. Kaupþing festi kaup á danska bankanum FIH 14. júní 2004. Efnahagur Kaupþings tvöfaldaðist við kaupin. Þann 11. júlí 2005 tilkynnti síðan Kaupþing um að öll skilyrði vegna yfirtöku Singer & Friedlander væru uppfyllt.

15. nóvember 2004 gerði Íslandsbanki tilboð í alla hluti BN bank (Noregi).

1. apríl 2005 varð BN bank hluti af Íslandsbankasamstæðunni. Norska fjármálaráðuneytið samþykkir 12. desember 2007 samruna Íslandsbanka (Glitnis) og BN bank og sameinaður banki yfirtekur önnur fyrirtæki Íslandsbanka í Noregi.

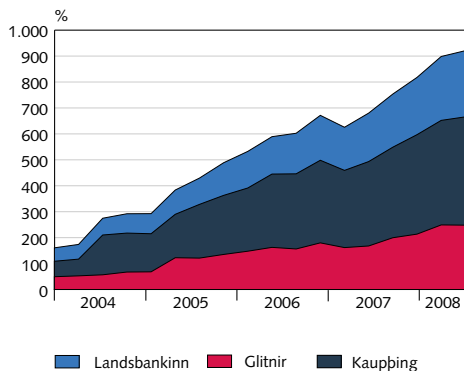
20. janúar 2005 tilkynnir Landsbankinn stofnun útibúa í Bretlandi. Landsbankinn keypti síðan Teather & Greenwood (verðbréfamiðlun í London) og Bridgewell (verðbréfamiðlun í London) og sameinaði þau Landsbanki Securities. Landsbankinn tilkynnti 14. nóvember 2005 að kaupum á 81% hlut í Kepler (Frakklandi, með skrifstofur í Hollandi, Þýskalandi, Spáni, Bandaríkjunum, Sviss og Ítalíu) og 21. desember að kaupum á Merrion (Írlandi) væri lokið.

Kaupþing tilkynnti 15. ágúst 2007 um kaup á öllu hlutfé NIBC fyrir u.þ.b. þrjú milljarða evra. Kaupþing tilkynnti 30. janúar 2008 að bankinn og NIBC hefðu hætt við fyrirhugaða yfirtöku Kaupþings á NIBC vegna óróleika á fjármálamörkuðum.

1. Upplýsingar í þessari rammagrein eru byggðar á ársskýrslum bankanna Glitnis, Kaupþings, Landsbanka og fyrirrennara þeirra frá árunum 2000–2008, sem og tilkynningum fyrirtækjanna í Kauphöll Íslands á sama tímabili.

Mynd 91

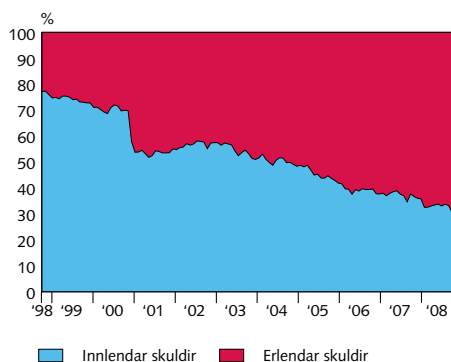
Skuldbindingar sem hlutfall af þjóðarframleiðslu



Heimildir: Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf., Landsbanki Íslands hf. og Hagstofa Íslands.

Mynd 92

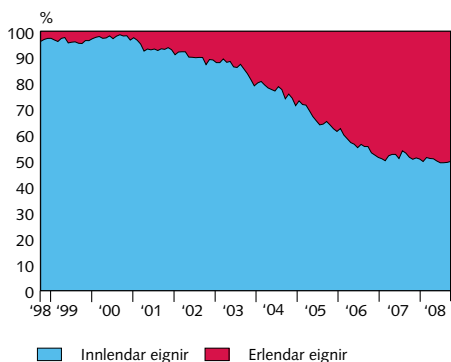
Innlendar og erlendar skuldir
Innlánsstofnanir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 93

Innlendar og erlendar eignir
Innlánsstofnanir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hvaða banki sem er getur orðið fyrir áhlaupi. Eins og Buiter og Siebert benda á í skýrslu sinni: „There is no such thing as a safe deposit-taking bank on its own, even if its assets are of good quality and it has enough liquid assets to cope with normal variations in the net flow of deposits and other short-term liabilities. The events since August 2007, and in particular the demise of Northern Rock in the United Kingdom and Bear Stearns in the United States, have made it clear that any highly leveraged institution with assets that are mostly long term and illiquid and liabilities that are mostly short term can be subject to a catastrophic liquidity shortage.“

Enginn banki getur staðist áhlaup einn síns liðs. Í sumum tilfellum hefur það gerst að aðrir bankar taka sig saman og veita aðstoð með því að lána peninga eða opna lánalínur. Hins vegar voru á Íslandi einungis þrjár stórir alþjóðlegir bankar samstíga í lausafjárvandræðum sínum svo að sú lausn var ekki fær. Spurningin var því hvort ríkið gæti sinnt þessu en fyrst og fremst hvort íslensku bankarnir voru í raun greiðsluhæfir, sjá nánar umfjöllun um eigið fé bankanna í kafla 9.0.

Á mynd 91 sjáum við heildarskuldbindingar viðskiptabankanna þriggja (samkvæmt þriggja mánaða uppgjörum þeirra) sem hlutfall af vergri þjóðarframleiðslu.³⁵² Í mars 2004 voru heildarskuldbindingar þeirra metnar á um 1.500 milljarða króna sem voru 160% af þjóðarframleiðslu Íslands það árið. Skuldbindingar bankanna jukust gríðarlega á einungis fjórum árum. Í júní 2008 námu skuldbindingar þeirra 13.600 milljörðum króna sem voru 920% af þjóðarframleiðslu það ár.

Hlutfall erlendra og innlendra skulda innlánsstofnana breyttist umtalsvert á þeim tímum sem mestur vöxtur var í íslenska fjármálakerfinu, sjá myndir 92–93. Í lok árs 1998 voru erlendar skuldir innlánsstofnana um 22% af heildarskulddum en í lok júní 2008 voru þær hins vegar orðnar tæplega 70% af heildarskulddum þeirra, sjá mynd 92. Að krónutölu voru erlendar skuldbindingar íslenskra innlánsstofnana um 8.335 milljarðar króna en innlendar 4.259 milljarðar króna á þessum tíma. Landsframleiðsla þetta árið var 1.476 milljarðar króna. Til samanburðar voru erlendar eignir þeirra hlutfallslega minni en erlendar skuldir, eða um 50% af heildareignum. Þá eru áhöld um hvort hinar erlendu eignir hafi í reynd verið erlendar, þ.e. að afkoma þeirra og áhætta hafi verið óháð íslensku efnahagslífi, sjá nánar kafla 8 og þá sérstaklega kaflann um dótturfyrirtæki bankanna í Lúxemborg.

Ef bankar eru með innlán og aðrar skammtímaskuldbindingar í innlendri mynt er loforð ríkisins um að tryggja innstæður og veita skammtímalán trúverðugt þó að banki lendi í lausafjárvanda. Séu skuldbindingarnar hins vegar í erlendri mynt er líklegt að ríkið geti hvorki á trúverðugan hátt sagst tryggja innstæður né veitt nægilegt skammtímalán til að bregðast við áhlaupi. Geta ríkisins til þess að koma í veg fyrir áhlaup með trúverðugu loforði um aðstoð við bankana takmarkast því af aðgengi þess að erlendum gjaldmiðlum. Þetta aðgengi takmarkast af vilja markaðarins til að skipta innlendum gjaldreyri í erlendan og af vilja markaðarins til að lána ríkinu erlendan gjaldmiðil. Seðlabankinn hélt að sér höndum í kaupum á erlendum gjaldmiðli þegar fjármagnsflæðið frá útlöndum var sem mest á árunum 2004–2007, sjá mynd 66. Þannig hefði Seðlabankinn getað stemmt stigu við styrkingu krónunnar.

352. Ársskýrslur Glitnis, Kaupþings og Landsbankans, 2004–2008, Hagstofa Íslands.

Seðlabankinn byrjaði ekki að huga að styrkingu gjaldeyrisvaraforða síns fyrr en árið 2006 þegar bankarnir lentu í skammvinnum lausafjárvandræðum í erlendri mynt.³⁵³ Þegar á reyndi og styrkja átti loks gjaldeyrisvaraforða bankans í byrjun árs 2008 til að hægt væri að leggja fram trúverðugt loforð um stuðning við fjármálakerfið var gripið í tómt, eins og áður hefur verið getið í umfjöllun um gjaldeyrisvaraforða Seðlabankans hér að framan. Að uppfylltum skilyrðum um efnahagslegar aðgerðir, sem erlendir seðlabankar settu íslenskum stjórnvöldum, var skiptasamningi komið á milli Íslands og Norðurlandanna. Á ögurstundu var Seðlabanki Íslands hins vegar skilinn eftir þegar systurstofnanir á Norðurlöndunum gerðu gjaldeyrisskiptasamning við Bandaríkjamenn á haustdögum 2008 þegar gæfuleysið féll að síðum. Nánast skuldlaust íslenska ríkið og seðlabanki þess nutu ekki lánaþyrirgreiðslu á erlendum fjármagnsmörkuðum þegar mest á reyndi, enda fjármálakerfi þess orðið um tífold landsframleiðsla og hvorki ríkið né Seðlabankinn fært um að styðja við það með trúverðugum hætti.

4.8 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Hagstjórnin átti, að minnsta kosti frá því á árinu 2004, þátt í því að ýkja hið efnahagslega ójafnvægi sem leiddi til hrunsins.

Undanfarna áratugi fetaði þjóðin brautina frá umfangsmiklum haftabúskap og íhlutun hins opinbera í atvinnulífinu til markaðshagkerfis og viðskiptafrelsis. Smám saman var dregið úr atvinnurekstri hins opinbera og skapað umhverfi fyrir einkarekstur þar sem því var við komið. Hlutverk hins opinbera við framleiðslu almennagæða, svo sem heilsugæslu, löggæslu og menntunar, var eft.

Fjölmargt var vel gert í endurskipulagningu efnahagslífsins þegar horfið var frá haftastefnu til markaðsvæðingar og aukins viðskiptafrelsis. Að sumu var unnið markvisst, annað kom fram eftir endurteknar tilraunir og enn annað fyrir heppni. Hagkerfið var orðið þróað, efnáð og framsækið. Frá því á sjötta áratugnum var byggt upp lífeyrissjóðakerfi sem að mestu er fjármagnað fyrirfram og felur því ekki í sér framtíðarskuldbindingu fyrir hið opinbera, líkt og í mörgum löndum þar sem iðgjöld fara beint í fjármögnun útgreiðslna. Útfærsla fiskveiðilögsögunnar á árunum frá 1954 til 1976 var mikilvægur drifkraftur hagvaxtar. Eftir ýmsar tilraunir til að stemma stigu við ofveiði og offjárfestingu í sjávarútvegi var tekin upp fiskveiðistjórnun í formi úthlutunar veiðiheimilda og síðar opnað fyrir ákveðna möguleika til framsals þeirra. Hefur það fyrirkomulag síðustu áratugi orðið frekari drifkraftur hagvaxtar. Opnun hagkerfisins með auknu viðskiptafrelsi og afnámi eða verulegri lækun, samhæfingu og einföldun tolla, skatta og annarra viðskiptahindrana stuðlaði einnig að hagvexti og bættum lífskjörum.

Áherslan í hagstjórn á lokaáratugum síðustu aldar snerist um að skapa sem best skilyrði til viðvarandi hagvaxtar og vaxandi kaupmáttar á sama tíma og dregið var úr skuldsetningu hins opinbera eftir getu. Þá var reynt að efla og viðhalda velferðarkerfi á heimsmælikvarða. Í grunninn miðaðist efnahagsstefnan við það að viðhalda stöðugleika og stuðla á sama tíma að hagvexti.

Sterkir innviðir, þróað samfélag og stöðugt stjórnmálaástand leiddu til góðs lánshæfismats íslenska ríkisins. Bankarnir héldu góðum lánshæfis-

353. Skýrsla Arnórs Sighvatssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 27. júlí 2009, bls. 10.

einkunnum eftir einkavæðingu enda talið að ríkið styddi við þá ef á bjátaði. Bankarnir stækkuðu efnahagsreikning sinn hröðum skrefum eftir einkavæðingu þeirra. Samkeppnin jókst. Fljótlega beindist hún að öðrum markaðssvæðum en því íslenska. Afar takmarkað rými var til vaxtar þar og fljótt nánast fullnýtt. Sókn bankanna í fjármögnun og yfirtökur fjármálafyrirtækja í ríkjum á Evrópska efnahagssvæðinu gekk vel þar sem nægt framboð lánsfjár á lágum vöxtum var í boði á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og íslensk fyrirtæki með heimild til að starfa á evrópskum markaðssvæðum á jafnréttisgrundvelli. Bankarnir uxu svo ört að athygli eftirlitsaðila hefði átt að vakna. Það misvægi sem varð milli stærðar fjármálakerfisins og hagkerfisins á öðrum sviðum kallaði á hagstjórnarviðbrögð. Ör hagvöxtur skapaði þenslu. Enn örari vöxtur bankanna, með tilheyrandi útlánaþenslu, jók á ójafnvægið og þar með líkurnar á snörpum samdrætti.

Frá því eftir síðari heimsstyrjöld hefur almennt verið lögð áhersla á mikilvægi hagstjórnar við að jafna út sveiflur í hagkerfinu, meðal annars til þess að draga úr líkunum á alvarlegri kreppu. Hér á landi hafa ríkisfjármálin ekki verið notuð til þess að dempa hagsveifluna nema í tilvikum þar sem ytri aðstæður versna skyndilega. Sem dæmi um slíkt tilvik leið ekki langur tími frá því að verulegur samdráttur aflaheimilda var kynntur í júní 2007 þar til víðtækur efnahagspakki var kynntur með aðgerðum sem ætlað var að vinna gegn hugsanlegum samdrætti. Þannig hefur verið brugðist við samdrætti með þensluaðgerðum en hins vegar ekki, á sama hátt, við þenslu með samdráttaraðgerðum. Þetta er dæmi um varhugavert misræmi í hagstjórn.

Ekki bar á aðgerðum hins opinbera til að sporna við þenslunni. Þvert á móti voru ýmsar aðgerðir ríkisins til þess fallnar að auka enn frekar á þensluna. Umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir kölluðu á viðbrögð þar sem gripið yrði til aðgerða sem myndu skapa rými fyrir framkvæmdirnar í hagkerfinu. Með verulegum samdráttaraðgerðum og aðhaldssamri peningastefnu hefði hugsanlega verið hægt að rýma fyrir stóriðjuframkvæmdum á Austurlandi en það krafðist þá þess að ekki hefði verið farið í aðrar slíkar framkvæmdir samtímis. Á þetta benti til að mynda Seðlabankinn snemma árs 2003. Eftir því var ekki farið. Þess í stað var ráðist í miklar virkjanaf framkvæmdir á Reykjanesi og Hellisheiði og þreföldun álversins á Grundartanga. Þá voru útlánareglur Íbúðalánasjóðs rýmkaðar verulega og skattar lækkaðir í framhaldinu. Vaxtahækkarnir Seðlabankans voru hóflegar samanborið við fyrirséða þenslu vegna þessa. Þær miðuðust alla tíð við að ríkið væri í þann mund að hrinda í framkvæmd mótvægisáðgerðum. Margvíslegar þensluhvetjandi aðgerðir hins opinbera ásamt of litlu aðhaldi peningastefnunnar ýktu ójafnvægið í hagkerfinu og knúðu fram aðlögun með afar harðri lendingu.

Peningastefnunni hefur verið ætlað það hlutverk að stuðla að stöðugu verðlagi. Vaxtaákvæðanir peningastefnunnar miðast við verðbólgu markmið þannig að Seðlabankinn áætlar feril stýrivaxta sem er líklegur til að ná verðbólgu markmiði innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan er því í reynd framkvæmd samkvæmt nokkurs konar reglu. Svo virðist sem efnahagsstefnunni hafi að öðru leyti verið hagað þannig að peningastefnan myndi sjá um sveifluaðlögunina þar sem aðhaldið yrði aukið ef verðbólguhorfur versnuðu en dregið úr því ef útlit væri fyrir að verðbólga færi annars undir markmið. Þrátt fyrir ítrekaðar ábendingar Seðlabankans allt frá 2003 um nauðsyn þess að beita ríkisfjármálum til þess að draga úr þensluáhrifum stóriðjuframkvæmda var það ekki gert nema að litlu leyti en tiltölulega einfalt hefði verið að ganga langt í því og draga þannig verulega úr þörfinni fyrir miklar

vaxtahækkanir. Þessi skortur á samspili ríkisfjármálanna og reyndar efnahagsstefnu hins opinbera í heild annars vegar og peningastefnunnar hins vegar átti þátt í því að auka á ójafnvægi efnahagslífsins.

Ekki var nóg með að fjármálastefnan tæki ekki þátt í að auka aðhaldið heldur var fjármálum hins opinbera í víðasta skilningi ítrekað beitt þannig að þenslan í hagkerfinu færðist í aukana. Hið opinbera er þátttakandi í stóriðjuframkvæmdum. Eftir að ákveðið var að hefja framkvæmdir við Kárahnjúka og Seðlabankinn hafði komist að því að framkvæmdirnar væru svo umfangsmiklar að stórauka þyrfti peningalegt aðhald var hafist handa við frekari virkjana- og stóriðjuframkvæmdir. Seðlabankinn hafði lagt á það áherslu í greiningu sinni að mikilvægt væri að ekki yrðu hafnar fleiri stóriðjuframkvæmdir á sama tíma og bygging Kárahnjúkavirkjunar og álvers Fjarðaáls stæði yfir. Ljóst var að þörfin fyrir aukið aðhald ykist verulega við þetta.

Þær breytingar sem gerðar voru á útlánareglum Íbúðalánasjóðs árið 2004 voru þensluhvetjandi. Þau áhrif bættust við það ofþensluástand sem var að skapast vegna umfangsmikilla stóriðjuframkvæmda. Seðlabankinn var beðinn um að meta væntanleg efnahagsleg áhrif af ákveðnum tillögum félagsmálaráðherra um breytingar á útlánareglum Íbúðalánasjóðs. Í tillögum ráðherrans sem lagðar voru fyrir Seðlabankann var bæði gert ráð fyrir rýmkun á útlánareglum sjóðsins, sem voru til þess fallnar að auka eftirspurn eftir útlánunum, og aðgerðum á móti sem drægu úr slíkri eftirspurn. Niðurstaða Seðlabankans var að ekki væri ráðlegt að gera þessar breytingar á útlánakjörum sjóðsins að svo stöddu þar sem þær myndu auka á þensluna í hagkerfinu sem þegar væri of mikil. Hagfræðistofnun Háskólans lagði einnig mat á efnahagsleg áhrif breytinga á útlánareglum og fjármögnun sjóðsins. Líkt og Seðlabankinn komst stofnunin að þeirri niðurstöðu, að lántökur myndu aukast, húsnæðisverð myndi hækka mikið og íbúðafjárfesting aukast en þegar frá liði myndu breytingarnar ganga til baka og eftir sætu lántakendur með sama húsnæði á hærra verði og með meiri skuldir. Eigi að síður ákváðu stjórnvöld að hrinda ekki aðeins boðaðri rýmkun á útlánareglum sjóðsins í framkvæmd heldur var einnig ákveðið að sleppa áður fyrirhuguðum mótvægisáðgerðum til þess föllnum að draga úr eftirspurn. Því var ljóst að efnahagsleg áhrif af þessum áðgerðum stjórnvalda yrðu miklu meiri en lagt hafði verið fyrir Seðlabankann að meta og mat hans tók þannig mið af enda lagði bankinn á það mikla áherslu í niðurstöðu sinni að ef farið væri út í þessar áðgerðir á annað borð mætti alls ekki sleppa þeim hluta þeirra sem ætlað var að vera til mótvægis við rýmkunina og draga úr lánaeftirspurn.

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis lýsti Geir H. Haarde, þáverandi fjármálaráðherra, því að hann teldi síðastnefndar áðgerðir stjórnvalda hafa verið „hrein mistök“. Hann sagðist viðurkenna það hreinskilnislega að hann hefði haft miklar efasemdir um þær við ríkisstjórnarmyndun 2003 en tók jafnframt fram að ekki hefði tekist að mynda hana nema þetta stefnumál sem mjög hafði verið uppi í kosningabaráttunni fengi framgang. Af þessum og frekari sjónarmiðum Geirs í þessu samhengi, sem nánar er vitnað til í meginmáli kaflans, má ráða að hann hafi gert sér grein fyrir því að þensla myndi aukast við þessar áðgerðir ríkisstjórnarinnar. Sjá mátti að slíkar afleiðingar fælu í sér að grípa þyrfti til enn frekari aðhaldsaðgerða en að öðrum kosti takast á við þeim mun alvarlegri samdrátt þegar þensluskeiðinu lyki. Af gögnum rannsóknarnefndarinnar er einnig ljóst að félagsmálaráðherra fékk skjalfestar upplýsingar og kynningu á áðurnefndum niðurstöðum Seðlabankans um efnahagsleg áhrif áætlaða stjórnvalda um áðgerðirnar varðandi Íbúðalánasjóð eins og þær áætlanir voru lagðar fyrir bankann, sbr. skýrslu Seðlabankans til

félagsmálaráðherra þar um og sérstaka kynningu bankans á efni skýrslunnar fyrir ráðherranum en fjallað er nánar um hvort tveggja í kaflanum. Eftir að útlánareglur Íbúðalánasjóðs voru rýmkaðar brugðust viðskiptabankarnir við með því að bjóða íbúðalán á samkeppnishæfum kjörum við sjóðinn. Íbúðalánasjóður beitti sér þá af hörku í samkeppni við bankana. Sjóðurinn átti þannig þátt í því að keyra niður raunvexti á lánunum til heimilanna á þenslutímum þegar Seðlabankinn var að reyna að auka aðhaldið með vaxtahækkunum.

Á meðan að eftirspurn jókst hröðum skrefum, sem og þörfin fyrir aukið aðhald í stjórn efnahagsmála, var hrint í framkvæmd víðtækum skattalækkunum. Áhrif þeirra voru enn auknar framkvæmdir, aukin eftirspurn og meiri þensla. Af skýrslu Geirs H. Haarde, fyrir rannsóknarnefndinni má ráða að hann hafi gert sér grein fyrir óæskilegum áhrifum skattalækkana við þessar aðstæður. Bakgrunni þeirra áforma um skattalækkanir sem stjórnvöld hrintu í framkvæmd á þessum tíma lýsir hann svo að þeim hafi verið lofað í því sem hann kallaði „kapphlaupi“ um skattalækkanir í kosningabaráttunni 2003. Enn jókst því þörfin fyrir aukið aðhald.

Ráðstafanir hins opinbera í efnahagsmálum í þeirri uppsveiflu sem varð í aðdraganda falls bankanna varð til þess að auka á þensluna, þegar efnahagsstjórn hefði átt að miða að því að draga úr þenslu. Tilgangurinn með því að vinna á móti þenslunni er sá að koma í veg fyrir of snarpa og djúpa niðursveiflu í kjölfarið. Eitt af einkennum þenslunnar var mjög lágt atvinnuleysi, tölvert undir öllu mati á náttúrulegu atvinnuleysi. Verðbólguþrýstingur óx stöðugt. Ljóst var að framleiðslustigið var yfir því sem fengi staðist til lengdar. Eftirspurnarstigið var enn hærra, eins og kom fram í sívaxandi viðskiptahalla og erlendri skuldsetningu. Það er engin „eftiráspeki“ að benda á að mjög umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir, rýmkun útlánareglna Íbúðalánasjóðs og róttækar skattalækkanir voru allt saman þensluhvetjandi aðgerðir. Þær voru hver fyrir sig, hvað þá í sameiningu, eins og þarna var raunin, til þess fallnar að hafa verulegar efnahagsafleiðingar, leiða til aukinnar verðbólgu og á endanum til mikilla vaxtahækkana. Þetta lá fyrir áður en ákvarðanir stjórnvalda um að ráðast í áðurgreindar aðgerðir voru teknar.

Seðlabankinn var svo gott sem látinn einn um að berjast við þensluna. Þess vegna hóf hann að hækka vexti vorið 2004. Bankinn fór sér að engu óðslega við vaxtahækkanir. Við ákvarðanir um umfang vaxtahækkana virðist bankinn sífellt hafa reiknað með að fram kæmu aðhaldsaðgerðir af hálfu hins opinbera enda kallaði hann eftir þeim hvað eftir annað.³⁵⁴ Á seinni hluta árs 2005 var orðið ljóst að vextir Seðlabankans væru of lágir. Verðbólga jókst og verðbólguvæntingar einnig en mikilvægt er fyrir bankann að hemja þær. Það er lykillinn að því að halda verðbólgu nærri markmiði. Þegar ljóst var að hið opinbera tæki ekki þátt í aðhaldinu en væri þvert á móti sífellt að auka á

354. Þannig sagði til dæmis í *Peningamálum* 2005/1 Seðlabanki Íslands, bls. 5–6. „Í ljósi þróunarinnar telur bankastjórn hæfilegt að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur að þessu sinni í 9%. Frekari aðhaldsaðgerða kann að verða þörf á næstu mánuðum. Óhjákvæmilegt er því að aðstæður í útflutnings- og samkeppnisgreinum verði áfram erfiðar. Æskilegt væri að auka aðhald í opinberum fjármálum til þess að draga úr neikvæðum hliðaráhrifum peningalega aðhaldsins. Þetta á bæði við um ríki og sveitarfélög. Þá eru bankar og sparisjóðir hvattir til þess að fara gætilega í útlánaákvörðunum sínum og hyggja vel að öryggi og fjármögnun útlána, þ.m.t. fasteignaveðlana. Einnig kann að reynast nauðsynlegt að huga að því hvort samkeppni íbúðalánasjóðs og bankanna á fasteignaveðlana markaði, sem stuðlað hefur að óhóflega hröðum útlánavexti á óheppilegum tíma, sé háð á eðlilegum forsendum og hvort unnt sé að koma á verkaskiptingu sem treystir í senn undirstöður innlends fjármálakerfis og fyrirgreiðslu við þá sem eiga ekki sama aðgang að íbúðalánunum og almennt gerist.“

þensluna hefði Seðlabankinn átt að herða aðhald peningastefnunnar verulega. Miðað við efnahagshorfunar og verðbólguhorfunar á árunum 2005, 2006 og 2007 hefðu vextir Seðlabankans þurft að vera töluvert hærri en þeir voru. Árin fyrir fall bankanna tók einnig að bera á því að vaxtaávarðanir bankastjórnar Seðlabankans væru hóflegri en þær sem samrýmst hefðu eigin greiningu bankans sem gefin var út í riti hans, *Peningamálum*. Einnig liggur fyrir að á árunum 2007 og 2008 ákvað bankastjórnin ítrekað að hækka vexti minna en aðalhaffræðingur bankans lagði til eða að hækka þá ekki þrátt fyrir tillögur aðalhaffræðings bankans um hærri vexti.

Vaxtabreytingum Seðlabanka er ætlað að hafa áhrif á aðra vexti í hagkerfinu og í gegnum þá á eftirspurn og verðbólgu. Þetta er sá hluti af miðlunarferli peningastefnunnar sem kallaður er „vaxtakanallinn“ og er megin-miðlunarleið stýrivaxta. Þessi leið var ekki greidd hér vegna þess að framboð ríkisskuldabréfa var mjög lítið. Víða í öðrum löndum heldur ríkið úti lágmarksstærð ákveðinna skuldabréfaflokka óháð því hver lántökupörf ríkisins er. Lítið er á útgáfu staðlaðra ríkisskuldabréfa sem grunnfarveg vaxta og liggja vextir ríkisskuldabréfa til grundvallar verðlagningu fjármálagerninga. Segja má að ríki, sem ekki vill skulda í eigin mynt, hafi ekki vilja til að halda henni úti. Seðlabankinn benti embættismönnum í fjármálaráðuneyti á þetta en viðhorfið var óbreytt, þ.e. að draga úr skuldsetningu frekar en að stuðla að virkni peningastefnunnar. Kostnaðurinn af óvirkri peningastefnu má þó telja mun meiri en lágmarksvaxtakostnað af því að gefa út nægjanlega mikið af ríkisskuldabréfum til að miðla stýrivaxtaákvörðunum út í hagkerfið. Ef miðlunarferlið er stíflað verður hvort tveggja í senn, vextir hærri og verðbólga meiri en ella. Til viðbótar var skuldabréfamarkaður tvískiptur. Hin óverðtryggðu ríkisbréf voru með skemmri líftíma en verðtryggð íbúðabréf, en vextir hinna síðarnefndu eru einhverjir mikilvægustu vextir fyrir heimilin í landinu. Þessa tvískiptingu hefði mátt brúa að miklu leyti og þar með greiða fyrir áhrifum stýrivaxta á langa raunvexti ef ekki væri bannað með lögum að verðtryggja skuldabréf til skemmri tíma en fimm ára.

Tregðan í virkni peningastefnunnar um vaxtakanalinn leiddi til þess að virkni hennar um gengiskanalinn varð allsráðandi.³⁵⁵ Hærri vextir styrktu gengið og drógu þannig úr verðbólgu, annars vegar með því að lækka verð á innfluttum varningi og hins vegar með því að draga úr samkeppnishæfni innlendra framleiðslu. Haustið 2005 hófst útgáfa jöklabréfa sem eru evró-bréf (e. Euro bonds) gefin út í íslenskum krónum. Þessi bréf auðvelduðu íslenskum bönkum að snúa því fjármagni sem þeir höfðu sótt á erlenda markaði yfir í íslenskar krónur og lána það út á Íslandi án þess að bankarnir tækju á sig gjaldeyrísáhættu. Aukið framboð lánsfjár á Íslandi leiddi því til lækkunar markaðsvaxta og dró enn frekar úr virkni peningastefnunnar eftir vaxtarófinu. Eftirspurn eftir krónum jókst og þar með jókst virkni peningastefnunnar um gengiskanalinn. Eftir því sem gengið styrktist og viðskiptahallinn versnaði jukust líkurnar á því að ójafnvægið leiðrættist með snarpri gengislækkun og verðbóluskoti. Seðlabankinn brá á það ráð að beita nógu háum vöxtum til að sporna við skyndilegu útflæði fjármagns. Þótt tilgangur Seðlabankans með slíkri stefnu væri að koma í veg fyrir skyndilegan fjármagnsflóttu var hún túlkuð sem loforð Seðlabankans um að hann myndi ekki leyfa genginu að falla. Áhrifin urðu því eins og um sölurétt á krónum væri að ræða. En líkt og með

355. Miðlun peningastefnu um gengið.

Greenspan-söluréttinn, sbr. nánar í kafla 4.2.2, var „söluréttur“ Seðlabankans ekki til staðar þegar á reyndi enda loforðið aðeins túlkun markaðsaðila á orðum og gerðum bankans. Vegna þessarar túlkunar sem festi rætur á markaðnum magnaðist ójafnvægið enn frekar og fallið varð hærra þegar það kom.

Háum stýrivöxtum var ætlað að draga úr innlendri eftirspurn með því að hækka fjármagnskostnað og auka sparnað. Treg miðlun Seðlabankavaxta yfir í markaðsvexti, sérstaklega langa raunvexti, og aukði aðgengi að lánsfé á sama tíma og stöðugt var aukði á þensluna í hagkerfinu olli því að lánsfjáreftirspurn hélst mjög mikil þrátt fyrir hækkanði stýrivexti. Áhrif stýrivaxtahækkana komu meðal annars fram í vaxandi vaxtamunarviðskiptum. Framboð erlends lánsfjár mætti mikilli innlendri lánsfjáreftirspurn og stuðlaði að hækkuð eignaverðs innanlands og óhóflegri styrkingu krónunnar. Útlán til innlendra fyrirtækja höfðu um árabil að miklu leyti verið í erlendum gjaldmiðlum. Framan af var það haft að viðmiði að viðkomandi fyrirtæki væru með tekjur í þeim gjaldmiðli sem lánin voru veitt í. Seinni árin vék það viðmiði að nokkru leyti og útlán í erlendum gjaldmiðlum tóku að miðast við það að tekjur væru að hluta í erlendum gjaldmiðlum þótt þeir væru aðrir en lánað var í. Fyrirtækin sem tóku slík lán voru þar með í reynd farin að stunda spákaupmennsku á gjaldeyrismarkaði samhliða rekstri sínum. Síðustu árin fyrir fall bankanna jukust lán í erlendum gjaldmiðlum til innlendra aðila verulega, einkum til eignarhaldsfélaga og til heimilanna, og var þá með öllu farið að horfa fram hjá því hvort tekjustreymi væri fyrir hendi í mynt sem lánað var í. Athyglisvert er að bankar sem lána öðrum bönkum gjaldeyri, til að mynda með framvirkum samningum, notast ávallt við vaxtamun við verðlagningu slíkra lána. Þegar erlendir gjaldmiðlar voru lánaðir til einstaklinga og fyrirtækja innanlands var vaxtamunurinn hins vegar ekki tekinn með í reikninginn. Gjalddeyrissáhattan var því undirverðlögð.

Á meðan Seðlabankinn reyndi að sporna við innlendri eftirspurn með vaxtahækkunum jókst lausafjárþyrngreiðsla hans við fjármálastofnanir verulega. Í uppsveiflunni 1999 til 2001 fór staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum upp í um 80 milljarða króna. Hún féll niður í 30 milljarða kr. hausti 2005. Þá jókst sókn bankanna í lán gegn veði á ný. Frá hausti 2005 þar til í byrjun október 2008 hækkaði staða lána gegn veði hjá Seðlabankanum úr um 30 milljarðum króna í rúmlega 500 milljarða. Reglur um veðhæf bréf voru rýmkaðar nokkrum sinnum seinustu árin. Annaðhvort mátti því vera ljóst að vextir voru allt of lágir eða að einhverjir bankar voru í reynd að sækja sér neyðarlán í Seðlabankann í sívaxandi mæli um árabil. Að nokkru leyti gat aukning lausafjárþyrngreiðslunnar verið að endurspeglar vöxt bankanna á þessum tíma en ef svo var ætti að hafa verið ljóst að sá vöxtur var allt of hraður.

Efnahagsstjórn ríkisfjármála átti þátt í því að skapa ofþenslu, eignaverðsbólu og lánsfjáreftirspurn í aðdraganda falls bankanna. Stefna í ríkisfjármálum var ósveigjanleg og ýmsum ákvörðunum um þensluaðgerðir hrint í framkvæmd þótt efnahagsaðstæður gæfu ekki tilefni til slíkra aðgerða. Í einhverjum tilvikum virðist sem viljinn til að efna kosningaloforð hafi orðið skynseminni yfirsterkari. Þótt ljóst hafi verið að skattalækkningar og rýmkuð útlánaregla Íbúðalánasjóðs hefðu verulegan kostnað í för með sér fyrir þjóðarbúið vegna efnahagsaðstæðna breytti ríkisstjórnin ekki um stefnu varðandi slíkar aðgerðir, þótt þörfin á því væri brýn og augljós, og hrinti þeim í framkvæmd engu að síður. Stefnan í ríkisfjármálum mótaðist því af skammsýni. Nauðsynlegt er að auka samvinnu ríkisfjármála og Seðlabankans við hagstjórnaðgerðir þannig

að annarri stefnunni sé ekki beitt markvisst gegn hinni líkt og gert var undanfarin ár þegar ríkisfjármálin miðuðu stöðugt að því að auka á ójafnvægið og ofþensluna og láta Seðlabankanum einum eftir að glíma við afleiðingarnar. Til þess að skapa hlutlausan grundvöll fyrir samhæfingu efnahagsstefnunnar mætti fela sjálfstæðri ríkisstofnun það hlutverk að spá fyrir um efnahagshorfunar og meta ástand efnahagsmála og líklega þróun að gefnum forsendum um mismunandi efnahagsstefnu. Mikilvægt er í slíku samstarfi að virða sjálfstæði Seðlabankans til ákvarðanatöku og beitingar stýritækja sinna en nokkuð hefur skort á það að ráðherrar hafi tekið nægt tillit til stefnu Seðlabankans. Sjálfstæði seðlabanka er mikilvægt fyrir árangursríka hagstjórn. Hvað sem líður hæfni manna telur rannsóknarnefndin óæskilegt að í starf seðlabankastjóra veljist fyrrverandi stjórnmalamenn líkt og tíðkast hefur um árabíl í Seðlabanka Íslands. Það er til þess fallið að rýra trúverðugleika Seðlabankans, einfaldlega þar sem það kallar á efasemdir um einurð slíkra manna við að vinna að lögbundnu markmiði bankans, einkum ef slíkt er í andstöðu við efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar eða framkvæmd tiltekinna kosningaloforða.

Aðgerðir Seðlabankans áttu einnig þátt í því að stuðla að efnahagslegu ójafnvægi. Peningastefnan var hvergi nærri nógu aðhaldssöm, þ.e. stýrivextir voru allt of lágir, að minnsta kosti frá því um mitt ár 2005. Svo virðist sem Seðlabankinn hafi lengi vel beðið eftir aðhaldsaðgerðum frá hinu opinbera og miðað hóflegar stýrivaxtahækkanir við það að stjórnvöld legðu með stefnumörkun í ríkisfjármálum sitt af mörkum til þess að draga úr þenslunni. Þá er ljóst að innan Seðlabankans voru uppi mismunandi skoðanir um hversu háir stýrivextirnir ættu að vera. Bankastjórn Seðlabankans kaus oft minna aðhald en aðalhaffræðingur bankans lagði til. Tekið er fram að fundargerðir bankastjórnarinnar varpa ekki ljósi á það hvort og þá á hvaða gögnum eða upplýsingum bankastjórnin byggði ákvarðanir sínar um aðra stefnumörkun en þá sem aðalhaffræðingurinn lagði til. Seðlabankinn afgangurinn lagði gegn veði í sívaxandi mæli án þess að meta lausafjárþörf kerfisins. Aukin ásókn í lausafjárfyrirgreiðslu hjá Seðlabankanum hlaut að öðru jöfnu að benda til þess að vextir væru of lágir, að gefnu því markmiði bankans að draga úr þenslunni. Til að ná betri tókum á aðhaldsstigi peningastefnunnar þyrfti Seðlabankinn að meta lausafjárþörfina og hugsanlega að vera með magntakmarkanir á lánnum gegn veði, líkt og á innstæðubréfum.

Áhersla Seðlabankans á að halda genginu sterku og loforð um að hækka vexti ef þörf væri á í þeim tilgangi að sporna við veikingu krónunnar voru óæskileg. Þessi „söluréttur“ á krónum virðist hafa stuðlað að sterkara gengi, meira innstreymi skammtímafjármagns og aukinni útlánaþenslu og að endingu magnað niðursveifluna þegar hún varð. Krónan tók að styrkjast árin 2003 og 2004 og hélt því áfram 2005. Þegar Seðlabankinn taldi krónuna vera orðna töluvert sterkari en samræmdest jafnvægi í þjóðarbúskapnum hefði hann átt að auka kaup sín á gjaldeyri verulega. Það hefði sent skilaboð um að bankinn teldi krónuna of sterka auk þess sem þannig hefði safnast upp gjaldeyrisforði. Á hliðstæðan hátt gat Seðlabankinn þá selt gjaldeyri þegar hann taldi krónuna of veika og notað þannig eigin gjaldeyrisjóð sem nokkurs konar jöfnunarsjóð til að dempa sveiflur í raungenginu án þess að fylgt væri markmiðum um nafngengi.

Rannsóknarnefndin telur að stýrivextir hafi verið of lágir í uppsveiflunni. Vissulega áttu háir stýrivextir þátt í því að auka arðsemi af vaxtamarviðskiptum og laða þannig erlent skammtímafjármagn til landsins.

Seðlabankanum voru þó færar aðrar leiðir til að bregðast við neikvæðum áhrifum vaxtamunarviðskipta með öðrum hætti en stýrivöxtunum. Hann hefði getað dregið úr arðsemi erlendrar lántöku, til að mynda með því að herða lausafjárkröfur og/eða auka bindiskyldu vegna erlendrar fjármögnunar bankanna.

Það vekur einnig athygli að samkvæmt stefnuýfirlýsingu ríkisstjórnarinnar, sem mynduð var vorið 2007, var eitt af markmiðum hennar að stuðla að frekari vexti bankanna. Á þeim tíma gat stjórnvöldum ekki dulist að bankarnir voru orðnir svo stórir að í hugsanlegum stuðningi við hvern þriggja stóru bankanna fólst svo stór óbein skuldbinding að hún var ríkinu um megn. Að auki hafði ríkisstjórnin að markmiði að tryggja það að útrásarfyrirtæki, og þar með bankarnir, sæju sér áfram hag í því að hafa höfuðstöðvar á Íslandi. Ýmsir höfðu bent á það að bankakerfið væri vaxið fram úr Seðlabankanum og hann væri ekki fær um að sinna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara. Stór hluti skuldbindinga íslensku bankanna var í öðrum gjaldmiðlum en íslenskum krónum. Skammtímaskuldir þjóðarinnar voru orðnar um fimm-tánfaldur gjaldeyrisforði Seðlabankans en stærstur hluti þeirra var vegna fjármögnunar bankanna. Því var ljóst að annaðhvort þyrfti að stækka gjaldeyrisforðann verulega eða draga úr tengslum bankanna við Ísland, til dæmis með því að skipta þeim í innlandan og erlendan hluta og flytja þann erlenda úr landi. Gjaldeyrisforði á stærð við erlendar skammtímaskuldir þjóðarinnar var ekki raunhæf lausn. Gjaldeyrisforði af þeirri stærð hefði verið margföld landsframleiðsla en kostnaður af honum verulegur. Því hefði verið heppilegra að stuðla að því að einn eða fleiri af stóru bönkunum flyttu höfuðstöðvar sínar úr landi. Slíkt var hins vegar ekki í samræmi við stefnuýfirlýsingu þeirrar ríkisstjórnar sem mynduð var vorið 2007. Seðlabankinn lýsti því ítrekað yfir á árinu 2008 að hann ynni í því að stækka gjaldeyrisforðann þannig að hann væri betur til þess fallinn að styðja við bankana. Við söfnun gjaldeyrisvarforðans var farið of seint af stað og of lítið að gert. Æskilegra hefði verið að koma því til leiðar að bankarnir drægju úr erlendri starfsemi sinni þegar komið var fram á árin 2007 og 2008.

Það er ljóst að aðhald peningastefnunnar miðlaðist ekki um markaðsvexti eins og til var ætlast. Mikill útlánavöxtur í uppsveiflunni samfara hækkandi vöxtum er til vitnis um það. Vöxtur útlána endurspegladist í vexti innlendra eftirspurnar þrátt fyrir hækkandi vexti. Mikill vöxtur útlána hefur valdið áhyggjum víðar en á Íslandi og reynslan er sú að útlánavöxtur stjórnast ekki aðeins af skammtíma vöxtum heldur ræðst hann ekki síður af stöðunni í efnahagssveiflunni. Hækkandi eignaverð leiðir til aukins veðrýmis, meiri lántöku en ella og vaxandi verðbólgu. Ein þeirra leiða sem verið er að skoða til þess að dempa útlánavöxt í uppsveiflum er að setja reglur um hámarks veðhlutföll og jafnvel að stýra veðhlutföllum með tilliti til eignaverðs og tekna þannig að hámarkshlutfallið sé lækkað í uppsveiflu og hækkað í niðursveiflu (sjá til dæmis *The Turner Review*, breska fjármálaeftirlitið (FSA), 2009, bls. 106–111). Rannsóknarnefndin telur að það beri að athuga hvort veita eigi Seðlabanka Íslands heimild til að setja reglur um hámarks veðhlutföll eignaflokka í því augnamiði að auka virkni peningastefnu til að slá á þenslu.

5. kafli

Stefna stjórnvalda um stærð og starfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja

5.1 Inngangur

Þegar orsakir og aðdragandi að falli íslensku bankanna 2008 eru rannsökuð skiptir máli hver hin yfirlýsta pólitíska stefna ríkisstjórnar var á hverjum tíma um stærð og starfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja. Sú stefna hefur m.a. áhrif við samningu lagafrumvarpa og stjórnvaldsreglna. Hún hefur einnig áhrif á samhæfingu stjórnkerfisins og þar með þann takt sem annars vegar Stjórnarráð Íslands og hins vegar eftirlitsstofnanir ganga í. Loks vekur hún væntingar bæði hjá almenningi og einnig hjá fjármálafyrirtækjum um þá framtíðarsýn sem þau mega ganga út frá í stefnumótun sinni.

Hér á eftir verður stuttlega rakin stefna ríkisstjórna frá 23. apríl 1995 þegar stefnan var tekin á sölu ríkisbankanna fram til 23. maí 2007 en þá var samþykkt sú pólitíska stefnufirlýsing sem við lýði var þegar bankarnir féllu.

5.2 Stefnan eins og hún birtist í stefnufirlýsingum ríkisstjórna

Hin pólitíska stefnumörkun að selja viðskiptabanka og fjárfestingarlánasjóði í eigu ríkisins kom fram í stefnufirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 23. apríl 1995. Þar kemur fram að eitt af meginmarkmiðum ríkisstjórnarinnar sé eftirfarandi: „Að leggja fram áætlun á sviði einkavæðingar sem unnið [verði] að á kjörtímabilinu. Áhersla [verði] lögð á að breyta rekstrarformi ríkisviðskiptabanka og fjárfestingarlánasjóða. Það á einnig við um fyrirtæki og stofnanir í eigu ríkisins sem eru í samkeppni við einkaaðila. Unnið [verði] að sölu ríkisfyrirtækja á kjörtímabilinu í samræmi við ákvarðanir Alþingis.“ Vorið 1997 voru sett lög um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands nr. 50/1997. Einnig voru sett lög um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. nr. 60/1997 (FBA). Bankinn tók hinn 1. janúar 1998 við öllum eignum, skuldum og skuldbindingum Fiskveiðasjóðs Íslands, Iðnlánasjóðs, Útflutningslánasjóðs og Iðnþróunarsjóðs atvinnulífsins, sbr. 3. gr. laga nr. 60/1997. Hinn 28. ágúst 1998 samþykkti ríkisstjórnin stefnu um sölu hlutfjár í bönkunum þremur. Boðið var út nýtt hlutfé í Landsbankanum og Búnaðarbankanum sem nam 15% af heildarhlutfé bankanna. Þá voru seld 49% hlutfjár ríkissjóðs í FBA. Með lögum nr. 167/1998 um breytingu á lögum um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins var ríkissjóði heimilað að selja allt hlutfé ríkissjóðs í FBA og var það gert í nóvember 1999.¹

„Áhersla [verði] lögð á að breyta rekstrarformi ríkisviðskiptabanka og fjárfestingarlánasjóða. [...] Unnið [verði] að sölu ríkisfyrirtækja á kjörtímabilinu í samræmi við ákvarðanir Alþingis.“

Úr stefnufirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 23. apríl 1995.

1. *Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja árin 1998–2003*. Ríkisendurskoðun. Reykjavík 2003, bls. 20–21 og 25–26.

„Hlutabréf í ríkisbönkunum verði seld með það að markmiði að ná fram hagræðingu á fjármagnsmarkaði en tryggja um leið virka samkeppni á markaðnum til að ná fram ódýrari þjónustu. Við söluna verði þess gætt að ríkið fái hámarksverð fyrir eign sína í bönkunum.“

Úr stjórnarsáttmála ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 28. maí 1999.

„Lánshlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna, að ákveðnu hámarki.“

Úr stjórnarsáttmála ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 23. maí 2003.

„Í umbreytingu íslensks atvinnulífs á undanförunum árum felst meðal annars aukið vægi ýmiss konar alþjóðlegrar þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónustu. Ríkisstjórnin stefnir að því að tryggja að slík starfsemi geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.“

Úr stjórnarsáttmála ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá 23. maí 2007.

Í stefnuýfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 28. maí 1999 kemur fram að stjórnin stefni að því að halda áfram einkavæðingu ríkisfyrirtækja, einkum þeirra sem eru í samkeppni við fyrirtæki í eigu einkaaðila. Síðan segir: „Hlutabréf í ríkisbönkunum verði seld með það að markmiði að ná fram hagræðingu á fjármagnsmarkaði en tryggja um leið virka samkeppni á markaðnum til að ná fram ódýrari þjónustu. Við söluna verði þess gætt að ríkið fái hámarksverð fyrir eign sína í bönkunum.“ Með lögum nr. 93/1999, um breytingu á lögum nr. 50/1997, var heimilað að selja 15% af hlutafé ríkissjóðs í Landsbankanum og Búnaðarbankanum og var það gert í desember 1999. Lögunum var síðan breytt að nýju í maí 2001 með lögum nr. 70/2001 og heimilað að selja hlutafé ríkissjóðs í bönkunum tveimur. Í júní 2002 voru 20% hluta í Landsbankanum seld í gegnum viðskiptakerfi Verðbréfaþings Íslands en skilyrði var að enginn mætti kaupa meira en 4% af heildarhlutafé Landsbankans. Hinn 19. október 2002 seldi ríkið síðan Samson eignarhaldsfélagi ehf. 45,8% hlutabréfa í Landsbankanum og 15. nóvember sama ár var svonefndum S-hópi, sem samanstóð af Eglu ehf., Samvinnulífeyrissjóðnum, Vátryggingafélagi Íslands og Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga, seldur 45,8% hlutur í Búnaðarbankanum. Þau hlutabréf sem ríkið átti enn í þessum bönkunum voru seld í gegnum viðskiptakerfi Kauphallar Íslands í almennu útboði 25. febrúar 2003. Nánar er vikið að breytingum á eignarhaldi þessara banka í kafla 6.0.

Í stefnuýfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 23. maí 2003 bregður svo við að ekkert er vikið að bönkunum. Á hinn bóginn er sett fram eftirfarandi stefna varðandi lán Íbúðalánasjóðs: „Lánshlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna, að ákveðnu hámarki.“ Einnig var sett það markmið að tryggja að jafnvægi og stöðugleiki ríki í efnahagsmálum þjóðarinnar. Eins og nánar er vikið að í kafla 4.0 gekk það eftir að lánshlutfall íbúðalána Íbúðalánasjóðs var hækkað eins og boðað hafði verið.

Í stjórnarsáttmála ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá 23. maí 2007 segir m.a.: „Eitt brýnasta verkefni nýrrar ríkisstjórnar er að tryggja stöðugleika í efnahagslífinu í þágu heimila og atvinnulífs. Markmið hagstjórnarinnar er að tryggja lága verðbólgu, lágt vaxtastig, betra jafnvægi í utanríkisviðskiptum, jafnan og öflugan hagvöxt og áframhaldandi trausta stöðu ríkissjóðs.“ Þá segir þar einnig: „Ríkisstjórnin vill skapa kjörskilyrði fyrir áframhaldandi vöxt, útflutning og útrás íslenskra fyrirtækja, m.a. með aðgerðum til að efla hátækni- iðnað og starfsumhverfi sprotafyrirtækja, svo sem með eflingu Rannsóknasjóðs og Tækniþróunarsjóðs. Í umbreytingu íslensks atvinnulífs á undanförunum árum felst meðal annars aukið vægi ýmiss konar alþjóðlegrar þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónustu. Ríkisstjórnin stefnir að því að tryggja að slík starfsemi geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi. Áhersla verður lögð á að efla Fjármálaeftirlitið til þess að íslenski fjármálamarkaðurinn njóti fyllsta trausts.“

5.3 Dæmi um viðhorf ráðherra sem birtust á opinberum vettvangi um starfsemi fjármálafyrirtækja árin 2003-2008

Hér að framan var lýst stefnu stjórnvalda eins og hún birtist í stefnuyfirlýsingum ríkisstjórna undanfarin ár. Stefna ríkisstjórnar birtist einnig í opinberum ræðum og greinum þeirra ráðherra sem eiga sæti í henni hverju sinni. Hér verður vikið að nokkrum dæmum um viðhorf ráðherra sem birtust á opinberum vettvangi.

Hinn 21. mars 2003 ávarpaði Davíð Oddsson, þáverandi forsætisráðherra, ársfund Seðlabanka Íslands. Í ræðu sinni sagði Davíð m.a.: „Á undanförunum árum hefur efnahagsstefna ríkisstjórnarinnar endurspeglad þá sannfæringu að frelsi í efnahagsmálum hlyti að vera grundvöllur efnahagslegrar velmegunar og forsenda þess að blómlegt og margbreytilegt mannlíf fengi að dafna á Íslandi. Það er í anda þessarar stefnu sem ríkisstjórnin hefur beitt sér fyrir því að ráðist var í að einkavæða viðskiptabankana. Eins og vonlegt er þá hefur sala bankanna tekið sinn tíma, til hennar var vandað eins og hægt var og ríkið fékk gott verð fyrir þessar eignir sínar. En mestu skiptir að nú hefur ríkisvaldið dregið sig algerlega út úr bankarekstri og er það mikið fagnaðarefni. Hlutverk ríkisins á fjármálamarkaði takmarkast við það að setja lög og reglur, að hafa eftirlit með að eftir þeim sé farið og að tryggja að samkeppni ríki á þessum mikilvæga markaði. Þetta er hin eðlilega skipan mála. [...] Öflugt og vel rekið bankakerfi er undirstaða alls atvinnulífs á Íslandi og útrás íslensku bankanna á erlenda markaði er ánægjulegur vitnisburður um þann kraft sem leystur hefur verið úr læðingi við það að færa bankana úr ríkiseigu í hendur einkaframtaksins.“

Hinn 24. september 2002 ávarpaði Davíð Oddsson, þáverandi forsætisráðherra, ráðstefnu Landsbanka Íslands um framtíðarhorfur efnahagsmála. Davíð sagði m.a.: „Dynamic financial markets are a precondition for the economy to be able to grow and flourish. Now that the end of state banking operations is in sight, further progress can be expected in these markets. Icelandic banking institutions have become increasingly dynamic and professional in recent years, and provide businesses and individuals with better services. Banks in Iceland are beginning to penetrate overseas markets and have established branches in many countries. This is a very positive trend. Not only does the small size of the Icelandic market make it important for banks to expand their market region; it is equally important that banking operations in other countries will deliver to Iceland the know-how and practices of the most skilled professionals in this field.“

Hinn 23. mars 2004 flutti Davíð Oddsson ávarp á ársfundi Seðlabanka Íslands. Í ræðu sinni sagði Davíð m.a.: „Ég hef áður gert að umtalsefni og tekið undir þær viðvaranir og athugasemdir sem Seðlabankinn hefur sent viðskiptabönkunum. Nauðsynlegt er að stjórnendur viðskiptabankanna taki þær til alvarlegrar skoðunar. Aukning erlendra skulda þjóðarbúsins hefur verið það mikil að undanförunu, að ekki fær staðist til lengdar. [...] Opinn og frjáls fjármálamarkaður er forsenda fyrir góðu gangverki samfélagsins. Þeir, sem þar eru í forystu, eiga að vera framsæknir og djarfir en þeir verða líka að kunna sér hof og gæta að langtímahagsmunum efnahagslífsins. Bankarnir eiga vissulega að sækjast eftir góðum hagnaði, en þeir geta ekki leyft sér að skara að sér skyndigróða á kostnað stöðugleikans í efnahagslífinu. Þeir eiga mest

„Á undanförunum árum hefur efnahagsstefna ríkisstjórnarinnar endurspeglad þá sannfæringu að frelsi í efnahagsmálum hlyti að vera grundvöllur efnahagslegrar velmegunar og forsenda þess að blómlegt og margbreytilegt mannlíf fengi að dafna á Íslandi. Það er í anda þessarar stefnu sem ríkisstjórnin hefur beitt sér fyrir því að ráðist var í að einkavæða viðskiptabankana. Eins og vonlegt er þá hefur sala bankanna tekið sinn tíma, til hennar var vandað eins og hægt var og ríkið fékk gott verð fyrir þessar eignir sínar. En mestu skiptir að nú hefur ríkisvaldið dregið sig algerlega út úr bankarekstri og er það mikið fagnaðarefni. Hlutverk ríkisins á fjármálamarkaði takmarkast við það að setja lög og reglur, að hafa eftirlit með að eftir þeim sé farið og að tryggja að samkeppni ríki á þessum mikilvæga markaði.“

Davíð Oddsson í ávarpi sínu á ársfundi Seðlabanka Íslands 21. mars 2003.

„Það kann vel að vera að einhverjum finnst þetta undarlegt og spyrji hvernig það megi vera að þessi litla þjóð geti gert sig svo gildandi á erlendum mörkuðum sem raun ber vitni. Ég hef sjálfur lent í þeirri ánægjulegu stöðu að útskýra fyrir ýmsum erlendum aðilum að þar skipti að sjálfsögðu miklu máli það áráði, sá kraftur og það frumkvæði sem býr í íslenskum athafnamönnum.“

Halldór Ásgrímsson í ávarpi sínu á ársfundi Seðlabanka Íslands 30. mars 2005.

undir því sjálfir að stöðugleikinn sé varðveittur. Þýðingarmest er að stjórnendur bankanna sjái þetta sjálfir og ekki þurfi að koma til aðgerða Seðlabanka. En á hinn bóginn má enginn vafi ríkja um að Seðlabankinn tekur fast á málum ef ekki er farið að vinsamlegum tilmælum, sem hann sendir frá sér.“

Hinn 30. mars 2005 flutti Halldór Ásgrímsson, þáverandi forsætisráðherra, ávarp á ársfundi Seðlabanka Íslands. Í ræðu sinni sagði Halldór m.a.: „Eitthvert augljósasta merki um jákvæða þróun íslenskra efnahagsmála er það sem kallað hefur verið útrás íslenskra fyrirtækja og fjárfesta á erlenda markaði. Það kann vel að vera að einhverjum finnst þetta undarlegt og spyrji hvernig það megi vera að þessi litla þjóð geti gert sig svo gildandi á erlendum mörkuðum sem raun ber vitni. Ég hef sjálfur lent í þeirri ánægjulegu stöðu að útskýra fyrir ýmsum erlendum aðilum að þar skipti að sjálfsögðu miklu máli það áráði, sá kraftur og það frumkvæði sem býr í íslenskum athafnamönnum. En einnig hitt að þær aðstæður sem hér hafa skapast á undanförunum árum hafa orðið til þess að íslenskt atvinnulíf hefur dafnað og blómstrað og í raun gert það að verkum að íslenski markaðurinn er í mörgum tilvikum orðinn of lítill fyrir þessa starfsemi.“

Hinn 31. mars 2006 flutti Halldór Ásgrímsson ávarp á ársfundi Seðlabanka Íslands. Í ræðu sinni sagði Halldór m.a.: „Í ljósi þeirrar jákvæðu þróunar sem orðið hefur í íslensku efnahagslífi undanfarin misseri og þeirrar öflugu uppbyggingar sem átt hefur sér stað hefur verið sérkennilegt að fylgjast með þeirri neikvæðu og villandi umræðu sem birst hefur að undanförunu í nokkrum erlendum fjölmiðlum. Oftar en ekki hefur mátt rekja þessi skrif til óvandaðrar umfjöllunar greiningardeilda erlendra banka sem eru í beinni samkeppni við íslenska banka.“ Síðan sagði Halldór: „Það er auðvelt að hrekja slíkan villandi málflutning með því að leiða fram staðreyndir sem byggja á opinberum og alþjóðlegum hagtölum. Enda hafa öll matsfyrirtækin og OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn staðfest sitt jákvæða mat á stöðu og horfum í íslensku efnahagslífi. Grundvöllur slíkra ákvarðana eru einmitt opinberar hagtölur og staðgóð þekking á íslensku efnahagslífi. Því miður virðist slíkri þekkingu og viðleitni ekki fyrir að fara hjá hluta þeirra sem hafa tekið sér það fyrir hendur að gefa sitt álit á íslensku efnahagslífi.“ Því næst sagði Halldór: „Ég verð að játa að slík umræða kemur mér ekki á óvart. Öll sókn og framþróun kallar á átök og allt sem gert er hefur sína kosti og galla. Kyrrstaða er að mínu mati aldrei kostur og sem betur fer ríkir ekkert logn í íslensku hagkerfi um þessar mundir. Í öllu þessu umróti er ríkari tilhneiging til að draga fram gallana og það neikvæða en kostina og hið jákvæða. Þrátt fyrir það verðum við að þola storminn og gera okkar ítrasta til að sannfæra aðra um að við getum haldið áfram á þeirri sóknarbraut sem einkennt hefur íslenskt efnahagslíf að undanförunu. Aðalatriðið er að við höfum sjálf trú á þessari stefnu. Ég hef aldrei efast um að íslenskt þjóðfélag væri á réttri braut á undanförunum árum.“ Loks sagði Halldór: „Þær skipulagsbreytingar sem hér hafa orðið á síðustu árum hafa skilað sér í miklum vexti bankakerfisins. Íslensku bankarnir eru orðnir að alþjóðlegum fjármálaþjónustufyrirtækjum með stóran hluta af eignum sínum í alþjóðlegri starfsemi. Það hefur stuðlað að bættri áhættudreifingu í starfsemi þeirra.“

Hinn 7. febrúar 2007 flutti Geir H. Haarde, forsætisráðherra, ræðu á Viðskiptaþingi sem Viðskiptaráð Íslands stóð fyrir. Geir ræddi um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi og sagði m.a.: „Lögð hefur verið áhersla á að draga sem mest úr skrifræði og kostnaði í reglusetningu hins opinbera. Þar höfum

við reyndar þegar tekið mörg mikilvæg skref og fleira er í undirbúningi undir merkjum aðgerðaáætlunarinnar, „Einfaldara Ísland“. Flóknar og torskildar reglur geta valdið óþarfa kostnaði og dregið úr samkeppnishæfni atvinnulífsins.“ Síðar segir Geir: „Árið 2006 var stormasamt en jafnframt lærdómsríkt. Við lærðum hversu mikilvægt alþjóðlegt orðspor og ímynd er fyrir lítið þjóðfélag. Ég vil þakka Viðskiptaráði hér sérstaklega fyrir að hafa frumkvæði að gerð Mishkin skýrslunnar svokölluðu og einnig Tryggva Þór Herbertssyni, og auðvitað Mishkin sjálfum, fyrir að hafa með skýrslunni útskýrt fyrir umheiminum staðreyndir málsins hvað varðar íslensk efnahagsmál.“ Síðan sagði Geir: „Atvinnulífið átti alfarið frumkvæði að þessu framtaki og stýrði því. Aðkoma mín sem þáverandi utanríkisráðherra fólst í því að veita aðgang að utanríkisþjónustunni til að auðvelda útbreiðslu og kynningu skýrslunnar auk þess sem ég flutti ræðu á kynningarfundum vegna útgáfu skýrslunnar í New York. Þetta verkefni er gott dæmi um það þegar samvinna atvinnulífsins og ríkisins tekst vel.“

Í kvöldfréttum Stöðvar 2 22. febrúar 2007 var rætt við Árna M. Mathiesen, fjármálaráðherra. Árni sagði m.a.: „En ástæðan fyrir því að ég tel að peningastefnan hefur ekki virkað sem skyldi er hversu stórt hlutfall af fjármálamarkaðnum eru annars vegar verðtryggð lán í íslenskum krónum og hins vegar erlend lán.“

Hinn 21. mars 2007 birti *Viðskiptablaðið* viðtal við Árna M. Mathiesen. Rætt var um gagnrýni sem lánsþæfismatsfyrirtækið Moody's varð fyrir er fyrirtækið hækkaði lánsþæfiseinkunn íslensku viðskiptabankanna. Fram kemur að Árni er ósammála þeirri gagnrýni. Í greininni segir: „Árni telur þessa gagnrýni óréttmæta og bendir á að eitthvað hljóti að skýra þá staðreynd að það hafi engin veigamikil fjármálastofnun orðið gjaldþrota í Vestur-Evrópu síðustu fimmtíu árin.“ Síðan er haft eftir Árna: „Jafnvel þótt að ekki liggi fyrir einhverjar yfirlýsingar frá stjórnvöldum eða heit um að koma bönkum til aðstoðar þá er hægt að draga ályktanir af þessari staðreynd.“ Því næst er Árni spurður hvort íslenska ríkið hafi fjárhagslegt bolmagn til þess að styðja við bakið á bönkunum. Í viðtalinu segir: „[...]“ segir Árni að hingað til hafi ekki verið gefnar út neinar yfirlýsingar um það og sú stefna muni ekki breytast. Hann bendir hins vegar á að sjálfstæði Seðlabankans hafi verið aukið til muna og fjárhagsleg staða hans hafi verið styrkt til muna.“ Síðan er haft eftir Árna: „Slíkar aðgerðir eru eðlilegar samfara vexti í bankakerfinu. Hvað er lítið eða stórt í því samhengi er erfitt að segja um.“

Hinn 3. maí 2007 hélt Árni M. Mathiesen erindi á Reuters Brightspot ráðstefnu sem haldin var í Reykjavík. Í ræðunni sagði Árni m.a.: „Efnahagsþróunin hefur haldist stöðug og útlitið er, ef eitthvað er, bjartara en fyrir ári síðan. Til marks um það hafa gagnrýnisráðgjafar að mestu þagnað og trúverðugleiki fjármálafyrirtækjanna hefur aukist á ný. Mat lánsþæfisyfirtækja á þeim hefur haldist gott og lánskör þeirra hafa batnað. Að miklu leyti má þakka árangurinn aðgerðum fyrirtækjanna sjálfra. Þau hafa haldið áfram að ná glæsilegum rekstrarárangri á sama tíma og þau hafa gripið til margvíslegra aðgerða til að styrkja stöðu sína, t.d. með því að draga úr krosseignatengslum, styrkja fjármögnunarleiðir og draga úr örum útlánvexti. Margir telja að það hafi einnig verið hjálplegt að stjórnvöld og aðrir hagsmunaaðilar lögðust á sveif með fjármálageiranum við að efla upplýsingagjöf til erlendra greiningaraðila og fjölmiðla um raunverulega stöðu íslenska hagkerfisins og íslenskra fyrirtækja. Þá voru enn önnur atriði sem höfðu áhrif til að róa öldurnar.“

„Einu sinni spurði Nóbelskáldið í útvarpserindi sem svo: „Hvað hefði Egill Skallagrímsson sagt um þetta?“ Egill kunnir vel að meta veraldlegan auð á sinni tíð. Á því leikur varla vafi að sá gamli höfðingi og útrásarvikingur mun slá við glotti ef og þegar hann fylgist með fjármálavikingum nútímans. Þjóðin er stolt af þessum mikla árangri og hún nýtur þess sem flutt er hingað heim, áþreifanlegt og óáþreifanlegt í þessum mikla feng. Ég óska íslenskum fjármálafyrirtækjum og samtökum þeirra velfarnaðar og áframhaldandi útrásar og árangurs.“

Jón Sigurðsson, þáverandi viðskiptaráðherra, í ávarpi sínu á aðalfundi Samtaka fjármálafyrirtækja 26. apríl 2007.

„Þannig má segja að Ísland hafi í raun þróast í þá átt að verða alþjóðleg fjármálamiðstöð og er sú þróun meðal annars tilkomin vegna þess frumkvæðisanda sem ríkir meðal stjórnenda og starfsmanna íslenskra fjármálafyrirtækja.“

Björgvin G. Sigurðsson í ávarpi á ársfundi Fjármálaeftirlitsins 27. nóvember 2007.

„Kraftur, kjarkur og góð þekking íslensku útrásarmannanna skilaði meiri árangri hraðar við fjárfestingar erlendis en hægt var að sjá fyrir og vikingurinn hefur vakið athygli á alþjóðavísu. Ekki síst þegar lagt er saman við aðra útrás Íslendinga erlendis í verslun, iðnaði og þjónustu ýmisskonar. [...] Auðvitað skortir ekki úrtölur eða þá sem telja sig knúna til að tala útrás og fjárfestingaævintýri Íslendinga erlendis niður.“

Björgvin G. Sigurðsson í grein í *Viðskiptablaðinu* 21. desember 2007.

Jón Sigurðsson, þáverandi viðskiptaráðherra, flutti erindi á aðalfundi Samtaka fjármálafyrirtækja 26. apríl 2007. Jón sagði m.a.: „Fjármálageirinn hefur tekið miklum stakkaskiptum á Íslandi á undraskömmum tíma. Árangur starfsmanna og forystumanna hefur verið með ólíkindum og varpað glæsilegum bjarmum yfir sviðið. Fjármálageirinn er orðinn ein helsta undirstaða velsældar og framfara á Íslandi. Hann býður mörgum starfsmönnum sínum góð laun og spennandi viðfangsefni. Ný atvinnusvið hafa opnast hérlendis sem áður voru aðeins kunn af frásögnum frá öðrum löndum. Þannig mannast Íslendingurinn á heimsins hátt og þannig er lagt upp í nýjar vikingaferðir héðan. Einu sinni spurði Nóbelskáldið í útvarpserindi sem svo: „Hvað hefði Egill Skallagrímsson sagt um þetta?“ Egill kunnir vel að meta veraldlegan auð á sinni tíð. Á því leikur varla vafi að sá gamli höfðingi og útrásarvikingur mun slá við glotti ef og þegar hann fylgist með fjármálavikingum nútímans. Þjóðin er stolt af þessum mikla árangri og hún nýtur þess sem flutt er hingað heim, áþreifanlegt og óáþreifanlegt í þessum mikla feng. Ég óska íslenskum fjármálafyrirtækjum og samtökum þeirra velfarnaðar og áframhaldandi útrásar og árangurs.“

Í viðtali við *Viðskiptablaðið* 9. júní 2007 sagði Björgvin G. Sigurðsson, viðskiptaráðherra, að hans biði það hlutverk að byggja upp öflugt ráðuneyti sem haldi utan um útrás fjármálafyrirtækjanna sem nú skili okkur um 10% þjóðartekna. Þá sé ótalin verslunin en við hana starfi um 90.000 manns á Íslandi. Síðan sagði Björgvin: „Þessar greinar þarf að efla og verðskulda miklu meiri athygli en áður. Þetta er útrásin, þarna eru sprotarnir í uppbyggingu á atvinnulífi okkar í dag.“

Hinn 27. nóvember 2007 flutti Björgvin G. Sigurðsson ávarp á ársfundi Fjármálaeftirlitsins og sagði þá m.a.: „Þannig má segja að Ísland hafi í raun þróast í þá átt að verða alþjóðleg fjármálamiðstöð og er sú þróun meðal annars tilkomin vegna þess frumkvæðisanda sem ríkir meðal stjórnenda og starfsmanna íslenskra fjármálafyrirtækja.“

Í grein eftir Björgvin G. Sigurðsson sem birtist í *Viðskiptablaðinu* 21. desember 2007 er fjallað um ákveðna gagnrýni sem íslenskir bankar höfðu orðið fyrir erlendis. Þar segir Björgvin m.a. svo: „Þegar KB banki opnaði útibúið í Lúxemborg fyrir nokkrum árum óraði líklega engan fyrir því hve vel íslensku fjármálafyrirtækjunum ætti eftir að ganga við að hasla sér völl á erlendri grundu. Ævintýralega vel er kannski rétta orðið yfir það.“ Einnig segir: „Kraftur, kjarkur og góð þekking íslensku útrásarmannanna skilaði meiri árangri hraðar við fjárfestingar erlendis en hægt var að sjá fyrir og vikingurinn hefur vakið athygli á alþjóðavísu. Ekki síst þegar lagt er saman við aðra útrás Íslendinga erlendis í verslun, iðnaði og þjónustu ýmisskonar.“ Síðan segir: „Auðvitað skortir ekki úrtölur eða þá sem telja sig knúna til að tala útrás og fjárfestingaævintýri Íslendinga erlendis niður.“

Hinn 18. janúar 2008 birti *Viðskiptablaðið* frétt þar sem vitnað er til ummæla Björgvins G. Sigurðssonar sem hann lét falla á vefsíðu sinni, bjorgvin.is. Björgvin hafði þetta að segja um íslensku bankana: „Þeir standa vel og er lausafjárstaða þeirra prýðileg og fjármögnun þeirra allra lokið til lengri tíma.“ Síðan segist Björgvin hafa fundað með formanni stjórnar Fjármálaeftirlitsins og segir: „Niðurstaða þeirrar yfirferðar er sú að íslensku bankarnir standa vel. Þá bendir margt til þess að umróti loknu náist ágætt jafnvægi í íslensku efnahagslífi þar sem verðbólga er nálægt viðmiðunarmörkum Seðlabanka, gengi krónunnar gangi hægt og jafnt niður og vaxtalækkunarferli hefjist innan skamms.“

Geir H. Haarde flutti ræðu á málþingi sem Viðskiptaráð Íslands stóð fyrir 13. febrúar 2008 og gerði þar að umtalsefni hátt skuldatryggingarálag bankanna. Geir sagði m.a.: „Á síðustu vikum hefur skuldatryggingarálag íslensku bankanna einnig hækkað töluvert en líklegt má telja að það stafi að hluta til af upplýsingaskorti alþjóðlegra fjárfesta um raunverulega stöðu bankanna. Sérfræðingar greiningarfyrirtækisins Credit Sights hafa til að mynda sagt að áhættan í tengslum við íslensku viðskiptabankana sé ofmetin og að skuldatryggingarálagið gefi ekki rétta mynd af raunstöðu þeirra.“ Síðar í ræðunni sagði hann: „Þrátt fyrir þessar jákvæðu niðurstöður og greinargerðir Fjármálaeftirlitsins, Moody's, Credit Sights og fleiri aðila gætir enn neikvæðrar umfjöllunar hjá einstaka greiningaraðilum og fjölmiðlum. Þar er iðulega farið með hreinar staðreyndavillur og lýsingar á stöðu íslenska hagkerfisins eru mjög ýktar. Það er áhyggjuefni að þessir aðilar skuli ekki taka tillit til þeirra ítarlegu upplýsinga sem öllum eru aðgengilegar og lýsa sterkri stöðu bankanna og ríkissjóðs. Hér virðast önnur öfl ráða ferðinni en leitinn að sannleikanum.“ Síðan sagði Geir: „Til að mæta þessu er nauðsynlegt að allir snúi bókum saman og bregðist við. Ríkisstjórnin er reiðubúin til samstarfs við hin ýmsu samtök atvinnulífsins, hvort sem það er á vettvangi Viðskiptaráðsins, Samtaka fjármálafyrirtækja eða annarra samtaka, með það að meginmarkmiði að miðla upplýsingum og greiningum um íslenskt efnahags- og atvinnulíf til erlendra greiningaraðila, fjárfesta og fjölmiðla. Jafnframt munu ráðherrar áfram verða reiðubúnir að mæta ásamt fulltrúum atvinnulífsins á fundi erlendis til að gera grein fyrir stöðu íslensks efnahags- og atvinnulífs og leiðrétta þær rangfærslur sem kunna að vera á ferðinni.“

Í Markaðsfréttum Stöðvar 2 var m.a. birt viðtal við Geir H. Haarde 14. febrúar 2008. Aðspurður um hvort bankarnir hafi brugðist hlutverki sínu svaraði Geir: „Það er alveg ljóst að þeir hafa náttúrulega stækkað mjög hratt. Þeir hafa verið mjög, hvað eigum við að segja, kaldir að sumu leyti til við að fjárfesta og þenja sig út en ég tel ekki að það sé nein hætta á ferð umfram það sem að annars staðar er.“

Í Markaðsfréttum Stöðvar 2 var rætt við Árna M. Mathiesen 29. febrúar 2008. Meðal annars var rætt um versnandi stöðu íslensku bankanna. Í máli Árna kom m.a. fram: „Það sem auðvitað flækir það ferli að maður er farinn að hafa það á tilfinningunni að það séu aðilar úti í heimi sem að, vegna sinna fjárfestinga, hafa hagsmuni af því að íslensku bönkunum gangi illa og, og þeir eru hreinlega að, að koma á framfæri röngum upplýsingum.“

Hinn 10. mars 2008 flutti Ingibjörg Sólrún Gísladóttir, utanríkisráðherra, erindi á ráðstefnu um íslenskt efnahagslíf í Kaupmannahöfn. Heiti erindisins var: „Íslands økonomi, stærk og fleksibel.“ Í erindinu sagði Ingibjörg m.a.: „De islandske banker hviler på et solidt grundlag. Indtægter fra deres kernevirksomhed voksede sidste år til trods for subprime-krisen. Bankernes stærke likviditet bekræftes blandt andet af nylige kreditvurderinger fra Moody's. De tre største banker har gentagne gange bestået Finanstilsynets tryktest med gode resultater.“ Síðar sagði hún: „Der er blevet spurgt hvordan regeringen agter at reagere på en eventuel bankkrise. Jeg opfatter spørgsmålet som yderst hypotetisk, da bankerne lever og har det godt i øjeblikket, men jeg vil gerne tilføje at både regeringen og Nationalbanken har ressourcer til at afværge en likviditetskrise, beskytte indskyderne og undgå forstyrrelser i betalingssystemerne. Vi har de værktøjer der skal til og jeg kan forsikre

„Þrátt fyrir þessar jákvæðu niðurstöður og greinargerðir Fjármálaeftirlitsins, Moody's, Credit Sights og fleiri aðila gætir enn neikvæðrar umfjöllunar hjá einstaka greiningaraðilum og fjölmiðlum. Þar er iðulega farið með hreinar staðreyndavillur og lýsingar á stöðu íslenska hagkerfisins eru mjög ýktar. Það er áhyggjuefni að þessir aðilar skuli ekki taka tillit til þeirra ítarlegu upplýsinga sem öllum eru aðgengilegar og lýsa sterkri stöðu bankanna og ríkissjóðs.“

Geir H. Haarde í ávarpi sínu á málþingi Viðskiptaráðs Íslands 13. febrúar 2008.

„Það er alveg ljóst að þeir hafa náttúrulega stækkað mjög hratt. Þeir hafa verið mjög, hvað eigum við að segja, kaldir að sumu leyti til við að fjárfesta og þenja sig út en ég tel ekki að það sé nein hætta á ferð umfram það sem að annars staðar er.“

Geir H. Haarde í viðtali við Markaðsfréttir Stöðvar 2 14. febrúar 2008.

„De tager fejl i deres vurdering af den islandske økonomi, for generelt står den stærkt. Og generelt er bankerne robuste. Derfor er vi skuffede over kritikken fra de danske banker. Selvfølgelig skal vi kunne kritiseres, men det skal være på rimelig måde. Det vi hører er en slags overlegenhed og bygget på fordomme.“

Ingibjörg Sólrún Gísladóttir í viðtali við *Politiken*
13. mars 2008.

jer om at den islandske regeringen naturligvis vil reagere som enhver anden ansvarlig regering ville gøre hvis en sådan situation opstod.“

Í viðtali sem tekið var við Ingibjörgu Sólrúnu Gísladóttur í *Politiken* 13. mars 2008 var hún m.a. spurð út í gagnrýni danskra banka í garð íslenskra. Ingibjörg svaraði því til að dönsku bankarnir væru í samkeppni við þá íslensku og þegar Danske Bank eða Nordea tjáðu sig um íslenskan efnahag gerðu þeir það sem samkeppnisaðilar. Ingibjörg var sérstaklega innt eftir því hvaða skoðanir hún hefði á gagnrýni sem komið hefði fram hjá Danske Bank. Þessu svaraði Ingibjörg þannig að mat erlendra banka á borð við Danske Bank á íslenskum bönkum væri rangt. Íslensku bankarnir stæðu vel. Sú gagnrýni sem borist hefði frá dönskum bönkum einkenndist af yfirlæti og fordómum, sbr. eftirfarandi orð Ingibjargar: „De tager fejl i deres vurdering af den islandske økonomi, for generelt står den stærkt. Og generelt er bankerne robuste. Derfor er vi skuffede over kritikken fra de danske banker. Selvfølgelig skal vi kunne kritiseres, men det skal være på rimelig måde. Det vi hører er en slags overlegenhed og bygget på fordomme.“

Sama dag, þ.e. 13. mars 2008, hélt Geir H. Haarde ræðu í New York á fundi Íslensk-ameríska viðskiptaráðsins. Þar ræddi hann um einkavæðingu, vöxt og útrás íslensku bankanna. Í máli hans kom fram að þótt íslensku bankarnir hefðu ekki farið varhluta af lausafjárkreppunni væru þeir traustir og heilbrigðir samkvæmt mati Fjármálaeftirlitsins.

Hinn 28. mars 2008 flutti Geir H. Haarde ræðu á ársfundi Seðlabanka Íslands. Í ræðunni sagði Geir m.a.: „Neikvæð umfjöllun um íslensk efnahagsmál eins og birst hefur í nokkrum erlendum dagblöðum að undanförunu hefur komið okkur í opna skjöldu. Þegar horft er á staðreyndir í efnahagslífi okkar kemur í ljós að öllum hagtölum og hagspám ber í meginatriðum saman um að horfurnar séu góðar, staða efnahagsmála sé í meginatriðum sterk og staða bankanna traust. Þetta hefur verið rækilega staðfest af þekktum erlendum fræðimönnum eins og Frederic Mishkin, sem nú er orðinn einn af bankastjórum Seðlabanka Bandaríkjanna, og Richard Portes, heimsþekktum fræðimanni á þessu sviði.“ Síðar sagði Geir: „Fjármálaþjónusta er skýrasta dæmið um atvinnugrein sem hefur blómstrað við nýjar aðstæður. Stóru íslensku bankarnir þrír hafa breyst úr því að vera staðbundnir bankar sem buðu nánast eingöngu upp á hefðbundin inn- og útlán og greiðslumiðlun yfir í að vera alþjóðlegir bankar sem veita víðtæka þjónustu í fjölda landa. Og vöxturinn hefur verið ör. Samanlagðar eignir stóru bankanna þriggja eru nú meira en áttíu landsframleiðsla íslensku þjóðarinnar. [...] Fyrir rúmu ári tók ríkissjóður erlent lán og nýtti andvirðið til að efla gjaldeyrisforða Seðlabankans. Ég hef áður sagt að eðlilegt sé að halda áfram á þeirri braut og ítreka það nú. Eins er verðugt að kanna hvort Seðlabankinn geti tekið upp samstarf við seðlabanka í þeim ríkjum þar sem íslensku bankarnir eru umsvifamiklir. Þessi atriði eru til skoðunar í Seðlabankanum. Þá tel ég mikilvægt að bankinn hefur tvisvar sinnum á þessu ári rýmkað reglur um aðgang fjármálafyrirtækja að lánsfé í bankanum, nú síðast fyrr í þessari viku. Með þessu undirstrikar bankinn vilja sinn til að grípa til nauðsynlegra aðgerða á meðan óróleikinn á alþjóðamörkuðum gengur yfir. Fjármálafyrirtæki um allan heim glíma um þessar mundir við tímabundið andstreymi. Íslensk fjármálafyrirtæki finna fyrir þessum aðstæðum en til viðbótar hafa stóru bankarnir þrír þurft að glíma við það vandamál að svokallað skuldatryggingarálag hvers þeirra hefur rokið upp úr öllu valdi. Að mínu mati er þetta fullkomlega órókrétt því tölur úr rekstri og efnahag

bankanna gefa ekkert tilefni til þessarar þróunar.“ Loks sagði Geir: „Það er því engum vafa undirorpið að ríkissjóður og Seðlabankinn gætu hlaupið undir bagga ef upp kæmi alvarleg staða í bankakerfinu. Ég hef ítrekað verið spurður um þetta af erlendum aðilum á liðnum vikum og hef ávallt svarað því til að íslensk stjórnvöld muni við slíkar aðstæður hiklaust grípa til sömu aðgerða og ábyrg stjórnvöld annars staðar. Þetta vil ég áréttá nú.“

Björgvin G. Sigurðsson flutti ávarp á degi Samtaka fjármálafyrirtækja 10. apríl 2008 og fjallaði í upphafi um óróa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og áhrif hans á íslenskar fjármálastofnanir. Björgvin tók þó fram að hann ætlaði ekki að verja tíma sínum á fundinum til að fjalla um margumtöluð vandamál samtíms: „Ég hef aftur á móti áhuga á að ræða hér framtíðarhorfur í fjármálageiranum og hvort líklegt sé að okkur takist að halda áfram á sömu vaxtarbraut og við höfum verið undanfarin ár. Síðasta fjórðung síðustu aldar reiknaðist fjármálastarfsemi vera um það bil 5 prósent af landsframleiðslu, samkvæmt framleiðsluuppgjöri Hagstofunnar. Hlutfallið hefur hækkað mjög hratt frá aldamótum og er, eins og margir vita, komið upp fyrir 10 prósent. „Sú staðreynd að fjármálageirinn er orðinn stærri en landbúnaður og sjávarútvegur samanlagt segir okkur einfaldlega að afleiður og skuldabréf eru í dag okkar ær og kýr.“ Síðan sagði Björgvin: „En verður það svo um aldur og ævi? Auðvitað er ómögulegt að spá fyrir um það hverjar verða höfuðatvinnugreinar þjóðarinnar á næstu öld. Sé horft til skemmri tíma er þó enginn skortur á spekingum sem spá endalokum vaxtarskeiðs fjármálageirans og um leið útrásarinnar margumtöluðu. Þó ólíklegt sé að jafn hagstæð lánskjör muni bjóðast á alþjóðavettvangi í bráð og hafa verið í boði undanfarin ár, er lítill fótur fyrir því að draga muni úr umfangi fjármálageirans á komandi árum. Ekki er ólíklegt að eitthvað dragi úr þeim mikla vexti sem við höfum upplifað að undanförunu. Öll skilyrði eru þó fyrir áframhaldandi sterkri stöðu fjármálafyrirtækja og öruggum en þó hægari vexti þeirra.“

Hinn 14. apríl 2008 birti *Berlingske Tidende* viðtal við Ingibjörgu Sólrúnu Gísladóttur. Í viðtalinu segir Ingibjörg m.a.: „Hvis vi troede, at de islandske banker var i en værre forfatning end sammenlignelige banker, ville vi ikke være så tilbøjelige til at stå bag dem og støtte dem. Men vi har faktisk set, at de islandske banker har været mere varsomme end andre med at engagere sig i ting, der er ramt af subprime-krisen i USA. De står faktisk godt rustet.“ Síðar í viðtalinu er haft eftir Ingibjörgu: „Vi kan ikke tillade os at lade dem gå konkurs, som situationen er i dag. Hvis der var noget i vejen med bankerne, var det noget andet.“

Hinn 18. apríl 2008 flutti Geir H. Haarde ávarp á aðalfundi Samtaka atvinnulífsins. Í ræðu sinni sagði Geir m.a.: „Mér hefur á stundum fundist að fjallað sé um þessi mál af nokkurri léttúð og jafnvel skilningsleysi hér heima. Þar á ég meðal annars við framgöngu ákveðinna stjórnmalanna og fjölmiðla og staðhæfingar um að ekkert sé verið að gera, eins og það heitir. Stundum er talað eins og stjórnvöld ráði yfir töfralausnum sem ekki séu til annars staðar þegar vandinn er aftur á móti sá að alþjóðlegir vindar skekja okkar eigið hagkerfi án þess að við höfum mikið um það að segja. Sannleikurinn er sá að á vegum ríkisstjórnarinnar, en þó sérstaklega Seðlabankans, hefur að undanförunu verið unnið baki brotnu að því að greiða úr þeim vanda sem hinar alþjóðlegu aðstæður hafa skapað. Slíkar aðgerðir eru þess eðlis að undirbúningur þeirra tekur langan tíma og ekki er hægt að flytja af þeim fréttir frá degi til dags. Mikil opinber umræða getur verið óheppileg,

„Sú staðreynd að fjármálageirinn er orðinn stærri en landbúnaður og sjávarútvegur samanlagt segir okkur einfaldlega að afleiður og skuldabréf eru í dag okkar ær og kýr.“

Björgvin G. Sigurðsson í ávarpi sínu á degi Samtaka fjármálafyrirtækja 10. apríl 2008.

„Stundum er talað eins og stjórnvöld ráði yfir töfralausnum sem ekki séu til annars staðar þegar vandinn er aftur á móti sá að alþjóðlegir vindar skekja okkar eigið hagkerfi án þess að við höfum mikið um það að segja.“

Geir H. Haarde í ávarpi sínu á aðalfundi Samtaka atvinnulífsins 18. apríl 2008.

skapað óraunhæfar væntingar og þar með jafnvel haft neikvæð áhrif. Stuttar boðleiðir og skjót ákvarðanatöku eru óumdeilanlega meðal helstu styrkleika íslensks viðskiptalífs og stjórnsýslu. Þetta getur á hinn bóginn líka verið veikleiki þegar við gerum kröfu um sama hraða í mun stærri kerfum og leyfum okkur að verða óþolinmóð gagnvart lengri boðleiðum og seinvirkari ákvarðanaferlum en við erum vön.“

Hinn 9. maí 2008 flutti Ingibjörg Sólrún Gísladóttir erindi á fundi samráðsnefndar atvinnulífs og stjórnvalda um samfélagslega ábyrgð íslenskra fyrirtækja. Erindið var flutt á ensku. Ingibjörg sagði m.a.: „The Ministry for Foreign Affairs has always had good relations with the Icelandic business community and made an effort to support it in the process of globalization. The Icelandic government has for example, in close co-operation with local business organizations and the companies themselves, worked towards increasing awareness and information about the fundamental strength of the Icelandic economy.“

Hinn 27. maí 2008 var sagt frá því í kvöldfréttum Stöðvar 2 að Árni M. Mathiesen hafi sama dag mælt fyrir frumvarpi á Alþingi sem heimili ríkissjóði að taka allt að 500 milljarða króna erlent lán. Heimildina ætti að nýta til að auka gjaldeyrisvaraforða Seðlabanka Íslands. Aðspurður sagði Árni að aðgerðin væri ekki neyðarúrræði. Fréttamaður spurði þá hvort verið væri að bjarga bönkunum. Árni svaraði: „Auðvitað hefur hlutfallsleg stærð bankakerfisins miðað við stærð efnahagskerfisins og að, með þetta að gera. En í þeim skilningi að það sé verið að bjarga einhverjum sem að sé í vandræðum að þá er það ekki staðan. Við teljum ekki að bankarnir séu í einhverjum, einhverjum vandræðum sem að þurfi að bjarga þeim úr.“

Hinn 6. júní 2008 birti *Morgunblaðið* frétt af viðtali Geirs H. Haarde á fréttastöðinni Bloomberg. Fram kemur að rætt hafi verið um stærð bankanna og gjaldeyrisvaraforða Seðlabanka Íslands. Haft er eftir Geir: „Við þurfum virkilega að skoða stærð bankanna og þeir þurfa að líta í eigin barm.“ Síðar segir Geir: „Sem leikmenn í opnu hagkerfi þurfum við að hafa forða í takt við heildarhagkerfið, sér í lagi í tengslum við stærð bankageirans.“

Hinn 25. júlí 2008 var í kvöldfréttum Ríkissjónvarpsins rætt við Þorgerði Katrínu Gunnarsdóttur, menntamálaráðherra. Fréttamaður bar undir Þorgerði ummæli starfsmanns greiningardeildar Merrill Lynch annars vegar um að hátt skuldatryggingarálag íslensku bankanna gæfi til kynna að markaðurinn teldi þá ekki færa um að endurgreiða skuldir sínar sem og hins vegar um að íslensk stjórnvöld hefðu með aðgerðaleyfi sínu sent út þau skilaboð að þau vildu helst keyra bankana í þrot og taka þá svo til sín aftur. Um þetta sagði Þorgerður: „Ég er eiginlega alveg undrandi. Mér finnst þetta makalaus ummæli og hjá svona virtum fjárfestingarbanka og ég, það hvarflaði að mér um tíma, sko hvaða annarlegu sjónarmið búa þarna að baki því að þetta á ekki við nein rök að, að styðjast og, og ég spyr líka sem menntamálaráðherra þarf þessi maður ekki á endurmenntun að halda?“

„Auðvitað hefur hlutfallsleg stærð bankakerfisins miðað við stærð efnahagskerfisins og að, með þetta að gera. En í þeim skilningi að það sé verið að bjarga einhverjum sem að sé í vandræðum að þá er það ekki staðan. Við teljum ekki að bankarnir séu í einhverjum, einhverjum vandræðum sem að þurfi að bjarga þeim úr.“

Árni M. Mathiesen í viðtali í kvöldfréttum Stöðvar 2
27. maí 2008.

„Mér finnst þetta makalaus ummæli og hjá svona virtum fjárfestingarbanka og ég, það hvarflaði að mér um tíma, sko hvaða annarlegu sjónarmið búa þarna að baki því að þetta á ekki við nein rök að, að styðjast og, og ég spyr líka sem menntamálaráðherra þarf þessi maður ekki á endurmenntun að halda?“

Þorgerður Katrín Gunnarsdóttir í viðtali í kvöldfréttum Ríkissjónvarpsins 25. júlí 2008.

felur í, það í sér að við munum halda hér áfram hjólum atvinnulífsins gangandi og síðan er náttúrulega það sem að skiptir máli er að, að við sjáum vonandi fram á að, að Seðlabankinn fari nú að lækka vexti því það, fyrirtækin eiga mjög erfitt með að reka sig með þessu háa vaxtaálagi sem að hér er í landinu. [...] Okkar bankar standa ekki verr heldur en allir aðrir bankar á, í hinum alþjóðlega heimi. Þannig að það sé sagt skýrt og, og klárt.“

Hinn 12. ágúst 2008 var flutt viðtal við Árna M. Mathiesen í Markaðsfréttum Stöðvar 2. Í viðtalinu var rætt um bið á láni ríkissjóðs til eflingar gjaldeyrissvarafordans. Í viðtalinu sagði Árni m.a.: „Og menn spyrja sig eðlilega að því hversu langt er rétt að ganga í því til þess að aðstoða þá sem að hafa verið í áhættufjárfestingum víða um heim, hvað eiga íslenskir skattborgarar að leggja mikið á sig til þess að hjálpa þeim aðilum, menn verða auðvitað að bera sína áhættu að mestu leyti sjálfir.“ Síðar sagði Árni: „Ég held að skilningur margra í atvinnulífinu á því hverjar séu skyldur ríkisvaldsins og Seðlabankans sé talsvert annar heldur en minn.“

Hinn 2. september 2008 flutti Geir H. Haarde ræðu á Alþingi um stöðu og horfur í efnahagsmálum. Geir sagði m.a.: „Það er líka óhjákvæmilegt að þessar hræringar komi fram í vaxandi verðbólgu í heiminum, hér á landi sem annars staðar, og stöðugt auknu álagi á hagstjórnina. Ísland er langt því frá eitt að finna fyrir vanmætti hagstjórnar gegn ástandinu. Við þurfum líka að átta okkur á því að í þessum efnunum eru engar töfralausnir til. Engin ríkisstjórn nokkurs staðar í heiminum er fær um að veifa töfrasprota til að rétta efnahagslífið við, ekki sú íslenska, ekki sú breska og ekki sú bandaríska. Margir þeirra sem farið hafa mikinn í umræðu um efnahagsmál hér á landi á síðustu mánuðum virðast ekki hafa áttað sig á þessum veruleika.“ Geir sagði einnig: „Höfuðviðfangsefnið nú er að setja fram trúverðugar lausnir og fylgja eftir markaðri stefnu af ákveðni og yfirvegun. Ríkisstjórn og Seðlabanki hafa sannarlega tekið á þrengingum í efnahagslífinu af festu og gert það sem í þeirra valdi stendur til að vinna að lausn vanda síðustu mánaða. Stjórnarandstaðan og aðrir efasemdámennt hafa sakað ríkisstjórnina um aðgerðaleyfi í efnahagsmálum. Þær ásakanir eru ekki á rökum reistar. Á síðustu mánuðum hafa mörg og markviss skref verið tekin til að sporna við áhrifum fjármálakreppunnar á íslenskt efnahagslíf.“ Síðan sagði Geir: „Seðlabankinn hefur á árinu rýmkað reglur um veð í reglulegum viðskiptum hans við fjármálastofnanir. Veðhæfum eignum hefur verið fjölgað og með því hefur viðskiptaumhverfi íslenskra banka breyst í átt til þess sem tíðkast í nálægum löndum. Reglur Evrópska seðlabankans hafa einkum verið hafðar hér til hliðsjónar. Útistandandi fjárhæð veðlána er nú rúmlega 400 milljarðar króna og hefur hækkað undanfarin misseri líkt og gerst hefur annars staðar.“ Því næst sagði Geir: „Í maí gerði Seðlabanki Íslands gjaldeyrisskiptasamninga við seðlabanka Noregs, Svíþjóðar og Danmerkur sem fela í sér bakstuðning bankanna og styrkir gjaldeyrissjóð Seðlabanka Íslands með þeim hætti um 180 milljarða.“ Síðan sagði Geir: „Seinna í maí heimilaði Alþingi ríkissjóði að taka allt að 500 milljarða króna að láni, erlendis og innanlands, til að styrkja gjaldeyrisfordann enn frekar. Þessa heimild er nú verið að nýta í áföngum.“ Því næst sagði Geir: „Í júní var tilkynnt um ráðstafanir tengdar Íbúðalánasjóði sem veita fjármálafyrirtækjum möguleika á að koma húsbrefum í verð og bæta þannig lausafjárstöðu sína. Þetta kemur einkum smærri aðilum á fjármálamarkaði til góða.“ Síðan sagði Geir: „Í lok júní var tilkynnt um 75 milljarða króna skuldabréfaútgáfu ríkisins

sem var mikilvægt skref til að laða að erlenda fjárfesta til Íslands og auka gengisstöðugleika. Hefur þetta þegar skilað góðum árangri.“

Hinn 3. september 2008 fóru fram umræður á Alþingi. Við það tækifæri spurði Guðni Ágústsson, þingmaður, Geir H. Haarde að því hvort huga þyrfti að hlutfalli viðskiptabankastarfsemi gagnvart fjárfestingarbankastarfsemi í rekstri íslenskra banka. Geir svaraði með eftirfarandi orðum: „Ég get tekið undir eitt og annað í máli hæstvirts þingmanns um mikilvægi bankastarfseminnar í landinu og varðandi það að farið sé fram með fyllstu gætni og hlutleysi gagnvart viðskiptavinum o.s.frv. En þær reglur sem um þetta gilda, fjárfestingarbankastarfsemi annars vegar og viðskiptabankastarfsemi hins vegar, eru byggðar á samevrópskum reglum og ég hygg að við skerum okkur ekki neitt úr hvað þetta varðar miðað við nálæg lönd. Ég tel ekki að reynslan af þessu eins og þetta er núna á Íslandi sé neitt sérstaklega slæm, alls ekki. Hins vegar er það verðug spurning sem hæstvirtur þingmaður reisir hér hvort gera megi endurbætur á þessu og það er sjálfsagt að fara vel og vandlega yfir það. Það er hins vegar mjög mikilvægt við núverandi aðstæður að rasa hvergi um ráð fram þegar bankakerfið á í hlut og það er mjög mikilvægt að allir leggist á eitt um að styðja þannig við bakið á okkar bankakerfi að það geti komist í gegnum þá lausafjárkreppu sem nú er við að fást í heiminum og gerir þeim erfitt um vik að afla sér eðlilegs starfsfjár með lánum eins og við ræddum reyndar ítarlega, mörg hver, í umræðunni í gær. Ég hygg því að það væri óheppilegt að ætla að gera einhverjar róttækar breytingar á starfsumhverfi bankanna um þessar mundir.“

Hinn 4. september 2008 birti *Fréttablaðið* grein eftir Ingibjörgu Sólrúnu Gísladóttur. Í greininni segir m.a.: „Við stöndum frammi fyrir þríþættu verkefni. Í fyrsta lagi lausafjávanda bankanna sem stafar einkum af skorti á lánsfé á alþjóðlegum mörkuðum.“ Síðar segir: „Bankarnir þurfa sjálfir að halda áfram að afla sér erlends lausafjár og losa um eignir þar sem það er hægt. Þeir þurfa að halda áfram að afla sér innlána á erlendum mörkuðum.“

Hinn 20. september 2008 setti Ingibjörg Sólrún Gísladóttir flokksstjórnarfund Samfylkingarinnar. Við það tækifæri lét hún eftirfarandi orð falla: „Sú einarða afstaða ríkisstjórnarinnar að standa við bakið á fjármálakerfinu okkar var rétt og frá henni verður hvergi hvíkað. Það er ekki gert af til-litssemi við eigendur eða stjórnendur fjármálastofnana heldur til að freista þess að varðveita fjármálastöðugleikann því ef hann brestur er mikil vá fyrir dyrum hjá íslenskum almenningi.“

Í hádegisfréttum Ríkisútvarpsins 21. september 2008 var rætt við Björgvin G. Sigurðsson. Í viðtalinu sagði Björgvin m.a.: „Auðvitað er ýmislegt slíkt til skoðunar um aðkomu hins opinbera að þessum málum almennt. Við fylgjumst mjög vel með. Okkar aðstæður hafa að mörgu leyti verið miklu betri en þar sem hefur alvarlegast hefur gerst eins og í Bandaríkjunum. Okkar bankar standa býsna vel og það hafa ekki svona neyðaratvik komið upp þannig að við höfum ekki þurft að grípa til slíkra ráðstafana en það er að sjálfsögðu mjög vel fylgst með og öll vopn tiltæk ef að á þarf að halda.“

5.4 Viðhorf til umfangs og áherslu á starf eftirlitsstofnana gagnvart fjármálafyrirtækjum

Halldór Ásgrímsson, þáverandi forsætisráðherra, flutti ávarp á Viðskiptaþingi Viðskiptaráðs Íslands 8. febrúar 2006. Í ræðu sinni sagði Halldór m.a.:

„Ríkisstjórnin hefur hleypt af stokkunum átaki sem hún nefnir „Einfaldara Ísland“. Átakið varðar hið opinbera regluverk og einnig það viðmót sem fyrirtækin og borgararnir mæta hjá hinu opinbera. Með þessu móti vilja stjórnvöld leggja sitt af mörkum til að bæta samkeppnishæfni íslensks atvinnulífs og auka lífsgæði borgaranna.“

Líkt og vikið var að í kafla 5.3 hér að framan flutti Geir H. Haarde, forsætisráðherra, ræðu á Viðskiptaþingi sem Viðskiptaráð Íslands stóð fyrir 7. febrúar 2007. Í þeirri ræðu sagði Geir m.a.: „Lögd hefur verið áhersla á að draga sem mest úr skrifræði og kostnaði í reglusetningu hins opinbera. Þar höfum við reyndar þegar tekið mörg mikilvæg skref og fleira er í undirbúningi undir merkjum aðgerðaáætlunarinnar, „Einfaldara Ísland“. Flóknar og torskildar reglur geta valdið óþarfa kostnaði og dregið úr samkeppnishæfni atvinnulífsins.“

Í þessu samhengi er rétt að líta til þess hvort sama sjónarmiðs gæti í stefnuyfirlýsingu þeirrar ríkisstjórnar sem mynduð var 2007 og fyrri ríkisstjórnna. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks 1995 var m.a. sett fram eftirfarandi meginmarkmið: „Tryggt verður að eftirlitsaðilar íþyngi fyrirtækjum ekki um of með starfsemi sinni.“ Sambærilegt ákvæði var að finna í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks 1999. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks 2003 var m.a. þetta meginmarkmið: „Sjálfstæði eftirlitsstofnana hins opinbera þarf að vera ótvírætt og tryggja þarf að starfsemi þeirra verði ekki óþarflega íþyngjandi.“ Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar 2007 sagði m.a.: „Í umbreytingu íslensks atvinnulífs á undanförunum árum felst meðal annars aukið vægi ýmiss konar alþjóðlegrar þjónustustarfsemi, þar á meðal fjármálaþjónustu. Ríkisstjórnin stefnir að því að tryggja að slík starfsemi geti áfram vaxið hér á landi og sótt inn á ný svið í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sjái sér áfram hag í að hafa höfuðstöðvar á Íslandi.“ Síðan sagði að áhersla yrði lögð á að efla Fjármálaeftirlitið til þess að íslenski fjármálamarkaðurinn nyti fyllsta trausts og að tímabært væri að leysa úr læðingi krafta einkaframtaksins svo að íslensk sérþekking og hugvit gætu notið sín til fulls í útrás orkufyrirtækja.

5.5 Viðhorf til stefnuyfirlýsingar ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá 23. maí 2007 sem fram komu í skýrslutökum

Í skýrslu Geirs H. Haarde, forsætisráðherra, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að hafa yrði í huga að stefnuyfirlýsingar ríkisstjórnna væru almennar að efni til og þarna hefði verið undirstrikuð ákveðin velþóknun á því ástandi sem skapast hafði í þessum atvinnuvegi og vilja hefði verið lýst til þess að hlúa frekar að honum. Þarna hefði ekki verið um það að ræða að ríkissjóður eða ríkisstjórnin hefði þurft að grípa til sérstakra aðgerða til aðstoðar honum. Reyndar hefði tekjuskattur lögðila verið lækkaður en það hefði verið almenn aðgerð. Aðspurður kvað Geir að ríkisstjórnin hefði verið áhugasöm um að halda höfuðstöðvum bankanna áfram hér á landi en miklar skatttekjur runnu í ríkissjóð frá bönkunum.² Aðspurður hvort skynsamlegt hefði verið í stefnu-

Aðspurður kvað Geir að ríkisstjórnin hefði verið áhugasöm um að halda höfuðstöðvum bankanna áfram hér á landi en miklar skatttekjur runnu í ríkissjóð frá bönkunum.

Úr skýrslu Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 32.

2. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 32.

yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar að leggja áherslu á „vöxt“ bankanna árið 2007 þegar þeir voru orðnir á við sjö- til áttfalda landsframleiðslu og hvort ekki hefði átt að leggja áherslu á að minnka þá, svarði Geir því til að það hafi nú „ekki verið almenn stemning fyrir því“. Hann bætti svo við: „Bankarnir voru vinsælir, þeir voru að borga fólki há laun hérna, það voru alls kyns menn með undarlegar prófgráður, stærðfræðingar og slíkir menn að fá fina vinnu í bönkunum og þeir voru náttúrulega að borga hér gríðarlega mikla skatta. Það er ekki fyrr en í ágúst, og við náttúrulega gerum okkur ekki grein fyrir því strax, sem fer að halla undan fæti alþjóðlega í bankheiminum, eða með haustinu [...] 2007 og ætli við verðum ekki að ganga út frá því að við höfum verið að tala þarna um ábyrgan vöxt og ábyrgt framferði en ekki hitt.“³

Í skýrslu Ingibjargar Sólrúnar Gísladóttur, utanríkisráðherra, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að með stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá því í maí 2007 hefði verið litið svo á að: „[...] þarna væri komin ný atvinnugrein í landinu [...] sem jú hefði á undanförunum árum búið til heilmörg vel launuð störf og það væri mikilvægt að halda þeirri atvinnugrein í landinu og hún gæti átt sér möguleika í landinu áfram, þess vegna vaxtarmöguleika því að ég held við höfum bara litið svo á að þetta væri í eðli sínu alþjóðleg starfsemi þó að hún væri með höfuðstöðvar á Íslandi og það væri mikilvægt að hún gæti verið það – þannig var umræðan á þessum tíma“.⁴ Aðspurð kvað hún að ekki hefði verið rætt sérstaklega um þörf á því að minnka bankakerfið á þessum tíma. Á hinn bóginn hefði verið rætt um að styrkja þyrfti Fjármálaeftirlitið og liður í því hefði verið að skipa Jón Sigurðsson sem formann stjórnar Fjármálaeftirlitsins.⁵

Í skýrslum Árna M. Mathiesen, fjármálaráðherra, og Össurar Skarphéðinssonar, iðnaðarráðherra, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að fyrrnefnt ákvæði í stjórnarsáttmála ríkisstjórnarinnar frá því í maí 2007 ætti uppruna í skýrslunni *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi* sem tekin hefði verið saman árið 2006 að frumkvæði Halldórs Ásgrímssonar, þáverandi forsætisráðherra.⁶

Í skýrslu Björgvins G. Sigurðssonar, viðskiptaráðherra, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að hann hefði ekki tekið þátt í samningu stjórnarsáttmálans í maí 2007 og hefði fyrst séð hann þegar sáttmálinn var kynntur í þingflokki og flokksstjórn. Aðspurður kvaðst hann hafa velt því fyrir sér þegar hann kom til starfa sem viðskiptaráðherra hvort það gengi að hafa svo stóra banka með höfuðstöðvar hér á landi. Kvaðst hann m.a. hafa rætt þetta í þingræðu í febrúar árið 2008. Þar hefði hann bent á að atriði „sem menn kölluðu svona snyrtilega hlutfallsvandann á milli bankakerfis og myntsvæðisins okkar, gjaldmiðilsins eða Seðlabankans, væru náttúrulega með þeim hætti að það væri aldrei við það búandi. Annaðhvort mundu bankarnir þurfa að minnka eða að fara inn á stærra myntsvæði.“ Hann kvaðst hafa fjallað heilmikið um gjaldmiðlamálin og hefðu þau verið drifkrafturinn í Evrópuumræðunni hjá honum á þessum tíma en það hefði pirrað marga í samstarfsflokknum. Björgvin áréttaði að það hefði ekki verið til umræðu á þessum tíma „að reka

„Það var ekki umræðuefni á þessum tíma að reka bankana úr landi.“

Skýrsla Björgvins G. Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. maí 2009, bls. 3–4.

3. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 31.
4. Skýrsla Ingibjargar Sólrúnar Gísladóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 17. júlí 2009, bls. 1.
5. Skýrsla Ingibjargar Sólrúnar Gísladóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 17. júlí 2009, bls. 2.
6. Skýrsla Árna M. Mathiesen fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. maí 2009, bls. 4, og skýrsla Össurar Skarphéðinssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 26. maí 2009, bls. 36–37.

bankana úr landi“.⁷ Þá taldi Björgvin að Fjármálaeftirlitið hefði verið allt of lítið og veikburða eftir einkavæðingu bankanna. Enda þótt það hefði verið eft á síðustu árum hefði það ekki haldið í við hinn æðisgengna vöxt bankanna frá árinu 2002.⁸

Í skýrslu Jónasar Fr. Jónssonar, forstjóra Fjármálaeftirlitsins, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að þegar litið væri til stefnuyfirlýsingar ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar hefði „hinn pólitíski mórall“ verið „létt regluverk, sem væri ekki að þyngja, skilvirk stjórnsýsla og vöxtur fyrirtækjanna“.⁹ Að hans mati var það skýrt að ekki hafi verið gefin nein opinber pólitísk skilaboð um að bankarnir ættu að minnka.¹⁰ Undir þessi orð tók einnig Halldór J. Kristjánsson, bankastjóri Landsbankans, við skýrslutöku. Hjá honum kom fram að menn hefðu verið meðvitaðir um að stefna ríkisstjórnarinnar hefði verið að auka fjármálaþjónustu á Íslandi og að ríkisvaldið ætlaði að stuðla að því að fjármálafyrirtækin gætu haldið áfram að hafa höfuðstöðvar sínar hér á landi.¹¹

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis lét Lárus Welding, forstjóri Glitnis banka hf., eftirfarandi orð falla um ríkisstjórnina: „Þetta er náttúrulega ríkisstjórn sem er búin að styðja við, biðja um að fjármálakerfið sé byggt og sé einn af mættarstólpunum o.s.frv. o.s.frv.“¹²

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis var Hreiðar Már Sigurðsson, forstjóri Kaupþings banka hf., spurður um hvort fulltrúar ríkisstjórnarinnar hefðu einhvern tímann sett fram óskir um breytingar á starfsemi bankanna. Þeirri spurningu svaraði Hreiðar neitandi. Aðspurður hvort fulltrúar ríkisstjórnarinnar hefðu ekki rætt um að minnka efnahag banka svaraði Hreiðar: „Ef það hefur verið gert þá hefur það verið mjög „casual“, það hefur ekki verið neitt, það var engin vinna lögð a.m.k. af hálfu stjórnvalda, það var enginn sem kom að máli við okkur með einhverjar tillögur eða hvort menn hafi sagt á þessum fundi: Já, já, getið þið ekki minnkað efnahagsreikninginn ykkar? Það má vel vera, ég man það ekki.“ Hreiðar bætti því síðan við að forsvarsmenn Kaupþings hefðu ekki verið beðnir um tillögur að minnkun á efnahag bankans.¹³

Í kafla 19.9 er nánar vikið að því hvernig forsvarsmenn þriggja stærstu bankanna upplifðu hvatningu stjórnvalda til þeirra, sem komu fram í samtölum við þá, um að minnka bankana.

5.6 Ísland sem miðstöð alþjóðlegrar fjármálastarfsemi?

Við umræður á Alþingi 11. október 1999 sagði Davíð Oddsson, þáverandi forsætisráðherra: „[...] nú erum við skyndilega lent í því að til að okkar bankar í alþjóðlegu umhverfi standist öðrum bönkum snúning, þá þurfum við að hafa þá sterkari og stærri“. Tæpu ári áður, þ.e. 7. apríl 1998, hafði birst viðtal

„Eftirlitið átti bara að vera þarna, en það átti náttúrulega bara helst að vera lítið og sætt og sinna bara svona einhverjum lykilverkefnum.“

Skýrsla Jónasar Fr. Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 5. október 2009, bls. 36.

7. Skýrsla Björgvins G. Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. maí 2009, bls. 3–4.

8. Skýrsla Björgvins G. Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. maí 2009, bls. 70–71.

9. Skýrsla Jónasar Fr. Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. mars 2009, bls. 18–19.

10. Skýrsla Jónasar Fr. Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. mars 2009, bls. 36–37.

11. Skýrsla Halldórs J. Kristjánssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. maí 2009, bls. 17.

12. Skýrsla Lárusar Welding fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 24. mars 2009, bls. 22.

13. Skýrsla Hreiðars Más Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. júlí 2009, bls. 27.

við Davíð Oddsson í *The Financial Times*. Þar sagði Davíð að áform væru uppi um að gera Ísland að alþjóðlegri fjármálamiðstöð. Það myndi hins vegar taka töluverðan tíma að byggja upp slíka fjármálamiðstöð.

Hinn 24. nóvember 2005 skipaði Halldór Ásgrímsson, þáverandi forsætisráðherra, 12 manna nefnd til að fjalla um forsendur alþjóðlegrar fjármálastarfsemi á Íslandi og samkeppnishæfni landsins á því sviði. Nefndinni var falið að reifa tækifæri sem slík starfsemi gæti skapað og mögulegan ávinning fyrir efnahags- og atvinnulíf í landinu. Sigurður Einarsson, stjórnarformaður Kaupþings banka hf., var skipaður formaður nefndarinnar.¹⁴ Í skýrslunni, sem út kom í október 2006, er fjallað um forsendur alþjóðlegrar fjármálastarfsemi á Íslandi og reifaðar hugsanlegar breytingar á laga- og reglugerðarumhverfi til að stuðla að slíkri starfsemi. Í skýrslunni er skilgreint hvað átt sé við með alþjóðlegri fjármálastarfsemi og hvað af slíkri starfsemi væri hugsanlega æskilegt að laða til Íslands. Eftir samanburð á stöðu mála á Íslandi miðað við Noreg, Holland, Ungverjaland, Írland, Lúxemborg og Sviss eru dregnar fram niðurstöður um styrkleika og veikleika Íslands í því samhengi. Nefndin komst að þeirri niðurstöðu að ákveðnir grunnþættir einkennu lög þeirra ríkja sem náð hafa langt á sviði alþjóðlegrar fjármálastarfsemi. Setti nefndin fram það meginviðhorf að ef stjórnvöld á Íslandi ætluðu að setja sér það markmið að efla alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi, ætti í því augnamiði einungis að setja almennar reglur fyrir íslenskt atvinnulíf í því skyni sem stæðust EES-kvaðir.¹⁵ Nánar er fjallað um þessa lágmarks reglusetningu og innleiðingu EES-gerða í kafla 15.0. Sem dæmi um hugmyndir til eflingar alþjóðlegri fjármálaþjónustu á Íslandi benti nefndin á þá möguleika að gera Ísland að miðstöð fyrir höfuðstöðvar og kjarnastarfsemi alþjóðlegra félaga, svo og alþjóðlega lífeyrismiðstöð, og að breyta mætti löggjöf til að laða að alþjóðlega sjálfseignarsjóði. Í þessu sambandi voru gerðar tillögur um breytingar á skattareglum o.fl.¹⁶

Líkt og fram kemur í kafla 5.3 flutti Jón Sigurðsson, þáverandi viðskiptaráðherra, erindi á aðalfundi Samtaka fjármálafyrirtækja 26. apríl 2007. Jón sagði m.a.: „Á síðastliðnu ári lauk sérstök nefnd umfjöllun um alþjóðlega fjármálastarfsemi á Íslandi. Skýrsla nefndarinnar er stórfróðleg og efnismikil. [...] Það er samdóma álit margra þeirra sem fjallað hafa um skýrslu nefndarinnar að hún geymi tillögur og ábendingar sem unnið verður að og unnið verður úr á komandi árum. Innan núverandi ríkisstjórnar hefur verið og er mikill áhugi á þeim sjónarmiðum sem nefndin um alþjóðlega fjármálastarfsemi birtir í skýrslu sinni. Ég er sannfærður um að þetta nefndarstarf mun skila miklum og góðum árangri, jafnvel þótt nokkur tími kunnist að þurfa að líða áður en menn almennt gera sér fulla grein fyrir því hve mikil framsýni birtist í skýrslu og tillögum nefndarinnar.“

Í skýrslu Sigurðar Einarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis, en hann var eins og áður segir formaður nefndarinnar, kom fram að nefndin hefði unnið mjög mikla vinnu og komið fram með ákveðnar tillögur. Frá því að niðurstöður nefndarinnar hefðu verið kynntar opinberlega á fundi hefði hann hins vegar hvorki heyrt „hósta eða stunu“ um þær.¹⁷ Hann benti á að

14. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi. Reykjavík 2006, bls. 4.

15. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi. Reykjavík 2006, bls. 5–6.

16. *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi*. Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi. Reykjavík 2006, bls. 19–32.

17. Skýrsla Sigurðar Einarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. júlí 2009, bls. 19.

Jón Sigurðsson, þáverandi seðlabankastjóri, hefði átt sæti í nefndinni allt þar til hann var skipaður viðskiptaráðherra. Hefði hann þá áréttað við sig að ekki mætti ræða hlutverk Seðlabanka Íslands sem lánveitanda til þrautavara í nefndinni. Augljóst væri að menn hefðu ekki haft hugann á þessum tíma við að byggja upp þann hluta stjórnsýslukerfisins er laut að bönkunum. Hafi menn á hinn bóginn talið að bankakerfið væri orðið of stórt hefði átt að segja það við bankana einmitt á þessum tíma. Það hefði orðið til þess að þeir færu að huga að flutningi höfuðstöðva sinna. Það hafi hins vegar ekki verið gert.¹⁸

Í skýrslu Hreiðars Más Sigurðssonar, forstjóra Kaupþings, kom fram að það hefði verið draumur þeirra hjá Kaupþingi að gera Ísland að fjármálamiðstöð og hefðu þeir þá m.a. litið til reynslunnar frá Lúxemborg og Írlandi. Hefðu þeir spurt sig af hverju Íslendingar ættu ekki að gera hið sama. Um væri að ræða atvinnugrein sem þarfnadist vel menntaðs starfsfólks, borgaði há laun, skapaði miklar skatttekjur og væri umhverfisvæn. Engum stjórnmalanni sem þeir hittu hefði litist illa á hugmyndina, en á hinn bóginn hefði það verið svo, eins og Steinn Steinarr hefði orðað það, að „í draumi sérhvers manns er fall hans falið“.¹⁹

5.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Á árunum 1995 til 2003 var fylgt fram þeirri stefnu ríkisstjórna sem þá sátu að völdum að selja eignarhluti ríkisins í bönkum og opinberum fjárfestingarsjóðum. Að öðru leyti var ekki í stefnuyfirlýsingum ríkisstjórna fjallað um starfsemi fjármálafyrirtækja hér á landi. Fjallað var um nauðsyn á sjálfstæði eftirlitsstofnana. Því fylgdi hins vegar sá varnagli að tryggja þyrfti að starfsemi þeirra íþyngdi fyrirtækjum ekki um of. Unnið var að stefnumótun um forsendur alþjóðlegrar fjármálastarfsemi á Íslandi. Samkvæmt stjórnarsáttmála Sjálfstæðisflokks og Samfylkingar frá 23. maí 2007 var stefna ríkisstjórnarinnar sú að tryggja að fjármálastarfsemi gæti áfram *vaxið* hér á landi og *sótt inn á ný svið* í samkeppni við önnur markaðssvæði og að útrásarfyrirtæki sæju sér áfram hag í að *hafa höfuðstöðvar á Íslandi*. Þessari stefnu ríkisstjórnarinnar var ekki breytt opinberlega fyrir hrun bankanna í október 2008.

18. Skýrsla Sigurðar Einarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. júlí 2009, bls. 19–20, 22.

19. Skýrsla Hreiðars Más Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. júlí 2009, bls. 2.

6. kafli

Einkavæðing og eignarhald bankanna

6.1 Frá ríkisbönkum til einkabanka

Þegar stóru íslensku bankarnir, Kaupþing banki hf., Landsbanki Íslands hf. og Glitnir banki hf., féllu í byrjun október 2008 voru ekki liðin sex ár frá því að sölu ríkisins á stórum eignarhlutum í tveimur fyrrnefndu bönkunum lauk. Áður, eða árið 1999, hafði ríkið lokið við að selja eignarhlut sinn í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. Sá banki var á árinu 2000 sameinaður Íslandsbanka hf. sem síðar varð að Glitni hf. Á nokkrum árum dró ríkið sig þannig út úr almennri bankastarfsemi á Íslandi. Ríkið gat því ekki lengur í krafti eignarhalds síns haft áhrif á þróun og umfang starfsemi þeirra fyrirtækja sem áður höfðu verið hvað umsvifamest í bankaviðskiptum og urðu enn umsvifameiri eftir að eignarhaldi ríkisins lauk. Hlutverk ríkisins á þessum markaði var því breytt. Aðkoma þess og afskipti urðu fyrst og fremst í formi laga- og reglusetningarvalds auk eftirlits með þessari starfsemi. Það átti við bæði að því er laut að áhrifum banka og annarra fjármálafyrirtækja á fjármálastöðugleika og framvindu í efnahagslífi þjóðarinnar og einnig það hvernig staðið var að starfsemi einstakra fyrirtækja.¹

Rannsóknarnefnd Alþingis er í lögum nr. 142/2008 fengið það verkefni að varpa sem skýrustu ljósi á aðdraganda og orsakir þess vanda íslenska bankakerfisins sem varð Alþingi í október 2008 tilefni til að setja lög nr. 125/2008, hin svonefndu neyðarlög. Lögin höfðu meðal annars að geyma heimildir til fjárveitinga úr ríkissjóði vegna þeirra aðstæðna sem þá voru komnar upp á íslenskum fjármálamarkaði. Þeir bankar sem ríkið hafði fyrir fáum árum í heild eða að hluta selt til einkaaðila voru komnir að þroti og gátu ekki haldið áfram starfsemi sinni með tilheyrandi áhrifum fyrir íslenskt samfélag og efnahag. Rannsóknarnefndin hefur því talið rétt að huga að því hvernig staðið var að sölu ríkisins á þessum eignarhlutum í bönkunum, sem hefur verið nefnd einkavæðing þeirra, og draga fram þau atriði við framkvæmd einkavæðingarinnar sem mögulega kunna að hafa haft þýðingu um hvernig fór um rekstur þessara þriggja íslensku banka í október 2008. Til að undirbúa nánari athugun af sinni hálfu óskaði nefndin eftir því að forsætisráðuneytið afhenti henni fyrirbyggjandi gögn um þessar sölur, einkum úr förum framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Nefndin freistaði þess einnig með skýrslutökum af nokkrum þeirra einstaklinga sem komu að þessum málum að varpa ljósi á ákveðin atriði sem ekki urðu skýrt ráðin af fyrirbyggjandi gögnum og höfðu sum hver verið umdeild frá því þessi atvik urðu.

1. Því má þó ekki gleyma að íslenska ríkið var áfram virkur og beinn þátttakandi í lánveitingum til íbúðarhúsnæðis með starfsemi Íbúðalánasjóðs en í ýmsum nágrannalöndum eru slíkar lánveitingar einkum á hendi almenna bankakerfisins.

Það er ljóst að það væri umfangsmikið verk ef fjalla ætti í heild um framkvæmd einkavæðingar eignarhluta ríkisins í bönkum og fjármálafyrirtækjum á árunum 1997 til og með 2003. Rannsóknarnefndinni er ætlaður takmarkaður tími til að sinna þeim verkefnum sem henni eru fengin með lögum nr. 142/2008. Í þessu tilviki liggja fyrir yfirlit um einstakar sölu í skýrslum sem bæði Ríkisendurskoðun og framkvæmdanefnd um einkavæðingu hafa tekið saman og birt. Sú saga hefur einnig verið rakin í fjölmiðlum. Jafnframt hefur Ríkisendurskoðun í skýrslum sínum athugað tiltekna afmarkaða þætti þessara mála eins og síðar vísast nánar til.

Eftir athugun á fyrirliggjandi upplýsingum og með tilliti til þess tíma sem nefndin hafði til að vinna að rannsókn sinni ákvað hún að beina athugun sinni sérstaklega að ákveðnum atriðum sem snerta undirbúning og töku ákvarðana um sölu á eignarhlutum í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf., einkum á síðari hluta árs 2002. Jafnframt afmarkast athugun nefndarinnar við þau atriði. Þessum atriðum er nánar lýst í kafla 6.3 hér á eftir en þau eru að meginsteftu þessi: (1) Afmörkun Alþingis á atriðum varðandi sölu bankanna í þeirri lagaheimild sem salan byggðist á. (2) Viðmið og kröfur til kaupenda í söluferlinu, nánar tiltekið sjónarmið um (erlendan) kjölfestufjórðing og stærð kjölfestuhlutar, sjónarmið um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og sjónarmið um erlenda þátttöku í kaupum á kjölfestuhlut. (4) Breytingar á viðmiðum og kröfum til kaupenda á lokastigi söluferlisins. (5) Almenn stefnumótun og ákvarðanatöku í söluferli bankanna. Einnig er vikið að samskiptum Samsonar eignarhaldsfélags ehf. og stjórnvalda í söluferli Landsbankans. Þá taldi nefndin rétt að gera grein fyrir tilteknum atriðum varðandi fjármögnun og greiðslu kaupverðs samkvæmt kaupsamningum um bankana og samþykki Fjármálaeftirlitsins á heimild kaupenda til þess að eiga og fara með virka eignarhluti í bönkunum og, í tilviki kaupenda Landsbankans, tiltekinni síðari ákvörðun Fjármálaeftirlitsins sem tengist umfjöllunarefni kaflans. Nefndin telur líka rétt að draga fram þá breytingu sem gerð var á almennum ákvæðum laga um fjármálafyrirtæki um eignarhald á slíkum fyrirtækjum á árinu 2001 samhliða því að lagður var lagagrundvöllur að sölu á umræddum eignarhlutum ríkisins í bönkunum sem fór fram á árinu 2002. Að lokum er sérstök umfjöllun um þróun á eignarhaldi bankanna á síðustu árum.

Nefndin ítrekar að hér er ekki um að ræða heildarúttekt á einkavæðingu bankanna eða tengdum málefnum. Nefndin telur að þau atriði sem valin voru til nánari skoðunar séu þess eðlis að ástæða sé til að staðnæmast við þau með tilliti til þess hvernig fór um rekstur hinna einkavæddu banka aðeins nokkrum árum eftir að eignarhaldi ríkisins lauk.

Eins og vikið verður nánar að síðar voru veigamestu ákvarðanirnar um framkvæmd einkavæðingarinnar teknar af einstökum ráðherrum í sitjandi ríkisstjórnnum – oftast á vettvangi svonefndrar ráðherranefndar um einkavæðingu.² Þarna var því um að ræða pólitískar ákvarðanir en eins og endranær þarf að huga að því hvaða takmarkanir gildandi lög hafa sett slíkum ákvörðunum bæði um efni og undirbúning.

2. Sjá t.d. kafla 6.3.5.

6.2 Fyrstu skref í einkavæðingu bankanna

6.2.1 Lagasetningin vorið 1997 og fyrsta salan á hlutafé

Einkavæðing ríkisfyrirtækja var liður í stefnu þeirra ríkisstjórna Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks sem voru við völd á Íslandi frá og með árinu 1995 og með endurnýjuðu ríkisstjórnarsamstarfi til loka þess tímabils sem hér hefur þýðingu. Þau áform beindust einnig að ríkisbönkunum. Um það má t.d. vísa til orða Davíð Oddssonar, þáverandi forsætisráðherra, í inngangi að greinasafni um einkavæðingu á Íslandi sem gefið var út í febrúar 1997, sbr. tilvitnun hér til hliðar.³

Einkavæðing ríkisbankanna átti sér stað í nokkrum skrefum. Vorið 1997 voru sett lög um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands nr. 50/1997. Þar var mælt fyrir um stofnun hlutafélaga um bankana en við stofnun þeirra skyldi allt hlutafé vera í eigu ríkissjóðs. Sala á hlutafé ríkissjóðs var óheimil án samþykkis Alþingis en ráðherra fékk þó vald til að heimila útboð á nýju hlutafé til að styrkja eiginfjárstöðu bankanna. Samanlagður eignarhlutur annarra aðila en ríkissjóðs mátti ekki verða hærri en 35% af heildarfjárhæð hlutafjár í hvorum bankanna um sig. Vorið 1997 voru einnig sett lög um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. nr. 60/1997 (FBA). Hinn 1. janúar 1998 tók bankinn við öllum eignum, skuldum og skuldbindingum Fiskveiðisjóðs Íslands, Iðnlánasjóðs, Útflutningslánasjóðs og Iðnþróunarsjóðs, öðrum en þeim sem ráðstafað var með öðrum hætti samkvæmt lögum um Nýsköpunarsjóð atvinnulífsins. Ríkissjóður var eigandi alls hlutafjár í bankanum við stofnun hans en heimilt var samkvæmt 6. gr. að selja allt að 49% hlutafjárins og skyldu iðnaðarráðherra og sjávarútvegsráðherra þegar eftir gildistöku laganna hefja undirbúning að sölu hlutafjár.

Hinn 28. ágúst 1998 samþykkti ríkisstjórnin stefnumótun um sölu hlutafjár í bönkunum þremur. Haustið 1998 var heimildin í lögum nr. 50/1997 til útboðs á nýju hlutafé í Landsbankanum og Búnaðarbankanum nýtt. Þá var boðið út nýtt hlutafé sem nam 15% af heildarhlutafé hvors banka um sig. Fjöldi áskrifenda í útboðinu hjá Landsbankanum var 12.112, söluandvirðið 1,7 milljarðar króna og gengið í útboði til almennings 1,90.⁴ Fjöldi áskrifenda í útboðinu hjá Búnaðarbankanum var rúmlega 93.000, söluandvirðið um einn milljarður og gengið í útboðinu 2,15.⁵ Í byrjun nóvember 1998 var heimildin til sölu á 49% hlutafjár ríkissjóðs í FBA jafnframt nýtt. Alls skráðu 10.734 einstaklingar sig í útboðinu fyrir um 18,9 milljarða króna en útboðsgengið var 1,4. Til sölu voru hins vegar aðeins 4,665 milljarðar kr. og því kom til skerðingar á hlut hvers og eins.⁶ Í framangreindum tilvikum var starfsmönnum gefinn kostur á kaupum á sérstöku gengi og í kjölfar sölunnar voru bréf bankanna skráð á Verðbréfaþingi Íslands.

„Ljóst er að vinna við sölu ríkisfyrirtækja og önnur einkavæðing mun halda áfram á næstu árum. Stór fyrirtæki eru ennþá í eigu ríkisins. Nægir þar að nefna viðskiptabanka og fjárfestingalánasjóði.“

Úr inngangi Davíðs Oddssonar, forsætisráðherra, að ritinu Einkavæðing á Íslandi, árið 1997.

3. *Einkavæðing á Íslandi*. Greinasafn útgefið af framkvæmdanefnd um einkavæðingu og Samtökum verðbréfafyrirtækja. Reykjavík, 1997.

4. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 25.

5. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 32.

6. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 19. Eins og fram kemur á bls. 20 í skýrslunni safnaðist stór hluti hinna seldu hlutabréfa fljótt á fárra manna hendur og mikil umræða varð í þjóðfélaginu um bankann, m.a. um kosti og galla þess að setja takmarkanir á eignarhald hluthafa í fjármálafyrirtækjum.

„[Á] þeim tíma var ég alveg sannfærður um að þetta mundi breyta íslenskum bankakúltúr til hins betra. Ég var líka sannfærður um að þetta væri arðvænlegt fyrir Svíana sem hluthafa. Þeir voru nú ekki alveg eins sannfærðir, voru alltaf að spyrja mig út í það: Óttar, hvað er ... what's in it? Hvað er þetta ... Þetta er jafnstórt og Malmö. Af hverju er verið að leggja alla þessa vinnu í eitthvert útibú sem er jafnstórt og Malmö. En ég sá það öðruvísi vegna þess að þetta er ... Ísland er náttúrulega ekki bara Malmö [...]“

Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 6.

„Þetta var það sem SEB-menn, SE-bankamenn, byggðu sína vinnu á. Það að þetta stæði til.“

Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 2.

„It is proposed to sell the shares both in Iceland and abroad, and to register at least one of the banks at London Stock Exchange and possibly elsewhere. There are two main reasons. One is that the scope of the sale is probably greater than the domestic market is capable of handling adequately in a single year. The other is the desirability of attracting foreign investors to participate in providing financial services in Iceland.“

Úr minnisblaði viðskiptaráðuneytisins til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 15. júní 1998, bls. 4.

„[H]ins vegar var mjög sérstakur fundur ... VÍS-mennirnir báðu um fund með okkur snemma í ferlinu. [...] Því miður man ég ekki nákvæmlega á hvaða tímapunkti sá fundur var en það var áður en rannsóknarnefndin var komið. Þar sem VÍS-mennirnir, og Axel Gísla hafði fyrir þeim orðið, fóru fram á að [...] við erum með tvo af fimm stjórnarmönnum og það sem VÍS fór fram á var að við mundum tilnefna stjórnarmenn SE-bankans í stjórn Landsbankans í samvinnu við VÍS og að það yrði bara eining um það á milli þessara hvernig SE-bankinn mundi tilnefna stjórnarmenn. Og mínir menn urðu nú frekar svona skrytnir sko og stungu fljótlega upp á því að við færum nú bara saman út og fengjum okkur hádegisverð, sem við og gerðum, og það var svona almennt vingjarnlegt hjál. Og svo þegar sá fundur var búinn ... þá spurðu félagar mínir og Lars [Gustavson, sem leiddi viðræður f.h. SEB] þá fyrstur: Óttar, hvað var þetta sko? Ég meina, hvað ... eru þessir menn ekki í lagi? Og ég gat lengstra orða ... ég baðst afsökunar fyrir hönd landa minna en afsakaði það að það væru misjafnir saðir í mörgu fé en það sem þeir voru að fara fram á var bara eitthvað ... eitthvað sem var bara ekki að fara að gerast.“

Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 6–7.

6.2.2 Áhugi Skandinaviska Enskilda Banken á Landsbankanum árið 1998

Sumarið 1998 fóru fram viðræður milli sænska bankans Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) og íslenskra stjórnvalda um það að SEB keypti hlut í Landsbankanum, sem þá var að fullu í eigu ríkisins. SEB lýsti því yfir við íslensk stjórnvöld að hann hefði áhuga á kaupum á Þriðjungshlut í bankanum. Í júní og júlí þá um sumarið fóru fram viðræður milli fulltrúa bankans og íslenskra stjórnvalda, bæði í Svíþjóð og á Íslandi, þar sem þær hugmyndir voru nánar þróaðar. Viðræður munu hafa farið fram á grundvelli minnisblaðs frá viðskiptaráðuneytinu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 15. júní 1998. Viðskiptaráðuneytið hafði forgöngu af hálfu íslenskra stjórnvalda í viðræðum við bankann að sögn Óttars Guðjónssonar sem var á þessum tíma starfsmaður SEB í London. Hann var kallaður til sem einn af fulltrúum bankans í viðræðum við íslensk yfirvöld og tók þátt í þeim.⁷ Minnisblað viðskiptaráðuneytisins er meðal gagna rannsóknarnefndarinnar. Það er á ensku og merkt trúnaðarmál. Í því er lýst umfangsmiklum skipulagsbreytingum á íslenskum fjármálamarkaði sem sagðar eru nauðsynlegar m.a. til að sjá einkaaðilum og fyrirtækjum á Íslandi fyrir sambærilegu samkeppnisumhverfi og í nágrannalöndum. Helstu tillögur í minnisblaðinu voru fjórbættar og fólu m.a. í sér kaup Landsbankans á öllum hlutum í Vátryggingafélagi Íslands, en bankinn átti þá um helming hluta í félaginu, og kaup erlends banka á 20–25% hlut í Landsbankanum.⁸

Fulltrúar frá íslenska viðskiptaráðuneytinu hittu fulltrúa SEB í Svíþjóð upp úr miðjum júní 1998. Í beinu framhaldi var viðræðum haldið áfram í júlí og ágúst. Meðal annars kom sendinefnd frá SEB til Íslands og hitti íslenska ráðamenn. Samkvæmt gögnum rannsóknarnefndar voru þeir sem fulltrúar bankans funduðu með m.a. Halldór Ásgrímsson, utanríkisráðherra, Finnur Ingólfsson, viðskiptaráðherra, Axel Gíslason, forstjóri VÍS, Davíð Oddsson, forsætisráðherra, Geir H. Haarde, fjármálaráðherra, og Halldór J. Kristjánsson, bankastjóri Landsbankans. Á fundunum voru rædd meginatriðin varðandi fyrirtælinir ríkisins með Landsbankann í samræmi við það sem fram kom í umræddu minnisblaði ráðuneytisins.⁹ Samkvæmt frásögn Óttars Guðjónssonar komu á fundi SEB með fulltrúum VÍS jafnframt til umræðu tilteknar hugmyndir hinna síðarnefndu um samvinnu þessara aðila við skipun í stjórn Landsbankans, færi svo að SEB kæmi þar að málum, sem vöktu undrun sænsku bankamannanna, sbr. nánari tilvitnun til skýrslu Óttars hér til hliðar.

Samhliða fundahöldum mótuðust í samskiptum SEB við viðskiptaráðuneytið, þar sem tengiliður SEB var ráðuneytisstjórinn, Þórður Friðjónsson, gögn með nánari ramma eða umgjörð um viðræður um fyrirhuguð kaup SEB á Landsbankanum. Þar voru einstök atriði varðandi kaupin og eftirfarandi samvinnu SEB við hinn hluthafann, þ.e. íslenska ríkið, útfærð nánar.¹⁰ Gert

7. Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 1.

8. Minnisblað viðskiptaráðuneytisins á ensku til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 15. júní 1998, bls. 2. Athygli vekja að öðru leyti hugmyndir sem lýst er í minnisblaðinu varðandi sölu á Landsbankanum og sameinuðum Íslandsbanka og Búnaðarbanka (sú sameining var meðal til-lagna minnisblaðsins), t.d. um erlenda sölu bankanna, ástæður fyrir erlendra sölu og skráningu annars eða beggja bankanna í kauphöllinni í London. Sjá tilvitnun til hliðar.

9. Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 2.

10. Þrjú skjöl um þetta dagsett 7., 8. og 16. júlí 1998 eru meðal gagna rannsóknarnefndar. Í umfjöllun í meginmáli í framhaldinu er miðað við síðastnefnda skjalid. Það bar yfyrskriftina „A framework for discussion on SEB's strategic investment in L(LFG)“. Miðað við fyrirliggjandi gögn hjá rannsóknarnefnd geymir það skjal þær hugmyndir um kaupin sem lengst voru þróaðar.

var ráð fyrir að Landsbankinn hefði þá eignast VÍS að fullu og að félögin yrðu rekin undir eignarhaldsfélagi sem vísað var til undir nafninu LFG í skjölunum og þá gengið út frá að SEB myndi eignast hlut því eignarhaldsfélagi með kaupum sínum. Helsta efnislega viðbótin sem þar kemur fram við upphaflega fyrirætlun SEB um kaup á þriðjungshlut í Landsbankanum er sú að við sölu ríkisins á afgangshlut sínum í bankanum, sem gert var ráð fyrir að færi fram á þremur árum eftir kaup SEB og yrði svonefnd dreifð sala, ætti SEB kauprétt á hlutum sem næmu 17% af hlutafé og atkvæðamagni í LFG.

Óttar Guðjónsson lýsti ástæðum þess að farið var að ræða um framan- greindan kauprétt með þeim hætti sem fram kemur í textanum hér til hliðar. Að sögn Óttars var gengið út frá því af hálfu SEB að samkomulag hefði með þessu tekist um kaupin í meginatriðum þó eftir væri að ganga frá áreið- anleikakönnun kaupanda og kaupverði sem hann segist aldrei hafa gert ráð fyrir að yrði vandamál. Minnst hann þess að hafa átt símafund með fulltrúum frá bandaríska fjárfestingabankanum JP Morgan sem falið hafði verið að vinna verðmat á Landsbankanum þar sem atriði varðandi verð á hlutum hefðu verið rædd. Það verðmat hafi síðan legið fyrir 11. ágúst 1998. Dagana 17.–19. ágúst sama ár hafi fulltrúar SEB gert áreiðanleikakönnun (e. due diligence) á Landsbankanum sem lá að sögn Óttars fyrir um tveimur vikum síðar. Þá hafi þau skilaboð komið til SEB frá Íslandi að „þetta væri off“. Óttar kvað sér ekki kunnugt um ástæðuna fyrir því að viðræðum var slitið.¹¹

Við skýrslutökur fyrir rannsóknarnefnd voru nokkrir af þeim íslensku aðilum sem höfðu samskipti við SEB varðandi Landsbankann sumarið 1998 m.a. spurðir út í þau atvik og ástæður þess að íslenska ríkið sleit hinum langt komnu samningaumleitunum með þeim hætti sem að ofan greinir. Davíð Oddsson lýsti því að málið hefði verið unnið og náð þetta langt án sérstakrar aðkomu ríkisstjórnarinnar, að frumkvæði viðskiptaráðherra og ráðuneytisstjórans í viðskiptaráðuneytinu og að hann sjálfur hefði „ráðið mestu“ um að stöðva viðræður, sbr. nánari tilvitnanir til skýrslu Davíðs hér til hliðar. Samkvæmt Davíð var það einkum hans ákvörðun að stöðva söluna til SEB þar sem einkavæðing ríkisfyrirtækja flokkaðist almennt undir verksvið hans sem forsætisráðherra þó svo einstakar sölur væru á ábyrgð viðkomandi fag- ráðherra. Á bak við þá ákvörðun stóðu samkvæmt Davíð sjónarmið um að ekki væri eðlilegt að semja í tvíhliða lokuðu ferli um sölu á bankanum heldur yrði ferlið að vera opnara og gagnsærra svo aðrir áhugasamir hefðu kost á að bjóða.¹² Í tengslum við frásögn af því einkavæðingarferli sem síðar fór af stað af hálfu ríkisstjórnarinnar, sbr. síðar, vék Davíð síðan aftur að sænska bank- anum með þeim hætti sem vitnað er til hér til hliðar. Fram kom hjá Halldóri J. Kristjánssyni að SEB hefði viljað kaupa í bankanum áður en hann yrði skráður á markaði og verðmyndun hæfist þannig á hlutum í honum. Hann sagði upplifun sína hafa verið að viðræður hefðu strandað á framangreindri kröfu SEB um kauprétt, sbr. nánari tilvitnun til skýrslu hans hér til hliðar. Geir H. Haarde lýsti að hluta til sambærilegum sjónarmiðum og Halldór um skort á pólitískum vilja til að klára söluna en tiltók einnig þá afstöðu sína að verðið sem SEB bauð hefði ekki verið fullnægjandi.¹³ Páll Gunnar Pálsson, síðar forstjóri Fjármálaeftirlitsins og Samkeppnisstofnunar, var á þessum tíma starfsmaður viðskiptaráðuneytisins og átti sem slíkur þátt í viðræðum við SEB

„Með þessu móti mundi SE-bankinn hafa rétt á meirihluta. Það sem við óttuðumst í þessu tilviki var að einkavæðingin á hinum 2/3 yrði með þeim hætti að við hefðum engin tók í bankanum og þetta yrði gert ósanngjarn. Það var það sem við höfðum mestar áhyggjur af vegna þess að upphaflega plaggið er frekar mikið pólitískt, uppskiptin á öllu, sameining við hina og þessa og sem sagt, það er svo mikið sem átti að gera á sama tíma að við vorum smeykir um að við yrðum einhvern veginn plataðir. [...] Og yrðum minnihlutaeggandi og valdalaus og værum bara fastir með einhvern vondan hlut, það var það sem Svíarnir voru hræddastir við.“

Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 4.

„Já, ég held að þetta hafi nú aðallega verið Finnur Ingólfsson og [...] Þórður Friðjónsson, minnir mig, sem hafi verið þrjú mótórar í þessu og unnið þetta sjálfir, eiginlega privat áður en það kom til upplýsingar hjá ríkisstjórninni, eins og ég man þetta. Þannig að ég held að menn hafi ekki talið rétt, og alls ekki, að það yrðu hafnar viðræður við einhvern einn banka án þess að aðrir hefðu kost á því að komast að málinu. Það væri ekki rétta aðferðin við einkavæðingu á bönkunum. [...] [V]ið vildum að einkavæðingarferlið væri opið, gegnsætt og menn hefðu leyfi til að bjóða í þetta, allir, með opnu ferli, en aðkoman, byrjunin væri ekki heppileg [...] [É]g býst við því að ég hafi borið mesta ábyrgð á því að þessi leið var ekki farin.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 29–31.

„Og, af því að sænski bankinn var nefndur sérstaklega, af hverju var ekki slíkur banki tilbúinn að koma inn í opnu útbóði? Af hverju bara í samningaviðræðum við einhverja menn? Þannig að við vorum auðvitað að vænta þess, fyrst að slíkur áhugi hafði komið upp, þá mundu menn ekkert síður koma í opnu, gegnsæju útbóði, heldur en í einhverjum viðræðum sem höfðu farið fram á vegum eins ráðuneytis, fyrst í Svíþjóð og svona án þess að við vissum um það þá, aðrir í ríkisstjórninni.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 36.

„[Þ]eir fóru í gegnum „due diligence“, að [henni] lokinni komu þeir með viðskiptahugmynd um að fá að kaupa einn þriðja í bankanum en vildu absólút eiga rétt á að kaupa 17% í viðbót. Á því strandaði málið, held ég, efnislega. Ríkið vildi ekki að erlendur banki mundi verða strax í upphafi verða meirihlutaáðili í Landsbankanum, hvort sem það var skynsamlegt eða ekki. [...] - og ég skil alveg þeirra sjónarhól sem bankamaður, að ef þeir ekki gátu eignast meirihluta og konsólíterað bankann þá var hann náttúrulega ekki eins áhugaverður eins og að eiga bara hlut í honum því það kostar meira í eigið fé. Þannig að ef ég lýsi þessu þá strandaði í raun og veru á þessu ákvæði samningslega, hvort einhver pólitísk mótívering var þar önnur, það veit ég ekki. En ég veit bara að þetta voru bara samningsákvæðin sem strandaði á.“

Skýrsla Halldórs J. Kristjánssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. maí 2009, bls. 75.

11. Skýrsla Óttars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 4–5.

12. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 30–31.

13. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 6.

„Nokkrum, tveimur, þremur árum seinna þá er ég staddur á reglulegum fundi með norrænum kollegum mínum, forstjórum norrænu [fjármála]eftirlitanna í Noregi, og við, það er fenginn á fund okkar toppurinn í Nordea banken sem ég man ekki hvað heitir í augnablikinu. Hann var forstjóri lengi Nordea bankans sem að starfaði á öllum Norðurlöndunum og í hádegisverði þá erum við að ræða við hann og ég spyr hann yfir borðið: Af hverju hafa bankar á Norðurlöndunum ekki áhuga á íslenskum fjármálamarkaði? Og hann svarar: Hérna, það hefur enginn áhuga á því að koma inn á íslenskan fjármálamarkað, þótt ekki væri nema bara af því hvernig þið fóruð með Svenska Enskilda bankann. Þetta var einn af toppunum á [...] skandinavískum fjármálamarkaði. Og hann náttúrulega nefndi önnur atriði líka, eins og íslensku krónuna og húsnæðislánakerfið o.fl. sem að er erfitt fyrir erlenda aðila að átta sig á, en það sló mig að hann nefndi þetta atriði fyrst af öllum. Þarna held ég að hafi verið gerð fyrstu og ein stærstu mistökkin vegna þess að hvernig heldurðu að þessi fjármálamarkaður hefði þróast ef að sænskur aðili hefði gert sig gildandi á honum? Við getum ekkert sagt um það hvað hann hefði verið hér lengi eða hvernig það hefði þróast, en það er a.m.k. hægt að slá því föstu að það hefði þróast með betri hætti heldur en gerðist.“

Skýrsla Páls Gunnars Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 25. september 2009, bls. 33–34.

af hálfu þess ráðuneytis, sbr. áður. Rétt er að vitna hér loks til sjónarmiða sem Páll lýsti við skýrslutöku hjá rannsóknarnefnd um það hvaða áhrif framgangna íslenskra stjórnvalda í framangreindu máli gagnvart SEB hefði haft á áhuga annarra norrænna banka til að hasla sér völl í bankastarfsemi á Íslandi upp frá þessu, sbr. tilvitnun hér á spásíu.

6.2.3 FBA seldur að fullu árið 1999

Með lögum nr. 167/1998, um breytingu á lögum nr. 60/1997 um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf., var heimilað að allt hlutfé ríkissjóðs í bankanum yrði selt. Fyrirkomulagið við þá sölu var kynnt í september 1999. Markmið útboðsins var að hámarka söluverð, að selja dreifðum hópi hlutinn í heilu lagi og að öllum gæfist kostur á að bjóða í hlutinn. Hópur fjárfesta skyldi þannig standa sameiginlega að tilboði í allan hlutinn en til að tryggja dreifða sölu voru settar reglur um skyldleika og hámark hvers aðila sem nam 6% nafnverðs hlutabréfa. Einn hópur skilaði inn þátttökutilkynningu – hópur 26 lífeyrissjóða, fyrirtækja og einstaklinga. Gengið var frá kaupunum á lágmarksgengi útboðsins, 2,8, sem þýddi að söluandvirðið var 9,7 milljarðar króna. Í nóvember 1999 lauk þar með einkavæðingu FBA.¹⁴

6.2.4 Frekari sala hluta í Landsbankanum og Búnaðarbankanum

Með lögum nr. 93/1999, um breytingu á lögum nr. 50/1997, var heimilað að selja 15% af hlutfé ríkissjóðs í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Lagabreytingin var með þeim hætti að í 2. mgr. 6. gr., þar sem áður sagði að sala á hlutfé ríkissjóðs væri óheimil án samþykkis Alþingis, var sett svohljóðandi ákvæði:

„Heimilt er að selja af hlutfé ríkissjóðs í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. 15% hlut í hvorum banka fyrir sig. Frekari sala á hlutfé í eigu ríkissjóðs í hlutafélagabönkunum er óheimil án samþykkis Alþingis.“

Salan fór síðan fram í desember 1999. Alls skráðu 55 þúsund manns sig fyrir hlut í bönkunum og söluandvirði nam 5,5 milljörðum króna. Umframeftirspurnin í útboðunum var það mikil að hægt hefði verið að selja allan hlut ríkisins í báðum bönkunum í þessum áfanga. Eftirstandandi hlutur ríkisins í bönkunum var um 72% eftir sölna.¹⁵

Næsta sala á hlutum ríkisins í bönkunum fór ekki fram fyrr en á árinu 2002 en hlutur ríkisins minnkaði þó engu að síður. Þannig fór hlutur ríkisins í Landsbankanum niður í u.þ.b. 68% í júní 2000 vegna hlutafjár aukningar sem til kom vegna kaupa Landsbankans á breska bankanum The Heritable and General Investment bank.¹⁶ Þá lækkaði hluturinn í Búnaðarbankanum úr 72% í u.þ.b. 55% á árunum 2000–2001 sem kom til út af samruna bankans við Lýsingu annars vegar og Gildingu hins vegar en báðir samrunarnir voru fjármagnaðir með hlutafjár aukningu.¹⁷

14. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 20–21.

15. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 26.

16. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 26.

17. *Einkavæðing 1999–2003*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Reykjavík 2003, bls. 32.

6.3 Lok einkavæðingar Landsbankans og Búnaðarbankans

Með samþykkt laga nr. 70/2001, um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum, gaf Alþingi ríkisstjórninni heimild til að selja eignarhlut ríkisins í Landsbankanum og Búnaðarbankanum að fullu.¹⁸ Gögn og upplýsingar varðandi framkvæmd þeirrar sölu hafa að verulegu leyti þegar verið opinberuð og fjallað um þau í fjölmiðlum, bæði með almennum hætti og um einstaka þætti.¹⁹ Með vísan til afmörkunar viðfangsefna þessa kafla, sbr. kafla 6.1 að framan, verða hér nánar rakin þau atriði varðandi forsendur og framkvæmd söluferlisins sem endurspeglast í einstökum kaflaheitum hér á eftir.

6.3.1 Söluheimild laga nr. 70/2001

Í stefnufirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá 23. apríl 1995 kom fram að unnið yrði að sölu ríkisfyrirtækja á kjörtímabilinu „í samræmi við ákvarðanir Alþingis“. Í stefnufirlýsingu ríkisstjórnar sömu flokka á næsta kjörtímabili, frá 28. maí 1999, var með nánari hætti fjallað um einkavæðingu ríkisfyrirtækja. Þar á meðal kom fram ákveðin fyrirætlun um að selja hlutabréf í ríkisbönkunum.²⁰

Hinn 5. mars 2001 lagði Valgerður Sverrisdóttir, viðskiptaráðherra, fram frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum. Í a-lið 1. gr. framangreinds frumvarps, sem var aðeins tvær greinar, var lögð til breyting á 2. mgr. 6. gr. laga nr. 50/1997. Það ákvæði kvað á um að sala á hlutafé í eigu ríkissjóðs í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. væri óheimil án samþykkis Alþingis. Gerði frumvarpið ráð fyrir að ákvæðið orðaðist eftir breytinguna svo sem greinir í tilvitnun hér til hliðar.²¹

Tilvitnað ákvæði frumvarpsins var eina efnisákvæði þess. Í því var einungis ráðgert að veita heimild til sölu á hlut ríkisins í báðum bönkunum en ekki tekin afstaða til annarra atriða varðandi væntanlegt söluferli. Í fyrsta kafla athugasemda með frumvarpinu voru tínd til sjónarmið til stuðnings því að ríkið stundaði ekki starfsemi á fjármagnsmarkaði sem einkaaðilar væru „tilbúnir til að annast með eðlilegum hætti“ og þar með fyrir því að selja ætti bankana til einkaaðila.²² Í grófum dráttum voru þau sjónarmið pólitísks eðlis.

„Heimilt er að selja hlutafé ríkissjóðs í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf.“

Efnisákvæðið um heimild til sölu ríkisbankanna í frumvarpi sem varð að lögum nr. 70/2001.

18. Samkvæmt frumvarpi sem varð að lögum nr. 70/2001, sbr. Alþt. 2000–2001, A-deild, þskj. 817, var hlutur ríkissjóðs í Landsbankanum rúm 68% en í Búnaðarbankanum tæp 72,6% á þessum tíma.

19. Hér má til dæmis benda á kafla um sölu beggja bankanna í skýrslu Ríkisendurskoðunar frá 2003. Sjá: *Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja árin 1998–2003*. Ríkisendurskoðun, desember 2003. Umfjöllun um sölu Landsbankans er á bls. 53–65 í skýrslunni en umfjöllun um sölu Búnaðarbankans á bls. 65–73. Einnig má geta fréttaskýringa Morgunblaðsins 22. og 24. mars 2009 um söluferli bankanna.

20. Um nánari ákvarðanatöku og stefnumörkun að því leyti sagði: „Stefnumörkun á sviði einkavæðingar fari fram í ráðherranefnd um einkavæðingu en undirbúningur og framkvæmd verkefna á þessu sviði verði í höndum framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Áður en sala einstakra ríkisfyrirtækja hefist verði lögð fram í ríkisstjórn áætlun um tímasetningu, fyrirkomulag og ráðstöfun andvirðis af sölu þeirra.“ Varðandi ríkisbankana sagði nánar að ráðgert væri að selja hlutabréf í þeim „með það að markmiði að ná fram hagræðingu á fjármagnsmarkaði en tryggja um leið virka samkeppni á markaðnum til að ná fram ódýrari þjónustu“. Einnig sagði um þetta í stefnufirlýsingunni að við söluuna yrði þess gætt „að ríkið [fengi] hámarksverð fyrir eign sína í bönkunum“.

21. Alþt. 2001–2002, A-deild, bls. 3316.

22. Alþt. 2001–2002, A-deild, bls. 3317.

„Verði frumvarp þetta að lögum er stefnt að því að sala á hlutafé ríkisins í Landsbanka og Búnaðarbanka hefjist árið 2001 og ljúki fyrir lok kjörtímabilsins árið 2003. [...] Í samræmi við stefnu ríkisstjórnarinnar um sölu fyrir tækja í eigu ríkisins verður lögð áhersla á sölu til almennings og tilboðssölu. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu mun gera tillögur til viðskiptaráðherra um fyrirkomulag sölu til almennings og tilboðssölu. Einnig er gert ráð fyrir að kannaður verði áhugi kjölfestufjórðinga um kaup á stórum hlut í bönkunum. Í því sambandi verði sérstaklega hugað að fjárfestingu erlends fjármálfyrirtækis í bönkunum. Við val á slíkum fjárfesti verði tekið mið af verklagsreglum um einkavæðingu.“

Úr athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 70/2001 (Alþt. 2001–2002, A-deild, bls. 3320).

„Meiri hlutinn bendir á að framkvæmdanefnd um einkavæðingu vinnur um þessar mundir að undirbúningi tillagna um fyrirkomulag sölu bankanna tveggja með fyrirvara um heimild Alþingis og mun í vinnu sinni taka afstöðu til atriða á borð við áfangaskiptingu og tímasetningu sölunnar, fyrirkomulag útbods, þ.e. hvort um almennt útbod með dreifðri sölu verði að ræða eða tilboðssölu hérlendis og erlendis, um sölu til innlendra eða erlendra kjölfestufjórðinga og hlutfall milli einstakra söluaðferða. Jafnframt mun framkvæmdanefnd um einkavæðingu taka afstöðu til þess hvort um samhliða sölu í báðum bönkunum verði að ræða eða ekki og meta líklegt framboð og eftirspurn eftir hlutabréfum í þeim.“

Úr nefndaráli meiri hluta efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis um frumvarp sem varð að lögum nr. 70/2001. (Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 4676.)

Fyrir utan það sem segja má að leiði af þessum almennu pólitísku röksemdum var ekki gerð grein fyrir ástæðum þess út af fyrir sig að veita heimild til að selja báða bankana. Ekkert var fjallað sérstaklega um það málefni í frumvarpinu. Hins vegar komu fram sjónarmið frá stjórnarandstöðu við þinglega meðferð málsins um að aðeins væri rétt að selja annan bankann. Nánar segir frá þeim hér á eftir.

Í fjórða kafla athugasemda með frumvarpinu komu fram nokkur nánari sjónarmið um einstaka þætti í framkvæmd þeirrar sölu sem ætlinin var að heimila, undir yfirskriftinni „Áform um sölu Landsbankans og Búnaðarbanka“. ²³ Vitnað er til þessara athugasemda hér til hliðar. Í athugasemdum með frumvarpinu og skýrslum Seðlabanka Íslands og Þjóðhagsstofnunar sem því fylgdu var að öðru leyti helst fjallað um pólitísk, söguleg og þó sérstaklega hagræn efni. Í samræmi við efni spurninga sem viðskiptaráðherra hafði sent stofnununum af þessu tilefni og falið þeim að svara vörðudu skýrslur beggja framangreindra stofnana einkum efnahagslegar röksemdir fyrir því að ríkið léti af bankarekstri og seldi þær eignir sínar til einkaaðila. ²⁴

Í nefndaráli meiri hluta efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis um frumvarp viðskiptaráðherra voru ekki lagðar til breytingar á því heldur lagt til að það yrði samþykkt óbreytt. ²⁵ Í álitinu settu fulltrúar þingmeirihlutans fram athugasemdir sem bera mark um viðhorf þingmeirihlutans til þess hver skyldi vera þáttur Alþingis í eiginlegri stefnumótun og ákvarðanatöku í þessu máli, sbr. tilvitnun hér til hliðar. ²⁶

Efnahags- og viðskiptanefnd tvíklöfnaði í málinu og skiluðu fyrsti og annar minni hluti nefndarinnar báðir sérstökum álitum í málinu. ²⁷

Hið 18. maí 2001 samþykkti Alþingi frumvarp viðskiptaráðherra óbreytt með 35 atkvæðum þingmeirihlutans, þingmanna Sjálfstæðisflokksins og Framsóknarflokksins. Aðrir flokkar á þinginu sátu hjá, þ.e. Samfylkingin og Frjálslyndi flokkurinn, eða greiddu atkvæði gegn frumvarpinu, þ.e. Vinstri hreyfingin – grænt framboð. Lögin hlutu númerið 70/2001 við birtingu í Stjórnartíðindum. Áður tilvitnað ákvæði um lagaheimild fyrir sölu Landsbankans og Búnaðarbankans varð þar með að 2. mgr. 6. gr. laga nr. 50/1997.

Samkvæmt því sem rakið var hér að framan fólst ekki í lögum nr. 70/2001 nein útfærsla Alþingis á því hvernig salan á hlut ríkisins í bönkunum skyldi fara fram. Söluheimildin var með öllu opin og óákvörðuð. Öll frekari ákvarðanatöku varðandi fyrirkomulag sölunnar fór því ekki fram á vettvangi þingsins

23. Alþt. 2001–2002, A-deild, bls. 3320.

24. Skýrslurnar eru fylgiskjöl I og II með frumvarpinu. Sjá Alþt. 2001–2002, A-deild, bls. 3320–39.

25. Undir álitinu skrifa Vilhjálmur Egilsson, formaður og framsögumaður nefndarinnar, Sigríður A. Þórðardóttir, Gunnar Birgisson og Ragnheiður Hákonardóttir, þingmenn Sjálfstæðisflokksins í nefndinni, og Kristinn H. Gunnarsson og Daniel Árnason, þingmenn Framsóknarflokksins í nefndinni.

26. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 4676.

27. Fyrsta minnihluta skipuðu Össur Skarphéðinsson, framsögumaður, og Margrét Frimannsdóttir, þingmenn Samfylkingarinnar í nefndinni. Af nefndaráli, sbr. síðar, má ráða að fyrsti minnihluti hafi verið að meginstefnu sammála því að selja ætti ríkisbankana en ósáttur við veigamikil atriði í framkvæmd málsins. Þingmenn Samfylkingar studdu málið því ekki við lokaatkvæðagreiðslu. Í samræmi við framangreinda afstöðu lagði fyrsti minnihlutinn auk sérstaks nefndarálits einnig fram breytingartillögu við frumvarpið, sbr. síðar. Annan minnihluta skipaði Ögmundur Jónsson, þingmaður Vinstri hreyfingarinnar – græns framboðs í nefndinni. Af álitinu má almennt ráða þá afstöðu að hann hafi verið á móti sölu bankanna og því lagst gegn efni frumvarpsins. Þingmenn VG greiddu atkvæði gegn frumvarpinu við lokaatkvæðagreiðslu.

heldur hjá stjórnvöldum. Meðal þess sem stjórnvöld hlutu samkvæmt þessu fyrirkomulagi að taka endanlega ákvörðun um voru þýðingarmikil atriði eins og til dæmis hvort selja ætti einungis annan bankann eða báða og þá hvort þeir skyldu seldir á sama tíma, hversu stórir hlutir skyldu seldir og samkvæmt hvaða viðmiðum um verð, hvort og þá hvaða kröfur eða skilmála ætti að gera til kaupenda,²⁸ hvort æskilegt væri og/eða heimilt að binda kaup eða eigu hlutafjár í bönkunum einhverjum sérstökum skilyrðum, svo sem um stærð keyþra eignarhluta eða eignarhald þeirra og hvernig nánara fyrirkomulag og tímasetningar varðandi söluna yrðu. Svona mætti áfram telja. Í sem stystu máli vísaði þannig Alþingi öllum nánari atriðum um fyrirkomulag sölu bankanna nema sjálfri söluheimildinni til stjórnvalda og voru þau þannig leidd til lykta af hálfu stjórnvalda en ekki þingsins.

Eins og áður segir var það Valgerður Sverrisdóttir, þáverandi viðskiptaráðherra, sem lagði fram frumvarp það sem varð að lögum nr. 70/2001. Við skýrslutöku hjá rannsóknarnefnd Alþingis var Valgerður m.a. spurð út í þá leið sem farin var við sölu bankanna samkvæmt ofangreindu, þ.e. að hafa söluheimildina opna í lögunum og láta stjórnvöldum með öllu eftir að ákveða nánari skilyrði og framkvæmd sölunnar. Meðal annars var hún innt eftir því hvort hún teldi að setja hefði átt þar fram og afmarka skilyrði sem framkvæmdarvaldinu hefði þá borið að fylgja við framkvæmd sölunnar. Valgerður tók undir að heimildin hefði verið mjög opin og vísaði um það til áhrifa framkvæmdarvaldsins í þinginu, sbr. tilvitnun til svars hennar hér til hliðar. Þegar Valgerður var sérstaklega spurð um gagnrýni sem komið hafði fram af hálfu stjórnarandstöðu um skort á pólitískri ákvarðanatöku um það hvernig skyldi standa að einkavæðingunni, sagði Valgerður að reglur hefðu verið til um það „hvernig einkavæðingarnefnd skyldi starfa“ og að „Alþingi [hefði] alltaf tækifæri til að spyrja um alla hluti“. Nánar aðspurð um þá aðstöðu að sitjandi stjórnvöld hefðu samkvæmt þessu fyrirkomulagi haft allt ákvörðunarvald um nánari viðmið og kröfur til kaupenda bankanna setti Valgerður fram þau sjónarmið sem koma fram hér til hliðar. Aðspurður um sömu atriði við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd samsinnti Davíð Oddsson því að söluheimildin hefði verið mjög opin. Það hefði verið „ákvörðun þingsins“. Nánari ummæli Davíðs um þetta eru tekin upp hér til hliðar.

6.3.2 Ákvörðun um samhliða sölu bankanna

Söluheimild laga nr. 70/2001 tók berum orðum til sölu beggja bankanna. Hinar almennu pólitísku forsendur í frumvarpi til laganna sem vikið er að hér að framan eiga samkvæmt efni sínu við sölu á báðum bönkunum og fela ekki í sér hugmyndir um takmarkaða sölu eða stigskipta sölu á bönkunum. Stefnuyfirlýsing þáverandi ríkisstjórnar og aðrar heimildir um pólitíska stefnumörkun hennar þegar löggin voru samþykkt benda ekki til annars en að fyrirhugað hafi verið að selja báða bankana. Þær veita hins vegar ekki upplýsingar um sérstök áform um það hvorn ætti að selja fyrr eða að öðru leyti um áfangaskiptingu við söluna.²⁹ Í áliti meiri hluta efnahags- og viðskipta-

„Já, svona eftir á að hyggja þá er þetta náttúrulega mjög opið en þetta var dálítið barn síns tíma, framkvæmdarvaldið var náttúrulega mjög dóminandi í þinginu á þeim tíma.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 15.

„Já, það er sjálfsagt alveg rétt. Þetta var vissulega bara í höndum ríkisstjórnarinnar en [...] það var þó ákveðið ferli í gangi og það voru þá einhverjar krítériur. Ýmsir héldu að þetta hefði bara allt verið ákveðið af þessum ráðherrum, ekki einu sinni fjórum heldur einhverjum tveimur og svo bara gert. En það var náttúrulega ekki alveg svo slæmt. Og ég nefni þá enn einu sinni þetta HSBC fyrirteki sem ég hélt að væri vöðalega merkilegt en svo veit ég ekkert um það.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 15–16.

„[Þ]að er bara meirihlutaákvörðun um það að fara þessa leið, en, og það má auðvitað segja að framkvæmdarvaldinu sé þá, hafi verið veitt rúmar heimildir til að meta það og kannski var það nú svo að á þessum tíma þá höfðu menn ekki mótað sér hugmyndir um það með hvaða hætti þetta mundi fara fram. Fyrst er hin efnislega afstaða tekin. Hins vegar [...] hefði nú kannski verið hægt að gera þetta í tveimur skrefum eftir á að hyggja, afla heimildarinnar og síðan að, hinnar pólitísku heimildar í raun því að það var nánast pólitísk heimild, löggin, og síðan í næsta skrefi að, eftir að það lá fyrir að þetta væri vilji þingsins, að marka með lagasetningu rammann. Ég held að það geti, það hefði getað farið betur í sjálfu sér, þá hefðu menn haft það og hefði verið þægilegra við að eiga.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 40.

28. Sbr. þó tiltekin efnisákvæði laga nr. 69/2001, um breytingu á lagaákvæðum um eftirlit með eigendum virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjum. Þau voru samþykkt sama dag og lög nr. 70/2001 og fólu í sér aukið eftirlit með virkum eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum.

29. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks, sem sat á þessum tíma, frá 28. maí 1999 var vísað til beggja bankanna þegar lýst var því markmiði að hlutabréf í bönkunum yrðu seld og sagði m.a. að gæta yrði þess að ríkið fengi hámarksverð fyrir eign sína í bönkunum.

nefndar var vísað til þess að framkvæmdanefnd um einkavæðingu (FnE) ynni að undirbúningi tillagna um fyrirkomulag sölu „bankanna tveggja“, sbr. beina tilvitnun hér að framan í kafla 6.3.1. Nefndin myndi m.a. taka afstöðu til áfangaskiptingar og tímasetninga varðandi sölnuna sem og þess hvort um samhliða sölu þeirra yrði að ræða eða ekki. Í álitinu fyrsta minnihluta efnahags- og viðskiptanefndar var hins vegar ekki fallist á það að Alþingi veitti heimild til þess að selja hluti ríkisins bæði í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Í staðinn lagði minnihlutinn til að ríkisstjórnin fengi einungis heimild til að selja hlutinn í Búnaðarbankanum. Rökin fyrir þeirri tillögu voru í meginatriðum efnahagsleg og lutu að aðstæðum á fjármálamarkaði á þeim tíma sem minnihlutinn taldi valda því að óheppilegt væri þá að ráðast í sölu á báðum bönkunum.³⁰ Í samræmi við þetta var meðal breytingartillagna við frumvarpið sem fyrsti minnihlutinn lagði fram tillaga um að söluheimildin skyldi einskorðast við Búnaðarbankann.³¹ Sú breytingartillaga var ásamt öðrum breytingartillögum minnihlutans felld við atkvæðagreiðslu eftir aðra umræðu frumvarpsins. Athugun á texta umræðna við atkvæðagreiðsluna á vef Alþingis bendir ekki til þess að þingmenn hafi rætt sérstaklega um tillöguna að því leyti sem hún fjallaði um frestun á sölu annars bankans.³² Þessu atriði eins og öðrum varðandi framkvæmd sölu á eignarhlutum ríkisins í bönkunum vísaði Alþingi þannig til FnE.

Meðal fyrirbyggjandi gagna er minnisblað FnE til ráðherranefndar um einkavæðingu (RnE) sem dagsett er 23. maí 2001, eða fimm dögum eftir samþykkt laga nr. 70/2001. Með þessu minnisblaði virðast koma fram þær tillögur FnE sem meiri hluti efnahags- og viðskiptanefndar vísaði til í álitinu sínu um frumvarpið er varð að lögum nr. 70/2001. Minnisblað FnE er ein og hálf blaðsíða og felur í sér fimm tillögur nefndarinnar til RnE. Fyrsta tillagan byggði á því sjónarmiði FnE að „með hliðsjón af stöðu bankanna“, sem nefndin útskýrði ekki nánar, teldi hún æskilegt að skilið yrði á milli sölu þeirra. Lagt var til að fyrst yrði hafinn undirbúningur að sölu Landsbankans en stefnumótun við sölu í Búnaðarbankanum skyldi bíða til hausts sama ár. Vitnað er til fyrstu tillögu FnE hér til hliðar. Í samræmi við þetta lutu aðrar tillögur nefndarinnar í minnisblaðinu einungis að Landsbankanum. Vitnað er til einstakra tillagna í framhaldinu eftir því sem viðfangsefni gefa tilefni til.

Á ríkisstjórnarfundum 18. júní 2001 var lagt fram minnisblað viðskiptaráðherra, dags. sama dag, sem byggðist á framangreindum tillögum FnE. Þá var samþykkt tillaga sama ráðherra um að fallist yrði á tillögur FnE um undirbúning að sölnunni, nefndinni falið að auglýsa eftir tilboðum í ráðgjöf vegna hennar og vinna drög að skilmálum sölunnar.³³ Á ríkisstjórnarfundum rúmri viku síðar, hinn 26. júní, lagði viðskiptaráðherra fram og kynnti nýtt minnisblað, dags. sama dag, um undirbúning á sölu á umtalsverðum hlut í Landsbanka

„Sala á hlutabréfum í bönkunum verði aðskilin. Nefndin hefur farið yfir málefni Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Með hliðsjón af stöðu bankanna telur nefndin æskilegt að skilið verði á milli sölu bankanna. Þannig verði vinna nú þegar hafin við undirbúning sölu á Landsbanka Íslands hf. en stefnumótun við sölu á hlutabréfum ríkisins í Búnaðarbanka Íslands hf. verði frestað fram til haustsins 2001.“

Úr minnisblaði framkvæmdanefndar um einkavæðingu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 23. maí 2001.

30. Sjá nánar Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 5021–5025. Helstu rök minni hlutans fyrir tillögu um að selja einn banka eru dregin saman í sérstökum kafla aftast í nefndarálitinu.

31. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 5026.

32. Helstu lögskýringargögn og allar umræður um frumvarpið er að finna á þessum hlekk: <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?tg=126&mmr=521>. Sótt 23. nóvember 2009.

33. Fundargerð fundar ríkisstjórnar Íslands 18. júní 2001 og fylgiskjal, minnisblað viðskiptaráðherra, dags. sama dag, með yfirskriftinni „Undirbúningur sölu á Landsbanka Íslands“. Í minnisblaði viðskiptaráðherra var lagt til að á því stigi „[yrði] ekki tekin ákvörðun um hversu stór hluti [yrði] seldur með þessum hætti“, þ.e. til kjölfestufjórðunnar. Sú ákvörðun yrði tekin að fengnum tillögum FnE með hliðsjón af eftirspurn kjölfestufjórðunnar. Lagt var til að FnE yrði falið að auglýsa eftir tilboðum í ráðgjöf og vinna drög að skilmálum sölunnar.

Íslands hf. til kjölfestufjárfestis. Ráðherra lagði til að drög FnE að útboðslýsingu vegna útboðs á ráðgjöf yrðu samþykkt og að Verðbréfaþingi Íslands yrði send tilkynning um fyrirætlun ríkisstjórnarinnar. Í fundargerð ríkisstjórnar er bókað: „Málið rætt og samþykkt.“ Var síðan send tilkynning á Verðbréfaþing Íslands og er hún birt hér til hliðar.³⁴

Útboðsferli vegna tilboða í ráðgjöf við sölu lauk með tilkynningu 17. ágúst 2001 um að gengið yrði til samninga við breska fjárfestingabankann HSBC um verkið. Í kjölfar þess komu fram frekari tillögur FnE um fyrirkomulag sölu Landsbankans, sbr. bréf nefndarinnar til RnE, dags. 13. september 2001, sem komið verður aftur að hér síðar.

Haustið 2001 unnu síðan FnE og HSBC að því í nokkrum áföngum að leita tilboða á alþjóðlegum vettvangi í Landsbankann samkvæmt þeirri stefnumörkun að selja ætti „umtalsverðan“ hlut í bankanum einum kjölfestufjárfesti sem æskilegt þótti að yrði erlendur.³⁵ Um hugmyndir forsvarsmanna ríkisstjórnarinnar um erlendan kjölfestufjárfesti á þessum tímamarki má t.d. vitna til sjónarmiða sem fram komu hjá Davíð Oddssyni við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni, sbr. tilvitnun hér til hliðar. Leit HSBC í umboði FnE að kjölfestufjárfesti erlendis skilaði ekki árangri. Má segja að þeim þætti söluférlisins hafi í reynd lokið með fréttatilkynningu FnE 21. desember 2001 þar sem tilkynnt var að sala hlutabréfa ríkisins í Landsbankanum sem áformuð hefði verið á því ári myndi „fyrirsjáanlega dragast nokkuð“ vegna erfiðra markaðsskilyrða.³⁶ Í minnisblaði FnE til RnE, dags. 30. apríl 2002, er síðan talið sýnt að fyrirhuguð sala til kjölfestufjárfestis í Landsbankanum muni „frestast í óákveðinn tíma“. Í sama minnisblaði lagði FnE hins vegar til að 20% af hlutabréfum ríkisins í Landsbankanum yrðu seld almenningi og fjárfestum í almennu útboði með skilmálum sem nánar var lýst í minnisblaðinu. Útboðið fór fram 14. júní 2002.³⁷

Í bréfi FnE til RnE, dags. 24. maí 2002, eða þremur vikum áður en síðastnefnt útboð fór fram, lýsti FnE einnig þeirri afstöðu sinni að útboðið skyldi aðeins ná til Landsbankans en ekki Búnaðarbankans. Ákvörðun um aðskilda sölu rökstuddi nefndin hér með vísan til ótilgreindra markaðssjónarmiða og áform um að selja Landsbankann fyrst með vísan til þess að unnið hefði verið að sölu á honum „undanfarin misseri“ en hlutabréf í Búnaðarbankanum hefðu ekki verið til meðferðar síðan í desember 1999.³⁸

Skömmu eftir að hið almenna útboð fór fram barst framkvæmdanefnd um einkavæðingu bréf Björgólfs Thors Björgólfssonar, Björgólfs Guðmundssonar og Magnúsar Þorsteinssonar, dags. 27. júní 2002. Í bréfinu var fyrir hönd óstofnaðs einkahlutafélags þeirra lýst vilja til að kaupa að minnsta kosti 33% af hlutafé Landsbankans og óskað eftir viðræðum við ríkið um kaupin.³⁹ Þar

„Viðskiptaráðherra hefur ákveðið að hafinn verði undirbúningur sölu á umtalsverðum hlut í Landsbanka Íslands hf. til kjölfestufjárfestis. Með umtalsverðum hlut er átt við ráðandi hlut eða a.m.k. þriðjung hlutafjár í félaginu. Ráðgert er að salan fari fram fyrir árslok 2001. Skilyrði samkvæmt ákvörðun ráðherra er að sala á slíkum hlut leiði til aukinnar samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði og auki samkeppnishæfni hans. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu hefur verið falið að annast framkvæmd söluinnar.“

Tilkynning ríkisstjórnarinnar til Verðbréfaþings Íslands hf., dags. 26. júní 2001.

„Ég held að það hafi verið mikill spenningur, ja, spenningur fyrir því, já. Ég held að það hafi verið. Vegna þess að þó að menn hafi horfið núna eftir að bankarnir hrundu til fortíðarinnar þá var náttúrulega bankastarfsemi hér afar frumstæð, sko, mjög frumstæð þó að menn séu búnir að steingleyma því þannig að menn horfðu til þess að samfara einkavæðingu þá yrðu menn að fá reynslu og þekkingu aðila sem höfðu staðið í bankarekstri á frjálsum markaði einhvers staðar 200, 300 ár þannig að menn voru mjög spenntir fyrir því.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 32.

34. Fundargerð fundar ríkisstjórnar Íslands 26. júní 2001 og minnisblað viðskiptaráðherra, dags. sama dag.

35. Um þá stefnumótun sjá nánar tilvitnun í lögskýringargögn í kafla 6.3.1 hér að framan og umfjöllun í kafla 6.3.3 hér á eftir.

36. Fréttatilkynning framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 21. desember 2001.

37. Minnisblað framkvæmdanefndar um einkavæðingu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 30. apríl 2002.

38. Hið almenna útboð á 20% hlut í Landsbankanum sem fór fram 14. júní 2002, á genginu 3,5. Því mun hafa lokið á stundarfjórðungi. Hlutur ríkisins í Landsbankanum lækkaði þar með niður í 48%.

39. Bréf Björgólfs Thors Björgólfssonar, Björgólfs Guðmundssonar og Magnúsar Þorsteinssonar til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 27. júní 2002. Hér eftir er vísað til þremmenninganna sem Samson-hópsins með skírskotun til félags þeirra, Samsonar eignarhaldsfélags ehf., sem þeir stofnuðu síðar um tilboð sitt í Landsbankann, sbr. síðar.

var ekki vikið að Búnaðarbankanum og eingöngu lýst vilja til kaupa á hlutafé í Landsbankanum. Eftir að ofangreint bréf barst FnE tók nefndin saman ítarlegt níu blaðsíðna minnisblað til viðskiptaráðherra um sögu og stöðu sölufelisins og tilboð þremmenninganna. Í minnisblaðinu byggði FnE eftir sem áður á því að einungis Landsbankinn yrði seldur til að byrja með.⁴⁰

Premur dögum eftir dagsetningu framangreinds minnisblaðs FnE til viðskiptaráðherra sendi viðskiptaráðuneytið nefndinni nánast sama minnisblað til baka, nú dagsett 2. júlí 2002 og endurskrifað að hluta.⁴¹ Í endurskrifaðri útgáfu viðskiptaráðuneytisins var m.a. kafllinn „Sala Búnaðarbankans“. Sá kafli var ekki í fyrri útgáfu minnisblaðsins sem FnE hafði sent ráðherra. Í þeim kafla sagði meðal annars: „Mikilvægt er að skoðaðar verði leiðir við sölu Búnaðarbankans um leið og sölufelri Landsbankans er opnað.“⁴² Af hálfu ráðuneytisins voru í minnisblaðinu ekki færð sérstök rök fyrir þessari afstöðu né verða þau ráðin af öðrum fyrirbyggjandi gögnum frá þessum tíma.⁴³

Í kjölfar viðtöku bréfs Samson-hópsins, eða 10. júlí 2002 og dagana þar á eftir, auglýsti FnE í fjölmiðlum eftir tilkynningum frá áhugasömum fjárfestum um kaup á a.m.k. fjórðungshlut í Landsbankanum og Búnaðarbankanum, sem sagt í báðum bönkunum. Auglýsingin var orðuð með hlutlausum hætti um það hvor bankinn yrði seldur á undan. Í auglýsingunni sagði: „Tekið er fram að framangreindur hlutur verður einungis seldur í öðrum bankanum nú ef viðunandi verð fæst og viðræður leiða til sölu. Stefnt er að því að hlutur í hinum bankanum verði seldur síðar á árinu.“⁴⁴

Í fréttatilkynningu FnE frá 31. júlí 2002 var loks tilkynnt með ákveðnum hætti að fyrst yrði seldur hlutur ríkisins í Landsbankanum en síðar yrði ákveðið um sölu hlutabréfa í Búnaðarbankanum. Tekið var fram að við það væri miðað að „umtalsverður hlutur [yrði] seldur í báðum bönkunum á þessu ári“.⁴⁵ Síðastnefndar yfirlýsingar mörkuðu rammann og upphafið að síðasta áfanganum í sölu beggja bankanna sem lauk með sölu Landsbankans 31. desember 2002 og Búnaðarbankans 16. janúar 2003. Upp frá þessu beindist framkvæmdin í meginatriðum samhliða að báðum bönkunum enda þótt úrvinnsla tilboða og eiginlegt sölufelri Búnaðarbankans ætti sér stað síðar en Landsbankans af praktískum ástæðum.⁴⁶

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni staðfesti Valgerður Sverrisdóttir að ráðherranefnd um einkavæðingu hefði ákveðið samhliða sölu bankanna

40. Hér er vísað til kafla í minnisblaðinu sem bar yfirskriftina „Áhrif á sölu Búnaðarbankans“. Hann hófst á því mati FnE að „ekki [fengist] séð að sala til kjölfestufjárfestis í Landsbankanum [hefði] áhrif á fyrirhugaða sölu á 20% hlutafjár í Búnaðarbankanum í september [2002]“. Einnig sagði að „hugsanlega [væri] rétt að kynna áform ríkisins um sölu í Búnaðarbankanum á sama tíma og tilkynnt [væri] um að sölufelri til kjölfestufjárfesta í Landsbankanum [væri] endurvakin“. Sjá: „Einkavæðing banka og tilboð í Landsbankann.“ Minnisblað FnE til viðskiptaráðherra, dags. 30. júní 2002, bls. 8.

41. „Einkavæðing banka og tilboð í Landsbankann.“ Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til FnE, dags. 2. júlí 2002.

42. „Einkavæðing banka og tilboð í Landsbankann.“ Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til FnE, dags. 2. júlí 2002, bls. 9.

43. Nánar er fjallað síðar í kaflanum um viðbrögð við bréfi þremmenninganna frá 27. júní 2002 og þá breytingu á afstöðu viðskiptaráðherra sem kom fram með tilvitnuðu minnisblaði ráðuneytisins, dags. 2. júlí s.á.

44. Fréttatilkynning framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 10. júlí 2002.

45. Fréttatilkynning framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. júlí 2002.

46. Varðandi áfangaskiptingu sölunnar, sjá t.d. minnispunkta starfsmanns FnE, dags. 30. júlí 2002, og fréttatilkynningu FnE, dags. 31. júlí 2002. Í minnispunktum starfsmanns FnE sagði m.a. um þetta: „Þeir sem hafa áhuga á kaupum í Búnaðarbankanum og eru til þess hæfir, sitji í festum þar til í haust [...]“.

gegn ráðgjöf og tillögum framkvæmdanefndar um einkavæðingu sem stjórnvöld höfðu fylgt fram að þessu. Eins og hér hefur verið rakið miðuðust þær tillögur allt fram til loka júlí 2002 við að Landsbankinn yrði seldur fyrst einn og sér, sbr. síðast minnisblað FnE til viðskiptaráðherra, dags. 31. júlí 2002. Um ástæður þessarar stefnubreytingar kom fram hjá Valgerði að langt hefði verið liðið á kjörtímabilið og nefndi hún einnig að stefna ríkisstjórnarinnar hefði verið að selja bankana, sbr. nánar þau sjónarmið sem vitnað er til hér til hliðar. Valgerður var spurð um það hvort við þá ákvörðun hefði verið tekið tillit til þess að með því væru boðin til sölu tvö hliðstæð fyrirtæki á markaði sem misserin þar á undan hefði verið í lægð og hvort stjórnvöld hefðu talið það gott áferði til að selja tvo banka. Af svari Valgerðar má ráða að stjórnvöld hafi verið meðvituð um að markaðsaðstæður væru ekki sem bestar á þessum tíma en ákveðið að gera tilraun til að auglýsa bankana samt sem áður og þá m.a. haft í huga að auglýsing fæli ekki í sér skuldbindingu um sölu, sbr. tilvitnaðan kafla úr skýrslu Valgerðar hér til hliðar. Af skýrslu Valgerðar má ráða að ekki hafi verið einhugur í ráðherranefndinni um þessa niðurstöðu en sú leið sem hún mælti með hefði orðið ofan á og verið farin á endanum, sbr. enn tilvitnun hér til hliðar. Í skýrslutöku sinni fyrir rannsóknarnefnd lýsti Davíð Oddsson framangreindum atriðum í megindráttum á sama veg, sbr. tilvitnun til skýrslu hans hér til hliðar.

6.3.3 Viðmið og kröfur til kaupenda í söluferlinu

Í umfjöllun hér að neðan verður gerð grein fyrir þeim viðmiðum eða áhrifaþáttum sem stjórnvöld lögðu til grundvallar, eða ráðgerðu að leggja til grundvallar, við val á viðsemjanda um kaup á kjölfestuhlut í Landsbankanum og Búnaðarbankanum haustið 2002. Sala Landsbankans fór fram fyrst en síðan sala Búnaðarbankans og var sambærileg málsmeðferð viðhöfð við báðar sölurnar. Í umfjöllun um einstök atriði hér á eftir er fyrst fjallað um þau í sambandi við Landsbankann en síðan, að því marki sem sérstakt tilefni er til, hvernig þau birtust við sölu Búnaðarbankans.

Vísað er almennt til umfjöllunar hér að framan um það hvaða viðmið og kröfur höfðu verið ráðgerð eða lágu meira eða minna mótuð fyrir samkvæmt undirbúningi eða opinberum yfirlýsingum stjórnvalda fram til þess tíma þegar söluferli bankanna komst á lokastig frá og með ágústmánuði 2002.

6.3.3.1 (Erlendur) kjölfestufjórðing og stærð kjölfestuhlutar

Hugtakið kjölfestufjórðing hefur ekki fyllilega fastmótaða merkingu í íslensku. Ástæða þess að staðnæmst er við þetta hugtak hér er sú þýðing sem það fékk í undirbúningi og síðar ákvörðun um sölu á eignarhlutum ríkisins í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Vakinn er athygli á því að í umfjöllun þeirra sem stóðu að þessum málum fyrir hönd ríkisins var með orðinu kjölfestufjórðing ekki eingöngu vísað til stærðar eignarhluta heldur var þar einnig í ýmsum tilvikum vísað til krafna um þekkingu og reynslu væntanlegs kaupanda af rekstri banka eða á sviði fjármálaþjónustu. Af þessum sökum hefur umfjöllun í þessum kafla nán tengsl við umfjöllun í kafla 6.3.3.2 hér á eftir.

Ráðherrar þeirrar ríkisstjórnar og forystumenn þess þingmeirihluta sem stóð að sölu á hlutum ríkisins í Búnaðarbankanum og Landsbankanum höfðu við ýmis fyrri tækifæri lýst opinberlega þeirri afstöðu að dreift eignarhald væri æskilegt á ríkisbönkunum eftir einkavæðingu þeirra.⁴⁷ Hinn 28. ágúst

„[V]ið töldum að það væri bara langt liðið á kjörtímabilið og þetta var stefnan að selja bankana og því ekki að leita eftir áhugasömum aðilum til að kaupa þá báða. Það má vera gagnrýnivert en þetta var samt niðurstaðan að gera þetta með þessum hætti og það er rétt sem hefur komið fram að það var fyrst og fremst Framsóknarflokkurinn sem þrýsti á það.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 6.

„Ja, gott eða ekki gott, markaðurinn var náttúrulega... ég var að minnsta kosti ekkert á móti því að kanna... Sko, þessi auglýsing þýddi ekkert að við ætluðum örugglega að selja, auglýsingin var bara til þess að opna þetta ferli, það lá fyrir að Samson hafði áhuga og það sem mér fannst bara mikilvægt var að opna það ferli og sjá hvað kæmi út úr þessari auglýsingu sem var mjög opin og það gaf okkur líka tækifæri til þess að hafna öllum hugsanlegum áhugasömum aðilum [...]

[Þ]að má náttúrulega alltaf deila um það hvort þetta var akkúrat rétti tíminn til að selja bankana en meira að segja ríkisendurskoðandi segir eitthvað á þá leið að það hefði mátt búast við að það hefði náðst betra verð síðar eða eitthvað slíkt. Það er náttúrulega eitthvað sem við vitum ekkert um.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 4-5.

„[V]ið tókumst svoltið á, við Davíð, þarna einmitt þegar var verið að ákveða hvort það ætti að auglýsa báða bankana eða annan. Hann vildi bara auglýsa annan, bara Landsbankann. [...] Ja, hann vildi bara að þetta væri svona og ég vildi að þetta væri hinsegin og hafði vinninginn og þótti það nú ekki leiðinlegt.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 11.

„Það var ósk Framsóknarflokksins að þetta yrði ekki miðað bara við eina sölu, heldur reynt hvoru tveggja í einu. [...] [E]ins og ég man þetta þá töldu þeir æskilegt að þetta væri hvort tveggja uppi á borðinu í einu. Ég held að við höfum verið þeirrar skoðunar að það væri líklegra að við fengjum betri boð ef við værum með minni bita. [...] Það var frekar afturkippur á þessu augnabliki, eins og ég man þetta, í tilverunni. En hins vegar var mjög æskilegt fyrir okkur að fá aura inn á þessum sama tíma, af sömu ástæðu. [...] Ég held að niðurstaðan hafi, ja, það var, það voru mismunandi viðhorf, já, en niðurstaðan varð þessi, að það náttúrulega af því að menn, menn vilja hafa sátt innan ríkisstjórnar um stór mál af þessu tagi.“

Úr skýrslu Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd 4. janúar 2010, bls. 35.

1998 kynnti Finnur Ingólfsson, þáverandi viðskiptaráðherra, stefnumótun ríkisstjórnarinnar um sölu ríkisbanka sem ráðherranefnd um einkavæðingu hafði unnið að mánuðina þar á undan. Stefnumótunin gerði bæði ráð fyrir dreifðri eignaraðild og aðild kjölfestufjófesta.⁴⁷

Ekki var rætt um kjölfestufjófesti í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokksins og Framsóknarflokksins 28. maí 1999 þar sem sett var fram hið pólitíska markmið þeirrar ríkisstjórnar um sölu á hlutabréfum í ríkisbönkunum.

Hin opna söluheimild laga nr. 70/2001 hafði ekki að geyma tiltekin skilyrði af hálfu Alþingis um söluna, þ. á m. hvorki um sölu á kjölfestuhlut í bönkunum, og þá hvað fælist í því hugtaki, né um tryggingu á dreifðu eignarhaldi, sbr. kafla 6.3.1 hér að framan. Í sama kafla var vitnað til athugasemda með frumvarpi sem varð að lögum nr. 70/2001. Þar var bæði vikið að kjölfestufjófestum og sölu til almennings og tilboðssölu. Vísað var til stefnumótunar FnE um síðara atriðið. Í athugasemdunum sagði að kanna ætti áhuga kjölfestufjófesta á kaupum á stórum hlut í bönkunum og að í því sambandi yrði sérstaklega hugað að fjárfestingu erlends fjármálafyrirtækis í bönkunum. Hugtakið kjölfestufjófestir var hins vegar hvorki skilgreint né fjallað nánar um það í frumvarpinu.

Með minnisblaði FnE til RnE, dags. 23. maí 2001, komu fram tillögur FnE um fyrirkomulag sölu á hlut ríkisins í bönkunum. Þar var lagt til að „umtalsverður hlutur“ yrði seldur einum aðila, eða, eins og nefndin sagði einnig, að „stór hluti í bankanum yrði seldur til kjölfestufjófestis“. Tillagan beindist samkvæmt orðum sínum aðeins að Landsbankanum vegna þeirrar áfangaskiptingar sölunnar sem nefndin lagði til. Í minnisblaðinu kom m.a. fram að binda ætti slíka sölu þeim skilyrðum að hún leiddi til aukinnar samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði og yki samkeppnishæfni hans. Sérstaklega var nefnt að kaup erlends banka myndu fyrirsjáanlega hafa jákvæð áhrif á fjármálamarkaðinn og hagkerfið. Voru dregnir fram þeir kostir að erlent eignarhald myndi að öðru óbreyttu bæta lánshæfismat bankans og draga úr kostnaði, t.d. vegna upplýsingakerfa.

Í umræðu um einkavæðingu á ríkisbönkunum og æskilegt framtíðareignarhald á þeim má segja að hugtökin „kjölfestufjófestir“ og „dreifð eignaraðild“ hafi togast á. Togstreitan milli þessara tveggja aðferða og innbyrðis kosta þeirra gat af sér í grófum dráttum hið blandaða fyrirkomulag sem fylgt var við sölu á hlutafé ríkisins í bönkunum, þ.e. annars vegar almenn útboð með dreifðri sölu, yfirleitt á minni hlutum með hámarki á heimilum kaupum, og hins vegar lokuð útboð á stærri hlutum í einu lagi. Hugmyndir um dreifða eignaraðild annars vegar og kjölfestueign í bönkunum hins vegar mörkuðu þannig að verulegu leyti hugmyndafræðilegar línur í opinberri umræðu um

47. Sjá t.d. viðtal við Davíð Oddsson í Morgunblaðinu 8. ágúst 1998, bls. 30–31. Vitnað er beint til viðtalsins í kafla 6.4. Í sama viðtali var einnig haft eftir Davíð að hann teldi mikilvægt að eignarhaldi á bönkunum yrði dreift og þeir yrðu „sem hlutlausastir gagnvart viðskiptalífínu“. Fyllilega kæmi til álita að hans mati að „tryggja það með lagasetningu að eignarhaldi í bönkunum [...] yrði dreift“.

48. Í stefnumótuninni kom m.a. fram: „Ríkisstjórnin hefur lagt á það áherslu að almenningi í landinu verði tryggð hlutdeild í eignarhaldi á bönkunum, samhliða því að stefna að skráningu hlutabréfa á verðbréfaþingi eða í kauphöll. Ljóst er hins vegar að æskilegt er að kjölfestufjófestar komi til liðs við ríkissjóð sem eigandi og stuðli þannig að aukinni samkeppnishæfni viðkomandi stofnunar og auknu verðmæti. Því telur [ráðherranefnd um einkavæðingu] að kanna verði möguleika á að fá kjölfestufjófesta að öllum bönkunum.“ Sjá Morgunblaðið, 29. ágúst 1998, bls. 12.

þessi efni.⁴⁹ Af skýrslu Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis má ráða að við stefnumörkun um söluna á bönkunum innan ríkisstjórnarinnar hafi þessi tvö sjónarmið vegist á, sbr. tilvitnun hér til hliðar. Einnig kom fram hjá Davíð að það hefði verið pólitísk niðurstaða að stefna á sölu á umtalsverðum hlut í ríkisbönkunum til kjölfestufjófesta, þó í bland við tiltekna dreifða sölu á almennum markaði.⁵⁰

Á fundum ríkisstjórnarinnar 18. og 26. júní 2001 samþykkti hún tilögur viðskiptaráðherra um að hefja undirbúning að sölu Landsbankans. Síðari tillagan var nokkru ítarlegri og kvað á um að selja skyldi „umtalsverðan“ hlut, þ.e. ráðandi hlut eða a.m.k. þriðjung hlutafjár í félaginu, til kjölfestufjófests og að skilyrði væri að salan yki samkeppnishæfni bankans. Í grein í Morgunblaðinu 5. júlí 2001 undir yfirskriftinni „Sala Landsbankans“ skilgreindi Valgerður Sverrisdóttir, þáverandi viðskiptaráðherra, hugtakið kjölfestufjófesti með þeim hætti að hann hefði þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu, sbr. tilvitnun til greinarinnar hér til hliðar.⁵¹ Í fréttabréfi iðnaðar- og viðskiptaráðuneyta birtist frétt sama sumar um undirbúning sölu Landsbankans til kjölfestufjófesta þar sem kröfum til kjölfestufjófests er lýst á sama hátt, sbr. tilvitnun á spássíu.⁵²

Með bréfi FnE til RnE, dags. 13. september 2001, gerði nefndin ráðherrunum grein fyrir athugun sinni og ráðgjafa ríkisins við bankasöluna, breska fjárfestingabankans HSBC, á því atriði hve stóran eignarhlut í Landsbankanum ríkið ætti að bjóða til sölu. Velt var upp kostum og göllum á mismunandi leiðum en í meginatriðum var talið að um fjóra möguleika væri að ræða, m.t.t. stigvaxandi áhrifa í félaginu sem gerð var grein fyrir, á bilinu frá 33,3% upp í 68%. Með vísan til „[einnar] af samþykktum ríkisstjórnarinnar varðandi fyrirkomulag [bankasölnnar]“, sem ekki var tilgreind nánar en telja má að hafi verið samþykktin frá 26. júní 2001, skýrði FnE hugtakið „umtalsverðan hlut“ á þann hátt að átt væri við a.m.k. þriðjung hlutafjár í Landsbankanum eða 33,3%.

Í bréfi sínu til RnE taldi FnE heppilegt að bjóða til sölu stærri hlut en 33,3%. Um rök fyrir því var vísað til þess mats HSBC að fjárfestar myndu almennt vilja eiga sem stærstan hlut í bankanum og að ekki væri líklegt að mikill áhugi væri fyrir kaupum á minnihluta í bankanum sem ekki tryggði stjórnunarleg yfirráð. Hins vegar var sala á 68% hlut til eins aðila, þ.e. öllum hlut ríkissjóðs á þeim tíma, talin samræmast illa markmiði ríkisstjórnarinnar um sölu til almennings. Í því sambandi er einnig rétt að hafa í huga hina sérstöku ráðagerð um slíka sölu til almennings, auk kjölfestusölu, sem fram kom í lögskýringargögnum með lögum nr. 70/2001 og áður var vitnað til. Nefndin lagði því næst til fjórar leiðir sem gætu samræmst fyrirliggjandi markmiðum við söluna og gerðu ráð fyrir sölu á bilinu 33%–51% hlutafjár í bankanum, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Í kynningargögnum sem HSBC útbjó fyrir hönd FnE og íslenska ríkisins og notaði í tilraunum til að vekja áhuga erlendra fjárfesta á kjölfestuhlut í Landsbankanum haustið 2001 var stærð hins falboðna hlutar tilgreind í

„Ég hafði barist fyrir þeim hugmyndum [um dreifða eignaraðild] sjálfur, ég hafði ekki endilega allan stuðning innan míns flokks heldur og Samfylkingin var algjörlega á móti slíkum hlutum og það var líka svona ágreiningur innan Framsóknarflokksins við okkur um þessi efni. Og ég, þau rök voru alveg svo sem valid, það var í tisku að og þótti mikilvægt að það væru, það væru svona ábyrgðaraðilar með virkan hlut, ella væri hætt við að stefnumörkun og stjórnun yrðu léleg. Það væri ekki hægt að byggja á því eins og var í Bandaríkjunum og stærri löndum þar sem menn með 4–8% gætu orðið mótandi aðilar, það mundi ekki ganga á þetta litlum markaði.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 32.

„En hvað er kjölfesta fyrir Landsbankann? Kjölfestufjófestir er sá sem hefur þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og getur því aukið styrk bankans og gefið honum ný sóknarfæri. Kjölfestan gefur Landsbankanum færi á að auka þjónustuframboð sitt, veitir honum aðgang að fleiri dreifileiðum og mörkuðum og jafnframt aðgang að þróun á nýjum upplýsingakerfum. Með þessu eykst samkeppnishæfni bankans. Aðrir aðilar en þeir sem þekkingu og reynslu hafa af fjármálamörkuðum, hvort sem þeir eru innlendir eða erlendir, geta ekki veitt kjölfestu með þeim hætti sem hér er lýst. Þetta er í fullu samræmi við bankasamruna og -sölu erlendis. Sums staðar, sér í lagi í Lúxemborg, veita stjórnvöld ekki öðrum en bönkum og öðrum aðilum með faglega þekkingu á fjármálaþjónustu aðgang að virkum eignarhlutum í bönkum. Þannig treystir Lúxemborg stóðir bankakerfisins sem ein mikilvægasta atvinnugrein landsins [svo].“

Úr grein Valgerðar Sverrisdóttur í Morgunblaðinu 5. júlí 2001.

„Þann 26. júní samþykkti ríkisstjórnin að hafinn verði undirbúningur að sölu á umtalsverðum hlut af eignarhlut ríkisins í Landsbanka Íslands hf. til kjölfestufjófests, þ.e. fjárfestis sem hefur faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu. Kjölfestufjófestir getur því aukið samkeppnishæfni bankans og gefið honum ný sóknarfæri.“

Úr fréttabréfi iðnaðar- og viðskiptaráðuneyta, júlí 2001.

1. Bjóða til sölu 51% heildarhlutafjár sem skapar skyldu til að gera öðrum hluthöfum tilboð á sama gengi.
2. Bjóða til sölu 49% heildarhlutafjár þar sem kjölfestufjófestir á möguleika á að kaupa bréf á eftirmarkaði til að eignast meirihluta í félaginu.
3. Gefa valkost um kaup á 49% eða 51% heildarhlutafjár og veita þannig svigrúm í útboðsferli.
4. Gefa valkost um kaup á 33,3% - 51% heildarhlutafjár og veita þannig enn frekara svigrúm í útboðsferlinu.“

Úr bréfi framkvæmdanefndar um einkavæðingu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 13. september 2001.

49. Í 4. kafla skýrslunnar er m.a. vitnað til þingræða þáverandi forsætisráðherra sem lýstu jákvæðri afstöðu hans þá til dreifðs eignarhalds á bönkunum.

50. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 32.

51. Morgunblaðið, 5. júlí 2001, bls. 36.

52. Fréttabréf iðnaðar- og viðskiptaráðuneyta. 3. árgangur, 1. tbl., júlí 2001, bls. 7.

„Já, ég held að það hafi ennþá verið vakandi að fá inn svokallaðan kjölfestufjórðing og helst stóran, það var talið mjög æskilegt að fá stóran hlut erlendis frá og svo reyndar var svona hliðaratriði í því líka á þessum tíma að það þótti gott að fá inn erlent fé, ekki bara smáhlut. [...] Á þessu stigi máls þá held ég menn hafi verið búnir að gefa það frá sér að það væri, við verðum bara að segja það hreint út, það var ekki áhugi erlendra aðila á bankastarfsemi hér. [...] [Þ]að var búið að margreyna þetta. Þetta var það sem að, sko, þegar við áttum viðræður við atvinnulíf, auðvitað voru miklar viðræður við þá og rætt um einkavæðingu, það var megintemað frá þeim að reyna að tryggja það að það kæmu reyndir alþjóðlegir bankar sem gætu verið með back-up gagnvart þessum bönkum. Og þetta hljómaði mjög vel í okkar eyrum, en öfugt við það sem allir halda, allir séu náttúrulega ofboðslega hrifnir af okkur og við séum merki-, þá var bara ekki áhugi erlendis frá að hefja bankastarfsemi hér. Mönnum fannst, fundust einingarnar of lítið og verkefnið ekki þannig að það væri áhugavert.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 33 og 42.

„Upphafið að því að við komum inn í þetta er nú eiginlega þannig að úti í Englandi á sínum tíma, þegar við erum nýbúnir að afgreiða Rússland eða þann hluta sem við vorum þar í, þá hittum við nú mann sem er frá HSBC, það er svona í kokteilboði og hann hefur orð á því að þeir séu alltaf með mandate frá ríkisstjórninni um að þeir megi, eigi að selja bankann. Þetta verður bara svona einhver léttleiki yfir þessu samtali, það var nú Magnús og Björgólfur, ég var ekki þarna úti, og það er eiginlega svona, það kveikir í mönnum. Síðan er litlu seinna, þá er boð eða kokteilboð hjá Heritable-bankanum sem Landsbankinn var þá, og þá eru þeir Halldór Jón og Kjartan Gunnarsson þar, sem er þá stjórnarformaður úti, og þeir, svo tekst eitthvert samtal þeirra á milli og það, þeir fara að segja þeim að það eigi að fara að selja eitthvað í bankanum [...]. Og ég man það að þessi HSBC-maður sem þeir fengu umboð held ég 2001 að hann sagði að þeir hefðu leitað til 20, 17 eða 20 aðila, kynnt þeim málið, hvort þeir hefðu áhuga fyrir að taka þátt í þessu bankaútbóði [...]. Nú, svo komum við heim og fórum að velja þessu fyrir okkur og þá töluðum við við þessa nefnd sem Ólafur Davíðsson er formaður fyrir, einhverjum hringingum og einhver sagði, einhvern veginn þróast það þannig að við komumst í samband við hann og [...] við ritum þeim bréf [...].“

Skýrsla Björgólfs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. janúar 2010, bls. 2.

„Já, mig minnir það að eldri Björgólfur hefði rætt við mig og ég held Ólaf Davíðsson.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 33.

samræmi við fjórðu og opnustu tillögu FnE, þ.e. gefið upp bilið 33%–51% án frekari afmörkunar.⁵³

Leitað var að erlendum kjölfestueiganda fyrir Landsbankann frá hausti 2001 og fram á vetur 2002 og kannaður áhugi hjá hátt á þriðja tug erlendra fjárfesta, mestmegnis fjármálafrirtækjum. Formlega séð var það ferli opið þar til kjölfestusalan var endurvakin eftir bréf Samson-hópsins til FnE, dags. 27. júní 2002. Af fyrirliggjandi gögnum má þó ráða að í reynd hafi verið ljóst frá byrjun desember 2001 og í síðasta lagi frá febrúar 2002 að tilraunir til að vekja áhuga erlends kjölfestufjórðingis á Landsbankanum hefðu runnið út í sandinn. Þrátt fyrir þetta má ráða af minnispunktum starfsmanns FnE frá miðjum júní 2002 um söluferlið fram að þeim tíma og horfur þess að enn hafi þá verið talið æskilegt að erlent fjármálafrirtækni væri meðal þeirra sem stæðu að tilboði í hlutinn.⁵⁴ Um viðleitni íslenskra yfirvalda til að fá erlendan eiganda að kjölfestuhlut í Landsbankanum fram að þessum tíma komu m.a. fram hjá Davíð Oddssyni í skýrslu fyrir rannsóknarnefndinni þau sjónarmið sem vitnað er til hér til hliðar.

Tilboð Samson-hópsins barst FnE með bréfi, dags. 27. júní 2002. Tilboðið beindist að kaupum á „að minnsta kosti 33,3%“ af hlutfé Landsbankans og kauprétti að 10% heildarhlutafjár í 24 mánuði frá undirritun kaupsamnings, þ.e. samtals 43,3% af heildarhlutfé bankans eða um 90% af eignarhlut ríkisins.⁵⁵ Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni skýrði Björgólfur Guðmundsson aðdraganda þess að áhugi Samson-hópsins á Landsbankanum vaknaði, með þeim hætti sem vitnað er til hér til hliðar. Í tilvitnuðum orðum Björgólfs kemur m.a. fram að hópurinn hafi haft samband við formann einkavæðingarnefndar, Ólaf Davíðsson, áður en hann sendi bréf sitt. Í skýrslu Björgólfs kemur nánar fram að hópurinn hefði verið í „stöðugu sambandi“ við Ólaf og einnig að af hans hálfu hafi „nokkrum sinnum“ verið talað við Ólaf áður en framangreint bréf hópsins var sent til FnE. Af skýrslu Björgólfs verður einnig ráðið að fulltrúi eða fulltrúar hópsins hafi átt fund með Davíð Oddssyni, þáverandi forsætisráðherra, á sama tíma.⁵⁶ Í skýrslu Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að Samson-hópurinn hefði „látið vita af sér einhvern tímann“, kynnt sínar hugmyndir og sagt að þeir ættu fjármuni. Spurningu um hvort hann hefði átt fund með fulltrúum hópsins svaraði Davíð játandi, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Í minnisblöðum sem gengu milli FnE og viðskiptaráðuneytisins 30. júní og 2. júlí 2002 eftir viðtöku bréfs Samson-hópsins, sbr. áður, kom m.a. fram afstaða til stærðar þess hlutar sem tilboðið beindist að, en ríkið átti þá 48% í bankanum. Talið var að eftirstandandi hlutur ríkisins, þ.e. tæp 5% ef gengið væri út frá tilboði Samson-hópsins eins og það hljóðaði, yrði ríkinu lítills virði og því væri eðlilegast að ganga strax frá sölu eða kauprétti að öllum hlut ríkisins.⁵⁷

Auglýsing FnE þar sem óskað var eftir tilkynningum frá innlendum eða erlendum áhugasömum fjárfestum um kaup á hlut í bönkunum, sbr. fréttatil-

53. „Information Memorandum.“ Landsbankinn. October 2001. HSBC.

54. „Kjölfestusala á hlut í Landsbanka Íslands hf., hugleiðingar. 18. júní 2002/SBS/DRÖG.“

55. Eins og fram kom í kafla 6.3.2 hér að framan voru 20% af eign ríkisins í Landsbankanum seld í almennu útbóði 14. júní 2002. Stóð þá eftir 48% eign ríkisins.

56. Skýrsla Björgólfs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. janúar 2010, bls. 2, 8–9 og 18.

57. „Einkavæðing banka og tilboð í Landsbankann.“ Minnisblað FnE til viðskiptaráðherra, dags. 30. júní 2002. Útgáfa viðskiptaráðherra á minnisblaðinu, dags. 2. júlí 2002, er samhljóða að þessu leyti.

kynningu FnE, dags. 10. júlí 2002, miðaði að lágmarki við tilboð í 25% hlut í Landsbankanum eða Búnaðarbankanum. Í auglýsingunni var fjárfestum sjálfum látið eftir að tilgreina nánar þann hlut sem þeir hefðu áhuga á að kaupa á milli 25% og heildarhlutafjáreignar ríkisins í bönkunum eins og hún var þá, þ.e. um 48% í Landsbankanum en um 55% í Búnaðarbankanum. Enginn nema Samson-hópurinn af þeim fimm hópum sem skiluðu inn tilkynningum lýsti á því stigi áhuga á stærri hlut í bönkunum en 33%. Samson-hópurinn ítrekaði þann áhuga sem komið var á framfæri við ríkið í áður nefndu bréfi þeirra frá 27. júní 2002, þ.e. um kaup á a.m.k. 33,3% hlut að viðbættum 10% kauprétti með nánari skilmálum, og bættu þeir því við að sá áhugi næði einnig til Búnaðarbankans með sömu forsendum. Á síðara stigi, þegar útboðsferlið hafði tímabundið verið einskorðað við Landsbankann, sbr. það sem áður kom fram um áfangaskiptingu þess, hækkuðu þremmingarnir þann kauprétt sem þeir vildu eignast í 12,5% vegna breyttra forsendna sem ekki er þörf á að rekja hér og beindist áhugi þeirra þar með að 45,8% hlut í bankanum samanlagt.⁵⁸ Þeir fimm hópar sem skiluðu tilkynningu voru allir skipaðir íslenskum aðilum.

Varðandi sölufelri Búnaðarbankans sérstaklega má hér minna á að það hófst formlega um leið og sölufelri Landsbankans með ofangreindri auglýsingu en eftir að tilkynningar um áhuga komu fram var það látið liggja meðan sala Landsbankans var unnin áfram. Rétt er að geta þess að S-hópurinn svokallaði lýsti yfir áhuga á báðum bönkunum í tilkynningu sinni til FnE í kjölfar fréttatilkynningar nefndarinnar, dags. 10. júlí 2002, sem áður er nefnd.⁵⁹

S-hópurinn hafði verið meðal þriggja áhugasamra fjárfesta sem nánar var rætt við um kaup á Landsbankanum áður en hópurinn sem síðar myndaði Samson eignarhaldsfélag ehf. var valinn til einkaviðræðna. Á dögum eftir að rammasamkomulag (HoA) milli Samsonar og ríkisins um þau kaup var undirritað, 18. október 2002, setti FnE sölufelri Búnaðarbankans aftur af stað. Með bréfi, dags. 23. október 2002, leitaði FnE til S-hópsins og Kaldbaks ehf., sem einnig hafði verið meðal áhugasamra fjárfesta sem svörðu auglýsingu FnE, um svör við nánar tilgreindum atriðum sem lögð yrðu til grundvallar við val á kaupanda að Búnaðarbankanum. Í lið 2(b) í bréfinu kom fram að FnE hygðist selja lágmark 25% en hámark 45,8% í bankanum.⁶⁰ S-hópurinn lýsti yfir áhuga á 45,8% hlut.⁶¹ Að fengnum svörum hópanna var S-hópurinn valinn til frekari viðræðna um kaupin og á endanum seldur samtals 45,8% hlutur í bankanum, sbr. nánar síðar.

58. Sjá samhljóða bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til þriggja aðila sem valdir voru til frekari viðræðna um kaup í Landsbankanum, dags. 28. ágúst 2002, og svar Björgólfs Thors Björgólfssonar, dags. 2. september 2002. Sem kunnugt er var hinn endanlegi söluhlutur í Landsbankanum sömu stærðar, þ.e. 45,8% af heildarhlutafé bankans, sbr. kaupsamning milli aðila 31. desember 2002. Síðar verður nánar fjallað um lokakafla sölufelris Landsbankans.

59. Í umfjöllun um kaupsamning um Búnaðarbankann, dags. 16. janúar 2003, síðar í kaflanum er getið um þau félög sem skipuðu hinn svokallaða S-hóp í sinni endanlegu mynd. Nokkrar breytingar höfðu þá orðið á hópnum frá fyrri stigum sölufelrisins og skipulagsbreytingar átt sér stað á fyrirtækjum innan hans. Helstu meðlimir og forsvarsmenn hópsins voru hins vegar hinir sömu frá upphafi.

60. Sjá bls. 3 í samhljóða bréfi FnE á ensku til nánar tilgreindra fyrirtækja sem skipuðu S-hópinn annars vegar og hins vegar Kaldbaks fjárfestingarfélags hf., dags. 23. október 2002.

61. Bréf Kristins Hallgrímssonar hrl. f.h. S-hópsins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. október 2002, bls. 2.

6.3.3.2 Fagleg þekking og reynsla á sviði fjármálaþjónustu

Í heimildum um yfirlýsingar og stefnu stjórnvalda varðandi einkavæðingu bankanna sem getið hefur verið um í köflunum hér að framan er m.a. vísað til markmiðs um að kjölfestufjórðing hefði þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu. Gengið er út frá þessu í samþykkt ríkisstjórnarinnar um söluna frá 26. júní 2001 og einnig í grein viðskiptaráðherra frá byrjun júlí 2001 sem vitnað var til í kafla 6.3.3.1. Í sömu heimildum er getið um markmið um aukna „samkeppnishæfni“ bankanna með sölu þeirra. Út frá almennum málskilningi og samhengi hverju sinni má skilja það orðalag svo að átt hafi verið við að væntanlegir kaupendur hefðu þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu eða bankarekstri sem nýtast myndi í þessu augnamiði, sjá t.d. tilvitnun hér á eftir til áður nefndra minnisblaða viðskiptaráðuneytisins og FnE. Af fyrirliggjandi heimildum virðist sem þessi forsenda hafi að mati þeirra fulltrúa stjórnvalda sem fóru með eða tjáðu sig um einkavæðingaráform á þeim tíma vegið þungt í röksemdafærslu fyrir því að æskilegt væri að selja banka. Áherslan á eignarhald erlends banka á kjölfestuhlut í Landsbankanum og þau sjónarmið sem teft var fram til stuðnings því í upphafi söluferlisins, sbr. kafla 6.3.2, sýna að einnig þá höfðu stjórnvöld þessa forsendu mjög í huga.

Þegar áform um sölu á hlut ríkisins í bönkunum til kjölfestufjórðingis voru endurvakin eftir að stjórnvöldum barst bréf Samson-hópsins í lok júní 2002 og þau ákváðu að bregðast við með því að auglýsa opinberlega eftir áhugasömum fjórðingum, sbr. fréttatilkynningu FnE frá 10. júlí 2002, varð ekki hjá því komist að stjórnvöld mörkuðu þá stefnu sem söluferlið tæki upp frá því og settu fram viðmið sem lögð skyldu til grundvallar við val á viðsemjendum og loks við söluna sjálfa.

Í minnisblaði FnE til viðskiptaráðherra, dags. 30. júní 2002, sem viðskiptaráðuneytið endurskrifaði að hluta og varð þá dagsett 2. júlí 2002, sbr. áður,⁶² kom fram fyrsta mat FnE og ráðherra á Samson-hópnum, þ.e. þeim aðilum sem stjórnvöld völdu síðar til einkaviðræðna og seldu loks hlut ríkisins í Landsbankanum. Kostir þeirra voru taldir ýmsir, m.a. að þeir nytu virðingar í viðskiptalífnum, hefðu náð góðum árangri í viðskiptum á árunum á undan og væru ekki tengdir „öðrum íslenskum fjármálaþjónustum með beinum hætti eða öðrum hagsmunaöflum í viðskiptalífnum“.⁶³ Í minnisblaði FnE kom einnig fram skírskotun til velgengni Samson-hópsins í viðskiptum erlendis og hagnaðar hans af þeim, sbr. tilvitnun hér til hliðar.⁶⁴ Galli var hins vegar talinn reynsluleysi þremmenninganna af rekstri fjármálastofnunar, sbr. tilvitnun hér til hliðar.⁶⁵ Frekari sjónarmið sama efnis komu fram í minnisblaðinu, sbr. einnig tilvitnanir hér til hliðar.

Þrátt fyrir framangreind sjónarmið var í upphafi niðurstöðukafla minnisblaðs FnE sett fram sú ályktun að það væri „í fullu samræmi við stefnu ríkisstjórnarinnar og fyrri yfirlýsingar um einkavæðingu bankanna að ganga til samningaviðræðna við [Samson-hópinn]“.⁶⁶

„Tilboðsgjafar hafa uppskorið ríkulega í erlendri fjárfestingu og leita nú leiða til að ráðstafa þeim hagnaði í íslensku atvinnulífi.“

Úr minnisblaði framkvæmdanefndar um einkavæðingu til viðskiptaráðherra, dags. 30. júní 2002.

„[T]ilboðsgjafar hafa enga reynslu af bankarekstri og því vandséð við fyrstu sýn að þeir geti aukið samkeppnishæfni bankans með líkum hætti og erlendir banki gæti gert.“

Samhljóða kafla úr minnisblöðum framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. júní 2002, og viðskiptaráðuneytisins, dags. 2. júlí 2002, um tilboð Samson-hópsins í Landsbankann.

„Mikilvægt er að tilboðsgjafar geri framkvæmdanefnd um einkavæðingu og HSBC rækilega grein fyrir fyrirætlunum sínum varðandi Landsbankann. Í bréfi tilboðsgjafa kemur fram að þeir telja sig geta styrkt Landsbankann í útrás sinni með reynslu sinni og samböndum erlendis þannig að bankinn hafi aðgang að áhugaverðum erlendum verkefnum. [...]

Faglegt mat á því hvað tilboðsgjafar hafa fram að færa er afar mikilvægt við framgang þessa verkefnis. Við fyrstu sýn eru tilboðsgjafar hefðbundnir fjárfestar sem hafa takmarkaða reynslu af bankarekstri. [...]

Samhljóða kafla úr minnisblöðum framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. júní 2002, og viðskiptaráðuneytisins, dags. 2. júlí 2002, um tilboð Samson-hópsins í Landsbankann.

62. Sjá einkum kafla 6.3.2.

63. Sjá bls. 4 í tilvitnuðu minnisblaði.

64. Þess má geta að í endurskrifaðri útgáfu viðskiptaráðuneytisins af minnisblaðinu sá ráðuneytið ástæðu til að bæta eftirfarandi setningu við tilvitnaðar athugasemdir um velgengni og hagnað Samson-hópsins í erlendum viðskiptum: „Með kaupunum, ef af yrði, kemur jafnframt erlent fé inn til landsins.“ Sjá minnisblað viðskiptaráðuneytisins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002, bls. 4.

65. Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

66. Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

Þó það varði fremur ákvarðanatöku stjórnvalda um tilhögun sölufelrisins heldur en viðmið um þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu þykir rétt að rekja hér í fáum orðum atriði úr minnisblöðum FnE og ráðuneytisins sem varpa ljósi á það hvernig ákveðið var að auglýsa Landsbankann opinberlega en ganga ekki beint til viðræðna við Samson-hópinn. Bæði er að samhengi umfjöllunar býður upp á það hér og einnig að um er að ræða atriði sem hafa hlotið nokkra opinbera umræðu síðan einkavæðingin átti sér stað og þykir því rétt að gera þeim skil. Í niðurstöðu FnE í minnisblaði nefndarinnar sagði þannig einnig: „Beinar viðræður við tilboðsgjafa án þess að þær séu settar í samhengi við það sölufarli sem ákveðið var í fyrra eru þó mjög varhugaverðar. Því er eindregið lagt til, sé það vilji ráðherra að ganga til viðræðna, að sölufarlið frá því í fyrra verði hafið að nýju og tilboðsgjafar verði metnir með sama hætti og gert var ráð fyrir í því ferli.“⁶⁷

Í endurskrifaðri útgáfu viðskiptaráðuneytisins af minnisblaðinu var allur niðurstöðukaflinn frá FnE felldur út. Þess í stað bætti viðskiptaráðuneytið við sérstökum kafla, með yfirskriftinni „Samantekt“, í upphafi minnisblaðsins. Í upphafi hans var vitnað til stefnu ríkisstjórnarinnar um sölu á hluta af eign ríkisins í bönkunum til kjölfestufjársfesta. Vitnað var til þeirrar skilgreiningar viðskiptaráðherra á kjölfestufjársfesti sem fram hafði komið í grein hennar í Morgunblaðinu 5. júlí 2001, sbr. kafla 6.3.3.1. Síðan komu fram í minnisblaðinu þau sjónarmið sem vitnað er til hér til hliðar.⁶⁸ Í beinu framhaldi lýsti viðskiptaráðuneytið sömu sjónarmiðum og fram komu í niðurstöðukafla minnisblaðsins hjá FnE samkvæmt framansögðu, þ.e. að beinar viðræður við einn aðila um kaup á hlut í ríkisbanka án þess að slíkt væri sett í samhengi við „það sölufarli sem ákveðið var í fyrra“ væru mjög varhugaverðar og „[væri] það vilji ráðherra að ganga til viðræðna við hópinn, [væri] lagt til að sölufarlið frá því í fyrra [yrði] endurvakið og skilgreint á ný [...]“. Í beinu framhaldi af þessum orðum setti ráðuneytið síðan fram ný sjónarmið sem ekki höfðu komið fram í minnisblaði FnE og fólu í sér aðra, eða a.m.k. eindregnari, sýn ráðuneytisins en nefndarinnar á þá stefnu sem sölufarlið yrði að taka upp frá þessu:

„[...] aðrir aðilar eigi þess kost að senda verðtilboð og gera [framkvæmdanefnd um einkavæðingu] eða ráðgjafa hennar grein fyrir framtíðaráformum sínum um Landsbankann að uppfylltum ströngum skilyrðum. Beinar viðræður við einn aðila án undangengins útboðs eru ekki til þess fallnar að skapa nauðsynlega sátt um einkavæðingu banka.“⁶⁹

Í meginatriðum var munurinn milli afstöðu FnE og ráðuneytisins í ofangreindum minnisblöðum sá að FnE útilokaði ekki að hafnar yrðu beinar viðræður við Samson-hópinn um Landsbankann í kjölfar viðtöku á bréfi þeirra, þ.e. án þess að fleirum yrði með almennri auglýsingu gefinn kostur á að leggja fram tilboð, þó með þeim fyrirvörum um mat stjórnvalda á tilboðinu sem gerðir voru. Viðskiptaráðuneytið taldi hins vegar afdráttarlaust að gefa

„Á nálægum bankamörkuðum mynda bankar, fagfjársfestar og fjárfestingasjóðir kjölfestuna í rekstri flestra banka. Fjársfestar þeir sem hafa óskað eftir viðræðum um kaup í Landsbanka Íslands (hér eftir nefndur hópurinn) hafa hins vegar ekki þekkingu og reynslu á bankamarkaði og geta ekki talist kjölfestufjársfestar samkvæmt framansögðu. Engu að síður getur komið til álita að selja ráðandi hlut í banka til eins aðila þó ekki sé um kjölfestufjársfesti að ræða. [...]“

Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

67. Minnisblað viðskiptaráðuneytisins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

68. Minnisblað viðskiptaráðuneytis til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

69. Minnisblað viðskiptaráðuneytis til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. júlí 2002.

þyrfti öðrum áhugasömum aðilum kost á að bjóða einnig í opnu sölufarli. Um áherslu- eða afstöðumun innan ríkisstjórnarinnar í tengslum við framhald sölufarlisins eftir viðtöku bréfsins er nánar fjallað í kafla 6.3.2 hér að framan.

Sú leið sem viðskiptaráðuneytið lagði til samkvæmt framangreindu var farin með auglýsingu FnE, dags. 10. júlí 2002, svo sem áður var nefnt. Þegar frestur til að svara auglýsingu FnE rann út fundaði nefndin með fimm hópum fjárfesta sem sent höfðu FnE tilkynningu um áhuga á kaupum í bönkunum. Fundirnir fóru fram í lok júlí 2002. Í ódagsettum lista FnE um efnisatriði fundanna sem sendur var fjárfestunum til upplýsingar er m.a. nefnt undir liðnum „Hverjir standa að fjárfestahópi?“ umræðuatríðið „[þ]ekking og reynsla af fjármálamarkaði“.⁷⁰ Minnisþing FnE með samantekt af fundum nefndarinnar með hópunum fimm, dags. 31. júlí 2002, víkja aðeins að þessu viðmiði í tengslum við tvo þeirra og þá með almennum hætti.⁷¹ Ekkert er getið um þetta umræðuatríði í tengslum við Samson-hópinn.

Athygli vekur að á þessum tímapunkti er FnE tekin að notast við rýmra viðmið að þessu leyti heldur en sett var fram í minnisblaðinu til ráðherra nokkrum vikum áður og viðskiptaráðherra sjálf studdist við, bæði í minnisblaðinu eins og ráðuneyti hennar endurskrifaði það og í áðurnefndri blaðagrein sinni frá árinu áður. Í fyrrnefndum lista FnE er viðmiðið um reynslu kjölfestufjárfestis þannig látin ná til „fjármálamarkaðar“ en ekki „fjármálalþjónustu“ (eða „reksturs banka“) eins og áður, sbr. gögn frá fyrri stigum sölunnar sem vitnað hefur verið til. Það er því skilgreint með mun almennari hætti en áður.

Þrír hópar voru valdir til frekari viðræðna, Samson-hópurinn, fjárfestingarfélagið Kaldbakur hf. og hinn svonefndi S-hópur. Eftir fundi með hverjum og einum hópi sendi FnE fulltrúum þeirra samhljóða bréf, dags. 28. ágúst 2002. Með bréfunum tilkynnti FnE og afmarkaði fimm nánar tilgreinda áhrifaþætti eða viðmið sem líta átti til við val á þeim fjárfestahópi sem rætt yrði beint við um kaup á Landsbankanum. Þekking og reynsla á sviði fjármálaþjónustu var ekki á meðal þeirra viðmiða sem sérstaklega voru talin upp þar.⁷²

Upplýsingar sem fjárfestahóparnir þrír sendu FnE sem svar við bréfinu frá 28. ágúst 2002 voru síðan unnar nánar í sérstakri samantekt HSBC, þ.e. breska fjárfestingabankans sem var FnE til ráðgjafar við söluna. Fimm áhrifaþættir voru teknir fyrir í samantekt HSBC og fjárfestahóparnir þrír metnir og bornir saman samkvæmt þeim. Athygli vekur að við mat HSBC kemur aftur inn í matsrammann sem einn af áhrifaþáttunum fimm viðmiðið „þekking og reynsla af fjármálamörkuðum“, enda þótt ekki hefði verið getið um það atriði í bréfinu til fjárfestahópanna þriggja sem afmarkaði rammann við valið.⁷³ Mest var hægt að fá 20 stig af heildarfjöldanum 100 fyrir

70. Tölvubréf Skarphéðins Bergs Steinarssonar til fulltrúa fjárfestahópa, dags. 26. júlí 2002.

71. Um S-hópin (þá nefndur „Ker-hópurinn“) segir: „Nokkur þekking er á fjármálamarkaði.“ Um fjárfestingafélagið Kaldbak hf. er komist að orði með sviðuðum hætti og vísað til framkvæmdastjóra þess (hér er nafn hans fellt út): „Nokkur reynsla af fjármálamarkaði, aðallega [...]“.

72. Þessi atriði voru: Fyrirkomulag eignarhalds, stærð eignarhlutar, fjármögnun, framtíðarsýn og forsendur af hálfu kaupanda. Undir þeim var eftir atvikum að finna nánari fyrirspurnir. Sjá samhljóða bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til þriggja nánar tilgreindra fjárfesta eða fjárfestahópa, dags. 28. ágúst 2002.

73. „Knowledge & Experience of Financial Markets.“ Hinir mælikvarðarnir fjórir voru: Fjárhagsleg staða („Financial standing“), fjárhagslegir skilmálar tilboðs („Financial terms of offer“), áætlanir um framtíðarrekstur bankans („Plans Regarding Future operations of the Bank“) og forsendur af hálfu kaupanda („Conditions on part of the buyer“).

Þann áhrifaþátt í matinu. Niðurstöður samanburðar varðandi „þekkingu og reynslu af fjármálamörkuðum“ voru þær að S-hópnum voru áætluð 16 stig en Samson-hópnum og Kaldbaki 14 stig hvorum hóp um sig. Í umfjöllun um þann lið í samantektinni kom m.a. fram að ekki hefði aðeins verið horft til „reynslu af hlutafjareign í fjármálastofnunum“ heldur einnig á „líklega getu fjárfestisins til að útvega sambönd við nýtsama tengiliði innan fjármálamarkaðanna“, sbr. tilvitnun á frummálinu hér til hliðar.⁷⁴ Með tilvitnuðum orðum heldur áfram sú útvíkkun á viðmiðinu sem sjá mátti stað í fyrri gögnum FnE. Má segja að með þessari skilgreiningu HSBC verði enn frekari rýmkun á því. Viðmiðið túlkað með þessum hætti var orðið það rúmt og teygjanlegt að það hafði fjarlægst verulega hið upphaflega viðmið um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu, eins og það orðalag verður almennt skilið.

Athugasemdir HSBC um fjárfestahópna þrjá í umfjöllun um viðmiðið um „reynslu af fjármálamarkaði“ voru settar upp í töflu og var þar greint á milli

„In assessing the investors' knowledge of financial markets, equal weighting has been given to the experience of international financial markets and to knowledge about the local Icelandic markets, the rationale for this being that international expansion is seen as a key growth area for the bank. Account has been taken, not only of direct experience of acting as a shareholder in financial institutions, but also of the likely ability of the investor to provide a network of useful contacts within the financial markets.“

Úr samanburði HSBC á fjárfestahópum vegna sölu Landsbankans, september 2002.

Tafla 1. Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum

<i>Fjárfestir</i>	<i>Reynsla af og sambönd innan alþjóðlegra fjármálamarkaða</i>	<i>Þekking og reynsla af fjármálakerfinu innanlands</i>	<i>Heildarprósenta af 20%¹</i>
Samson-hópur	- Sambönd við alþjóðlega bankastarfsemi gegnum fyrri viðskipti. - Samkvæmt stjórnendum Landsbankans hefur fjárfestahópurinn alþjóðlega sýn (e. international outlook) sem er líkleg til að styðja alþjóðlegar áætlanir Landsbankans	- Engin fyrri reynsla af umtalsverðri eign í íslenskri fjármálastofnun	14
S-hópur	- Hefur gefið til kynna að nýtt verði alþjóðleg þekking og reynsla úr öðrum félögum í eigu fjárfesta - Stjórnarformaður (e. CEO) Kers er fyrrum forstjóri lítils banka sem sameinaðist Landsbanka	- Einn fjárfesta er stór hluthafi í VÍS	16
Kaldbakur	- Hefur ekki gefið til kynna stig alþjóðlegrar reynslu - Hefur gefið til kynna fyrirætlun um að stuðla að vexti á alþjóðlegum mörkuðum	- Ráðandi hluthafinn í fjárfestahópnum hefur reynslu af að fara með umtalsverðan eignarhlut í Íslandsbanka - Stjórnarformaður (e. CEO) Kaldbaks hefur verið í stjórn Íslandsbanka og hefur verið útibússtjóri hjá Landsbankanum á Akureyri	14

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Landsbankann frá byrjun september 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu 8. september 2002.

74. „Project L – Evaluation of submissions by the three shortlisted bidders (Draft for discussion).“ Ódagsett samantekt breska fjárfestingabankans HSBC fyrir framkvæmdanefnd um einkavæðingu frá byrjun september 2002.

reynslu af alþjóðlegum og innlendum fjármálamarkaði. Í fyrsta lagi var lýst reynslu og samböndum sem hóparnir voru taldir hafa á alþjóðlegum fjármálamarkaði. Í öðru lagi komu í töflunni fram þær athugasemdir um þekkingu og reynslu af íslensku fjármálakerfi sem gerð er grein fyrir hér neðanmáls.⁷⁵ Töfluna má sjá í íslenskri þýðingu rannsóknarnefndarinnar hér fyrir neðan.

Eins og sjá má af töflunni var Samson-hópurinn ekki sagður hafa neina reynslu af umtalsverðu eignarhaldi í íslensku fjármálastofnun („No previous experience of significant ownership in Icelandic financial institution“). Um S-hópurinn var tekið fram að þessu leyti að einn af fjárfestunum væri stór („strategic“) hlutafjareigandi í tryggingafélaginu VÍS. Um Kaldbak sagði að ráðandi fjárfestir í hópnum hefði áður átt umtalsverðan hlut í Íslandsbanka og að framkvæmdastjóri Kaldbaks hefði verið í stjórn Íslandsbanka og verið útibússtjóri Landsbankans á Akureyri. Tekið skal fram að fyrir utan hinar beinu tilvísanir til tiltekinna íslenskra fyrirtækja sem nefndar voru, voru ofangreindar athugasemdir HSBC, og þá einkum um alþjóðleg sambönd við banka, einungis almennar. Ekki voru nefnd dæmi eða tilteknir bankar sem samböndin voru við.

Samantekt HSBC var rædd á fundum FnE 8. og 9. september 2002. Á þeim síðarnefnda var ákveðið að velja Samson eignarhaldsfélag ehf., sem Björgólfur Thor Björgólfsson, Björgólfur Guðmundsson og Magnús Þorsteinsson höfðu þá stofnað um tilboð sitt í Landsbankann, til einkaviðræðna um kaup á bankanum. Til frekari upplýsingar eru hér birtar til viðbótar tvær af töflum HSBC þar sem settar eru fram upplýsingar um tilboð hinna þriggja bjóðenda í Landsbankann. Annars vegar er tafla yfir matsþáttinn „fjárhagslegir skilmálar tilboðs“ og hins vegar tafla með samantekt og heildarmati HSBC á grundvelli einkunnagjafar fyrir matsþættina fimm.

Tafla 2. Mat á fjárhagslegum skilmálum tilboða

Fjárfestir	Verðtilboð á hvern hlut (kr.)	Stærð hlutar sem boð beinist að	Heildarprósenta af 20%
Samson-hópur	3,00 – 3,90 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun	- 33,3% með valrétti um frekari 12,5% í 24 mánuði	10 – 15 ¹
S-hópur	4,10 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun og ásættanlegan samning	- Að lágmarki 25%, en hefur áhuga á að kaupa allan hlut ríkisins	17 ¹
Kaldbakur	4,16 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun	- 30% plús 5-10% valréttur yfir 6 mánuði, með kauprétti á afgangshlut ríkisins	18 ¹

1. Á þessu stigi er ómögulegt að dæma um hvort verðtilboðin séu raunhæf boð eða tilraunir til að tryggja einkaviðræður, sem eigi svo að semja niður á síðara stigi. Þetta er óhjákvæmileg áhætta sem fylgir því að taka upp einkaviðræður svo snemma í söluférlinu

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Landsbankann frá byrjun september 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu 8. september 2002.

75. Ekki verður annað séð af fyrirliggjandi gögnum hjá rannsóknarnefndinni en að athugasemdir HSBC byggist alfarið á upplýsingagjöf hópanna þriggja sjálfra en ekki á sjálfstæðri upplýsingaöflun HSBC.

Tafla 3. Heildarmat á tilboðum skv. einkunnagið HSBC

<i>Fjárfestir</i>	<i>Fjárhagsstaða</i>	<i>Fjárhagslegir skilmálar tilboðs</i>	<i>Áætlanir um framfarastefnu banks</i>	<i>Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum</i>	<i>Skilyrði kaupanda</i>	<i>Heildarþróenta af 100%</i>
<i>Vægi matsþáttar (%)</i>	25	20	25	20	10	
Samson-hópur	20	10–15	18	14	8	70–75
S-hópur	15	17	12	16	6	66
Kaldbakur	13	18	10	14	6	61

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Landsbankann frá byrjun september 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu 8. september 2002.

Af fundargerðum FnE sem og tiltækum gögnum um þær samningaviðræður sem fóru í hönd við Samson um kaupin verður ekki séð að viðmiðið um þekkingu og reynslu af fjármálamörkuðum hafi komið frekar við sögu við sölufelri bankans. Það þarf þó ekki að koma á óvart að viðmiðið hafi ekki borið á göma í tvíhliða viðræðum eftir val á Samson-hópnum sem viðsemjanda ríkisins þar sem viðmiðinu var ætlað það afmarkaða hlutverk í sölufelrinu, ásamt öðrum mælikvörðum samkvæmt ofangreindu, að ráða vali á slíkum einkaviðsemjanda á grundvelli samkeppni milli fleiri áhugasamra bjóðenda.⁷⁶

Hvað varðar viðmiðið um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og söluna á Búnaðarbankanum má bæta því við að eftir að sölufelri Búnaðarbankans var tekið upp aftur seinni part október 2002 varð fljótlega ljóst að valið stæði milli S-hópsins og Kaldbaks fjárfestingarfélags hf. um það við hvorn hópinn FnE tæki upp einkaviðræður um kaupin.⁷⁷ FnE sendi hópnum tveimur bréf, dags. 23. október 2002, þar sem skilgreindir voru áhrifaþættir við valið og var bréfið sambærilegt áður nefndu bréfi vegna sölu Landsbankans frá 28. ágúst 2002. Þó var sá munur að viðmiðið um þekkingu og reynslu af fjármálamarkaði var nú tvískipt milli erlendra og innlendra markaða, líkt og skilyrðinu var beitt í mati HSBC á bjóðendum Landsbankans samkvæmt ofangreindu.

Sambærileg samantekt HSBC fyrir Búnaðarbankann og gerð var í tilviki Landsbankans, með mati og samanburði á hópnum tveimur út frá tilteknum áhrifaþáttum, er dagsett 4. nóvember 2002 og var hún rædd á fundi FnE sama dag.⁷⁸ Að því leyti sem þýðingu hefur fyrir þessa umfjöllun var greining á þekkingu og reynslu hópanna tveggja svipuð og í fyrri samantektinni varðandi Landsbankann þar sem Kaldbakur var að auki meðal þátttakenda. Hér að neðan má sjá töflu HSBC um matsþáttinn „þekking og reynsla af fjármálamörkuðum“ við val á einkaviðsemjanda um Búnaðarbankann, sbr. sambærilega töflu um Landsbankann hér að framan.

76. Í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins frá 3. febrúar 2003 um hæfi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki, sbr. VI. kafla laga nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, var m.a. lagt mat á þekkingu og reynslu Samsonar, sbr. 2. tölul. 1. mgr. 42. gr. sömu laga, og fjallað um það með eftirfarandi hætti: „Fjármálaeftirlitið hefur aflað upplýsinga um Samson og eigendur þess. Fjármálaeftirlitið telur ekki, með hliðsjón af reynslu þeirra af rekstri fyrirtækja, ástæðu til að gera athugasemd við hæfi félagsins til að fara með eignarhlutinn. Í þessu efni hefur Fjármálaeftirlitið leitað upplýsinga um hvernig staðið verði að vali á fulltrúum félagsins til kjörs í bankaráði. Í því efni hefur verið lýst yfir af hálfu Samson[ar] að fyrir hönd félagsins muni taka sæti í bankaráði Landsbanka Íslands hf. aðilar með fagþekkingu og að í fyrstu muni aðeins einn eigandi Samson[ar] sækjast eftir kjöri í bankaráð.“

77. Fyrir utan Samson-hópinn sem var að kaupa Landsbankann lýstu sömu fjárfestar yfir áhuga og gert höfðu í svari við auglýsingu FnE um sumarið og engir bættust við. Þeir tveir hópar sem ekki voru taldir koma til greina til lokavals varðandi Landsbankann voru útilokaðir af sömu ástæðum í tilviki Búnaðarbankans og stóðu þá bara S-hópurinn og Kaldbakur eftir.

78. „Búnaðarbanki – summary ranking of preliminary bids.“ Samantekt HSBC, 4. nóvember 2002.

Tafla 4. Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum

Fjárfestir	Reynsla af og sambönd innan alþjóðlegra fjármálamarkaða	Þekking og reynsla af fjármálakerfinu innanlands	Heildarprósenta af 20%
S-hópur	- Société Générale eða annar alþjóðlegur fjárfestir meðal hluthafa - Sambönd gegnum alþjóðlega starfsemi íslensku hluthafanna í eignarhaldsfélaginu	- Stærsti eigandi VÍS	14-18
Kaldbakur	- Alþjóðleg sambönd, aðallega gegnum Lífeyrissjóð Norðurlands og útgerðarfélagið Samherja - Hafa átt samskipti við alþjóðlega fjárfesta	- Hefur starfað sem innlánsstofnun fyrir samvinnufélög - Stjórn og starfslið hefur bæði stjórnunarreynslu og almenna starfsreynslu úr fjármálageiranum	15

1) Ath. Bilið fyrir S-hópinum endurspeglar núverandi óvissu um það hvort Société Générale eða annar alþjóðlegur meðeigandi muni fjárfesta í eigninni.

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Búnaðarbankann frá 4. nóvember 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu sama dag.

6.3.3.3 Erlend þátttaka í kaupum á hlut í Búnaðarbankanum

Markmið um erlenda „þátttöku“ í kaupum íslenskra aðila á kjölfestuhlut í bönkunum gat eðli málsins samkvæmt varla haft sjálfstæða þýðingu við sölufærlið fyrr en tilraunir sem beindust að því að finna erlenda kaupendur að kjölfestuhlut (í Landsbankanum) í heilu lagi haust og fyrri part vetrar 2001 voru runnar út í sandinn. Í þessum kafla verður gerð grein fyrir þeirri aðlögun eða breytingu sem segja má að hafi orðið á markmiði íslenskra stjórnvalda um aðkomu erlendra fjármálastofnana að íslensku fjármálakerfi á þann hátt að hið fyrra markmið stjórnvalda um að selja í heilu lagi kjölfestuhlut til erlendra fjármálastofnunar varð í framkvæmd að áherslu á þátttöku erlendra fjármálastofnunar í tilboði innlendra aðila.⁷⁹ Fyrirliggjandi gögn benda til að því atriði hafi verið ætluð veruleg þýðing við söluna á Búnaðarbankanum.

Af þeim gögnum að dæma sem liggja fyrir rannsóknarnefndinni var þátttaka erlendra aðila út af fyrir sig ekki meðal markmiða eða viðmiða sem FnE lagði sérstaklega upp með að ræða við hópana fimm sem lýstu yfir áhuga á kaupum á kjölfestuhlutum í bönkunum eftir auglýsingu nefndarinnar, sbr. fréttatilkynningu hennar, dags. 10. júlí 2002.⁸⁰ Minnisþingpunktar um fundina benda heldur ekki til þess að þetta atriði hafi komið til umræðu.⁸¹ Þá er þetta

79. Fyrir utan Samson-hópinum sem var að kaupa Landsbankann lýstu sömu fjárfestar yfir áhuga og gert höfðu í svari við auglýsingu FnE um sumarið og engir bættust við. Þeir tveir hópar sem ekki voru taldir koma til greina til lokavals varðandi Landsbankann voru útilokaðir af sömu ástæðum í tilviki Búnaðarbankans og stóðu þá bara S-hópurinn og Kaldbakur eftir.

80. Ekki er minnst á erlenda þátttöku í kaupum í sérstöku ódagsettu minnisblaði með umræðupunktum fyrirhugaðra funda sem FnE sendi hópunum fimm samhliða fundarboði.

81. Minnisþingpunktar framkvæmdanefndar um einkavæðingu. „Efni: Samantekt af fundum nefndarinnar með fjárfestum.“ 31. júlí 2002.

atriði hvorki nefnt í samhljóða bréfum FnE til þriggja eftirstandandi hópa áhugasamra fjárfesta í Landsbankanum, dags. 28. ágúst 2002, né sams konar samhljóða bréfum FnE til S-hópsins og Kaldbaks vegna Búnaðarbankans, dags. 23. október 2002, sbr. nánar hér á eftir. Um fyrrnefnda bréfið hefur áður verið getið en með því var óskað nánari upplýsinga um fimm grundvallaratriði eða áhrifaþætti sem val FnE á endanlegum viðsemjanda sínum um Landsbankann myndi byggjast á.

Sama dag og FnE afhenti fjárfestahópunum ofangreint bréf, 28. ágúst 2002, átti nefndin einkafundi með hópunum hverjum í sínu lagi. Af fundargerðum FnE og öðrum fyrirbyggjandi gögnum verður ekki annað ráðið en að á þeim einkafundi S-hópsins með nefndinni komi fyrst fram af hálfu S-hópsins tilvísun til aðkomu erlendra aðila að tilboðsgerð hópsins. Bókað er að fulltrúar S-hópsins hafi upplýst að „tveir erlendir bankar hefðu sýnt áhuga á að koma að málinu sem ráðgjafar eða fjárfestar“ og síðan hafi fulltrúar hópsins spurt hvort það breytti stöðu hópsins í ferlinu. Samkvæmt fundargerðinni svaraði formaður FnE því til að svo væri ekki, frekar væri „gefinn plús fyrir erlenda peninga“, sbr. nánar á spássíu hér til hliðar.⁸² Ekki verður ráðið af öðrum gögnum um einkavæðingarferlið, sem rannsóknarnefndin hefur aflað eða fengið afhent, að þessum upplýsingum hafi með formlegum hætti verið komið á framfæri við aðra bjóðendur í ferlinu.⁸³

Í mati HSBC vegna vals á viðsemjanda um Landsbankann frá byrjun september 2002, sem áður var fjallað um, er getið um samband S-hópsins við franska bankann Société Générale í umfjöllun um fjárhagslega stöðu („financial standing“) hópanna. Þar er vísað til þess að Société Générale væri S-hópnum til ráðgjafar og hefði milligöngu varðandi gerð og fjármögnun tilboðs hans og myndi hugsanlega veita slíka fjármögnun sjálfur.⁸⁴ Á þessu stigi lutu skírskotanir hópsins til franska bankans þannig einungis að hugsanlegum þætti hans í fjármögnun hópsins en ekki beinni og sjálfstæðri þátttöku í tilboði hópsins. S-hópurinn var ekki valinn til einkaviðræðna um Landsbankann og lauk þar með þátttöku hópsins í því sölufarli.

Nokkrum vikum síðar kom að því að hefja sérstakt sölufarli fyrir Búnaðarbankann. Með ákvörðun FnE 19. október 2002 var S-hópurinn, ásamt Kaldbak fjárfestingarfélagi hf., valinn úr þeim hópi áhugasamra fjárfesta

„Upplýst um að tveir erlendir bankar hefðu sýnt áhuga á að koma að málinu sem ráðgjafar eða fjárfestar. Spurt hvort það breytti stöðu hópsins ef breytingar verða á skipan hópsins með þeim hætti. [Formaður framkvæmdanefndar um einkavæðingu] sagði svo ekki vera. Frekar væri gefinn plús fyrir erlenda peninga, eins og það var orðað.“

Úr fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 28. ágúst 2002.

82. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 28. ágúst 2002.

83. Í þessu sambandi er einnig rétt að vitna til skýrslu Ríkisendurskoðunar um útbod á fjórðungshlut ríkisins í Landsbankanum frá október 2002, sem áður var vísað til. Í sérstökum kafla var fjallað um afstöðu bjóðenda í sölufarli Landsbankans til málsmeðferðar í ferlinu og á bls. 22 haft eftir tveimur þeirra, sem ekki voru tilgreindir nánar, að fjármálaráðherra hefði greint frá því opinberlega í kjölfar þess að valið hefði farið fram að „greiðslur í erlendum gjaldeyri fyrir hlutinn [hefðu] skipt miklu máli fyrir matið. Á þetta atriði [hefði] að þeirra mati hins vegar aldrei verið minnst meðan á ferlinu stóð, hvorki í auglýsingunni né öðrum gögnum eða upplýsingum frá framkvæmdanefndinni“.

84. „Project L – Evaluation of submissions by the three shortlisted bidders (Draft for discussion)“ HSBC September 2002. Skýrsla HSBC var í töluformi þar sem tekin var afstaða til hvers og eins af hinum fimm viðmiðum, mat HSBC á því hvernig það horfði við gagnvart hverjum og einum bjóðanda sett fram og stig gefin. Í umfjöllun um fjárhagslega stöðu sagði orðrétt í viðeigandi töflureitum um skírskotanir S-hópsins til Société Générale í tilboðsferlinu: „Submission refers to discussions with Société Générale to secure the necessary financing of the investor group.“ Og: „HSBC has informally discussed funding with Société Générale and whilst early support for the provision of acquisition financing has been indicated, it is clear that the approval process is still at an early stage.“ Efnislega samhljóða upplýsingar koma fram í tölvubréfi Anders Alfredson, starfsmanns HSBC, til starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 6. september 2002. Í því var vísað til samtals Alfredson við Michael Sautter, sem sagður var framkvæmdastjóri fjárfestingabankastarfsemi hjá Société Générale í Frankfurt og hefði lýst aðkomu bankans að boði S-hópsins með þessum hætti.

um Búnaðarbankann sem var fyrir hendi til að skila inn frekari upplýsingum um áhuga sinn á kaupum á þeim banka, sbr. samhljóða bréf FnE til hópanna tveggja, dags. 23. október 2002.⁸⁵ Bréf þessi voru í eðli sínu sams konar og þau sem FnE afhenti bjóðendum í Landsbankann 28. ágúst 2002 og áður er getið um. Bréfinu var ætlað að afla upplýsinga um áhrifaþætti sem FnE tilgreindi sérstaklega að nefndin myndi byggja á við val sitt á fjárfestahópi til einkaviðræðna um kaup á bankanum. Sá tilgangur kom berum orðum fram í bréfinu sem var á ensku.⁸⁶ Áhrifaþættirnir voru fimm, eins að efni og fjölda og í fyrra bréfinu. Sumir þeirra voru þó nánar greindir niður í ítarlegri atriði og fleiri efnisatriðum bætt við enda var bréfið talsvert lengra en fyrra bréfið sem afhent var í tengslum við Landsbankasöluna. Líkt og fyrr greinir var ekki nefnt að það hefði vægi við mat FnE að erlendur aðili ætti þátt í tilboði hópsins sem fjárfestir, þ.e. með sjálfstæðum hætti sem væntanlegur meðeigandi að eignarhlutnum í bankanum.⁸⁷

Svör S-hópsins og Kaldbaks við bréfi FnE, dags. 23. október 2002, bárust nefndinni með bréfum hvors hóps um sig, báðum dags. 31. október 2002. Í bréfi S-hópsins er víða vísað til Société Générale sem ráðgjafa hópsins við tilboðsgerðina en einnig sérstaklega vísað til franska bankans sem hugsanlegs fjárfestis með hópnum.⁸⁸ Í bréfi Kaldbaks var ekki getið um erlenda fjármálastofnun meðal þeirra stofnana og einstaklinga sem sagðir voru meðfjárfestar að tilboði Kaldbaks.⁸⁹

Upplýsingar S-hópsins og Kaldbaks voru metnar og bornar saman af HSBC á sama hátt og gert var við söluna á Landsbankanum. Í samantekt HSBC var einkunn S-hópsins fyrir tvo áhrifaþætti, framtíðaráætlanir um bankann og þekkingu og reynslu af fjármálamörkuðum, látin endurspegla vafa um það hvort Société Générale eða annar alþjóðlegur fjárfestir myndi fjárfesta með hópnum í Búnaðarbankanum. Einkunnin var þannig gefin á bili þar sem nokkru munaði á lægri og hærri einkunn miðað við hvort þetta tiltekna atriði væri hluti af tilboði hópsins eða ekki.⁹⁰ Þá sagði í töflu um fjárhagsstöðu S-hópsins að franski bankinn væri að „meta möguleikann á að kaupa fyrir eigið fé eða lánsfé sjálfur“. Verður ekki séð að vafinn hafi haft áhrif á einkunn fyrir það viðmið á sama hátt og fyrir áðurnefnda áhrifaþætti. Sérstök athygli

85. Forsendur framkvæmdanefndarinnar fyrir valinu og jafnframt útilokun á tveimur öðrum hópum koma m.a. fram í fundargerðum hennar 17. og 19. október 2002.

86. Á fundi framkvæmdanefndarinnar 22. október 2002 var ákveðið að bera undir bjóðendur að hafa ensku sem vinnumál til hagræðis vegna erlendra ráðgjafa. Skjöl sem fóru milli aðila í kjölfarið eru á ensku. Hér eftir verður vitnað til þeirra eftir sambengi ýmist á ensku eða á íslensku án sérstaks fyrirvara og einungis þá getið um enska orðanotkun ef þýðing er ekki ótvíræð.

87. Sjá samhljóða bréf FnE á ensku til nánar tilgreindra fyrirtækja sem skipuðu S-hópin annars vegar og hins vegar Kaldbaks fjárfestingarfélags hf., dags. 23. október 2002.

88. Í upptalningu með upplýsingum um eignarhluti einstakra meðlima hópsins í fyrirhuguðu eignarhaldsfélagi vegna kaupanna er meðal annars getið um „SG or International Investor“ og er sá aðili skráður fyrir 25–30% eignarhlut. Í upphafi 1. viðauka við bréf S-hópsins eru taldir upp meðlimir hans og vísað til Société Générale á sama hátt og áður greindi. Í framhaldinu eru birt sérstök yfirlit yfir hvern og einn meðlim, þ.e. almennt um félagið, fjárhagsstöðu og helstu eigendur, þ. á m. um Société Générale. Í meginmáli bréfsins er vísað til þessa viðauka um samsetningu S-hópsins, þ.m.t. um þá fjármuni sem hópurinn hafi úr að spila. Sjá bréf Kristins Hallgrímssonar, hrl., f.h. S-hópsins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. október 2002. Sjá hér bls. 2, 3, 8 og 15.

89. Bréf Kaldbaks fjárfestingarfélags hf. til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 31. október 2002.

90. Fyrir neðan töflu með samantekt um þessi tvö viðmið stendur: „The range for the S-Group reflects current uncertainty as to whether Societe Generale or another international perther will co-invest in the equity.“ Sjá „Bunaðarbanki – summary ranking of preliminary bids.“ HSBC, 4. nóvember 2002, bls. 8 og 9.

var þó vakin á álitaefni sem laut að stöðu Société Générale í fjármögnun verkefnisins.⁹¹ Niðurstaða HSBC var að S-hópurinn uppfyllti markmið og áhrifaþætti FnE betur en hinn bjóðandinn. Í niðurstöðukafla samantektarinnar var einn af þremur helstu styrkleikum tilboðs S-hópsins talinn vera þátttaka virtrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar, þar sem upplýst hefið verið að Société Générale og/eða önnur fjármálastofnun myndi fjárfesta fyrir eigið fé í eignarhaldsfélagi S-hópsins að Búnaðarbankanum, sbr. tilvitnun til samantektar HSBC hér til hliðar.

Samantekt HSBC um tilboðin í Búnaðarbankann var kynnt FnE á fundi nefndarinnar 4. nóvember 2002. Í fundargerð var bókað að fulltrúi HSBC hefði sagt S-hópurinn vera sterkari kost en Kaldbak „hvort sem Société Générale væri með eða ekki“, sbr. nmgr. 91. Líkt og í tilviki Landsbankans var mat HSBC m.a. sett fram á töfluformi, þar sem ein tafla var fyrir hvern af hinum fimm matsþáttum og sérstök tafla með samantekt einkunna fyrir

„[...] we see the key relative strengths of this bid [þ.e. tilboð S-hópsins] as being:
- The involvement of a reputable international financial institution in the bid consortium, with Société Générale and/or other financial institution being proposed as equity investor in the bidders' holding company; [...]“

Úr niðurstöðukafla samantektar HSBC um tilboð í Búnaðarbankann, dags. 4. nóvember 2002.

Tafla 5. Fjárhagslegir skilmálar tilboða

Fjárfestir	Verðtilboð á hvern hlut (kr.)	Stærð hlutar sem boð beinist að (einungis til upplýsingar)	Heildarþrósentá af 25% (miðað við hæsta tilboð)
S-hópur	4,2-4,7 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun - Greitt í reiðufé - Gjaldkræft einum mánuði eftir afléttingu fyrirvara um viðskiptin	45,8% hlutur	19
Kaldbakur	4,1-4,5 á hlut, háð heildarhlutum í viðskiptunum og með fyrirvara um áreiðanleikakönnun - Greiðsla og afhending hluta í tveimur lotum - 1,33% hlutur - 2,12,8% hlutur innan eins árs frá undirskrift samnings - Verðtilboð miðast við gildandi verð (e. present value), þ.e. gert ráð fyrir nokkurri hækkun á verði hvers hlutar í síðari lotu í samræmi við gengi gjaldmiðla	- Kaldbakur og meðfjárfestar eignist allt að 45,8% hlut samtals, en háð sameiginlegri afstöðu Kaldbaks og FnE varðandi stöðu svokallaðs Gildingarhóps og möguleika á samvinnu milli hluthafa eftir viðskiptin - Kaldbakur: 25% - Meðfjárfestar: allt að hámark 20% hlutur - Hlutur meðfjárfesta verði ekki háður neinum skilyrðum sem gilda um eign kjölfestufjárfestis; sala hlutabréfa í eigu meðfjárfesta yrði ekki takmörkuð; ekkert hluthafasamkomulag yrði milli kjölfestufjárfestis og meðfjárfesta - Áhætta FnE að semja sérstaklega og ná samkomulagi um skilmála viðskiptanna við meðfjárfesta	14 ¹

1. Við matið er gert ráð fyrir að tilboð sé gilt fyrir 25% hlut sem Kaldbakur muni eignast sjálfur.

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Búnaðarbankann frá 4. nóvember 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu sama dag.

91. „Búnaðarbanki – summary ranking of preliminary bids.“ HSBC, 4. nóvember 2002. Sjá hér bls. 1, 2–3, 8, 9 og 11. Heildarniðurstaðan um samanburð á hópunum tveimur var reiknuð út frá einkunnum fyrir tiltekin viðmið, sem áður hafa verið nefnd, sem höfðu misjafnt vægi. Af eitt hundrað mögulegum stigum var einkunn S-hópsins á bilinu 66–74 stig vegna ofangreinds vafa um aðkomu Société Générale sem sjálfstæðs fjárfestis. Einkunn Kaldbaks var 64 stig. Sjá nánari upplýsingar í töflum í meginmáli. Niðurstaða HSBC var að boð S-hópsins væri „örlítið betra“ jafnvel þó tekið væri tillit til vafa um Société Générale. Í niðurstöðunni sagði þannig: „In making the assessment, the uncertainty surrounding the involvement of international financial institution(s) has been taken into account and it has been concluded that the S-Group submission is marginally more attractive, even in the event that an equity investment by an international institution would not be a part of the final deal.“ Sjá „Búnaðarbanki – summary ranking of preliminary bids“, bls. 11.

Tafla 6. Heildarmat á tilboðum skv. einkunnagjöf HSBC

Fjárfestir	Fjárhagsstaða	Fjárhagslegir skilmálar tilboðs	Áætlanir um framtíðarstefnu bankans	Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum	Heildarþrósentla af 100%
Vægi matsþáttar (%)	30	25	25	20	
S-hópur	17	19	16–20	14–18	66–74
Kaldbakur	17	14	18	15	64

Heimild: Úr samantekt HSBC um tilboð í Búnaðarbankann frá 4. nóvember 2002, kynnt á fundi framkvæmdanefndar um einkavæðingu sama dag.

matsþættina fimm og heildarniðurstöðu. Hér á undan má annars vegar sjá töflu yfir matsþáttinn „fjárhagslegir skilmálar tilboðs“ og hins vegar töflu 6 með samantekt og heildarmati HSBC á grundvelli einkunnagjafar fyrir matsþættina fimm.

Einnig er vísað til töflu um matsþáttinn „þekking og reynsla af fjármálamörkuðum“ hjá bjóðendum í Búnaðarbankann sem birt er hér framar. Annað af tveimur atriðum sem þar eru nefnd hjá S-hópnum varðandi alþjóðlega reynslu af fjármálamörkuðum er að „Societe Generale eða annar alþjóðlegur fjárfestir [sé] meðal hluthafa“.

Í framhaldi af bókun í fundargerð FnE 4. nóvember 2002 um það mat HSBC að S-hópurinn væri sterkari óháð þátttöku Societé Générale var bókað að ákveðið hefði verið að fá „nánari skýringu á hlutverki Societé Générale í fjárfestahópnum“ og ræða málið frekar á fundi síðar um daginn.⁹² Á síðari fundi FnE sama dag, kl. 15.00, var málið tekið upp aftur. Bókað var að fulltrúi HSBC hefði gert grein fyrir „samskiptum við S-hópinn og Societé Générale“ frá fundinum um morguninn og lýst samtali sem hann hefði átt við Michael Sautter, framkvæmdastjóra yfir fjárfestingabankastarfsemi Societé Générale í Frankfurt, sem S-hópurinn hafði gefið upp sem tengilið hjá bankanum. Einnig hefði fulltrúi HSBC farið yfir bréf sem Sautter hefði sent honum með staðfestingu á efni samtalsins.⁹³ Í því koma efnislega sömu upplýsingar fram og S-hópurinn hafði gefið upp og HSBC byggði á í samantekt sinni samkvæmt ofangreindu, þ.e. fulltrúi Societé Générale staðfesti annars vegar ráðgjafarstarf bankans fyrir S-hópinn og hins vegar að Societé Générale hefði mögulega áhuga („we are potentially interested“) á að fjárfesta fyrir eigið fé í eignarhaldsfélagi hópsins um eign hans í Búnaðarbankanum.⁹⁴

Á þessum síðari fundi sínum 4. nóvember 2002 ákvað FnE að mæla með því við RnE að gengið yrði til samningaviðræðna við S-hópinn og var gengið frá bréfi þess efnis til RnE á fundinum.⁹⁵ Bréfið var tæp hálf blaðsíða að lengd, tvær efnisgreinar. Í hinni fyrri var gerð almenn grein fyrir mati og samnburði HSBC á tilboðum S-hópsins og Kaldbaks og áhrifaþáttum sem byggt var á. Vitnað er beint til síðari efnisgreinarinnar hér til hliðar en þar er m.a. sérstaklega skírskotað til þess að Societé Générale hafi verið hluti af S-hópnum.⁹⁶

„Það er niðurstaða HSBC, sbr. meðfylgjandi vinnuskjal, að hópur sem samanstendur af [íslenskum félögum sem þá mynduðu S-hópinn] auk eins [svo] eða fleiri erlendra fjármálastofnana, þ. á m. franska bankans Societé Générale, uppfylli betur þær væntingar sem gerðar eru til kjölfestufjárfestis í Búnaðarbanka Íslands hf. Leggur framkvæmdanefnd um einkavæðingu til að gengið verði til samninga við hópinn.“

Úr bréfi framkvæmdanefndar um einkavæðingu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 4. nóvember 2002.

92. Fundargerð fundar framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 4. nóvember 2002, kl. 8:30.

93. Fundargerð fundar framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 4. nóvember 2002, kl. 15:00.

94. Bréf Michael Sautter, framkvæmdastjóra fjárfestingabankastarfsemi Societé Générale, til Edwards Williams, framkvæmdastjóra hjá HSBC, dags. 4. nóvember 2002. Í bréfinu sagði einnig að Societé Générale ætti í viðræðum við ónefndan norrænan banka („a Nordic Bank“) sem hefði látið í ljós mikinn áhuga („serious interest“) á kaupum á umtalsverðum minnihluta („significant minority percentage“) í eignarhaldsfélaginu. Sérstaklega var tekið fram að áhugi Societé Générale á fjárfestingunni væri óháður því hvort norræni bankinn myndi skrá sig fyrir hlut í eignarhaldsfélaginu.

95. Fundargerð fundar framkvæmdanefndar um einkavæðingu, 4. nóvember 2002, kl. 15:00.

96. Bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til ráðherranefndar um einkavæðingu, dags. 4. nóvember 2002.

RnE samþykkti tillögu FnE samdægurs og áritaði forsætisráðherra minnisblaðið því til staðfestingar. Af ummælum Valgerðar Sverrisdóttur, þáverandi viðskiptaráðherra, sem átti sæti í RnE, við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni verður ráðið að RnE hafi almennt við ákvarðanir sínar fylgt ráðgjöf FnE án sérstakrar sjálfstæðrar athugunar eða endurskoðunar á forsendum hennar. Ráðherra orðaði það sem svo að þeir sem sæti hefðu átt í RnE hefðu „[treyst] okkar einkavæðingarnefnd og kannski treystu þeir HSBC eða hvernig það var“.⁹⁷ Sama dag, 4. nóvember 2002, sendi FnE annars vegar Kaldbak hf. og hins vegar umboðsmanni S-hópsins bréf þar sem tilkynnt var um ákvörðunina. Bréfið til S-hópsins er á ensku og stílað á Fulltingi ehf., lögmannsstofu umboðsmannsins, fyrir hönd nánar tilgreindra félaga sem þá mynduðu S-hópin „[...] og Société Générale“.⁹⁸ Í bréfinu komu einnig fram „athugasemdir“ FnE um „viðræðurnar framundan“. Þar sagði m.a. að S-hópurinn hefði gefið til kynna að 25–30% af eignarhaldsfélagi um eign í Búnaðarbankanum yrði í eigu Société Générale eða annars alþjóðlegs (e. international) fjárfestis. FnE lagði áherslu á að „þátttaka Société Générale eða annarrar hátt virtrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar, sem umtalsverðs hluthafa í eignarhaldsfélagi um tilboðið [hefði] verið veigamikill þáttur á bak við ákvörðun nefndarinnar að efna til einkaviðræðna við [S-hópin]“. Lögð var áhersla á að einkaviðræður yrðu ákveðnar til tiltekins takmarkaðs tíma og að FnE yrði treg til að framlengja einkaviðræður ef hún teldi þá „Société Générale eða annan alþjóðlegan fjárfesti ólíklegan til að eiga umtalsverðan hlut í eignarhaldsfélagi um tilboðið“. Sjá nánar í tilvitnun til umræddrar athugasemdar FnE á frummálinu hér til hliðar. Daginn eftir, 5. nóvember, staðfesti FnE við Fulltingi ehf. fyrir hönd sömu aðila og í bréfinu daginn áður að nefndin myndi eiga einkaviðræður við S-hópin um kaup á hlut ríkisins í Búnaðarbankanum og að frestur til einkaviðræðna rynni út 15. nóvember 2002.⁹⁹

Sama dag, 5. nóvember 2002, sendi framkvæmdastjóri Kaldbaks starfsmanni FnE tölvubréf og óskaði eftir nánari útskýringum á „ákvörðun FNE vegna sölu á eignarhluta í Búnaðarbanka Íslands hf., þ.e.a.s. hvaða atriði það voru í svörum aðilanna sem réðu úrslitum við val nefndarinnar“.¹⁰⁰ Í svari formanns FnE fáeinum dögum síðar var vísað almennt um forsendur ákvörðunarinnar til samhljóða bréfs FnE til S-hópsins og Kaldbaks, dags. 23. október 2002 og mats HSBC á svörum beggja aðila frá 31. október 2002. Formaðurinn tiltók hins vegar sérstaklega þrjú atriði sem að mati FnE hefðu „skilið á milli við val á viðsemjanda“. Eitt af þeim var það sem vitnað er til hér til hliðar.¹⁰¹ Formaður framkvæmdanefndar um einkavæðingu fullyrta þannig

„You have indicated that a stake of 25 – 30% in your holding company will be taken by Societe Generale or another international investor. The Committee would like to emphasise that the participation of Societe Generale, or another international financial institution of high repute, as a significant equity investor in the bidder vehicle has been a major factor behind the Committee’s decision to initiate negotiations on an exclusive basis with your group. It should therefore be clear that (i) exclusivity will initially only be granted to a limited period of time, sufficient for the bidder to form a more detailed view on valuation and that (ii) the Committee will be reluctant to extend the right to negotiate on an exclusive basis, if at that point in time, the Committee considers that Société Générale or another international investor are unlikely to take a significant equity holding in the bidder vehicle.“

Úr bréfi FnE til Fulltingis ehf., f.h. félaga sem þá mynduðu S-hópin „og Société Générale“, dags. 4. nóvember 2002.

97. Sjá tilvísun og nánari tilvitnun til skýrslu Valgerðar í kafla 6.3.5.1 hér á eftir. Í þeim kafla er almennt fjallað um ákvarðanatöku og samspil þeirra stofnana stjórnvalda sem komu að söluferlinu.
98. Bréf formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu til Fulltingis ehf., f.h. félaga sem þá mynduðu S-hópin „og Société Générale“, dags. 4. nóvember 2002.
99. Bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til Fulltingis ehf., f.h. félaga sem þá mynduðu S-hópin og „Société Générale“, dags. 5. nóvember 2002.
100. Tölvubréf Eiríks S. Jóhannssonar, framkvæmdastjóra Kaldbaks hf., til Skarphéðins Steinarssonar, dags. 5. nóvember 2002.
101. Bréf Ólafís Davíðssonar, formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, til Eiríks S. Jóhannssonar, frkvstj. Kaldbaks hf., dags. 8. nóvember 2002. Hin tvö atriðin sem formaðurinn vísaði til voru: Í fyrsta lagi að samsetning hlutabréfa að því er varðaði skiptingu í kaup Kaldbaks hf. á 25% hlutafjár og kaup annarra fjárfesta á rúmum 20% hlutafjár hafi verið óheppileg m.t.t. að aðrir fjárfestar en Kaldbakur hafi samkvæmt tilboði Kaldbaks ekki átt að gangast undir „skyldur sem kjölfestufjárfestar“. Álitamál þætti hvort þetta fyrirkomulag uppfyllti markmið sem sett hefðu verið með sölnunni. Í öðru lagi vísaði formaðurinn til þess að verðbilið sem Kaldbakur hefði tilgreint hefði verið nokkru lægra en það sem S-hópurinn nefndi. Þá hefði Kaldbakur gert ráð fyrir að skipta kaupunum þannig að hluti kæmi til greiðslu síðar en „hinn hópurinn [hefði gert] ráð fyrir að viðskiptin [yrðu] í einu lagi nú í haust“. Þess má geta að í kaupsamningi ríkisins og S-hópsins sem gerður var 16. janúar 2003 var kaupunum skipt í tvær lotur þar sem síðari lotan skyldi í síðasta lagi fara fram næstum ári seinna.

„Keppinautur Kaldbaks hafði í sínum hópi virt erlent fjármálafyrirtæki sem fjárfesti. Þetta var að mati nefndarinnar og HSBC eftirsóknarverð samsetning fjárfestahóps.“

Bréf formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu til framkvæmdastjóra Kaldbaks hf., dags. 8. nóvember 2002.

án fyrirvara í bréfi sínu til Kaldbaks að virt erlent fjármálfyrirtæki væri meðlimur í S-hópnum sem fjárfestir og að það hefði verið veruleg forsenda fyrir mati HSBC og nefndarinnar sem val þeirra á S-hópnum sem viðsemjanda var grundvallað á. Rétt er að undirstrika að á þeim tímapunkti sem formaður FnE veitti Kaldbak hf. þessi svör hafði nefndin ekki fengið neina raunhæfa staðfestingu á þátttöku erlendra fjármálastofnunar sem fjárfestis í S-hópnum, hvorki Société Générale né annarrar, hvað þá að bein skuldbinding slíks aðila lægi fyrir.

Eftir samningaviðræður milli FnE fyrir hönd ríkisins og S-hópsins var hinn 15. nóvember 2002 gengið frá samkomulagi („Head of Agreement“) um kaup S-hópsins á 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbankanum af ríkinu. Í samkomulaginu var „Société Générale og/eða önnur alþjóðleg fjármálastofnun“ talin upp meðal aðila kaupenda megin, annaðhvort sem beinn kaupandi eða hluthafi í eignarhaldsfélaginu Eglu sem þá hafði verið stofnað utan um hluta tilboðs S-hópsins.¹⁰²

Grein 12 í samkomulaginu hafði yfirskriftina „Samsetning Bjóðenda“ („Composition of Bidders“). Þar var efnislega kveðið á um að fyrir 6. desember 2002 gæfi S-hópurinn ríkinu fullnægjandi upplýsingar um eignarhluta í Eglu eða beina fjárfestingu af hálfu „Société Générale og/eða annarrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar“ sem væri ásættanleg fyrir FnE. Í beinu framhaldi sagði að líkt og áður hefði verið upplýst væri þetta mikilvægt grundvallaratriði og yrðu upplýsingarnar ekki veittar gæti það leitt til slita bæði einkaviðræðnanna og frekari viðræðna.¹⁰³

Af fyrirliggjandi fundargerðum FnE um sölufjerli Búnaðarbankans í framhaldi af ofangreindu verður ráðið að nokkrar vikur hafi liðið þar til málefni Búnaðarbankans komu efnislega til umræðu á ný innan nefndarinnar.¹⁰⁴ Hinn 12. desember 2002 er bókað að ráðgjafi FnE frá HSBC hafi komið á fundinn og að m.a. hafi komið fram að gert væri ráð fyrir að „aðild Soc. Gen. yrði staðfest morguninn eftir“.¹⁰⁵ Ekki kom þó til þess. Á fundi daginn eftir, 13. desember 2002, sagði formaður nefndarinnar frá fundi sínum og annars nefndarmanns með forsvarsmönnum S-hópsins og „fulltrúa Soc. Gen.“. Þeir hefðu óskað eftir frestun á undirskrift kaupsamnings til 13. janúar 2003. Lengri tíma þyrfti til að ljúka áreiðanleikakönnun en endanleg útgáfa hennar væri „skilyrði fyrir því að draga erlenda aðila að samningaborðinu“. Síðan sagði í fundargerðinni að fram hefði komið að „ekki væri hægt að tilkynna um erlendana aðila fyrr en við undirskrift“. Ekki er getið um hvort og þá til hvaða sérstöku ástæðna hafi verið vísað af hálfu S-hópsins fyrir þessari yfirlýsingu sinni. Í fundargerðinni er rakin nokkuð gagnrýnin umræða nefndarmanna

102. Sjá 1. gr. samkomulags milli framkvæmdanefndar um einkavæðingu annars vegar og Eglu ehf., Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf. hins vegar um kaup á 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbanka Íslands hf., dags. 15. nóvember 2002.

103. Samkomulag milli framkvæmdanefndar um einkavæðingu annars vegar og Eglu ehf., Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf. hins vegar um kaup á 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbanka Íslands hf., sjá 12. gr. Síðasti málsliður greinarinnar hljóðar orðrétt svo: „[...] As previously advised this is of utmost importance and lack of delivery may result in termination both of exclusivity and of further discussions.“

104. Varðandi þann þátt í sölufjerli Búnaðarbankans er hér um ræðir, þ.e. erlenda þátttöku í tilboði S-hópsins, á tímabilinu frá undirritun samkomulags um kaup á Búnaðarbankanum 15. nóvember 2002 og fram til undirskriftar kaupsamnings um bankann 16. janúar 2003, er öðrum gögnum ekki til að dreifa, meðal þess sem stjórnvöld hafa afhent rannsóknarnefndinni, en fundargerðum FnE. Umfjöllun hér í framhaldinu er því einungis byggð á þeim gögnum og er atvikum lýst með þeim fyrirvara.

105. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 12. desember 2002.

um ósk S-hópsins um frestun á kaupsamningsgerð og tilkynningu um hver hinn erlendi fjárfestir væri í hópnum. Fram kom að nefndin teldi nauðsynlegt að vita hverjir væru væntanlegir fjárfestar meðal annars m.t.t. markmiða ríkisins með sölnunni. Rædd voru úrræði sem nefndin hefði gagnvart þessu útspili S-hópsins, allt frá því að hætta viðræðum, sbr. áður nefnt ákvæði 12. gr. samkomulagsins frá 16. nóvember 2002, til þess að fallast á óskina. Afdráttarlaus niðurstaða er hins vegar ekki bókuð. Í fundargerðinni segir það eitt að nefndarmenn hafi talið „mikilvægt að halda erlendri þátttöku inni til að styrkja hópinn“ og ákveðið hafi verið að „fara aftur yfir þau atriði sem réðu vali á samningsaðila en á sínum tíma [hefði S-hópurinn] verið metinn með og án þátttöku erlendar fjármálastofnunar“. Loks var ákveðið að fengnar yrðu frekari skýringar frá S-hópnum.¹⁰⁶

Á meðal gagna rannsóknarnefndar liggur fyrir afrit af tölvubréfi, dags. sama dag og framangreindur fundur var haldinn eða 13. desember 2002, frá Edward Williams, sem sá um ráðgjöf gagnvart FnE fyrir HSBC, til starfsmanns FnE. Í tölvubréfinu koma m.a. fram upplýsingar um athugun ráðgjafans á erlendum fjármálastofnunum. Þar segir m.a. að aðeins eitt af fjórum nöfnum sem ráðgjafanum hefðu verið lätin í té væri þekkt hjá „öðrum en þýskum sérfræðingum um lánastofnanir“ (non-German Financial Institutions specialists). Í lok bréfsins var lagt til að þó svo ekki væri til staðar „fullt öryggi“ teldi ráðgjafinn „skynsamlegt að halda áfram á grundvelli þess sem SocGen hefði sagt honum“, sbr. nánara orðalag á frummáli í tilvitnun hér til hliðar.

Eins og sést af orðalagi tölvubréfsins tók ráðgjafinn ekki fram við starfsmann FnE um hvaða fjármálastofnanir væri að ræða. Hið sama á við um þær fundargerðir FnE, sem vísað er til hér að framan og á eftir, þar sem getið er um mætingu Williams á fundi nefndarinnar og upplýsingagjöf hans um atriði sem vörðuðu aðkomu erlendar fjármálastofnunar að tilboði S-hópsins. Í fundargerðunum er hvergi getið um að Williams hafi á þeim fundum eða við önnur tækifæri upplýst starfsmenn eða meðlimi FnE um það hvaða erlendu fjármálastofnun eða -stofnanir var um að ræða. Raunar er aldrei getið um neina erlenda fjármálastofnun undir nafni í þessu sambandi í fundargerðum FnE, hvorki í tengslum við skýrslugjöf breska ráðgjafans né í öðru samhengi. Af framangreindu virðist mega ráða að fyrirkomulagið í samningaviðræðunum hafi verið með þeim hætti að fulltrúar HSBC, sem ráðnir voru til ráðgjafar FnE og íslenskum stjórnvöldum í ferlinu, fengu upplýsingar hjá fulltrúum S-hópsins um það hvaða stofnanir kæmu til greina í þessu sambandi. Fulltrúar HSBC leituðust síðan við að afla upplýsinga um viðkomandi stofnanir og komu síðan almennum upplýsingum á framfæri við íslensk stjórnvöld, umbjóðendur sína, án þess að geta um það með nafni hvaða stofnanir væri um að ræða. Af þeim gögnum sem rannsóknarnefndin hefur haft aðstöðu til að kynna sér um sölufæri Búnaðarbankans verður ekki með vissu ráðið um ástæður fyrir því að þessu fyrirkomulagi var fylgt eða hvers vegna íslensk stjórnvöld ákváðu að láta viðgangast að upplýsingagjöf frá samningsbundnum ráðgjöfum sínum við sölnu væri takmörkuð með þessum hætti. Ekki er heldur ljóst hvort einhverjar ástæður, sem hefðu þá getað talist réttmætar frá sjónarhóli íslenskra stjórnvalda, hafi verið færðar fram fyrir þessu af hálfu S-hópsins eða hvaða ástæður það hafi þá verið.

„Tried to call you but you were always engaged!
To summarise:

1. 3 of the 4 names given to me look to be sensible potential investors – the 4th may well be also, but in the short time available I haven't been able to make any sensible checks. Only one is well known to non-German Financial Institutions specialists, but a very brief check of the others indicates that they could be credible strategic investors.[...] 4. Only one investor is envisaged and they will take the same interest envisaged by Soc gen ie 35% of Egla.

Hope that this is helpful. We do not have absolute comfort, but I think that it is reasonable to proceed on the back of what SocGen have told me.“

Úr tölvubréfi Edward Williams til Guðmundar Ólasonar, dags. 13. desember 2002.

106. Fundargerð framkvæmdarnefndar um einkavæðingu, dags. 13. desember 2002.

Fundargerðir FnE fyrir næstu vikur veita ekki upplýsingar um að neinar skýringar hafi komið fram um þessi atriði né hvort FnE hafi með formlegum hætti mótað sér frekari afstöðu til áðurnefndrar óskar S-hópsins um að fresta tilkynningu um það hver hin erlenda fjármálastofnun væri þar til skrifað væri undir kaupsamninginn. Taka verður fram að málefni Landsbankans voru í forgrunni á þessum tíma þar sem kapp var lagt á að skrifa undir kaupsamning við Samson fyrir áramót.

Í fundargerð FnE 6. janúar 2003 er loks bókað um samtal formanns nefndarinnar við forsvarsmann S-hópsins þar sem fram hafi komið að „samningar við erlenda fjármálastofnun væru langt komnir“ og að vilji stæði til að klára þá sem fyrst. Ráðgjafar frá Société Générale væru á leið til landsins í tengslum við innri samningagerð S-hópsins.¹⁰⁷

Á þarnæsta fundi nefndarinnar 9. janúar 2003 mætti ráðgjafi frá HSBC, að því er virðist einkum til að fara yfir „stöðu varðandi erlenda fjármálastofnun“ sem honum hafði verið kynnt.¹⁰⁸ Í sömu fundargerð er bókað að ráðgjafinn frá HSBC teldi þann banka sem kominn væri til liðs við S-hópinn „góðan fjárfesti og vel ásætlanlegan fyrir íslensk stjórnvöld“. Óveruleg tengsl væru milli bankans og annarra í hluthafahópnum og „einhver samlegðaráhrif“ væru milli bankans og Búnaðarbankans.¹⁰⁹ Fjármálastofnunin er sem fyrr ekki nefnd á nafn í fundargerðinni.

Á næsta fundi nefndarinnar er bókað að rætt hafi verið um undirskrift kaupsamnings og vandkvæði við að setja „fulltrúa erlends banka“ ákveðinn frest í því sambandi. Tekið er fram að ljóst sé „að miklu máli skipti að bakhjarl bankans [væri] Bayerische Landesbank sem [væri] þekktur og stór banki“.¹¹⁰ Síðasta fundargerð FnE fyrir undirritun kaupsamnings er frá 14. janúar 2003 en ekkert er bókað þar um málefni varðandi erlendan fjárfesti.

Sjá má af ofangreindu að framkvæmdin í samningsferli FnE og Búnaðarbankans varð í meginatriðum í samræmi við ósk S-hópsins um frestun á undirritun kaupsamnings og tilkynningu um hver erlendi fjárfestirinn væri, sem kom fram og var rædd á fundi FnE 13. desember 2002. Ekki var skrifað undir kaupsamninginn fyrr en 16. janúar 2003 og samkvæmt fundargerðum virðist FnE í fyrsta lagi örfáum dögum áður hafa byrjað að fá upplýsingar, og a.m.k. í upphafi hvorki miklar né nákvæmar, um hver hinn erlendi fjárfestir væri.

Hér að framan hefur verið rakin sú atburðarás sem ráðin verður af fyrirliggjandi gögnum um sölufarli Búnaðarbankans eftir að S-hópurinn hafði verið valinn sem einkaviðsemjandi. Ljóst er að hvað sem líður eftirgangsmunum eða gagnrýni og umræðum á fundum FnE, sætti nefndin sig við að S-hópurinn hvorki staðfesti þátttöku erlends fjárfestis né segði deili á honum, hvað þá að hópurinn veitti frekari upplýsingar að því leyti. Í því sambandi verður að hafa hliðsjón af þeirri áherslu sem nefndin hafði lagt á að fullnægjandi upplýsingar yrðu veittar um þetta atriði. Með rammasamkomulaginu frá 15. nóvember 2002 gekkst S-hópurinn undir þá skyldu að veita FnE fullnægjandi upplýsingar fyrir 6. desember 2002 um beina fjárfestingu af hálfu „Societe Generale og/ eða annarrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar“ sem væri

107. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 6. janúar 2003.

108. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 9. janúar 2003.

109. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 9. janúar 2003.

110. Fundargerð framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 10. janúar 2003.

ásætlanleg fyrir nefndina, að því viðlögðu að viðræðum yrði að öðrum kosti hugsanlega slitið með öllu. Endanleg tilkynning um þetta dróst í um það bil mánuð þar fram yfir og fór fyrst fram við eða rétt fyrir undirskrift kaupsamnings.¹¹¹ Fyrirliggjandi gögn hjá rannsóknarnefndinni veita ekki nánari upplýsingar um það með hvaða hætti FnE eða eftir atvikum öðrum stjórnvöldum var loksins tilkynnt um þetta.

Kaupsamningur milli íslenska ríkisins og Eglu hf., Samvinnulífeyrissjóðsins, Vátryggingafélags Íslands hf. og Eignarhaldsfélagsins Samvinnutryggingar um 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbankanum var undirritaður 16. janúar 2003. Í samningnum kom fram, sbr. grein 2.3, að þýski bankinn Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA (hér eftir H&A) ætti 50% hlutafjár í Eglu hf. en það félag var stærst í kaupendahópnum, þ.e. keypti tæp 71% af hlutum sem seldur var. Sama dag og kaupsamningurinn var undirritaður sendu aðilar samningsins sameiginlega frá sér fréttatilkynningar um kaupin, þ. á m. sérstakt skjal með upplýsingum um þýska bankann.¹¹² Í því kom m.a. fram að bankinn væri að meiri hluta í eigu einstaklinga (70%), væri m.a. með starfsemi í Sviss og Lúxemborg og sérhæfði sig í „sjóða- og eignastýringu fyrir stofnanir og einkaaðila, umsjón verðbréfa fyrir sjóði og fjármálastjórn fyrirtækja og einstaklinga“. Greint var frá fjárstyrk bankans með dæmum en síðan sagt að „nokkrar ástæður“ lægju að baki fjárfestingu H&A. Sú eina sem gefin var upp var að Búnaðarbankinn væri „vænleg fjárfesting“ en þýski bankinn teldi sig „hafa hag af því að miðla af sérþekkingu sinni til BÍ“. Þannig gæti vöxtur Búnaðarbankans farið fram úr væntingum, „ekki síst á erlendum mörkuðum“.¹¹³

Sigurjón Þ. Árnason, síðar bankastjóri Landsbankans, var starfsmaður Búnaðarbankans á þeim tíma sem sala bankans átti sér stað.¹¹⁴ Við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni var m.a. rætt við Sigurjón um atvik við sölu Búnaðarbankans m.t.t. hins þýska banka, Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA. Af framburði Sigurjóns að þessu leyti má ráða að meðal íslenskra bankamanna á þeim tíma hafi þýski bankinn hvorki verið almennt þekktur né talinn líklegur til að styðja faglega við rekstur Búnaðarbankans á þeim sviðum sem hinn síðarnefndi starfaði, sbr. tilvitnun hér til hliðar.¹¹⁵ Upplýsingar sem liggja fyrir í dag um Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA eru í meginatriðum í samræmi við hinar opinberu fréttatilkynningar sem gefnar voru út um bankann við undirskrift kaupsamnings um Búnaðarbankann samkvæmt

„[Þ]essi útlenski banki sem átti að vera Hauck & Aufhäuser sem var einhver lítill privatbanki í Þýskalandi sem enginn hafði heyrt á minnst og hafði í rauninni enga getu til þess að taka þátt í, jafnvel þó að Búnaðarbankinn væri ekkert sérstaklega stór. Þess vegna fannst okkur þetta alltaf skrytið þegar þetta var að gerast. Upphaflega átti að vera Société Générale sem það þótti [...] þetta var allt eitthvað rosalega skrytið.“

Skýrsla Sigurjóns Þ. Árnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. september 2009, bls. 96.

111. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 14. Sjá einnig áður tilvitnaða skýrslu Ríkisendurskoðunar „Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja árin 1998–2003“, bls. 71.

112. Grein 15.2 í samningnum kvað á um skyldu til að samræma allar tilkynningar til fjölmiðla og annarra í tengslum við samninginn.

113. „Þýskur banki í hópi nýrra eigenda Búnaðarbanka Íslands hf.“ Fréttatilkynning aðila kaupsamnings um Búnaðarbanka Íslands hf., dags. 16. janúar 2003, ásamt fylgiskjölum.

114. Sigurjón var ráðinn bankastjóri Landsbankans í apríl 2003 en starfaði fram að því hjá Búnaðarbankanum, síðast sem framkvæmdastjóri rekstrarsviðs. Skýrsla Sigurjóns Þ. Árnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. ágúst 2009, bls. 1–2.

115. Í skýrslu Sigurjóns kom fleira fram um atvik við sölu Búnaðarbankans m.t.t. þýska bankans. Meðal annars gat Sigurjón þess að honum væri kunnugt um að eftir sölna hefði forstöðumaður hjá Búnaðarbankanum farið til Þýskalands á fund hjá H&A í því skyni að ræða hugsanlegt samstarf bankanna. Sigurjón lýsti förlinu og viðbrögðum hjá þýska bankanum nánar svo: „[...] Síðan er þessi Hauck & Aufhäuser sem tekur þátt í þessu og ég man að einhver á okkar vegum fór út, spurði hvort það væri ekki möguleiki að vinna saman en þá kannaðist nú bara enginn við málið, og hvað, við mættir, ætluðum að vinna saman, því við héldum að þeir væru orðnir stór eigandi. Það virtist enginn kannast við þetta [...]“ Skýrsla Sigurjóns Þ. Árnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. september 2009, bls. 96.

„Já, ég held reyndar að í því tilviki hafi það frekar verið fjármunirnir vegna þess að þessi banki [...] já, að ég held að það hafi nú enginn getað sagt endilega að hann mundi, sá banki, færa einhverja sérstaklega vídtæka bankareynslu inn í landið.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 43.

„Já, það er reyndar í báðum tilvikunum hefði það nú, held ég, skipt máli. Skilurðu, ef að þessir tveir aðilar sem að menn horfðu á í öðru tilvikinu, ef annar hefði verið með stóran erlendan eignarhlut, þá held ég að það hefði ráðið úrslitum.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 42.

„Mig rekur ekki minni til þess að við höfum rætt það í þessari svokölluðu ráðherranefnd hvort við ættum þá bara að hætta við fyrst þetta var ekki þessi banki sem var búið að tala um og kannski gerði maður sér ekki grein fyrir því hversu mikill munur var á þessum bönkum. En ráðgjöfin er ennþá sú að það sé rétt að ganga að þessu tilboði S-hópsins þrátt fyrir það að þetta sé annar banki en talað hafði verið um.“

Skýrsla Valgerðar Sværisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 13.

„1. Getur viðskiptaráðherra upplýst með óyggjandi hætti, m.a. á grundvelli upplýsinga sem aflað verði frá Fjármálaeftirlitinu hérlendis og sambærilegri stofnun í Þýskalandi, hvort þýski bankinn Hauck & Aufhäuser var eins og haldið hefur verið fram meðal raunverulegra kaupenda og síðan eigenda Búnaðarbankans sem hluti af Eglu hf. þegar einkavæðingu Búnaðarbankans lauk, sbr. tilkynningu 16. janúar 2003?“

Fyrri liður fyrirspurnar Ögmundar Jónassonar til viðskiptaráðherra á Alþingi, dags. 20. febrúar 2006.

ofangreindu. Upplýsingarnar benda ekki til þess að bankinn hafi átt mikla faglega samleið með Búnaðarbankanum sem almennum viðskiptabanka, eins og hann var á þessum tíma.¹¹⁶

Við skýrslutökur leitaðist rannsóknarnefndin m.a. við að upplýsa nánar hvað hefði staðið á bak við áherslu stjórnvalda á erlenda þátttöku í tilboði á lokastigi sölufærlis Búnaðarbankans, sérstaklega með hliðsjón af því að fyririrleggjandi gögn um söluna benda samkvæmt framangreindu til þess að því sjónarmiði hafi verið léð veruleg þýðing við ákvörðun um val á viðsemjanda um bankann. Verður þá að hafa í huga að hugmyndir stjórnvalda og aðgerðir á fyrri stigum lutu að því að fá erlendan kaupanda að hlut ríkisins í Landsbankanum í heild sinni. Enn fremur er minnt á að í markmiði með erlendu eignarhaldi á þessum fyrri stigum fólst ekki síst að fagleg þekking og reynsla erlendra aðila af rekstri banka eða fjármálaþjónustu kæmi til góða við rekstur hins einkavædda banka. Í skýrslu Davíðs Oddssonar kom fram að í upphafi hefðu væntingar stjórnvalda lotið að því að fá inn reynslu í þessu skyni en síðan „þegar þær tilraunir höfðu ekki borið ávöxt, að þá var þó talið æskilegt að inn í þetta dæmi kæmu erlendir peningar“.¹¹⁷ Aðspurður sérstaklega um sölu Búnaðarbankans í þessu sambandi, þ.e. hvort stjórnvöld hefðu varðandi áherslu á erlenda þátttöku í kaupunum eingöngu horft til fjármunanna en ekki hugsanlegrar reynslu sem erlend fjármálastofnun hefði, taldi Davíð að svo hefði verið, sbr. nánari tilvitnun til skýrslu hans hér til hliðar. Hann taldi einnig að áhersla mundi hafa verið lögð á erlenda þátttöku í kaupum á Landsbankanum, hefði sú aðstaða á annað borð verið fyrir hendi í því sölufærlu (sem ekki var), sbr. ummæli sem höfð eru eftir Davíð hér til hliðar. Í skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni var Valgerður Sværisdóttir m.a. spurð um viðbrögð RnE við því þegar í ljós kom að sá þekkti erlendi banki sem S-hópurinn hafði ítrekað vísað til í sölufærlinu tæki ekki þátt í tilboði þeirra heldur annar og óþekktur erlendur banki, sbr. tilvitnun til skýrslu hennar hér til hliðar.¹¹⁸

Þess ber loks að geta í þessu sambandi að 20. febrúar 2006 kom fram á Alþingi skrifleg fyrirspurn Ögmundar Jónassonar til viðskiptaráðherra sem laut að þátttöku H&A í kaupunum á Búnaðarbankanum en um efni fyrirspurnarinnar er vísað til tilvitnunar til fyrri liðar hennar hér til hliðar.¹¹⁹ Skriflegt svar viðskiptaráðherra var lagt fram á Alþingi 4. maí 2006.¹²⁰ Í svarinu var vísað til athugunar Fjármálaeftirlitsins að beiðni ráðuneytisins í tilefni af fyrirspurn þingmannsins og gerð grein fyrir forsendum og gögnum sem Fjármálaeftirlitið hafði horft til. Var afstaða Fjármálaeftirlitsins sögð sú að „miðað við þær upplýsingar sem stofnunin [hefði] aflað sér, sbr. þær skyldur

116. Tekið er fram að ekki verður séð á fyririrleggjandi upplýsingum nú að starfsemi og eðli Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA hafi breyst á þeim árum sem liðin eru frá einkavæðingu bankanna. Í meginatriðum virðist vera um að ræða einkabanka, hlutfallslega lítinn á evrópskan mælikvarða, með afmarkaða starfsemi á sviði einkabankaþjónustu á landfræðilega takmörkuðu svæði í Mið-Evrópu. Um það að bankinn sinni öðru en einkabankaþjónustu finnast ekki upplýsingar en samkvæmt því virðist hann ekki vera almennur viðskiptabanki. Almennar upplýsingar um bankann og starfsemi hans eru m.a. aðgengilegar á heimasíðu hans, www.hauck-aufhaeuser.de.

117. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 42.

118. Í ályktunum rannsóknarnefndar í lok 6. kafla eru rakin nokkru nánar atriði á borð við þann mun á erlendu bönkunum Société Générale og Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA sem t.d. er vísað til í skýrslu Valgerðar Sværisdóttur, sbr. tilvitnun á spásíu.

119. Alþt. 2005–2006, A-deild, bls. 2893.

120. Alþt. 2005–2006, A-deild, bls. 5177.

sem VI. kafli laga nr. 161/2002 [legði] á hana, [væri] ekkert sem [benti] til annars en að Hauck & Aufhäuser [hefði] verið hluthafi í Eglu hf. í samræmi við veittar upplýsingar í tengslum við sölu á hlut ríkisins í Búnaðarbanka Íslands hf. í janúar 2003“. Þess var getið að þegar Fjármálaeftirlitið hefði á sínum tíma tekið afstöðu til hæfis kaupenda Búnaðarbankans til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki, sbr. VI. kafla laga nr. 161/2002, hefði stofnunin leitað eftir viðhorfi systurstofnunar sinnar í Þýskalandi sem ekki hefði gert „athugasemdir við viðskiptin“. Í ljósi þess hefði Fjármálaeftirlitið ekki talið tilefni til að leita sérstaklega til þeirrar stofnunar á ný vegna athugunar sinnar í tilefni af fyrirspurn þingmannsins. Niðurstaða viðskiptaráðherra í svari við fyrirspurn þingmannsins er birt hér til hliðar.¹²¹

6.3.3.4 *Upplýsingar úr gögnum og skýrslutökum rannsóknarnefndar Alþingis um breytingar á viðmiðum og kröfum á lokastigi sölufærlis ríkisbankanna*

Af köflunum hér að framan má sjá að þau viðmið og kröfur til kaupenda sem af hálfu stjórnvalda var lagt upp með í sölufærlis bankanna tóku breytingum meðan á ferlinu stóð. Sérstaklega verður ráðið af framangreindri umfjöllun að á lokastigi sölufærlisins, þ.e. um það bil frá ágústmánuði 2002 og þar til gengið var frá sölu bankanna með um hálfmánaðar millibili kringum áramótin 2002 til 2003, hafi það skilyrði sem sett hafði verið fram um reynslu og þekkingu á sviði fjármálaþjónustu verið rýmkað til muna. Náin tengsl eru síðan á milli þeirrar breytingar og aðlögunar sem varð á stefnu stjórnvalda um erlent eignarhald á bönkunum. Upphaflegar tilraunir til að finna áhugasama erlenda kaupendur að hlut ríkisins í Landsbankanum reyndust árangurslausar. Á lokastigi sölufærlis Búnaðarbankans léðu hins vegar stjórnvöld því viðmiði verulega þýðingu við val á kaupanda að bankanum að erlendir aðili ætti þar hlut að máli.

Skrifleg gögn rannsóknarnefndarinnar bera vott um þessa þróun, einkum að því er varðar viðmiðið um þekkingu og reynslu, eins og rakið hefur verið. Þá liggur fyrir að formaður FnE tjáði S-hópnum á einkafundi nefndarinnar með hópnum 28. ágúst 2002 að við val á kaupanda yrði gefinn „plús fyrir erlenda peninga“. Líkt og áður kom fram virðist þeim upplýsingum ekki hafa verið komið á framfæri við aðra bjóðendur, hvorki við söluna á Landsbankanum né Búnaðarbankanum. Í skriflegum gögnum rannsóknarnefndar kemur hins vegar ekki fram nein bein og meðvituð ráðagerð eða afstaða stjórnvalda á þeim tíma sem salan fór fram til ofangreindra breytinga á viðmiðum við söluna eða nánari upplýsingar um forsendur þeirra og þá á þann hátt að slíkum áherslubreytingum hafi verið komið formlega á framfæri við bjóðendur í sölufærlinu. Hér að framan hefur verið vitnað til skýrslna þeirra Valgerðar Sverrisdóttur og Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd um ýmis atriði varðandi sölufærlis ríkisbankanna árin 2001 til 2003. Í þeim koma fram atriði sem varpað geta ljósi á framangreindar breytingar og aðlögun viðmiða við sölu bankanna og rétt þykir að rekja hér.

Í kafla 6.3.2 hér að framan var m.a. fjallað um spurningar rannsóknarnefndar til Davíðs og Valgerðar sem lutu að ákvarðanatöku stjórnvalda um sölu beggja bankanna á sama tíma í ljósi þess að þar voru boðin til sölu tvö

„Ráðuneytið er þeirrar skoðunar að fyrirleggjandi upplýsingar lögbærra yfirvalda, í þessu tilviki FME og BaFin, og staðfesting virts endurskoðunarfyrma, samanber og sjálfstæða athugun Ríkisendurskoðunar, gefi ekki tilefni til þess að efast um að Hauck & Aufhäuser hafi verið meðal hluthafa í Eglu hf. frá 16. janúar 2003 til 17. mars 2005.“

Úr svari viðskiptaráðherra frá 4. maí 2006 við fyrirspurn Ögmundar Jónassonar.

121. Sjá nánar um efni fyrirspurnarinnar og svars ráðherra fyrri tilvísanir til Alþingistíðinda. Bæði þingskjölin eru að auki aðgengileg á vef Alþingis, sbr. efturfarandi hlekk: <http://www.althingi.is/dba-bin/ferill.pl?ltg=132&mmr=550>.

„[V]ið vildum tvennt, við vildum auðvitað einkavæða þessa einkavæða, við vildum að bankakerfið væri með svipuðum hætti og í vestrænum ríkjum þar sem að ríkisreknir bankar eru undantekningar. Meginreglan er hin og við vildum færa það í það form og sem ég held að það hafi nú í sjálfu sér, a.m.k. í byrjun meðan menn kunnu sér hóf, menn sáu strax fyrstu tvö, þrjú, fjögur árin að bankastarfsemi var með allt öðrum brag hér heldur en hafði verið í áratugi.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 36.

„Ég held að það hafi ekki verið vegna tímans, ég held að það hafi verið vegna þess að þau höfðu ekki gengið upp og, þannig að menn setja, þetta er bara eins og ef þú ætlar að ráða einhvern mann til starfa, þú setur æskilegustu kostina fram og ef það gengur ekki, þá tekurðu næstbestu kostina. En eins og ég segi, við höfðum breytt lögnum 2001, til að herða reglurnar og eftirlitsreglur o.þ.h. og auka, að koma ákvörðunarvaldinu um það hvort að viðkomandi aðilar teldust hæfir til að fara með banka úr höndum stjórnmalamannanna yfir í hendur Fjármálaeftirlitsins.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 38.

„Já, hún hafi ekki gengið upp. Það voru tilraunir gerðar, heiðarlegar og góðar tilraunir en hitt markmiðið var að einkavæða bankana og að til þess fengjust menn sem Fjármálaeftirlitið mæti að væru hæfir til að reka banka.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 42.

hliðstæð fyrirtæki á markaði sem misserin þar á undan hefði verið í lægð og því hvort stjórnvöld hefðu talið það gott áferði til að selja tvo banka. Davíð samsinnti því að „afturkippur“ hefði verið á þessum tíma en tók á móti sérstaklega fram að af sömu ástæðu hefði verið „mjög æskilegt fyrir okkur að fá aura inn á þessum sama tíma“. ¹²² Nokkru síðar í skýrslu Davíðs kom að auki fram það viðhorf hans að það hefði verið „mjög æskilegt fyrir okkur að fá inn erlent fé á þessum tíma“. ¹²³ Aðspurður hvort stjórnvöld hefðu þegar þarna var komið sögu, þ.e. eftir að tilboð voru komin fram í Landsbankann í byrjun september 2002, fyrst og fremst horft til þess að ná inn fjármunum fyrir eign ríkisins í bönkunum svaraði Davíð: „Á þessum tíma, já.“ ¹²⁴ Einnig tiltók Davíð að stjórnvöldum hefði þótt mikilvægt sjónarmið út af fyrir sig að ljúka einkavæðingu bankanna, sbr. tilvitnun til skýrslu hans hér til hliðar, og að það myndi nást á yfirstandandi kjörtímabili, en fyrir lá að næstu almennu þingkosningar yrðu vorið 2003 og því skammur tími til stefnu frá og með ágústmánuði 2002. Um það sagði Davíð nánar tiltekið að menn vildu „auðvitað uppfylla þau markmið sem menn [gæfu] sér“. ¹²⁵ Samkvæmt Davíð var það sjónarmið þó vægara á metunum en hitt að stjórnvöld töldu á þessum tíma fullreynt að hægt væri að ná þeim markmiðum sem lagt hafði verið upp með á fyrri stigum söluferlisins, þ.e. viðmiðunum um reynslu og þekkingu af bankamarkaði eða fjármálaþjónustu og um erlent eignarhald á bönkunum sem stóðu líkt og fyrr segir í nánú innbyrðis sambandi. ¹²⁶ Um það komu m.a. fram hjá Davíð þau sjónarmið sem vitnað er til hér til hliðar. Spurningu hvort draga mætti þá ályktun af lokastigi söluferlis bankanna að þá hafi í raun og veru verið fallið frá hinni upphaflegu hugmynd um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu svaraði Davíð játandi, sbr. nánar tilvitnun hér til hliðar. ¹²⁷ Davíð tiltók að þetta hefði verið gert „eingöngu vegna þess“ að fyrri tilraunir til að beita þessum viðmiðum við sölu bankanna hefðu brugðist og, í sambandi við Landsbankann sérstaklega, að stjórnvöld hefðu haft í huga að enda þótt bjóðendur uppfylltu ekki sjálfir viðmið um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu hefðu þeir lýst því yfir að reyndir bankamenn yrðu ráðnir til að vera við stjórnvölinn, sem síðan hefði gengið eftir. ¹²⁸

Í kafla 6.3.3.2 hér að framan var m.a. vitnað til minnisblaðs viðskiptaráðherra frá 2. júlí 2002 sem unnið var í kjölfar þess að FnE barst bréf Samsonhópsins frá 27. júní 2001 þar sem hópurinn lýsti formlega yfir áhuga á kaupum á hlut ríkisins í Landsbankanum. Í minnisblaðinu kom fram afdráttarlaus afstaða ráðherra um það að hópurinn uppfyllti ekki viðmið stjórnvalda í söluferlinu um þá kröfu sem stjórnvöld töldu að gera yrði til kjölfestufjórðingis að hann hefði faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu. Af skýrslu Valgerðar Sverrisdóttur, þáverandi viðskiptaráðherra, fyrir rannsóknarnefndinni verður ráðið að ástæða þess að stjórnvöld völdu Samson-hópin til einkaviðræðna, þrátt fyrir þessa afdráttarlausu fyrri afstöðu viðskiptaráðuneytisins,

122. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 35.

123. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 36. Sjá nánari tilvitnun til þessara orða Davíðs í kafla 6.3.3.1.

124. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 36.

125. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 36–37.

126. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 38.

127. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 42.

128. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 36. Sjá einnig bls. 33.

hefði eingöngu verið sú að ráðgjafi stjórnvalda við söluna, breski fjárfestingabankinn HSBC, mat Samson-hópinum með öðrum hætti, sbr. tilvitnun til orða hennar að þessu leyti hér til hliðar. Valgerður svaraði því síðan til, aðspurð hvort ákvörðun um þetta hefði þá alfarið verið í höndum HSBC, að það hefði „bara sennilega [verið] þannig, við treystum mjög á þá“.¹²⁹ Hér má einnig vísa til atriða úr skýrslu Valgerðar sem tilfærð eru í kafla 6.3.5.1 þess efnis að RnE hefði ekki átt þátt í því að viðskiptaráðuneytið tók þessa upphaflegu neikvæðu afstöðu til hugmynda Samson-hópsins, heldur hefði verið um að ræða sjálfstæð sjónarmið viðskiptaráðuneytisins. Á sama stað kom fram hjá Valgerði að RnE hefði þá ekki heldur rætt sérstaklega breytingar eða fráhrarf frá þessu viðmiði við val á viðsemjanda um Landsbankann og skírskotaði hún einnig um það til hlutverks HSBC við söluna, sbr. tilvitnun á spássíu.

Varðandi þátt HSBC í aðdraganda ákvörðunar RnE 9. september 2002 um val á Samson-hópnum til einkaviðræðna um Landsbankann telur rannsóknarnefndin rétt að geta um atriði sem fram komu hjá Valgerði Sverrisdóttur og Steingrími Ara Arasyni við skýrslutökur rannsóknarnefndar.¹³⁰ Bæði báru um að það hefði vakið athygli sína á þessu stigi í ferlinu að Skarphéðinn Berg Steinarsson, starfsmaður einkavæðingarnefndar, hefði tekist á hendur för einsamall til London til fundar við ráðgjafa stjórnvalda um söluna hjá HSBC. Steingrímur Ari lýsti vitneskju sinni um tilgang fararinnar með þeim orðum að starfsmaðurinn hefði farið á fund HSBC til að „sitja með þeim yfir því hvernig [ætti] að stilla upp matslíkaninu“ þó svo „það [hefði átt] að heita að þetta reiknilíkan væri komið frá HSBC-bankanum“.¹³¹ Í sambandi við fráhrarf á þessu stigi söluferlisins frá kröfum um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu, og þá áherslu á önnur viðmið í staðinn, nánar tiltekið það eitt og sér að fá inn fjármagn í ríkissjóð, tiltók Valgerður þau sjónarmið sem vitnað er til hér til hliðar. Hún gat þess síðan að hún hefði vitað af því að viðkomandi starfsmaður FnE hefði farið einn til London á fund HSBC. Tilgangur ferðarinnar væri henni ókunnugur en hún hefði orðið „mjög hissa og reið“ þegar hún frétti af henni. Hún sagðist þó ekki hafa fylgt þeirri afstöðu sinni sérstaklega eftir á vettvangi ríkisstjórnarinnar.¹³²

Enda þótt það varði ekki skýrslutökur heldur skrifleg gögn rannsóknarnefndarinnar telur nefndin rétt í þessu samhengi að vitna loks til tölvubréfs Edward Williams, þess starfsmanns HSBC sem fór með ráðgjöf bankans gagnvart íslenskum stjórnvöldum í söluferlinu, til starfsmanns FnE frá 29. ágúst 2002, þ.e. daginn eftir að FnE sendi þremur eftirstandandi bjóðendum í Landsbankann samhljóða bréf með ósk um upplýsingar með hliðsjón af þeim viðmiðum eða áhrifaþáttum sem ráða skyldu vali á viðsemjanda til einkaviðræðna um Landsbankann. Tölvubréf Williams fjallar um slík viðmið eða áhrifaþætti og innbyrðis vægi þeirra, m.a. með vísan til fyrri reynslu HSBC af ráðgjöf við einkavæðingu ríkisbanka. Undir lok bréfsins komu fram sjónarmið um skilgreiningu á viðmiðum og vægi þeirra í tilteknu samhengi sem vitnað er orðrétt til hér á spássíu.

„Ja, vegna þess að ráðgjafar fyrirtækið HSBC kemst að þeirri niðurstöðu að þeir hafi heilmikla faglega þekkingu og séu færir um að kaupa banka.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis, 15. október 2009, bls. 9.

„Þá nefni ég aftur HSBC, þeir telja þá hæfa og meta þá þannig að þeir geti átt banka og rekið banka. Það var bara það sem réði för.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 20.

„Ja, það er náttúrulega lagt upp með það eins og ég las herna upp áðan að fagleg þekking væri mjög mikilvæg. Síðan einhverra hluta vegna þá ráðleggur HSBC þetta og býr til þessar krítériur sem ég hef ekki þekkingu til að meta en komu mér á óvart.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 7.

„By defining the criteria and weighting carefully, it is possible to arrive at the “right” result in selecting the preferred party, whilst having a semi-scientific justification for the decision that will withstand external critical scrutiny.“

Úr tölvubréfi Edward Williams, starfsmanns HSBC, til Skarphéðins Berg Steinarssonar, starfsmanns framkvæmdarnefndar um einkavæðingu, dags. 29. ágúst 2002.

129. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 10.

130. Steingrímur Ari Arason var fulltrúi fjármálaráðherra í framkvæmdarnefnd um einkavæðingu frá árinu 1991 og þangað til hann sagði sig úr nefndinni með bréfi til forsætisráðherra, dags. 10. september 2002, sbr. nánar síðar í kaflanum.

131. Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 12.

132. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 7–8.

6.3.4 Almenn stefnumótun og ákvarðanatöku í söluferli bankanna

Hér að framan hefur verið fjallað um helstu viðmið og kröfur til kaupenda að bönkunum og þá annars vegar þær sem stjórnvöld virðast af gögnum að dæma hafa lagt upp með að fylgja í söluferlinu og hins vegar þær sem gögn og aðrar heimildir benda til að fylgt hafi verið í framkvæmd á lokastigum þess. Að mati rannsóknarnefndar er einnig rétt að vikja almennt að því hvernig ákvarðanatöku um þessi efni var háttáð, þ.e. í hverra höndum það verkefni var að afmarka og móta slík viðmið og kröfur. Eins og nánar er rakið í kafla 6.3.1 hér að framan lét Alþingi það verkefni stjórnvöldum alfarið eftir með hinni opnu söluheimild laga nr. 70/2001. Í þessu sambandi er til skýringar fyrst rétt að minna á þær stofnanir og aðila sem af hálfu íslenskra stjórnvalda fóru með sölu bankanna, gera grein fyrir stigskiptri valdaröð þeirra og vekja athygli á nokkrum atriðum varðandi innra samspil og ákvarðanatöku þeirra í milli.

6.3.4.1 Störf ráðherranefndar og samspil við framkvæmdanefnd og HSBC

Ráðherranefnd um einkavæðingu (RnE) starfaði undir forystu forsætisráðherra en auk hans áttu þrjú ráðherrar þar sæti: utanríkis-, viðskipta- og fjármálaráðherra. Undir nefndinni starfaði, í umboði forsætisráðherra, framkvæmdanefnd um einkavæðingu (FnE) sem sinnti nánari undirbúningi og framkvæmd einkavæðingar ríkisfyrirtækja og þá einnig bankanna.¹³³ Í FnE áttu sæti fulltrúar hvers og eins ráðherra sem sæti áttu í RnE og naut nefndin starfskrafta starfsmanna úr viðkomandi ráðuneytum, ýmist í fullu starfi eða hlutastarfi. FnE bar upp við RnE til endanlegrar ákvörðunar tillögur sínar og ráðgjöf í málum sem vörðuðu einkavæðingu ríkiseigna og voru til meðferðar á hverjum tíma.¹³⁴ Eins og rakið hefur verið starfaði enski bankinn HSBC við söluferli Landsbankans og síðar Búnaðarbankans samkvæmt endurnýjuðum samningum við FnE allt frá ágúst 2001, leitaði að kaupendum og veitti alla almenna og sérstaka ráðgjöf við söluferlið allt þar til því lauk. Rétt er að taka fram að ekki verður séð af þeim gögnum sem rannsóknarnefndin hefur fengið afhent að íslensk stjórnvöld hafi á því tímabili sem hér um ræðir haft neina aðra sérstaka ráðgjafa við söluferlið.

Skrifleg gögn sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur fengið í hendur um störf framangreindra aðila við söluferlið einskorðast við störf FnE og HSBC. Er þar í meginatriðum um að ræða fundargerðir FnE, bréfaskipti nefndarinnar við aðila sem tengdust söluferlinu, samninga við HSBC og gögn frá HSBC. Rannsóknarnefndin athugaði sérstaklega hvort hjá stjórnvöldum væru tiltæk skrifleg gögn um störf RnE sem varpað gætu ljósi á almenn störf og ákvarðanatöku nefndarinnar í söluferlinu, svo sem fundargerðir, en samkvæmt svörum stjórnvalda fundust engin slík gögn í vörslum þeirra. Meðal skriflegra gagna um söluferli bankanna sem rannsóknarnefndin hefur fengið afhent frá stjórnvöldum eru fáein bréf FnE til RnE, yfirleitt með tillögum um ákvarðanatöku á einstökum stigum söluferlisins. Engin sérstök svarbréf RnE við slíkum bréfum er að finna í gögnunum. Einu ummerkin sem þessi skriflegu gögn bera um ákvarðanatöku RnE eru stutturðar handskrifaðar áritanir for-

133. Erindisbréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu, sbr. bréf forsætisráðuneytisins til fyrrv. formanns nefndarinnar, Hreins Loftssonar hrl., dags. 14. febrúar 1996.

134. Rétt er að undirstrika að hér er ekki tilgangurinn að gefa heildstætt yfirlit yfir stjórnkerfi einkavæðingar á Íslandi heldur einungis grófa drætti í ljósi viðfangsefnis kaflans.

manns RnE á nokkur framangreind bréf FnE, efnislega á þá lund að formaður staðfesti fyrir hönd RnE að nefndin hafi samþykkt viðkomandi málefni.¹³⁵

Í ljósi ofangreinds leitaðist rannsóknarnefnd við í skýrslutökum að afla frekari upplýsinga um starfshætti RnE. Eins og fram er komið gáfu m.a. skýrslu fyrir rannsóknarnefndinni Valgerður Sverrisdóttir og Davíð Oddsson, þáverandi viðskipta- og forsætisráðherra, sem sæti áttu í RnE á þessum tíma. Skýrslur þeirra eru samkvæmt framangreindu einu upplýsingarnar sem rannsóknarnefnd eru tiltækar um störf RnE.

Lýsing Davíðs og Valgerðar á starfsháttum RnE bendir til að þeir hafi verið óformlegir. Sjá um það t.d. tilvitnun til framburðar Valgerðar hér til hliðar þar sem einnig kemur fram að nefndin hafi ekki haldið fundargerðir. Aðspurður hvort hann minntist þess að stefnumörkun hefði farið fram af hálfu ríkisstjórnarinnar um skilyrði og kröfur til kaupenda á hlutum ríkisins í bönkunum sagðist Davíð „ekki minnst þess sérstaklega“.¹³⁶ Eins og framar hefur verið rakið liggja heldur ekki fyrir nein gögn um það að RnE hafi sem slík haft hlutverki að gegna varðandi stefnumótun við einkavæðingu, hvorki almennt séð né í einstökum málum. Þau atriði sem hér eru nefnd úr skýrslum Davíðs og Valgerðar eru í samræmi við þetta og ekki komu að öðru leyti fram í skýrslum þeirra atriði sem benda til annars en að RnE hafi ekki farið með virkt hlutverk að þessu leyti.

Varðandi stefnumótun í sölufurlinu og samspil og samvinnu milli hlutaðeigandi stjórnvalda að því leyti bætir framburður Valgerðar einu atriði við. Við skýrslutöku hjá rannsóknarnefnd komu m.a. hjá henni til tals þær kröfur til væntanlegra kjölfestueigenda í bönkunum um þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu sem m.a. mátti ráða af blaðagrein hennar í júlí 2001, sjá kafla 6.3.3.2, að ríkisstjórnin gengi út frá í sölufurlinu. Í minnisblöðum FnE og viðskiptaráðuneytisins frá 30. júní og 2. júlí 2002, sbr. sama kafla, var áfram lögð áhersla á þetta viðmið um væntanlega kaupendur bankanna og talið að Samson-hópurinn uppfyllti ekki kröfur til kjölfestufjárfestis á þeim grundvelli. Fyrir rannsóknarnefnd bar Valgerður að sjónarmiðin í minnisblaði ráðuneytisins hafi stafað sjálfstætt frá viðskiptaráðuneytinu án þess að RnE hefði formlega fjallað um eða tekið sérstaka afstöðu til þeirra. Nánar tiltekið segir Valgerður um þetta viðmið að það hafi bara verið „frá okkur sko og þetta [var] aldrei eitthvað sem ráðherranefndin sem slík [féllst] á að [væri] hið rétta“ og að RnE hafi „aldrei verið neitt sammála“ um þau sjónarmið sem hún setti fram í áður nefndri grein sinni eða minnisblaði, það hafi bara verið „texti okkar í viðskiptaráðuneytinu“.¹³⁷

Varðandi almenna stöðu RnE og ábyrgð á ákvarðanatöku hennar komu fram hjá Davíð Oddssyni þau sjónarmið að RnE „færi yfir málið“ og að þar væri „kynnt fyrirætlun“ viðkomandi fagráðherra en endanleg ákvörðun um

„[R]áðherranefndin er ekkert frá degi til dags að ráðsmennskast í þessum málum. Það er náttúrulega einkavæðingarnefndin [FnE] sem hefur þar gríðarlega mikið hlutverk, það er ekki nema endrum og eins sem málin koma eitthvað til ráðherranefndarinnar þegar þarf að taka einhverjar ákvarðanir. [...] Það var, eins og þið sjálfst sagti vitið, miðað við það hvað það eru lítil gögn til um þessa ráðherranefnd, þetta voru óskaplega óformlegir fundir og menn hittust ekki nema, það var kannski bara ákveðið á ríkisstjórnarfundum að sitja eftir, þessir aðilar sem voru í ráðherranefndinni, og eiga einhver smáviðtöl. Þannig að þetta var ákaflega óformlegt og ekki skrifuð fundargerð.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 6 og 13.

135. Sjá t.d. bréf framkvæmdanefndar til ráðherranefndar, dags. 18. október 2002 og 4. og 15. nóvember s.á. Með hinu fyrsta var lagt til að rætt yrði við Kaldbak og S-hópin um kaup á hlut ríkisins í Búnaðarbankanum. Bréfið er áritað „Samþ. 18.10.2002“ og undirritað af forsætisráðherra. Annað bréfið var tillaga framkvæmdanefndar um að ganga til samninga við S-hópin um Búnaðarbankann. Það er áritað „Samþ. af ráðherranefnd 4. mar. 2002“ og undirskrifað af forsætisráðherra. Þriðja bréfið er tillaga framkvæmdanefndar um texta rammasamkomulags (HoA) við S-hópin. Það er áritað „Nefndin samþykk. 15/11 2002“ og undirritað af forsætisráðherra.

136. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 38.

137. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2008, bls. 10 og 20.

„Ja, ég held að þetta hafi verið rétt ákvörðun í sjálfu sér hjá ráðherrunum og ég hef staðfest hana í einkavæðingarnefndinni. ... bar að mínu leyti pólitíska ábyrgð, með öðrum á henni, en stjórnskipuleg ábyrgð er ráðherrans. Ég er ekki að skjóta mér undan ábyrgð en svo hef ég bara búið við það í háa herrans tíð að allt sem er ákveðið hefur verið eignað mér. Með réttu eða röngu.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 41.

„[Þ]egar þú ræður þér þekktan og góðan sérfræðing í þeim efnum til að setja fram síðan óskir og kröfur, þá mundum við halda að þá mundu öll fagleg og efnisleg sjónarmið, það ætti ekki að koma frá ríkisstjórninni, [...] ráðgjafinn mundi sjá til þess að þau lægju [fyrir], auk þess eins og ég segi ætti síðan Fjármálaeftirlitið að veita og meta það hvort þeir væru hæfir. [...] [M]jitt hlutverk í þessu er aðallega að veita pólitíska leiðsögn, leiðsögn og yfirstjórn í þessu, ég er ekki síðan í einhverjum detail-um.“

Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis
4. janúar 2010, bls. 38 og 45.

„Ég held að það hafi nú bara verið ákveðið þarna 2001 um leið og ákveðið er að ganga að þessum tillögum einkavæðingarnefndarinnar að það verði ráðinn þarna alþjóðlegur ráðgjafi sem skuli leiða okkur áfram í þessu máli öllu. Það er HSBC sem fær það hlutverk og í rauninni þá er, ég a.m.k. geri mjög mikið með þá ráðgjöf, ég trúi því að þeir hafi staðið faglega að málum og það kostaði mikla peninga að kaupa þá ráðgjöf af þeim [...].
Við treystum okkar einkavæðingarnefnd og kannski treystu þeir HSBC eða hvernig það var.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 5–6.

„Gagnrýni [Steingrims Ara Arasonar] á vinnubrögð [framkvæmdanefndar um einkavæðingu] snúa fyrst og fremst að eftirtöldum tveimur atriðum:

- Reglur við mat á tilboðum voru óljósar og í veigamiklum atriðum ákveðnar eftir að tilboð lágu fyrir. Í stað mats með hlutlögum og gegnsæjum hætti leiddu vinnubrögð framkvæmdanefndarinnar til huglægrar niðurstöðu.
- Mikilvæg atriði voru ófrágengin þegar samþykkt var að ganga til einkavæðinganna við Samson ehf. en traust undirstaða getur augljóslega ráðið óslitum um þróun mála þegar til lengri tíma er litið.“

Skýrsla Ríkisendurskoðunar frá október 2002.

sölu ríkisfyrirtækis í hverju tilviki og stjórnskipuleg ábyrgð á þeirri ákvörðun lægi hjá fagráðherrunum, hvort sem hann ætti sæti í RnE eða ekki. Samkvæmt þessari afstöðu Davíðs var það þá viðskiptaráðherra í tilviki ríkisbankanna þar sem þeir heyrðu undir málefna svið þess embættis. Davíð vísaði til dæma af sölu Síldarverksmiðja ríkisins í þessu sambandi, þar sem sjávarútvegsráðherra hefði tekið endanlega ákvörðun um söluna. Að mati Davíðs gat ákvörðunarmáttur um einstakar sölur ekki hvílt hjá RnE sem stjórnvaldi. Davíð tók fram að þetta þýddi ekki að „þetta hefði ekki verið rætt við [hann]“ og tiltók einnig þau sjónarmið sem vitnað er til hér á spássíu.¹³⁸

Þá kom fram hjá Valgerði að RnE hafi aldrei í söluferlinu haft bein samskipti við eða hitt ráðgjafa ríkisstjórnarinnar frá HSBC. Í skýrslu hennar kom einnig fram að ákvarðanatöku nefndarinnar hefði almennt verið á forni einfaldrar undirritunar formanns, þ.e. forsætisráðherra, fyrir hönd nefndarinnar, á bréf með einstökum tillögum FnE en það er í samræmi við afrit gagna frá FnE hjá rannsóknarnefnd sem fyrr segir.¹³⁹ Davíð og Valgerður lýsa því bæði að nefndin hafi við ákvarðanatöku í söluferli bankanna almennt reitt sig á ráðgjöf þeirra aðila sem undir henni störfuðu og bjuggu tillögum að efnislegum ákvörðunum í hendur hennar. Nefna þau bæði HSBC sérstaklega í þessu sambandi. Um það komu nánar tiltekið fram þær athugasemdir af þeirra hálfu sem vitnað er til hér til hliðar.

6.3.4.2 Sjónarmið um stýringu ráðherranefndar á vali á viðsemjendum um bankana á lokastigi söluferlisins

Steingrímur Ari Arason var fulltrúi fjármálaráðherra í framkvæmdanefnd um einkavæðingu frá árinu 1991 og þar til hann sagði sig úr nefndinni með bréfi til forsætisráðherra, dags. 10. september 2002. Það var daginn eftir að RnE ákvað, í samræmi við tillögu FnE, að ganga til viðræðna við Samson eignarhaldsfélag ehf. um kaup á hlut ríkisins í Landsbankanum. Í bréfi sínu gaf Steingrímur Ari upp að ástæðan fyrir úrsögn hans væru „þau vinnubrögð sem viðhöfð [hefðu] verið“ í aðdraganda þeirrar ákvörðunar sem leitt hefðu til þess að „aðrir áhugasamir kaupendur [hefðu] verið sniðgengnir þrátt fyrir hagstæðari tilboð fyrir ríkissjóð á alla hefðbundna mælikvarða“. Steingrímur Ari vísaði til reynslu sinnar af setu í nefndinni frá upphafi starfs hennar árið 1991 og kvaðst aldrei hafa kynnst „öðrum eins vinnubrögðum“.¹⁴⁰ Í skýrslu Ríkisendurskoðunar sem tekin var saman í tilefni af úrsögn Steingrims Ara, sbr. nánar neðanmáls, var vitnað til helstu gagnrýnisatriða hans með þeim hætti sem lesa má á spássíu hér til hliðar. Af nánari lýsingu í skýrslu Ríkisendurskoðunar má ráða að Steingrímur Ari hafi sérstaklega talið óeðlilegt að vikið væri frá meginreglu um ráðandi vægi verðs við sölu ríkisfyrirtækja á þann hátt að draga úr því m.t.t. annarra matsþátta.¹⁴¹

138. Skýrsla Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 4. janúar 2010, bls. 39–40.

139. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 13.

140. Bréf Steingrims Ara Arasonar til forsætisráðherra, dags. 10. september 2002. Í tilefni af úrsögn Steingrims Ara var Ríkisendurskoðun falið að taka saman skýrslu um vinnubrögð stjórnvalda í söluferlinu. Skýrslan kom út í október 2002 og bar yfirskriftina „Greinargerð um útbod á fjórðungshlut ríkisins í Landsbanka Íslands hf.“ Vitnað er til bréfs Steingrims Ara á bls. 16 í skýrslunni. Um sjónarmið hans á þeim tíma að öðru leyti en hér er rakið og rannsókn og niðurstöðu Ríkisendurskoðunar er vísað til skýrslunnar. Hún er aðgengileg á hlekknum: http://www.ríkisend.is/files/skyrslur_2002/einkavæðing.pdf. Sótt 24. janúar 2010.

141. Um meginregluna við sölu ríkisfyrirtækja um ráðandi vægi verðs og öryggi greiðslna sjá 6. gr. verklagsreglna um útbod og sölu ríkisfyrirtækja frá 9. febrúar 1996, með síðari breytingum. Nánar tiltekið segir þar að taka skuli því tilboði sem gefi öruggustu greiðslur og hæst

Steingrímur Ari gaf skýrslu fyrir rannsóknarnefnd Alþingis og bar m.a. um það að stefnubreyting hefði orðið á starfi FnE og sambandi hennar við RnE um þessar mundir. Vikið hefði verið frá hinu almenna verklagi sem tíðkast hafði frá upphafi hjá FnE um að nefndin „ynni upp valkosti“ til RnE á þann hátt að RnE hefði farið að gefa FnE fyrirmæli um efnislegar niðurstöður í vali milli viðsemjenda. Í skýrslu Steingríms Ara kom m.a. fram að RnE hefði verið hætt að halda formlega fundi á þeim tíma og ákveðið hlutina í staðinn „bara á einhverjum hlaupum“. Nánar tiltekið sagðist Steingrímur Ari hafa „fengið meira og meira á tilfinninguna“ að á þessu stigi hefðu ákvarðanir ekki lengur komið frá RnE sem slíkri heldur eingöngu Davíð Oddssyni og Halldóri Ásgrímssyni, forsætis- og utanríkisráðherra sem áttu sæti í nefndinni. Þeir hefðu tekið „pólítískar ákvarðanir“ um val á viðsemjendum og þá með þeim hætti að FnE hefði fengið þau skilaboð frá þeim að semja ætti við Samson-hópinn um Landsbankann en S-hópinn um Búnaðarbankann, sbr. m.a. tilvitnun til skýrslu hans hér til hliðar. Í skýrslu Steingríms komu m.a. fram sjónarmið sem skilja má svo að samskipti hafi átt sér stað milli Samson-hópsins og fulltrúa stjórnvalda áður en FnE barst bréf Samson-hópsins, dags. 27. júní 2002, þar sem lýst var yfir áhuga á Landsbankanum, sbr. tilvitnun hér til hliðar.¹⁴² Hér má vísa til þess sem fram kom í kafla 6.3.3.1 hér að framan um samskipti milli einstakra aðila úr Samson-hópnum við stjórnvöld fyrir sendingu bréfsins, m.a. í skýrslum Björgólfs Guðmundssonar og Davíðs Oddssonar. Af síðast tilvitnuðum atriðum úr skýrslu Steingríms Ara má m.a. ráða að innan FnE hafi verið til staðar vitneskja um áhuga Samson-hópsins en formlegt erindi frá þeim verið talið forsenda frekari viðbragða af hálfu nefndarinnar. Eins og nánar er rakið í köflum 6.3.2 og 6.3.3.2 fóru stjórnvöld þá leið eftir viðtöku bréfs Samson-hópsins að auglýsa opinberlega eftir áhugasömum kaupendum að báðum bönkunum. Í þessu fóru þau gegn ráðgjöf og tillögum FnE sem miðuðu við að Landsbankinn yrði auglýstur fyrst.

Steingrímur Ari sem var fulltrúi fjármálaráðherra í FnE kveðst hafa rætt afstöðu sína um pólítísk afskipti af ákvarðanatöku um viðsemjendur um bankana sérstaklega við fjármálaráðherra og upplifað það „mjög sterkt að hann vildi bara vera á hliðarlínunni“. Steingrímur Ari tók einnig almennt fram að fjármálaráðherra og viðskiptaráðherra, sem sátu í RnE með forsætis- og utanríkisráðherra, hefðu verið „ótrúlega sko passíf og mikið á hliðarlínunni“ í ferlinu.¹⁴³ Aðspurður kvaðst Steingrímur Ari ekki geta vísað til skjallegra gagna eða annarra heimilda, dæma eða upplýsinga sem varpað gætu nánara ljósi á staðreyndir málsins og það hvort afstaða hans væri á rökum reist.¹⁴⁴

Í skýrslu Valgerðar Sverrisdóttur komu einnig fram sjónarmið um það að ákvörðun um að ganga til samninga við Samson-hópinn um Landsbankann hefði stafað frá forsætisráðherra, það hefði „ekki leynt sér“ að hennar mati.¹⁴⁵ Hún rökstuddi það hvorki sérstaklega frekar né vísaði til gagna, heimilda eða

„[É]g er 99,9% viss að [Davíð Oddsson og Halldór Ásgrímsson] taka ákvörðun um þetta, að selja báða bankana samtímis, að ganga til viðræðna við S-hópinn um kaup á Búnaðarbankanum og Samson-hópinn um kaup á Landsbankanum.“

Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 5–6.

„[V]ið skulum orða það þannig, ég sem sagt man þetta ekkert svo nákvæmlega, en það er mjög líklegt að við höfum verið búnir að fá vitneskju um áhuga þeirra áður en þetta bréf kom fram frá þeim. [...] [M]ig rámar í það að þetta hafi borið á góma áður en, eða verið rætt sem sagt svona óformlega þá í nefndinni áður en að, áður en að bréfið kom og það hafi verið okkar afstaða að við getum ekki verið eitthvað að vinna í málinu nema það komi formlegt erindi.“

Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 5 og 7.

staðgreiðsluverð. Reglurnar eru t.d. birtar sem fylgiskjal við skýrslu Ríkisendurskoðunar frá október 2002 og fjallað um þær í I. kafla skýrslunnar. Sjá einnig 10. gr. sömu reglna um heimild til frávíka frá reglunum við „sérstakar aðstæður“, sem skirskotað var til með nánara tilgreindum hætti í álit Ríkisendurskoðunar í kafla V í framangreindri skýrslu.

142. Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 6–7.

143. Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 8–9 og 26–27.

144. Skýrsla Steingríms Ara Arasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 12. október 2009, bls. 6, 18–19 og 25–27.

145. Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd 15. október 2009, bls. 20–21.

„[A]ndrúmsloftið var þannig að maður upplifði það mjög sterkt að hann [Davíð Oddsson] vildi að Samson keypti Landsbankann, ég hef ekkert meira fyrir mér í því.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 21.

„[Þ]að hefur nú komið fram opinberlega að hann [Halldór Ásgrímsson] vildi gjarnan að þeir yrðu þá einn hópur, Kaldbakur og S-hópurinn. Hann átti einhver samtöl við aðila um það. Það var símafundur sem þeir áttu þar sem það var... já, hann hefur sjálf sagt orðið fyrir einhverjum þrýstingi og kannski meiri þrýstingi en ég, báðir vildu fá bankann, og það er kannski af því að ég kona, ég veit það ekki, að það hafi verið talið að ég væri ekki kannski ekki að stjórna þessu.“

Skýrsla Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 21.

„Svar við ofangreindum spurningum óskast hið fyrsta svo unnt verði að taka ákvörðun um næstu skref. Á meðan þeim er ósvarað telur undirritaður ógerlegt að meta hvort hann og samstarfsaðilar hans hafi áhuga á að fjárfesta í kjölfestuhlut í Landsbanka Íslands hf. eða Búnaðarbanka Íslands hf.“

Úr bréfi Björgólfs Thors Björgólfssonar til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 29. júlí 2002.

dæma um atvik úr söluferlinu því til stuðnings en tók fram það sem haft er eftir henni hér til hliðar. Spurningu um hvort sambærileg sjónarmið hefðu verið uppi varðandi afstöðu Halldórs Ásgrímssonar til S-hópsins svaraði Valgerður með þeim hætti sem einnig er vitnað til á spássíu.

Upplýsingar sem varpað gætu nánara ljósi á framangreinda afstöðu og sjónarmið Steingríms Ara og Valgerðar, og þá hvort heldur renna undir þau stöðum eða hrekja þau, koma ekki fram í þeim gögnum og heimildum sem rannsóknarnefnd hefur fengið afhent frá stjórnvöldum eða aflað með sjálfstæðum hætti. Tilraunir til að upplýsa um þessi atriði með skýrslutökum fyrir nefndinni, og þá m.a. hvort þeir sem höfðu áður lýst athugasemdum um hvernig staðið var að málum í undirbúningi að sölu bankanna, þ. á m. Steingrímur og Valgerður, gætu veitt fyllri upplýsingar að því leyti, urðu ekki til að varpa skýrara ljósi á þessi atriði en að framan greinir.

6.3.5 Samskipti Samsonar og stjórnvalda í söluferli Landsbankans

Líkt og áður kom fram fólst í bréfi Samson-hópsins frá 27. júní 2002 yfirlýsing um áhuga á kaupum á 33% hlut í Landsbankanum auk kaupréttar að 10% hlut í viðbót. Eftir auglýsingu FnE 10. júlí s.á. ítrekaði lögmaður Samsonar fyrra bréf hópsins með bréfi til FnE, dags. 25. sama mánaðar. Hinn 29. júlí s.á. skrifaði Björgólfur Thor Björgólfsson bréf til FnE þar sem fram kom að hópurinn teldi þörf á að fá svör við tilteknum spurningum sem síðan voru taldar upp, m.a. um það hvort yfir höfuð stæði til að selja kjölfestuhlut í bönkunum. Um tilefni þessara fyrirspurna vísaði Björgólfur einkum til ummæla viðskiptaráðherra í sjónvarpsviðtali sem hann taldi bera vott um „óvissu og stefnuleysi“ um sölu bankanna.¹⁴⁶ Bréfinu lauk með þeim orðum sem vitnað er til hér til hliðar. Með bréfi lögmanns Björgólfs, dags. 7. ágúst 2002, voru fyrirspurnir hans ítrekaðar og áréttuð þau sjónarmið úr fyrra bréfinu sem vitnað var til á spássíu „svo [Björgólfur Thor] og samstarfsaðilar hans [gætu] ákveðið hvaða vinnubrögð þeir [myndu] viðhafa í þessu máli“.¹⁴⁷ Svar FnE við bréfi Björgólfs er dagsett 16. ágúst 2002 og kemur þar fram að ummæli þau sem Björgólfur hafði eftir viðskiptaráðherra hefðu ekki haft aðra þýðingu en þá að auglýsingin hefði verið sett fram til að leita eftir hugsanlegum áhuga en salan sjálf væri hins vegar háð því að samkomulag næðist um verð og aðra skilmála.¹⁴⁸ Í lok ágúst setti Samson síðan fram fjölbættar athugasemdir og fyrirspurnir vegna sölu á eign Landsbankans í Vátryggingafélagi Íslands, sbr. bréf lögmanns hópsins til FnE, dags. 29. ágúst þ.á.

Kringum mánaðamótin ágúst-september 2002 aflaði FnE upplýsinga frá þremur eftirstandandi viðsemjendum um Landsbankann m.t.t. til viðmiða og krafna til kaupanda að bankanum, sbr. samhljóða bréf FnE til bjóðenda frá 28. ágúst, og verðs sem bjóðendur hefðu í huga, sbr. samhljóða bréf FnE til bjóðenda frá 4. september. Svör Samsonar við þeim bréfum komu fram með bréfum til FnE, dags. 2. september og 6. september. Með fyrrnefnda bréf-

146. Í bréfinu er haft eftir viðskiptaráðherra að hún hafi svarað spurningu um hvort selja ætti bankana með þeim orðum að „það [ætlaði] hún ekki að fullyrða um á þessari stundu því að við [hefðum] fyrst og fremst [verið] að óska eftir viðbrögðum og athuga um áhuga“.

147. Bréf Þórunnar Guðmundsdóttur til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 7. ágúst 2002.

148. Bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til Björgólfs Thors Björgólfssonar, dags. 16. ágúst 2002.

inu gerði Samson m.a. þá breytingu á fyrri hugmyndum sínum um kaupin að auka við þann kauprétt sem félagið óskaði eftir, úr 10% í 12,5% og laut kauphugmynd félagsins þar með að 45,8% hlut í bankanum samanlagt. Í síðarnefnda bréfinu gaf Samson upp verðbilið 3,00–3,90 krónur fyrir hvern hlut sem nánar skyldi ákvarðast samkvæmt forsendum sem Samson rakti m.a. í bréfinu.

Hinn 9. september 2002 var Samson eignarhaldsfélag ehf. valið til einkaviðræðna við ríkið með ákvörðun RnE. Sama dag skrifaði FnE Samson bréf og tilkynnti ákvörðunina. Þar var einnig komið á framfæri athugasemdum vegna komandi viðræðna um kaupin. Þar á meðal vildi nefndin „taka skýrt fram“ að hún teldi sig ekki bundna af því verðbili sem Samson hafði lýst yfir samkvæmt framangreindu. Nefndin taldi mörk þess verðbils sem miða ætti við liggja hærra þar sem eðlilegt væri að litið yrði til „markaðsverðs að viðbættu álagi“ þegar um væri að ræða sölu á umtalsverðum hlut í bankanum. Einnig gerði nefndin athugasemd, án nánari forsendna, við „tillögur tilboðsgjafa varðandi kauprétt á viðbótarhlutum“.¹⁴⁹

Samson svaraði tilkynningu FnE um einkaviðræðurnar og athugasemdum nefndarinnar með bréfi daginn eftir, 10. september. Þar var vísað til bréfa Samsonar til FnE frá 27. júní, 25. júlí og 2. og 6. september s.á. og m.a. tekið fram að „engar eðlislegar breytingar“ hefðu orðið á grunnforsendum. Með því að velja félagið til frekari viðræðna teldu forráðamenn þess að FnE yrði að „gera það á þeim forsendum sem þegar [væru] ljósar“. Einkum væri þar átt við verðbil Samsonar, greiðslu í erlendum myntum og kaupréttarákvæði. Þær forsendur voru síðan ítrekaðar og í kjölfarið settar fram ákveðnar forsendur gagnvart FnE um framhald viðræðna, sbr. tilvitnun hér til hliðar. Rétt er að nefna að í sama bréfi ítrekaði Samson fyrri fyrirspurnir sínar varðandi söluna á eignarhluta í Vátryggingafélagi Íslands hf. út úr Landsbankanum og setti fram fleiri í sérstöku fylgiskjali með bréfinu.

Hinn 17. september 2002 skrifaði formaður FnE bréf til Samsonar þar sem staðfest var að nefndin myndi ganga til einkaviðræðna við Samson um kaup á að minnsta kosti 25% hlut í Landsbanka Íslands og var um þá stærðartilgreiningu vísað til fréttatilkynningar FnE frá 10. júlí s.á. þar sem hún kom einnig fram. Í kjölfarið fóru fram viðræður milli aðila um kaupin. Samkvæmt minnispunktum starfsmanns FnE frá 10. október 2002 virðist í viðræðunum einkum hafa steytt á stærð hlutarins og ósk Samsonar um kauprétt á 12,5% hlut í viðbót við 33,3% hlutinn, sbr. nánar í tilvitnun hér til hliðar. Einnig kom fram það sjónarmið viðkomandi starfsmanns FnE að ef nú bryti á í viðræðunum væri það „eingöngu vegna magnsins“ sem þó hefði aldrei verið ljóst að væri takmarkandi þáttur.¹⁵⁰

Í sömu minnispunktum og fjallað var um hér að ofan var getið um pólitíska andstöðu Framsóknarflokksins á þessum tíma við að selja Samson stærri hlut en 33,3%.¹⁵¹ Í því ljósi vekur athygli sérstakt bréf sem Björgólfur Thor

„Grunnforsendur Samson, sem hafa verið ljósar frá upphafi eru:

- Verðbilið er 3,00-3,90
- Um er að ræða 33,3% eignarhlut með kauprétti á 12,5% til viðbótar.
- Greiðsla verður í erlendum myntum miðað við þær gengisforsendur sem tilgreindar voru í bréfi þann 27. júní sl.

Þessar forsendur liggja til grundvallar á vali framkvæmdanefndar um einkavæðingu á kjölfestufjórðungi og því hlýtur nefndin að byggja val sitt á fyrrgreindum forsendum. Forráðamenn Samson vilja taka það skýrt fram að ef virða á forsendur félagsins að vettugi er litið svo á sem framkvæmdanefnd um einkavæðingu hafi hafnað viðræðum við félagið.“

Úr bréfi Samsonar til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 10. september 2002.

„Allt frá upphafi hefur það legið fyrir að Samson vill eignast umtalsvert stærri hlut í Landsbankanum en 33,3%. Hefur það verið sett fram af þeirra hálfu sem kaupréttur þar til því var komið á framfæri við þá á viðræðufundi sl. mánudag að ríkið vildi ekki veita kauprétt m.a. vegna þeirrar óvissu sem því fylgdi. Í upphaflegum hugmyndum Samson um kauprétt var rætt um að gildistími hans væri tvö ár.

- Samson spilaði því þá á móti að auk þeirra 33,3% sem væru keypt núna þá væri samið um kaupskyldu og kláraðist hún á næsta ári.

Var sú tímasetning valin vegna forsendna fjárlagafrumvarps næsta árs.“

Úr minnispunktum Skarphéðins Berg Steinarssonar, starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 9. október 2002.

149. Bréf framkvæmdanefndar um einkavæðingu til Samsonar eignarhaldsfélags ehf., dags. 9. september 2002.

150. Minnispunktar Skarphéðins Berg Steinarssonar, starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 9. október 2002.

151. Minnispunktar Skarphéðins Berg Steinarssonar, starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 9. október 2002. Sjá einnig skýrslu Valgerðar Sverrisdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 10, þar sem m.a. kemur fram hjá Valgerði að Framsóknarflokkurinn hafi til að byrja með ekki verið „ásátt um að þeir [Samson] keyptu svona stóran hlut“.

„Samson gerir tilboð í 45,8% kjölfestuhlut í Landsbankanum og er félagið reiðubúið að greiða kr. 12.259.149.130,- sem gerir meðalgengið 3,91 kr. pr. hlut nafnverðs. Kaupin greiðast þannig: [...] Alger forsenda fyrir framangreindu meðalverði liggur í stærð þess eignarhlutar sem um ræðir, þ.e. 45,8%. Að öðrum kosti er alls ekki hægt að festa verðið við 3,91. Rétt er að taka skýrt fram að ekki er um kauprétt að ræða heldur skýra kaupskyldu.“

Úr bréfi Samsonar til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 16. október 2002.

„Ofangreint tilboð gildir til kl. 17:00 fimmtudaginn 17. október 2002. Að öðrum kosti lítur Samson svo á að ríkið hafi slitið viðræðum við félagið.“

Úr bréfi Samsonar til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 16. október 2002.

Björgólfsson sendi Valgerði Sverrisdóttur, viðskiptaráðherra, dags. 14. október 2002, þar sem gerð var grein fyrir sjónarmiðum Samsonar í tengslum við viðræður um kaup á Landsbankanum. Vikið verður að þessu bréfi í kafla 6.3.6 hér á eftir í öðru samhengi. Í því lýsti Björgólfur m.a. þeirri afstöðu að „[t]il að geta talist kjölfestufjórðingur í Landsbankanum [væri] 33,3% eignarhlutur ekki nægjanlegur í ljósi þeirra miklu fjármuna sem Samson [hefði] lýst áhuga á að koma með inn í íslenska hagkerfið“. ¹⁵² Efnislega er því lýst í framhaldinu að það fæli í sér „mikla áhættu“ fyrir félagið að lenda í aðstæðum þar sem hætta væri á hagsmunabaráttu og ágreiningi um stefnu bankans við aðra hluthafa, færi svo að ekki yrði komið til móts við óskir Samsonar um stærð hlutarins. Loks segir að það hefði „veruleg áhrif“ á áhuga Samsonar fyrir kaupum á hlut í Landsbankanum að þær aðstæður sköpuðust ekki.

Tveimur dögum síðar, 16. október 2002, skrifuðu forsvarsmenn Samsonar bréf til formanns einkavæðingarnefndar, sbr. einnig kafla 6.3.7, þar sem gengið var lengra og sagt beint út að ef sá hlutur sem Samson yrði boðið að kaupa væri minni en 45,8% væri það mat þeirra að „ekki [væri] verjandi út frá áhættu að færa svo mikla fjármuni erlendis frá til fjárfestingar hérlandis“. Í beinu framhaldi sagði að „svo há fjárhæð, án þess að geta séð fyrir endann á einkavæðingarferlinu, fæli í sér of mikla áhættu“. ¹⁵³ Í bréfinu áréttaði Samson tilboð sitt, sbr. tilvitnun hér til hliðar. Einnig var vitnað til bréfs Samsonar til FnE frá 10. september s.á. og þeirra grunnforsendna félagsins sem þar komu fram og þá voru sagðar forsendur frekari viðræðna af hálfu félagsins. Bréfi Samsonar til formanns FnE lauk með því að tilboðið var sagt gilda fram á næsta dag og ríkinu þá veittur frestur sem því nam til að taka afstöðu til þess, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Líkt og áður kom fram var skrifað undir rammasamkomulag um kaup Samsonar á hlutabréfum ríkisins tveimur dögum síðar eða 18. október 2002 og kaupsamningur var undirritaður 31. desember s.á. Meginatriði kaupanna breyttust ekki þarna á milli. Ef meginefni kaupsamningsins er borið saman við tilboð Samsonar eins og það hljóðaði síðast, sbr. tilvitnun hér að framan til bréfs félagsins frá 16. október til formanns FnE, virðist mega ráða að kaupin hafi í grundvallaratriðum farið fram samkvæmt því tilboði Samsonar. ¹⁵⁴ Í stuttu máli var munurinn á því og hugmyndum Samsonar um kaupin á fyrri stigum söluférlisins, sem fram komu í áður nefndum bréfum félagsins frá 27. júní, 4. og 6. september, sá að í stað kaupréttar á 12,5% hlutnum var kveðið á um kaupskyldu Samsonar gagnvart þeim hlut. ¹⁵⁵ Einnig var meðalgengi á hvern hlut í viðskiptunum ákveðið einum eyri (þ.e. 0,01 krónu) herra en efstu mörk þess verðbils sem Samson hafði áður lagt til, þ.e. 3,91 í stað

152. Bréf Björgólfs Thors Björgólfssonar til Valgerðar Sverrisdóttur, viðskiptaráðherra, dags. 14. október 2002.

153. Bréf Samsonar eignarhaldsfélags ehf. til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 16. október 2002.

154. Seldur var 45,8% hlutur í tveimur áföngum, 33,3% í fyrsta áfanga en í síðari áfanga var kaupskylda á 12,5% hlut. Samkvæmt fréttatilkynningu FnE um kaupsamninginn, dags. 31. desember 2002, var núvirt (til þess tíma) meðalgengi hlutabréfa í viðskiptunum 3,91. Fréttatilkynningin er aðgengileg á hlekknum <http://www.forsactisraduneyti.is/raduneyti/verkefni/Einkavaeding/nr/259>. Sótt 29. janúar 2010.

155. Sjá til hliðsjónar um tildrög og þýðingu þess atriðis frá sjónarhóli ríkisins minnisþunkta starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu frá 9. október 2002 sem vitnað er til framar í kaflanum.

3,90.¹⁵⁶ Hafa ber í huga að í söluferlinu hafði Samson frumkvæði að því að hækka hlutfall kaupréttarins úr 10% í 12,5%.

Loks er rétt að geta þess að í kjölfar áreiðanleikakannana á síðari stigum samningaviðræðna aðila um kaupin kom upp ágreiningur um mat á afskriftaþörf hjá Landsbankanum og þar með um verðmæti bankans og greiðslu fyrir hann.¹⁵⁷ Brugðist var við þessum ágreiningi með sérstöku ákvæði í kaupsamningnum 31. desember 2002. Í grein 4.5 í samningnum sagði þannig efnislega að vegna mismunandi mats á vaxandi afskriftaþörf bankans hefðu aðilar „komið sér saman um sérstakar aðferðir við mat á tilteknum þáttum í eignum [bankans] sem fram [færi] í október 2003“. Mati og aðferðum var lýst á tveimur fylgiskjölum, B og C, við samninginn og töldust þau hluti hans, sbr. einnig áður nefnda grein samningsins. Ekki er ástæða til að rekja þau ágreiningsatriði nánar hér en geta má þess að í fylgiskjali B var sérstaklega fastsett að „[n]ettó fjárhæð til lækkunar [skyldi] þó aldrei“ nema hærri fjárhæð en 700 milljónum króna og að „[n]iðurstaða matsins [gæti] undir engum kringumstæðum haft í för með sér hækkun kaupverðs“. Eftir að mat hafði farið fram samkvæmt þessum ákvæðum samningsins varð niðurstaðan sú að kaupverð bankans var lækkað til fulls samkvæmt framangreindu hámarki sem fastsett var í fylgiskjali B, þ.e. um 700 milljónir króna.¹⁵⁸ Um þessi ákvæði í kaupsamningnum um Landsbankann var fjallað í skýrslu Ríkisendurskoðunar um einkavæðingu helstu ríkisfyrirtækja frá desember 2003, sbr. tilvitnun hér til hliðar.¹⁵⁹

„Ljóst er nú að þessi ákvæði komu til framkvæmda að fullu, þ.e. söluverðið var lækkað um 700 m.kr. og kemur það til lækkunar lokagreiðslunni 29. desember 2003. Samningsaðilar tókust á um þetta atriði en þetta varð niðurstaðan og er hún tæplega gagnrýniverð miðað við þær forsendur sem lágu að baki.“

Skýrsla Ríkisendurskoðunar, Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja árin 1998–2003, frá desember 2003.

6.3.6 Fjármögnun Samsonar samkvæmt kaupsamningi um Landsbankann

Í þessum kafla er sjónum beint að atriðum sem varða fjármögnun kaupa Samsonar eignarhaldsfélags ehf. á hlutafé ríkisins í Landsbankanum samkvæmt kaupsamningi milli félagsins og íslenska ríkisins frá 31. desember 2002.

6.3.6.1 Áhersla á þýðingu „erlendis fjár“ í samningaviðræðum

Í bréfaskiptum Samson-hópsins við FnE og önnur stjórnvöld vegna söluferlisins á Landsbankanum var iðulega skírskotað til upplýsinga um umsvif hópsins í viðskiptum erlendis, nánar tiltekið í tengslum við eignarhald og rekstur þeirra á bjórverksmiðjunni Bravo í Rússlandi og sölu þeirrar verksmiðju árið 2002 til stórfyrirtækisins Heineken. Í fyrsta bréfi hópsins til FnE, dags. 27. júní 2002, var t.a.m. sérstaklega skírskotað til þess að hópurinn hefði aflað sér mikillar reynslu í viðskiptum og var um það m.a. vísað til „[uppbyggingar] á bjórverksmiðjunni Bravo í Rússlandi“. Eftir að hugsanlegum viðsemjendum um Landsbankann hafði verið fækkað í þrjá afhenti FnE eftirstandandi bjóð-

156. Sjá fyrri umfjöllun um tilboð Samsonar og hins vegar áður tilvitnaða fréttatilkynningu um kaupsamninginn. Ríkið seldi Samson samtals 3.135.332.258 hluti í Landsbankanum, sbr. greinar 3.1.1–3.1.2 í kaupsamningi aðila frá 31. desember 2002. Miðað við 0,01 kr. hækkun á núvirtu (til þess tíma) meðalgengi hvers hlutar frá 3,90 kr. upp í 3,91 kr. nam því hækkun á greiðslu Samsonar, frá upphaflegum hugmyndum félagsins um hámark verðbilsins, 31.353.323 krónum.

157. Sjá einkum bréf Samsonar til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 13., 14. og 23. desember 2002 og svar formanns framkvæmdanefndarinnar við síðastnefnda bréfinu, dags. 24. desember 2002.

158. Aðilar kaupsamningsins undirrituðu sérstaka yfirlýsingu um þetta og fleiri frágangsaatriði við lokagreiðslu vegna samningsins 10. nóvember 2003. Yfirlýsingin er meðal gagna rannsóknarnefndar.

159. *Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja árin 1998–2003*. Ríkisendurskoðun, desember 2003, bls. 61.

„Björgólfur Thor Björgólfsson, Magnús Þorsteinsson og Björgólfur Guðmundsson voru meirihlutaeigendur í rússnesku bjórverksmiðjunni Bravo, sem sold var hollenska bjórrisanum Heineken í febrúar á þessu ári. Í fréttatilkynningu samfara sölunni kom fram að heildarsamningurinn var metinn á um \$400 milljónir. Hluta af þeim fjármunum sem þeir fengu í sinn hlut vegna sölunnar verður ráðstafað sem eiginfjárframlagi inn í íslenska eignarhaldsfélagið. [Sbr. Samson eignarhaldsfélag ehf. sem hópurinn stofnaði síðar.] Gert er ráð fyrir að eiginfjárframlag íslenska eignarhaldsfélagsins verði amk. 30% og verður það greitt inn í reiðufé. Eiginfjárframlagið liggur í dag hjá erlendu verðbréfafyrirtæki. Samið verði við lánastofnanir um fjármögnun á þeim 70% sem út af standa.“

Úr bréfi Samson-hópsins til framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 2. september 2002.

„I finally had a brief conversation with Thor Björgólfsson at 3.30pm today, covering the following points:

- on financing, they have had discussions with a bank on a 4 year term loan, with a single bullet repayment at the end of the period. The interest on the loan would be serviced from other assets and not from the dividends of Landsbanki. [...] He claimed that he could finance the transaction out of 100% equity, but does not wish to do so as it lowers the IRR of the investment. [...]“

Úr tölvubréfi Edwards Williams til Skarphéðins Berg Steinarssonar, starfsmanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 6. september 2002.

„Ef sá hlutur sem Samson er boðað að kaupa er minni en 45,8% er það mat okkar að ekki sé verjandi út frá áhættu að færa svo mikla fjármuni erlendis frá til fjárfestingar hérlandis. Svo há fjárhæð, án þess að geta séð fyrir endann á einkavæðingarferlinu, felur í sér of mikla áhættu.“

Úr bréfi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 16. október 2002.

„En þegar sú staða var upp komin að það var strax þarna í ársbyrjun 2002 ljóst að þetta var ekki að ganga upp, það var enginn erlendur aðili sem hafði áhuga á þessu fyrir einhverja peninga eða sanngjarnt verð. Hins vegar gáfu sig fram aðrir aðilar þarna um mitt sumar 2002, sem höfðu þá, gátu uppfyllt það markmið að koma með erlendan gjaldreyri inn í landið, þá þótti það athyglisvert, og síðan er farið þá í þetta sölufæri sem hófst þarna haustið 2002 og því lýkur á gamlársdag“

Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 2. júlí 2009, bls. 5.

endum samhljóða bréf, dags. 28. ágúst 2002, með spurningum sem lutu að þeim viðmiðum sem stjórnvöld gerðu þá ráð fyrir að leggja til grundvallar við söluna, sbr. umfjöllun hér að framan. Í svari Samsonar, dags. 2. september s.á., var komist svo að orði varðandi fjármögnun kaupverðsins að „heildarsamningurinn“ við sölu á eign þeirra í Rússlandi hefði verið „metinn á“ 400 milljónir bandaríkjadala, sbr. nánari tilvitnun hér til hliðar. Fyrir liggur einnig tölvubréf, dags. 6. september 2002, frá þeim forstöðumanni HSBC sem stýrði ráðgjöf bankans fyrir íslensk yfirvöld, Edward Williams, til starfsmanns FnE þar sem Williams lýsir samtali sem hann átti við Björgólf Thor Björgólfsson um tilboð Samsonar. Samtalið virðist hafa verið liður í athugun HSBC á bjóðendum í bankann. Williams hefur eftir Björgólfi þær upplýsingar varðandi fjármögnun sem vitnað er til hér til hliðar, þ. á m. að hann, en þar er væntanlega átt við Samson-hópinn, gæti fjármagnað kaupin alfarið með eigin fé en kysi að gera það ekki vegna þess að það minnkaði ávöxtun af fjárfestingunni.

Eftir að Samson eignarhaldsfélag ehf. hafði verið valið til einkavæðinga var ríkið um kaup á Landsbankanum sendi Björgólfur Thor bréf til viðskiptaráðherra, dags. 14. október 2002, þar sem áréttaðar voru tilteknar kröfur og sjónarmið Samsonar í viðræðunum. Í tengslum við kröfu félagsins um stærð eignarhlutarins var sérstaklega skirskotað til „þeirra miklu fjármuna sem Samson [hefði] lýst áhuga á að koma með inn í íslenska hagkerfið“. Tveimur dögum síðar, 16. október, skrifuðu þrír forsvarsmenn Samsonar í sameiningu bréf til formanns FnE og ítrekuðu tilboð félagsins í Landsbankann í einstökum atriðum og forsendur fyrir tilboðinu. Bréfinu lauk á þeim orðum að tilboðið gildi til kl. 17 daginn eftir. Síðan sagði: „Að öðrum kosti lítur Samson svo á að ríkið hafi slitið viðræðum við félagið.“¹⁶⁰ Framar í bréfinu var m.a. vitnað til sömu sjónarmiða og í bréfinu til viðskiptaráðherra tveimur dögum fyrr, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Samkvæmt framangreindu var á ýmsum stigum sölufærlisins beint eða óbeint skirskotað til þess af hálfu Samsonar að söluandvirði vegna eignasölu erlendis væri hópnum tiltækt sem eigið fé og yrði af kaupum hópsins á Landsbankanum hygðist hann nýta hluta þeirra fjármuna sem eigið fé til greiðslu á þriðjungi kaupverðsins. Ríkið fengi þannig umtalsverðan hluta þess greiddan með erlendum gjaldreyri. Umfjöllun í bréfum Samsonar sýnir að af hálfu félagsins var lögð veruleg áhersla á þessi sjónarmið gagnvart ríkinu sem seljanda bankans.

Í köflunum hér að framan, sbr. sérstaklega kafla 6.3.3.1, hefur komið fram að stjórnvöld léðu því atriði verulega þýðingu að fá greiðslu í erlendu fé fyrir hlut sinn í bönkunum. Þetta virðist a.m.k. hafa skipt máli við undirbúning ákvarðanatöku enda þótt slíkt viðmið hafi ekki verið sett fram með opnum og almennum hætti í sölufærlinu. Í þessu sambandi má einnig benda á athugasemd í minnisblaði viðskiptaráðuneytisins frá 2. júlí 2002 þar sem kom fram að ráðuneytið ætlaði því þýðingu að ef af kaupum Samson-hópsins á Landsbankanum yrði myndi það hafa í för með sér að erlent fé kæmi inn í landið, sbr. tilvitnun neðanmáls í kafla 6.3.3.2. Þá má um þetta vísa til skýrslu Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd, sbr. tilvitnun hér til hliðar, en Geir var fjármálaráðherra og meðlimur í RnE á þessum tíma.

6.3.6.2 *Akvæði um fjármögnun í rammasamkomulagi og kaupsamningi*

Hinn 18. október 2002 var skrifað undir rammasamkomulag (e. Head of Agreement – HoA) um kaup Samsonar eignarhaldsfélags ehf. á samtals

160. Bréf Samsonar eignarhaldsfélags ehf. til formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu, dags. 16. október 2002.

45,8% hlut ríkisins í Landsbankanum í tveimur lotum, fyrst 33,3% hlut en síðar 12,5% hlut, hvort tveggja samkvæmt nánari forsendum sem tilgreindar voru í samkomulaginu en ekki þarf að rekja sérstaklega hér. Samkvæmt 2. gr. rammasamkomulagsins var kaupverð tilgreint í Bandaríkjadöllum. Í 4. gr. var fjallað um hugmyndir aðila um fjármögnun (e. Finance proposal). Þar sagði m.a. að Samson hygðist fjármagna kaupin bæði með eigin fé og lántöku. Eigið fé til kaupanna væri þegar tiltækt Samson og viðræður um lántöku við banka á alþjóðavettvangi stæðu yfir. Samson byggist við að nauðsynlegt fjármagn yrði til staðar fyrir 18. nóvember s.á., sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Þess má geta að meðal gagna rannsóknarnefndar er tölvubréf, dags. 31. október 2002, frá Andra Sveinssyni, sem þá gegndi m.a. störfum hjá félaginu Hansa sem var á vegum forsvarsmanna Samsonar, til fulltrúa breska bankans HSBC, ráðgjafa íslenska ríkisins í sölufélinu þar sem vísað er til svara við spurningum sem Bretinn hafði áður sent Samson. Meðal annars er getið um atriði varðandi fjármögnun væntanlegra kaupa, sbr. tilvitnun hér til hliðar, sem gefa mynd af viðleitni Samsonar eftir undirritun rammasamkomulagsins til að afla lánsfjár erlendis með fulltingi fjármögnunarfyrirtækis.

Kaupsamningur um hlutafé í Landsbankanum milli íslenska ríkisins og Samsonar eignarhaldsfélags ehf. var undirritaður 31. desember 2002. Heildarstærð hlutar, lotur kaupanna m.t.t. afhendingar og greiðslna og önnur helstu ákvæði samningsins voru að meginstefnu eins og í rammasamkomulaginu. Líkt og í því var kaupverð ákveðið í Bandaríkjadöllum, sbr. grein 4.1 í samningnum. Kaupverð í heild var rúmar 139 milljónir Bandaríkjadala (USD 139.043.229,92), sbr. grein 4.4. Greiðslur Samsonar á kaupverði skyldu samkvæmt 5. gr. samningsins vera í þrennu lagi.

Greiðslur vegna hluta sem afhentir skyldu í fyrstu lotu, þ.e. vegna kaupa á 33,3% hlutafjár í bankanum, voru tvískiptar. Í fyrsta lagi skyldi Samson greiða USD 48.081.731,14 innan fjögurra bankadaga, sem nánar voru skilgreindir í samningnum, frá hinu síðasta af þremur tilteknum frestsskilyrðum í samningnum sem kæmi fram, sbr. i-lið í grein 5.1.1. Í öðru lagi skyldi Samson greiða eftirstöðvar greiðslu fyrri áfanga, USD 48.272.204,41, 30. apríl 2003 og naut seljandi handveðs í öllum hlutunum samkvæmt fyrri áfanga fram til þeirrar greiðslu, sbr. ii-lið sömu greinar.

Greiðsla vegna hluta sem afhenda skyldi í annarri lotu sölunnar, þ.e. vegna kaupa á 12,5% hlutafjár í bankanum, var ákveðin USD 42.689.294,37 og skyldi greiðast að fullu 29. desember 2003, sbr. grein 5.1.2. Sú greiðsla varð þó á endanum lægri samkvæmt því sem nú verður nánar rakið. Í grein 6.2 í samningnum var efnislega kveðið á um frádrátt frá kaupverði hluta sem afhenda skyldi í annarri lotu vegna arðs sem seljandi, þ.e. íslenska ríkið, fengi greiddan frá Landsbankanum á tímanum áður en afhending samkvæmt annarri lotu samningsins kæmi til framkvæmda. Frádrátturinn skyldi nema hæst 0,10 kr. á hlut og skyldi við útreikning á honum miða við gengi dollars 88,8 gagnvart íslenskri krónu. Rétt er að geta þess strax hér, vegna síðari umfjöllunar, að fullur frádráttur samkvæmt grein 6.2 kom til framkvæmda þegar afhending og greiðsla vegna annarrar lotu samningsins átti sér stað samkvæmt framangreindum ákvæðum. Greiðsla vegna afhendingar þeirra hluta lækkaði því um fjárhæð sem nam USD 963.641 og varð USD 41.725.653.¹⁶¹

„Samson intends to finance the acquisition through a mixture of equity and debt. The equity finance is already available to Samson and debt discussions are progressing with international banks. Samson is confident that the necessary financing will be in place by 18 November 2002.“

Úr rammasamkomulagi (Heads of Agreement) milli Samsonar og íslenska ríkisins um kaup á hlutafé í Landsbankanum, dags. 18. október 2002.

„Financing – we, along with Dawnay, Day Corporate Finance Ltd., have talked with 23 banks at this stage. Three have declined, six have shown much interest and the rest are valuating the documents at this stage. [...] Currently we are looking for having equity as 33,3% and the 66,7% leveraged. [...]“

Úr tölvubréfi Andra Sveinssonar til Anders Alfredson, starfsmanns HSBC, dags. 31. október 2002.

161. Sjá undirritaða yfirlýsingu aðila kaupsamningsins, dags. 11. nóvember 2003, þar sem m.a. var sammælt um fullan frádrátt samkvæmt grein 6.2 í samningnum. Yfirlýsingin er meðal gagna rannsóknarnefndar.

Kveðið var á um fjármögnun kaupanda í 7. gr. kaupsamningsins. Í fyrstu ákvæðum greinar 7.1 voru með nánari skírskotunum til viðskiptahagnaðar, hlutafjareignar, fjárhagsstöðu eignarhaldsfélaga og inneigna á bankareikningum settar fram tilteknar upplýsingar um fjárhagsstöðu þremminganna sem stóðu að Samson eignarhaldsfélagi ehf., Björgólfs Thors Björgólfssonar, Björgólfs Guðmundssonar og Magnúsar Þorsteinssonar. Þar á meðal sagði að fyrir lægi á fylgiskjali samningsins staðfesting frá Merrill Lynch International Bank Limited „á væntanlegu eiginfjárframlagi Björgólfs Thors Björgólfssonar og Björgólfs Guðmundssonar“. Fylgiskjalið var afrit af bréfi á ensku, dags. 20. nóvember 2002, frá starfsmanni í starfsstöð umrædds banka í London til íslenska fjármálaeftirlitsins. Efnislega var í bréfinu vísað til væntanlegrar fjárfestingar Björgólfs Thors Björgólfssonar og Björgólfs Guðmundssonar í Landsbankanum, tekið fram að vænst væri að hluti fjárfestingarinnar yrði fjármagnaður með eiginfjárframlagi að upphæð um 32 milljónir dollara og staðfest að þeir fjármunir væru til reiðu á reikningum forsvarsmanna Samsonar eignarhaldsfélags ehf. í umsjá einkabankaþjónustu bankans.¹⁶²

Í beinu framhaldi var í grein 7.1 í kaupsamningnum kveðið á um að greiðslur Samsonar vegna kaupanna yrðu með þrenns konar hætti, sjá til hliðsjónar fyrri umfjöllun um afhendingu hluta og fjárhæðir greiðslna. Tekið er fram að atriðum er sleppt sem ekki hafa þýðingu m.t.t. viðfangsefnis kaflans og er fylgt rómverskum númerum liðanna þriggja: (i) Helmingur þeirra hluta sem afhenda skyldi í fyrstu lotu yrði „staðgreiddur með eigin fé“ innan þess frests sem leiða mundi af ákvæðum gr. 5.1.1 í samningnum. (ii) Greiðsla fyrir síðari helming þess hluta sem afhenda skyldi í fyrstu lotu yrði fjármögnuð með lánsfé. Nánar sagði undir þessum lið: „Eiginfjárframlag vegna fyrsta hluta verður þannig 50%.“ (iii) Að því er varðar greiðslu vegna 12,5% hlutar sem afhendast skyldi í síðari lotu var „gert ráð fyrir“ að hún yrði fjármögnuð með „lánsfé að hluta“. „Eiginfjárframlag vegna þessa hluta“ myndi verða fjármagnað með biðreikningi hjá tilteknum banka í London sem sagður var verða laus til útgreiðslu í ágúst árið eftir.¹⁶³

„Miðað við ofangreindar forsendur [sjá meginmál] mun eiginfjárlutfall kaupanda aldrei verða lægra en 34,5%, þar sem staðgreiðsla í lið (i) nemur 34,5% af heildarfjárhæð.“

Úr grein 7.1 í kaupsamningi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. og íslenska ríkisins um hlutafé í Landsbanka Íslands hf., dags. 31. desember 2002.

„Aðilar eru sammála um að kaupandi skuli ekki fjármagna kaupin á 45,8% hlut í Landsbanka Íslands hf., með þátttöku bankans, hvort sem er með beinum eða óbeinum hætti í formi ábyrgða eða nokkurra skuldbindinga af hálfu bankans.“

Ákvæði í grein 7.2 í kaupsamningi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. og íslenska ríkisins um hlutafé í Landsbanka Íslands hf., dags. 31. desember 2002.

Í lok greinar 7.1 sem hér hefur verið vitnað efnislega til kom loks fram ákvæði um lágmarks eiginfjárframlag Samsonar í kaupverði Landsbankans samkvæmt samningnum, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

Í grein 7.2 í kaupsamningnum, sem var síðasta ákvæði kaflans um fjármögnun kaupanda, var kveðið á um að Samson væri óheimilt að fjármagna kaupin með þátttöku Landsbankans, sbr. nánari tilvitnun til ákvæðisins hér til hliðar. Samningurinn hafði ekki að geyma frekari sérstakar takmarkanir á fjármögnun af hálfu Samsonar hjá tilteknum fjármálastofnunum.

Kveðið var á um veðsetningu hinna seldu hluta í 12. gr. kaupsamningsins en skv. grein 12.1 var kaupanda „einungis heimilt að setja hlutina að veði til tryggingar lánnum sem eingöngu eru tekin til þess að fjármagna kaup á þeim hlutum sem hér um ræðir“.

Vegna samhengis þessa kafla er loks rétt að geta um grein 14.4 í kaupsamningnum en hún kvað á um það að vanefnd kaupanda á yfirlýsingu samkvæmt

162. Bréf Ivan Narandja, „Administration Officer“ hjá Merrill Lynch International Bank Limited í London, til Fjármálaeftirlitsins, dags. 20. nóvember 2002.

163. Nánari lýsing kom fram á atvikum varðandi þann reikning sem ekki þarf að rekja sérstaklega hér en fram kemur að um greiðslu vegna fyrri viðskipta eigenda Samsonar erlendis hafi verið að ræða og má ráða af lýsingu að fjármunirnir hafi lotið ákvæðum samninga í tengslum við þau viðskipti og því verið háðir atvikum og forsendum sem ekki varð fullýrt um í kaupsamningnum.

fylgiskjali H með samningnum teldist veruleg vanefnd á samningnum.¹⁶⁴ Á fylgiskjali H kom fram „skuldbindandi og óafturkallanleg“ yfirlýsing Björgólfs Thors Björgólfssonar, Björgólfs Guðmundssonar og Magnúsar Þorsteinssonar, dags. 10. janúar 2003, persónulega og fyrir hönd nánar tilgreindra einkahlutafélaga sinna, sem eigenda alls hlutafjár í Samson eignarhaldsfélagi ehf., um að þeir undirgengjust að bera, „þrátt fyrir að félagið [kæmi] fram sem kaupandi“ í kaupsamningi aðila, persónulega ábyrgð in solidum gagnvart íslenska ríkinu á atriðum sem talin voru upp í níu tölulíðum í framhaldinu. Ákvæði 1. tölul. yfirlýsingarinnar fól í sér takmörkun á ráðstöfunarrétti eigenda Samsonar að hlutum í félaginu eða réttindum samkvæmt þeim í tuttugu og einn mánuð frá undirritun kaupsamningsins, sbr. nánar hér til hliðar. Fyrri hluti 2. tölul. yfirlýsingarinnar laut svo að fjármögnun kaupverðs og fól í sér skuldbindingu þremminganna til hlutafjárframlags inn í Samson sem næmi að minnsta kosti 30% heildarkaupverðs samkvæmt samningnum, sbr. orðréttu tilvitnun hér til hliðar.

Þegar Björgólfur Guðmundsson gaf skýrslu fyrir rannsóknarnefndinni leitaðist nefndin við að fá fram nánari upplýsingar um það hvernig framangreind samningsákvæði um greiðslu Samsonar á kaupverði Landsbankans hefðu verið framkvæmd. Í skýrslu Björgólfs kom efnislega fram að greitt hefði verið í samræmi við samningsákvæðin, þ.e. einkum hvað varðaði greiðslueyri og hlutfall eigin fjár og lánsfjár. Við sama tækifæri kvaðst Björgólfur mundu senda nefndinni ítarlegri skriflegar upplýsingar um greiðslurnar.¹⁶⁵ Í kjölfar skýrslutökunnar sendi rannsóknarnefndin Björgólfi bréf, dags. 18. janúar 2010, með tilteknum fyrirspurnum varðandi framangreind atriði. Svör Björgólfs bárust nefndinni með bréfi, dags. 22. janúar s.á. Í bréfinu var m.a. gerð grein fyrir greiðslum Samsonar fyrir hlutina í Landsbankanum samkvæmt framangreindum samningi, sbr. tilvitnun til bréfsins hér til hliðar. Í beinu framhaldi er í bréfi Björgólfs nánar lýst því láni frá Búnaðarbankanum sem vikið er að í 2. tölulíð tilvitnaðra orða og er því lýst sem „láni nr. 977 í kerfum KB banka“. Síðar í bréfi Björgólfs koma fram lýsingar á þremur öðrum lánnum félagsins hjá KB banka, eins og vísað er til bankans í bréfinu, nr. 1427, 2455 og 2752. Vísað er til þeirra lýsinga hér að neðan eftir því sem tilfni er til.

Líkt og að framan greinir skyldi Samson „staðgreiða með eigin fé“ fyrstu greiðslu sína samkvæmt kaupsamningnum um Landsbankann. Sú greiðsla fór fram um miðjan febrúar 2003.¹⁶⁶ Við athugun nefndarinnar hafa ekki komið fram önnur gögn um fjármögnun Samsonar á þeirri greiðslu.

Rannsóknarnefndin aflaði gagna frá Kaupþingi banka, sem eins og kunnugt er átti m.a. rætur að rekja til Búnaðarbankans og síðar KB banka, um lánveitingar til Samsonar. Umbeðin gögn bárust nefndinni ásamt töflu þar

„Við munum ekki selja, veðsetja eða ráðstafa með öðrum hætti, hlutum okkar í [Samson eignarhaldsfélagi ehf.], eða réttindum samkvæmt þeim, í tuttugu og einn mánuð frá undirritun ofangreinds kaupsamnings, nema að fengnu skriflegu samþykki seljanda. Ofangreint er þó með þeim fyrirvara að við getum selt hluti okkar í félaginu okkar á milli, þó þannig að eignarhlutur hvers og eins okkar mun aldrei fara niður fyrir 5%.“

Úr fylgiskjali H með kaupsamningi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. og íslenska ríkisins um hlutafé í Landsbanka Íslands hf., dags. 31. desember 2002.

„Við munum persónulega, beint eða í gegnum eignarhaldsfélög í okkar eigu, fjármagna kaup félagsins á þeim hlutum í Landsbanka Íslands hf. sem hér um ræðir, með því að leggja félaginu til nýtt hlutafé, þannig að hlutafé félagsins nemi hið minnsta 30% af heildarkaupverði þeirra hluta sem hér um ræðir, sbr. kafla 4 í [kaupsamningi aðila 31. desember 2002] [...]“

Úr fylgiskjali H með kaupsamningi Samsonar eignarhaldsfélags ehf. og íslenska ríkisins um hlutafé í Landsbanka Íslands hf., dags. 31. desember 2002.

„Greiðsla vegna kaupna á hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. var, samkvæmt samningi milli íslenska ríkisins og Samson sem undirritaður var 31. desember 2002, framkvæmd í þrennu lagi:

- 1) USD 48.081.731,14 – fjármagnað af eigendum erlendis frá í febrúar 2003.
- 2) USD 48.272.204,41 – fjármagnað af Búnaðarbankanum í apríl 2003.
- 3) USD 42.689.294,37 – fjármagnað af eigendum erlendis frá í desember 2003.

Þannig var 65% kaupverðsins fjármagnað af eigendum Samsonar erlendis frá en 35% var fjármagnað með láni frá Búnaðarbankanum.“

Úr bréfi Björgólfs Guðmundssonar til rannsóknarnefndar Alþingis, dags. 22. janúar 2010.

164. Til upplýsingar má benda á þá meginreglu kröfuréttar að vanefni aðili að kaupum skilmála kaupanna á þann hátt að vanefndin teljist veruleg geti það að öðru jöfnu veitt gagnaðila að kaupnum rétt til riftunar.

165. Skýrsla Björgólfs Guðmundssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. janúar 2010, bls. 10–11 og 16–17.

166. Sjá t.d. frétt Morgunblaðsins 13. febrúar 2003: „Breska fjármálaeftirlitið staðfestir Landsbankakaup.“ Aðgengileg á hlekknum: http://www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=714099. Sjá til hliðsjónar hér að framan um frestsskilyrði greinar 5.1.1 í kaupsamningi aðila. Í frétt Morgunblaðsins er m.a. vitnað til fréttatilkynningar frá Samson um að öllum formsatriðum vegna kaupanna á Landsbankanum væri þar með lokið. Verið væri að ganga frá greiðslu til ríkissjóðs sem þann sama dag myndi tilkynna Verðbréfaskráningu Íslands um viðskiptin. Yrðu þá hlutabréfin skráð á Samson frá og með þeim degi.

Tafla 7. Lán Búnaðarbankans (síðar KB banka) til Samson eignarhaldsfélags ehf.

Tími	Upphæð	Mynt	Hreyfing	Lánanúmer	Tilgangur láns	Tryggingar
Apríl 2003	48.272.205	USD	Útborgun	997	Önnur greiðsla vegna kaupa á 33,3% hlut í Landsbankanum	Handveð í hlutabréfum í Landsbankanum að nafnvirði kr. 1.780.371.975
Janúar 2004	41.800.000	USD	Útborgun	1427	Lokagreiðsla vegna kaupa á 33,3% hlut í Landsbankanum	Handveð í hlutabréfum m.a. í Landsbankanum að nafnvirði kr. 518.833.461
Apríl 2005	-48.272.205	USD	Uppgreiðsla	997		
Ágúst 2005	50.000.000	EUR	Útborgun	2455	Fjármögnun hlutabréfakaupa	Handveð í hlutabréfum í Landsbankanum að nafnvirði kr. 400.000.000
Desember 2005	3.800.000.000	ISK	Útborgun	2752	Endurfjármögnun og fjárfestingar í Landsbankanum	Handveð í hlutabréfum í Landsbankanum að nafnvirði kr. 239.000.000 og sjálf-skuldarábyrgð Björgólfs Thors Björgólfs-sonar og Björgólfs Guðmundssonar
Júní 2006	-50.000.000	EUR	Uppgreiðsla	2455		
Apríl 2007	-41.800.000	USD	Uppgreiðsla	1427		
Desember 2007	-3.800.000.000	ISK	Uppgreiðsla	2752		
Desember 2007	4.261.370.139	ISK	Útborgun	6683	Endurfjármögnun á láni númer 2752	Handveð í hlutabréfum í Landsbankanum að nafnvirði kr. 239.000.000 og sjálf-skuldarábyrgð Björgólfs Thors Björgólfs-sonar og Björgólfs Guðmundssonar.

Heimild: Kaupþing banki hf.

sem tekin voru saman meginatriðin um lánasöguna. Vegna umfjöllunar hér á eftir telur rannsóknarnefnd það stuðla að samhengi og skýrleika að birta þessa töflu hér. Á grundvelli annarra gagna sem bárust frá Kaupþingi um þessi lán hefur nefndin aukið við töfluna einum dálki um tryggingar fyrir lánunum og er bent á að taflan birtist hér í þeirri breyttu mynd. Má sjá hana hér á síðunni.

Í næstu köflum verður í ljósi framangreinds og gagna frá Kaupþingi banka gerð grein fyrir atriðum varðandi lánveitingar Kaupþings til Samsonar sem rannsóknarnefndin telur rétt að fjalla nánar um. Í fyrirsögnum eru lánin kennd við nafn bankans eins og það var þegar lánið var veitt.

6.3.6.3 Önnur greiðsla Samsonar. Lán Samsonar nr. 997 frá Búnaðarbankanum
Meðal afrita frumgagna sem bárust rannsóknarnefnd Alþingis frá Kaupþingi samkvæmt framangreindu var „Lánssamningur í erlendum myntum milli Búnaðarbanka Íslands hf. sem lánveitanda og Samson eignarhaldsfélags ehf. sem lántaka“, dags. 16. apríl 2003. Lán þetta hefur númerið 997 í bókhaldi bankans gagnvart Samson og er líklega sama lán og Björgólfur Guðmundsson vísar til sem láns nr. „977“ í bréfi sínu til rannsóknarnefndar, dags. 22. janúar 2010. Með lánssamningnum var Samson veitt erlent lán að fjárhæð USD 48.272.205. Tilgangur lánsins var sagður vera að fjármagna kaup lántaka á 33,3% eignarhluta í Landsbanka Íslands hf. Skuldbatt lántaki sig til að ráðstafa láninu til þess verkefnis. Lánið bar breytilega vexti, LIBOR-vexti að viðbættu 1,45% álagi. Lánið var svonefnt eingreiðslulán (kúlulán), þ.e. Samson skuldbatt sig til að greiða það til baka með einni greiðslu á gjalddaga 29. apríl 2004. Við sama tækifæri skyldi greiða áfallna vexti. Lántaki hafði rétt til að fá lánið framlengt að tilteknum skilyrðum uppfylltum. Til tryggingar láninu voru Búnaðarbankanum sett að handveði hlutabréf í Landsbankanum að nafnvirði kr. 1.780.371.975,2 samkvæmt sérstökum veðsamningi. Skyldi tryggingarþekja (þ.e. hlutfall veðandvirðis og lánsfjárhæðar) við undirritun

vera 2:1 en ekki fara undir 1,75:1 á lánstímanum.¹⁶⁷ Í 7. gr. samningsins var kveðið á um kostnað lántaka. Þar er ekki mælt fyrir um lántökugjald en eingöngu kostnað vegna skjalagerðar og sambærilegra atriða. Undir samninginn skrifuðu f.h. meirihluta stjórnar Samsonar, Björgólfur Guðmundsson og lögmaður fyrir hönd Magnúsar Þorsteinssonar samkvæmt umboði hans. Annar tveggja sem skrifuðu undir lánið fyrir hönd Búnaðarbankans var Sólon R. Sigurðsson, þáverandi bankastjóri. Samkvæmt gögnum og upplýsingum frá Kaupþingi var lán þetta samþykkt milli funda hjá lánanefnd bankans. Í fundargerð lánanefndar, dags. 16. apríl 2003, þ.e. sama dag og lánessamningurinn er dagsettur, er hins vegar getið um lánið og meginatriði lánessamningsins undir lið 4. Í yfirskrift þess liðar er efni hans m.a. lýst sem yfirliti yfir „nýlega samþykktar stærri lánveitingar [...] og útsend tilboð á Fyrirtækjasviði sem ekki voru tekin fyrir í Lánanefnd 9. apríl – 15. apríl 2003“.

Meðal gagna sem bárust rannsóknarnefndinni frá Kaupþingi var einnig tilboð Búnaðarbankans um framangreinda lánveitingu, dags. 14. apríl 2003. Það ber yfirskriftina „Tilboð í fjármögnun“. Lántaki er tilgreindur Samson eignarhaldsfélag ehf. Skjalið er undirritað af Sólon R. Sigurðssyni, þáverandi bankastjóra, og Elínu Sigfúsdóttur, þáverandi framkvæmdastjóra fyrirtækjasviðs Búnaðarbankans.¹⁶⁸ Tilboðið lýsir sömu meginatriðum og endanlegur lánessamningur, t.d. varðandi fjárhæð, tilgang, gjalddagann, vexti og tryggingar. Tekið er fram að lánið verði „kúlulán“, eins og það er orðað í tilboðinu. Sérstaklega er tekið fram í tilboðinu að ekkert lántökugjald skyldi greitt, sbr. hér að framan um 7. gr. lánessamningsins. Í tilboðinu er sérstaklega kveðið á um trúnað um efni tilboðsins og að aðilar skuli ekki veita upplýsingar um það nema lög mæli svo fyrir eða aðilar verði sammála um það. Í tilboðinu kom loks fram ákvæði með yfirskriftinni „Sérstök skylda lánveitanda“. Vitnað er til þess í heild sinni hér til hliðar. Af orðalagi þessa ákvæðis má ráða að Búnaðarbankinn hafi á þessu tímamarki í apríl 2003 lýst sig reiðubúinn til að veita Samson „sams konar lán“ og samkvæmt tilboðinu til að standa straum af lokagreiðslu á kaupverði Landsbankans sem greidd skyldi í lok ársins, sbr. orðalag í tilvitnuðu ákvæði. Sjá nánar um lokagreiðsluna í áður tilvitnuðu ákvæði greinar 5.1.2 í kaupsamningi um Landsbankann.

Framangreind heimild til framlengingar láns Samsonar hjá Búnaðarbankanum frá 16. apríl 2003 var nýtt með sérstökum viðauka samningsaðila við lánessamninginn, „Viðauki við lánessamning dags. 16. apríl 2003 milli Samson eignarhaldsfélags ehf. og Búnaðarbanka Íslands hf. (nú Kaupþing-

„Búnaðarbanki Íslands lýsir sig reiðubúinn til að veita lántaka sams konar lán og tilboðsyfirlit þetta greinir að því er varðar tímalengd eigi síðar en 29. desember 2003, til fjármögnunar á kaupum lántaka á 12,5% hlut í Landsbanka Íslands af íslenska ríkinu. Þetta er þó háð því skilyrði að við þá lántöku fari skuldbindingar lántaka og tengdra aðila við bankann skv. reglugerð nr. 34/2002, um hámark lána og ábyrgða lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu, ekki yfir leyfilegt hámark og getur lánsfjárhæðin því einungis farið að þeim mörkum.“

Úr „Tilboði í fjármögnun“ frá Búnaðarbanka Íslands til Samsonar eignarhaldsfélags ehf., dags. 14. apríl 2003.

167. Hlutir í Landsbankanum sem Samson fékk afhenta í fyrstu lotu voru allt að nafnvirði kr. 2.279.619.305. Allir hlutirnir voru afhentir við fyrstu greiðslu Samsonar en minnt er á að ríkið hafði handveð í hlutunum þar til síðari greiðslu Samsonar í fyrstu lotu hafði farið fram og 33,3% hlutur fyrstu lotu væri þannig greiddur að fullu.

168. Með fréttatilkynningu Landsbankans, dags. 22. apríl 2003, eða átta dögum eftir að umrætt tilboð í fjármögnun til nýrra eigenda Landsbankans er dagsett, var m.a. tilkynnt um ráðningu Elínar Sigfúsdóttur í stöðu framkvæmdastjóra fyrirtækjasviðs Landsbankans, samhliða ráðningu Sigurjóns Þ. Arnasonar sem bankastjóra hjá Landsbankanum og ráðningu tveggja nýrra framkvæmdastjóra hjá Landsbankanum til viðbótar. Allir höfðu þessir einstaklingar fram til þess tíma starfað hjá Búnaðarbankanum og gegnt þar stjórnunarstöðum. Sjá: „Landsbanki Íslands hf. – Breyting á yfirstjórn.“ Frétt á vef Kauphallar Íslands, dags. 23. apríl 2003. Fréttin og hlekkur á fréttatilkynningu Landsbankans um breytingarnar, dags. 22. apríl 2003, er aðgengileg á hlekknum: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=23317>. Sjá einnig frétt Morgunblaðsins um ráðningarnar með fyrirsögninni „Herjað á lykilstarfsfólk Búnaðarbanka“. Morgunblaðið, 23. apríl 2003. Aðgengileg á hlekknum: http://www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=726321.

Búnaðarbanka hf.)“. Viðaukinn er dagsettur 29. apríl 2004. Samkvæmt viðaukanum skyldi gjalddagi lánsins færast fram um eitt ár og verða 29. apríl 2005. Ákvæði fyrri samnings giltu að meginstefnu óbreytt en kveðið var á um breytingar á tilteknum skilmálum lánsins sem ekki þarf að rekja sérstaklega hér. Undir samningsviðaukann skrifuðu f.h. Samsonar eignarhaldsfélags ehf., Björgólfur Guðmundsson og Björgólfur Thor Björgólfsson. Samkvæmt fundargerðum lánanefndar Kaupþings-Búnaðarbanka var framlenging lánsins samþykkt ásamt skilmálum á fundi nefndarinnar 9. mars 2004.

Í gögnum frá Kaupþingi er lán nr. 997 skráð uppgreitt ásamt vöxtum 29. apríl 2005, sjá einnig í ofangreindri töflu frá bankanum. Rannsóknarnefnd tekur fram að hún hefur engar nánari upplýsingar um það með hvaða hætti var staðið að uppgreiðslu á láninu, þ. á m. hvaðan það fjármagn kom sem varið var til uppgreiðslunnar.

6.3.6.4 Lokagreiðsla Samsonar. Lán Samsonar nr. 1427 frá Kaupþingi Búnaðarbanka

Lokagreiðsla Samsonar samkvæmt kaupsamningnum var greiðsla vegna hluta sem afhenda skyldi í annarri lotu samningsins (12,5% heildarhlutafjár) og skyldu þeir greiddir að fullu 29. desember 2003, sbr. nánar í kafla 6.3.6.2 hér að framan. Samhengis vegna telur rannsóknarnefndin við upphaf umfjöllunar um þá greiðslu rétt að minna á eftirfarandi atriði:

Í kafla 6.3.6.2 hér á undan kom í fyrsta lagi fram að lokagreiðslan hefði verið lækkuð samkvæmt frádráttarákvæði greinar 6.2 í kaupsamningi aðila og því numið USD 41.725.653. Meðal gagna rannsóknarnefndar er sérstök yfirlýsing, dags. 10. nóvember 2003 eða fáeinum vikum áður en greiðslan átti sér stað, undirrituð f.h. beggja aðila kaupsamningsins, þar sem m.a. er kveðið á um þessa lækkun lokagreiðslunnar og tilgreind síðastnefnd fjárhæð í dollurum sem greiða skyldi.

Í öðru lagi var hér áður vitnað til upplýsinga frá Björgólfi Guðmundssyni í bréfi hans til rannsóknarnefndarinnar, dags. 22. janúar 2010, um það að greiðsla vegna kaupa á hlutnum í Landsbankanum hefði verið „framkvæmd í þrennu lagi“. Lokagreiðslan var í bréfi Björgólfs tilfærð með eftirfarandi hætti: „USD 42.689.294,37 – fjármagnað af eigendum erlendis frá í desember 2003.“ Samkvæmt þessu er lokagreiðslan í bréfi Björgólfs tilgreind eins og hún hefði orðið samkvæmt ákvæðum kaupsamningsins ef engin lækkun hefði komið til samkvæmt grein 6.2. Þetta stangast á við hina undirrituðu yfirlýsingu aðila frá 10. nóvember 2003 þar sem m.a. var sérstaklega sammælt um slíka lækkun þannig að greiðslan næmi USD 41.725.653. Munurinn þarna á milli er USD 963.641 eða tæp ein milljón dollara.¹⁶⁹ Ekkert segir í bréfi Björgólfs um ástæður þess að hann setur í bréfinu fram hærri fjárhæðina og tekur ekki tillit til umsaminnar lækkunar greiðslunnar. Skýringar á misræminu er að öðru leyti ekki að ráða af bréfi hans.

Í sambandi við lokagreiðslu Samsonar er í þriðja lagi loks minnt á hina „sérstöku skyldu lánveitanda“ sem fram kom í tilboði Búnaðarbankans til Samsonar um fjármögnun, dags. 14. apríl 2003, og vitnað var til hér að ofan. Hin sérstaka skylda sem Búnaðarbankinn tók á sig var í tilvitnuðu ákvæði til-

169. Rétt er að ítreka að uppgjör milli aðila á 700 milljóna króna afslætti af kaupverði fór fram sérstaklega og óháð greiðslu lokagreiðslu og tengist þar með ekki útreikningi á fjárhæð hennar.

boðsins orðuð svo að bankinn lýsti sig „reiðubúinn til að veita lántaka sams konar lán og tilboðsyfirlit þetta [greindi] að því er [varðaði] tímalengd eigi síðar en 29. desember 2003, til fjármögnunar á kaupum lántaka á 12,5% hlut í Landsbanka Íslands af íslenska ríkinu“.

Í bréfi Björgólfs til rannsóknarnefndarinnar er m.a. lýst láni nr. 1427 sem Samson fékk frá Kaupþingi Búnaðarbanka hf. og er sá kafli birtur hér til hliðar í heild sinni. Í tilvitnuðum texta koma ekki fram af hálfu Björgólfs upplýsingar um í hvaða tilgangi umrætt lán var tekið eða hvernig Samson hafi ráðstafað því.

Að framangreindu virtu er rétt að benda næst á töfluna frá Kaupþingi með yfirliti yfir lánveitingar til Samsonar sem birt er í lok kafla 6.3.6.2 hér að framan. Í töflunni er getið um lán nr. 1427 og vísað til þess með skýringunni „lokagreiðsla vegna kaupa á 33,3% hlut í LÍ“. Meðal gagna sem rannsóknarnefndin aflaði frá Kaupþingi er lánsamningur láns nr. 1427 milli Kaupþings Búnaðarbanka hf. sem lánveitanda og Samsonar eignarhaldsfélags ehf. sem lántaka, dags. 9. janúar 2004. Lánsfjárhæð var USD 41.800.000. Í grein 2.3 í samningnum var kveðið á um tilgang lánsins. Sagði þar að tilgangurinn væri fjármögnun á lokagreiðslu vegna kaupa Samsonar á Landsbankanum og skuldbynda félagið sig til að ráðstafa láninu til þess verkefnis, sbr. beina tilvitnun til þessa ákvæðis samningsins hér til hliðar. Til tryggingar láninu setti Samson bankanum að handveði hluti í Landsbankanum að nafnverði kr. 518.833.461 og annað félag á vegum forsvarsmanna Samsonar, Amber International, setti að handveði hlutabréf í Pharmaco að nánar tilgreindu nafnverði. Lánið skyldi endurgreiðast með einni greiðslu á gjalddaga 9. janúar 2007. Samningurinn er undirritaður af Andra Sveinssyni f.h. Samsonar eftir umboðum framangreindra félaga sem liggja fyrir meðal gagna málsins. Umboð Samsonar er dagsett í London sama dag og lánið var tekið, 9. janúar 2004, undirritað af Björgólfi Thor Björgólfssyni og Björgólfi Guðmundssyni f.h. félagsins og veitir það Andra heimild fyrir þeirra hönd sem stjórnarmanna í Samson til að undirrita umræddan samning og skuldbinda félagið. Önnur atriði varðandi lánið er ekki talin þörf á að rekja hér.

Samkvæmt framangreindu er fjárhæð lánsins og lántökudagur í samræmi við það sem Björgólfur Guðmundsson tilgreindi í bréfi sínu, sbr. fyrri tilvitnun. Það sem lánsamningurinn eykur hins vegar við eru upplýsingarnar um tilgang lántökunnar og skuldbindingu um ráðstöfun lánsins. Hvorugt af þessu kemur fram í bréfi Björgólfs. Þar er einnig, sem fyrr segir, lokagreiðsla Samsonar til ríkisins sögð nærri einni milljón dollara hærri en hún var í raun samkvæmt fyrirliggjandi gögnum með skjalfestu samkomulagi aðila þar um.

Fjárhæð láns nr. 1427, USD 41.800.000, er í samræmi við lokagreiðslu kaupverðs Landsbankans eins og hún reiknast með þeirri lækkun sem aðilar sömdu um 10. nóvember 2003. Svo reiknuð er upphæð greiðslunnar sem fyrr segir USD 41.725.653 eða tæpum 75 þúsund dollurum lægri en upphæð lánsins. Hlutfallslega skeikar því afar litlu á láninu og lokagreiðslunni samkvæmt þeim gögnum sem helst verður byggt á um fjárhæð hennar. Rannsóknarnefndin óskaði eftir því við Kaupþing að upplýsingar yrðu veittar um útgreiðslu umrædds láns. Bankinn sendi nefndinni skjöl sem sýna að lánsfjárhæðin var borguð út hinn 26. apríl 2004 og lögð inn með SWIFT skeyti á tiltekinn reikning dótturfélags Landsbankans í Lúxemborg, Landsbanki Luxembourg S.A., hjá bandaríska fjárfestingabankanum JP Morgan í New York. Rannsóknarnefndin hefur ekki frekari upplýsingar um ráðstöfun þessara fjármuna eftir þessa færslu.

„Þann 9. janúar 2004 tók Samson lán hjá KB banka að fjárhæð USD 41.800.000,-. Lánakjör voru Libor að viðbættum 140 punktum. Lánið var til þriggja ára með gjalddaga þann 9. janúar 2007, en var framlengt nokkrum sinnum eftir það til skamms tíma í senn. Tryggingar voru veittar í hlutabréfum í Landsbankanum. Lánið var að fullu greitt ásamt áföllnum vöxtum þann 12. apríl 2007 og nam fjárhæðin þá USD 44.532.231,-.“

Úr bréfi Björgólfs Guðmundssonar til rannsóknarnefndar Alþingis, dags. 22. janúar 2010.

„Tilgangur láns þessa er fjármögnun á lokagreiðslu vegna kaupa lántaka á Landsbanka Íslands hf. Lántaki skuldbindur sig til þess að ráðstafa láninu til ofangreinds verkefnis.“

Ákvæði greinar 2.3 í lánsamningi milli Kaupþings Búnaðarbanka og Samsonar eignarhaldsfélags ehf., dags. 9. janúar 2004. (Lán nr. 1427.)

Samkvæmt gögnum Kaupþings, sbr. til hliðsjónar áður nefnda töflu í lok kafla 6.3.6.2, var lán nr. 1427 endurgreitt í apríl 2007 að undangengnum þremur skammtímaframlengingum, gegn nánar tilgreindum kjörum og þóknunum bankans í hvert sinn.

Af fyrirbyggjandi gögnum og upplýsingum um lokagreiðslu Samsonar fyrir Landsbankann verður ráðið að hún hafi átt sér stað á tilsettum tíma samkvæmt samningnum, þ.e. 29. desember 2003.¹⁷⁰ Ljóst er hins vegar af ofangreindu að lán nr. 1427 til Samsonar var veitt 9. janúar 2004 og ekki greitt út af hálfu Kaupþings fyrr en 26. apríl s.á. Hvað sem líður þessum tímasetningum bendir rannsóknarnefndin á það sem hér hefur verið rakið úr ákvæðum lánessamnings láns nr. 1427 um tilgang lánsins og skuldbindingu lántaka um ráðstöfun þess. Tekið skal fram að rannsóknarnefndin hefur ekki nánari upplýsingar um hugsanlegar tímabundnar ráðstafanir eða millifjármögnun vegna lokagreiðslu fyrir Landsbankann.

Ef miðað er við umsamið heildarkaupverð í grein 4.4 í kaupsamningi aðila frá 31. desember 2002 (USD 139.043.229,92) að teknu tilliti til þeirra tveggja frádráttarliða sem áður hafa verið raktir efnislega, þ.e. annars vegar vegna afsláttar á grundvelli greinar 4.5 (ÍKR 700.000.000 umreiknað í USD 9.845.288 á greiðsludegi)¹⁷¹ og hins vegar vegna frádráttar á grundvelli greinar 6.2 (USD 963.641), námu ofangreindar tvær síðari greiðslur Samsonar (USD 48.272.204 + USD 41.725.653 eða samtals USD 89.997.857) um það bil 70% af endanlegu kaupverði Landsbankans.

Í þeim gögnum sem rannsóknarnefndin hefur fengið frá Kaupþingi er samkvæmt framansögðu lagt til grundvallar að lán nr. 997 og 1427 hafi verið veitt og gengið til greiðslu á þessum tveimur síðari greiðslum Samsonar vegna kaupa félagsins á eignarhluta ríkisins í Landsbankanum.

6.3.6.5 Önnur lán Samsonar hjá Kaupþingi

Ef litið er á ný til töflunnar í lok kafla 6.3.6.2 hér að framan má sjá að þar koma fram alls fimm lán bankans til Samsonar, þ.e. þrjú lán til viðbótar þeim tveimur sem þegar hafa verið nefnd. Rannsóknarnefndin hefur fengið upplýsingar frá Kaupþingi um öll þessi lán, þ.m.t. lánessamninga vegna þeirra. Eitt þeirra er lán nr. 2752 sem var óverðtryggt lán í íslenskum krónum. Lánessamningur vegna þess milli Kaupþings banka sem lánveitanda og Samsonar sem lántaka er dagsettur 20. desember 2005 og lánsfjárhæðin ISK 3.800.000.000. Lánið var greitt út 28. desember 2005 inn á reikning Samsonar hjá KB banka. Tilgangur lánsins er í lánessamningi sagður „endurfjármögnun og fjárfestingar í Landsbanka Íslands hf.“ en ekki er nánar tekið fram, eða verður ráðið með vissu af öðrum gögnum sem tengjast láninu, hvaða skuldbindingar skyldi endurfjármagna eða hvað hafi nánar verið átt við með orðalaginu um fjárfestingar í Landsbankanum. Ekki liggja fyrir gögn eða upplýsingar um það hvernig láninu var í reynd ráðstafað af hálfu Samsonar.

170. Sbr. fréttatilkynningu fjármálaráðuneytisins til Kauphallar Íslands, dags. 30. desember 2003. Aðgengileg á hlekknum: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslst&primarylanguagecode=IS&newsnumber=27146>. Ekki kemur fram í fréttatilkynningunni hve há greiðslan var. Í sömu fréttatilkynningu var tilkynnt um greiðslu íslenska ríkisins á 700 milljónum króna til Samsonar vegna uppgjors á grundvelli greinar 4.5 í kaupsamningnum. Það uppgjör átti sér stað óháð greiðslu Samsonar á lokagreiðslunni.

171. Afsláttargreiðslan fór samkvæmt fyrirbyggjandi gögnum fram 29. desember 2003 en þá var miðgengi dollars 71,71 samkvæmt upplýsingum sem aðgengilegar eru á vef Seðlabanka Íslands.

Af þeim lántökum Samsonar hjá Kaupþingi sem hér er fjallað um er það í fyrsta sinn með þessu láni að frekari tryggingar eru veittar fyrir láninu af hálfu lántaka en handveð í hlutabréfum. Fyrir utan handveð í hlutum í Landsbankanum að tilteknu nafnvirði gengust Björgólfur Thor Björgólfsson og Björgólfur Guðmundsson undir sjálfskuldarábyrgð á greiðslum samkvæmt lánessamningnum. Lán þetta var á gjalddaga að tæpum tveimur árum liðnum eða 9. desember 2007. Tveimur dögum fyrir þann dag, 7. desember 2007, var lánið endurfjármagnað með láni nr. 6683. Lánessamningur um það er milli Kaupþings banka sem lánveitanda og Samsonar sem lántaka. Lánsfjárhæð er ISK 4.261.370.139 og tilgangur lánveitingar sagður uppgreiðsla láns nr. 2752. Ekki er annað að sjá af gögnum tengdum þessu láni en að því hafi öllu verið ráðstafað í samræmi við þennan tilgang af hálfu bankans. Gjaldlagi hins nýja láns var ákveðinn 10. desember 2008 en skilyrt framlengingarheimild veitt til eins árs fram yfir það. Auk handveða í hlutabréfum gengust sömu aðilar undir sjálfskuldarábyrgð og samkvæmt láninu sem endurfjármagnað var. Áður en kom að gjalddaga, eða 25. nóvember 2008, gjaldfelldi Kaupþing banki lán 6683 með vísan til skilyrða lánsins um gjaldfærni lántaka annars vegar og hins vegar til gjaldþrotaskiptabeiðni félagsins til héraðsdóms Reykjavíkur sem dómstóllinn hafði þá fallist á. Í gjaldfellingartilkyningu bankans til Samsonar fólst jafnframt krafa um endurgreiðslu eftirstöðva samkvæmt lánessamningnum sem þá voru sagðar nema kr. 4.957.305.150. Krafa þessi mun síðan hafa verið til innheimtu hjá aðilum sem leiða rétt sinn til kröfunnar frá Kaupþingi banka, m.a. gagnvart sjálfskuldarábyrgðarmönnum, og hefur Kaupþing staðfest við rannsóknarnefndina að innheimta bankans á hendur Björgólfi Thor Björgólfssyni lúti að eftirstöðvum láns nr. 6683. Ekki er þörf á að rekja hér sérstaklega sögu eða stöðu þess máls frekar.

Svo sem sjá má af margnefndri töflu um lántöku Samsonar hjá Kaupþingi skarast tímasetningar annars vegar útgreiðslna lánanna og hins vegar uppgreiðslna þeirra töluvert. Að því er varðar þau atriði sem hér hefur verið fjallað um, þ.e. lánsfjármögnun vegna kaupsamnings Samsonar og íslenska ríkisins frá 31. desember 2002, hefur rannsóknarnefnd ekki haft aðgang að upplýsingum um aðrar fjármögnunarleiðir sem Samson voru eftir atvikum tiltækar á viðkomandi tímabilum, þ. á m. hvort og þá að hvaða marki félagið naut tímabundinnar fjármögnunar eða endurfjármögnunar hjá öðrum aðilum en Búnaðarbankanum/Kaupþingi vegna skulda sem tengdust kaupum á Landsbankanum.

6.3.7 Atriði varðandi kaupsamning um Búnaðarbankann

Í þessum kafla verður gerð grein fyrir atriðum varðandi kaupsamning um hlutafé í Búnaðarbankanum milli íslenska ríkisins og Eglu hf., Samvinnulífeyrissjóðsins, Vátryggingafélags Íslands hf. og Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga sem gerður var 16. janúar 2003, og þá í samhengi við atvik sem varða aðdraganda hans eða framkvæmd ef við á. Minnt er á að í kafla 6.3.3.3 hér að framan var fjallað um þátt erlendrar fjármálastofnunar í þessum kaupum og undanfarandi samningaviðræðum vegna þeirra. Vísast þangað um þau efni. Tekið er fram að hér er vikið að afmörkuðum atriðum en hvorki leitast við að gefa heildstæða né tæmandi mynd af efni kaupsamningsins. Samhengis vegna er þó getið um meginatriði samningsins hér á eftir, áður en vikið er að einstökum umfjöllunarefnum. Einungis er vísað til greina samningsins þar sem umfjöllun krefst þess.

Seldur var hlutur í Búnaðarbankanum að nafnverði kr. 2.481.542.021 eða tæpir 2,5 milljarðar króna. Miðað við útgefið hlutfé í bankanum jafngilti hið selda 45,8% hlut í bankanum. Hluturinn skiptist milli kaupenda í eftirfarandi hlutföllum: Eglu hf. (um 71,2%), Eignarhaldsfélagið Samvinnutryggingar (um 7,6%), Samvinnulífeyrissjóðurinn (um 8,5%) og Vátryggingafélag Íslands hf. (um 12,7%). Fram kom að hlutfé í Eglu hf. skiptist með þessum hætti: Ker hf. (49,5%), Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA (50%) og Vátryggingafélag Íslands hf. (0,5%). Afhending hlutanna fór fram í tveimur lotum, 27,48% samkvæmt fyrri lotu innan 30 daga frá undirritun samningsins að uppfylltum skilyrðum hans (sbr. einkum samþykki Fjármálaeftirlitsins og tilkynningu frá systurstofnun Fjármálaeftirlitsins í Lúxemborg) en 18,32% samkvæmt síðari lotu „þegar kaupandi [óskaði], en þó eigi síðar en 20. desember 2003“ að uppfylltum skilyrðum samningsins.

Kveðið var á um fjármögnun kaupanda í 7. gr. kaupsamningsins. Kaupendur „[skuldbundu] sig til að fjármagna kaupin“ með þeim hætti sem greinin kvað nánar á um. Kveðið var á um fjármögnun hvers kaupanda sérstaklega, sbr. nánar um fjármögnun Eglu hf. hér á eftir. Sérstakt ákvæði gerði kaupendum „óheimilt að fjármagna kaupin með þátttöku Búnaðarbanka Íslands hf.“, sbr. nánari tilvitnun til greinarinnar hér til hliðar. Veitt var viss undanþága frá banninu í tilviki Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga. Kaupsamningur aðila kvað ekki á um frekari takmörkun við því hvaðan kaupendur öfluðu lánsfjár vegna kaupanna. Sérstakt ákvæði um fjármögnun Eglu hf. kvað á um að hlutur þess félags í kaupunum yrði fjármagnaður „að minnsta kosti 65% með eigin fé, en allt að 35% með lánsfé í samræmi við grein 7.3“. Í grein 7.3 kom síðan m.a. fram það sem vitnað er til hér til hliðar. Líkt og nánar kemur þar fram var í þessu ákvæði sérstaklega mælt fyrir um að „íslenskur banki“ myndi sjá Eglu hf. fyrir lánsfjárlofordi vegna þess 35% hlutfalls í kaupum félagsins sem fjármagna skyldi með þeim hætti. Annars staðar í samningnum, í kafla um skilyrði seljanda, var sérstaklega ítrekað að lánsloforð samkvæmt grein 7.3 skyldi lagt fram eigi síðar en 3. febrúar 2003 og tekið fram að brygðist það teldist það veruleg vanefnd af hálfu Eglu hf.

Í 11. gr. kaupsamningsins var kveðið á um takmarkanir sem vera skyldu á ráðstöfun kaupenda á tilteknum hluta af þeim hlutum í Búnaðarbankanum sem ríkið seldi þeim með samningnum og skyldu þær gilda í tuttugu og einn mánuð frá undirskrift samningsins. Takmörkunin náði einnig til veðsetningar og þá þannig að óheimilt var að „veðsetja hlutina þannig að hægt væri að ganga að veðinu“ innan fyrrgreindra tímamarka. Í einu af ákvæðum 11. gr. var kveðið á um sérstaka undanþágu frá hinni almennu takmörkun á ráðstöfun hluta vegna „hugsanlegs samruna Búnaðarbanka Íslands hf. við önnur fjármálafyrirtæki, eða yfirtöku annarra fjármálafyrirtækja á Búnaðarbanka Íslands hf.“, sbr. tilvitnun til upphafs þeirrar greinar hér til hliðar. Einnig var mælt fyrir um sérstaka takmörkun gagnvart Eglu hf. á ráðstöfun hluta í félaginu, en að Eglu stóðu þrjár aðilar. Þeim var þannig óheimilt að „selja, veðsetja eða ráðstafa á annan hátt, hlutum sínum í Eglu hf., eða réttindum samkvæmt þeim, í tuttugu og einn mánuð“ frá undirritun samningsins nema að fengnu skriflegu samþykki seljanda, sbr. nánari áskilnað í þeirri grein samningsins.¹⁷² Rétt er að taka fram að takmörkunarákvæði þetta gilti einnig

„Kaupendum er óheimilt að fjármagna kaupin með þátttöku Búnaðarbanka Íslands hf., hvort sem er með beinni fjármögnun Búnaðarbanka Íslands hf. eða óbeinni í formi ábyrgða eða nokkurra skuldbindinga af hálfu Búnaðarbanka Íslands hf., hvort sem er í heild eða að hluta. [...]“

Úr grein 7.2 í kaupsamningi um hlutfé í Búnaðarbanka Íslands, dags. 16. janúar 2003.

„Eins og fram kemur í gr. 7.1 [svo] fjármagnar Eglu hf. sinn hluta að minnsta kosti 65% með eigin fé og allt að 35% með lánsfé. [...] Lánsfé til Eglu hf. verður lagt fram af íslenskum banka á kjörum lánsloforðs sem leggja skal fram eigi síðar en 3. febrúar 2003. Kjörum þessa lánsloforðs geta hvorki Eglu hf. né viðkomandi íslenskur banki breytt án skriflegs samþykkis seljanda fyrr en kaupverð annarrar lotu hefur verið greitt. Lánsloforð þetta skal m.a. fela í sér skilyrðislausu skuldbindingu af hálfu viðkomandi íslensks banka til Eglu hf. vegna þeirra skuldbindinga sem hvíla á Eglu hf. samkvæmt samningi þessum, og að Eglu hf. geti eingöngu nýtt sér lánsféð til þess að greiða 35% af skuldbindingu sinni samkvæmt fyrstu og annarri lotu kaupanna án frekari skilyrða.“

Úr grein 7.3 í kaupsamningi um hlutfé í Búnaðarbanka Íslands, dags. 16. janúar 2003.

„Ákvæði greinar 11.1 skulu þó ekki standa í vegi fyrir hugsanlegum samruna Búnaðarbanka Íslands hf. við önnur fjármálafyrirtæki, eða yfirtöku annarra fjármálafyrirtækja á Búnaðarbanka Íslands hf., þar sem hlutir í öðru fjármálafyrirtæki koma í stað hluta kaupenda í Búnaðarbanka Íslands hf., að því gefnu að hlutir kaupenda í hinu sameinaða félagi eða yfirtökufélaginu verði háðir þeim takmörkunum sem fram koma hér að ofan.“

Úr grein 11.5 í kaupsamningi um hlutfé í Búnaðarbanka Íslands, dags. 16. janúar 2003.

172. Í sömu grein, 11.3, var þó mælt fyrir um sérstaka undanþágu handa Vátryggingafélagi Íslands hf., eiganda 0,5% hlutfjár í Eglu hf., til að selja sinn hlut til annars hvors eða beggja hinna hluthafa Eglu hf.

um ráðstöfun hluta innan Eglu hf., sbr. orðalag ákvæðisins og til hliðsjónar hina sérstöku undanþága Vátryggingafélags Íslands sem vikið er að hér neð-
annmáls. Í lok 11. gr. var kveðið á um það að viðskiptaráðherra kæmi fram fyrir hönd seljanda vegna þeirra tilvika þar sem leita þyrfti samþykkis seljanda samkvæmt samningnum.

Á meðal gagna sem rannsóknarnefnd hefur aflað vegna athugunar sinnar á sölufarli bankanna og tengdum atriðum er lánsamningur milli Landsbanka Íslands og Eglu hf., dags. 18. mars 2003 eða daginn eftir að Fjármálaeftirlitið samþykkti umsókn félaga þeirra sem stóðu að kaupum Búnaðarbankans um heimild til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki, sbr. nánar hér á eftir. Á undan meginefni samningsins er sérstaklega getið um forsendur hans í nokkrum liðum. Þar er vísað til kaupsamnings um Búnaðarbankann, hlutar Eglu í kaupunum, félaga innan Eglu og hlutfalls eigin fjár (65%) og lánsfjármagns (35%) í hlut Eglu í kaupunum. Síðan er m.a. vísað til lánsloforðs Landsbankans frá 3. febrúar s.á. sem skuldbindi bankann til að lána Eglu fjármagn sem taki til 35% af kaupverði á hlut félagsins samkvæmt samningnum. Einnig kemur fram að Eglu skuldbindi sig til að greiða andvirði lánsins beint til íslenska ríkisins í samræmi við greiðslukjör og greiðsluskilmála lánsamningsins og að Eglu sé aðeins heimilt að nýta lánið í þessu skyni. Fjárhæð lánsins er tilgreind „allt að kr. 2.995.000.000“ en endanleg fjárhæð lánsins sögð ráðast af „gengisskráningu USD vegna síðari hluta lánsins“. Skyldi lánið veitt í tveimur hlutum til samræmis við tvær lotur afhendingar hluta og greiðslna samkvæmt kaupsamningi S-hópsins við ríkið. Lánið var kúlulán til tveggja ára, þ.e. skyldi greiðast til baka í einu lagi á gjalddaga 18. mars 2005. Vexti skyldi þó greiða sérstaklega á lánstímanum samkvæmt nánari ákvæðum. Í ákvæðum um kostnað lántaka í samningnum var ekki kveðið á um lántökugjald. Til tryggingar láninu stóðu „öll hlutabréf [lántaka] í Búnaðarbanka Íslands hf. með þeim takmörkunum sem [leiddi] af kaupsamningnum“. Meðal gagna rannsóknarnefndar er einnig handveðssamningur, dags. 19. mars 2003, undirritaður af forsvarsmönnum Eglu hf. Efni hans er í meginatriðum í samræmi við framangreint efni lánsamningsins. Með veðsamningnum setti Eglu hf. bréf sín í Búnaðarbankanum að nánar tilgreindu nafnverði til tryggingar skuld samkvæmt lánsamningnum. Bréfin voru veðsett í tveimur lotum, sbr. áður nefnda áfangaskiptingu kaup- og lánsamninganna.¹⁷³ Í veðsamningnum var kveðið á um það að ekki mætti ganga að veðunum fyrr en tuttugu og einum mánuði eftir dagsetningu kaupsamningsins um Búnaðarbankann.

Með hliðsjón af þessum ákvæðum lánsamningsins vísar rannsóknarnefnd aftur til tilvitnaðs ákvæðis 7.3 í kaupsamningnum um Búnaðarbankann en ákvæði lánsamningsins virðast í meginatriðum vera í samræmi við þann áskilnað sem þar kemur fram, t.d. varðandi lánsfjárloforð fyrir tilgreindan frest frá íslenskum banka, hlutfall lánsfjármögnunar og takmarkanir á ráðstöfun lánsins.

Samkvæmt framangreindu var sérstök undanþága veitt frá almennum takmörkunum 11. gr. kaupsamningsins á ráðstöfun hluta í Búnaðarbankanum í tilviki hugsanlegs samruna Búnaðarbanka Íslands hf. við önnur fjármála-

173. Í fyrri lotu voru veðsett bréf að nafnvirði kr. 1.059.912.824 en í síðari lotu 706.608.549. Nafnvirði hinna veðsettu bréfa samsvarar í báðum tilvikum öllum hluta Eglu hf. (sem keypti u.þ.b. 71,2% af hinum seldu hlutum í Búnaðarbankanum) af afhentum hlutum samkvæmt tveimur lotum kaupsamningsins um Búnaðarbankann.

„Beiðni þessi laut að því að Hauck & Aufhaeuser Privatbankiers minnkaði hlut sinn í félaginu með sölu hluta sinna til annarra hluthafa félagsins eða Eglu hf um 33% af heildarhlutfé félagsins. Hlutur þýska bankans var 50% og yrði hann samkvæmt þessu um 17% ef heimild þessi yrði veitt. Eins og getið er um í bréfi Eglu hf. töldu forsvarsmenn þess að erindi þetta fæli í sér minniháttar frávik frá upphaflegum kaupsamningi aðila, enda einvörðungu verið að falast eftir því að Eglu hf eða hluthafar þess breyti eignarhlutföllum innan hópsins [...]. Jafnframt þessu vöktu bréfritarar athygli á því þó ekki væri sú ábending hluti af erindi þeirra, að tímabært kynni að vera að fella niður skilyrði í 11. kafla framangreinds kaupsamnings, um takmarkanir á ráðstöfun hinna seldu hluta, með vísan til þess að þeir réðu ekki lengur fyrir kjölfestuhlut í bankanum eftir samruna hans og Kaupþings í KB-banka hf. [...].
Því er skemmst frá að segja að með bréfi dags. 8. mars 2004 féllst viðskiptaráðuneytið á framangreinda beiðni um viðskipti hluthafanna sín á milli með umræddan eignarhluta þýska bankans [...].“

Úr minnisblaði Ríkisendurskoðunar til fjárlaganefndar Alþingis, dags. 7. júní 2005.

fyrirtæki. Vorið 2003 sameinaðist Búnaðarbankinn Kaupþingi. Hluthafafundur beggja banka samþykktu sameiningu 26. maí 2003.¹⁷⁴ Hinn sameinaði banki fékk heitið Kaupþing Búnaðarbanki hf.

Með bréfi dagsettu 27. febrúar 2004 leituðu Eglu hf. og hluthafar félagsins eftir því við viðskiptaráðherra að hann veitti fyrir hönd ríkisins samþykki sitt fyrir því að félagið eða hluthafar í því fengu heimild til þess að eiga viðskipti sín á milli með hluti í félaginu þrátt fyrir sérákvæði í 11. gr. kaupsamningsins sem takmarkaði ráðstöfun eigenda Eglu hf. á hlutum í félaginu. Eins og áður var getið fór viðskiptaráðherra samkvæmt kaupsamningnum með fyrirvar fyrir ríkið í tilvikum þar sem afla þyrfti samþykkis seljanda. Um tildrög þessarar beiðni og ákvörðun viðskiptaráðherra um að fallast á hana vísar rannsóknarnefndin til minnisblaðs sem Ríkisendurskoðun tók saman fyrir fjárlaganefnd Alþingis um atriði varðandi söluna á Búnaðarbankanum, sbr. nánar hér til hliðar.¹⁷⁵

6.4 Ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins um hæfi kaupenda Landsbankans og Búnaðarbankans til að fara með virka eignarhluti í fjármálafyrirtæki

6.4.1 Ákvæði laga um eftirlit með virkum eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum

Um eignarhald á fjármálafyrirtækjum hafa gilt sérstakar reglur hér á landi sem setja eignarhaldi slíkra fyrirtækja takmörk umfram það sem almennt tíðkast um atvinnustarfsemi. Birtast þau einkum í reglunum um virka eignarhluti en þær voru upphaflega lögfestar hér á landi með lögum um viðskiptabanka og sparisjóði nr. 43/1993 (síðar endurútgefin sem lög nr. 113/1996), í samræmi við tilskipanir Evrópubandalagsins.¹⁷⁶ Samkvæmt 2. málsli. 3. mgr. 10. gr. laga nr. 113/1996 var með virkum eignarhlut átt við „beina eða óbeina hlutdeild sem nemur 10% eða meira af eigin fé eða atkvæðisrétti eða aðra hlutdeild sem gerir kleift að hafa veruleg áhrif á stjórnun viðkomandi stofnunar“. Hugtakið hefur allar götur síðan verið skilgreint með sama hætti í gildandi ákvæðum laga um þessi efni.¹⁷⁷

Með lögum nr. 69/2001, um breytingu á lagaákvæðum um eftirlit með eigendum virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjum, var ákvæðum laga nr. 113/1996 breytt í þeim tilgangi að auka eftirlit Fjármálaeftirlitsins með eigendum virkra eignarhluta í lánastofnunum, fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu og váttryggingafélögum.¹⁷⁸ Frumvarpið sem varð að lögum nr. 69/2001 var lagt fram sama dag og frumvarp sem varð að lögum nr. 70/2001 um heim-

174. Sjá t.d. frétt Morgunblaðsins 27. maí 2003: „Kaupþing Búnaðarbanki hf. tekur til starfa í dag.“ Aðgengileg á hlekknum: http://www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=733544.

175. Minnisblað Ríkisendurskoðunar til fjárlaganefndar Alþingis, dags. 7. júní 2005, um „nokkur atriði er tengjast sölu á hlut ríkisins í Landsbanka og Búnaðarbanka til kjölfestufjórðar á árinu 2002“. Sjá hér bls. 4–5.

176. Alþt. 1992, A-deild, bls. 1985.

177. Núgildandi reglur um virka eignarhluti koma fram í VI. kafla laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, með síðari breytingum. Sá kafla ber heitið „Eignarhlutir og meðferð þeirra“. Skilgreining á virkum eignarhlut er þar í 2. mgr. 40. gr. Í 16. kafla skýrslunnar kemur fram nánari lýsing á helstu atriðum sem Fjármálaeftirlitið skal hafa hliðsjón af við mat sitt á hæfi umsækjanda um heimild til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki samkvæmt ákvæðum 42. gr. laga nr. 161/2002. Þeirra á meðal er þekking og reynsla umsækjanda, sbr. 2. tölul. þeirrar lagagreinar.

178. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 3348.

ild ríkisstjórnarinnar til sölu á eignarhlutum ríkisins í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Frumvörpin voru samhliða til meðferðar í þinginu og samþykkt sama dag, 18. maí 2001. Af þessu og efni þeirra almennt, sbr. t.d. það sem hér að neðan segir í tengslum við áhrif stórra hluthafa á rekstur fjármálafyrirtækja og hugtakið dreifða eignaraðild, má ráða hið nána samband sem var á milli frumvarpanna tveggja og þar með laganna eftir að frumvörpin hlutu samþykki.

Í almennum athugasemdum við frumvarp það sem varð að lögum nr. 69/2001 sagði m.a. að tilgangur reglna um virka eignarhluti væri einkum að „draga úr hættunni á því að stórir hluthafar [hefðu] skaðleg áhrif á rekstur fjármálafyrirtækja“.¹⁷⁹ Umfjöllun frumvarpsins um þetta atriði má lesa í texta á spássíu hér til hliðar.¹⁸⁰

Rétt er að geta þess að í tengslum við einkavæðingu bankanna var það sjónarmið áberandi í opinberri umræðu að rétt kynni að vera að setja takmarkanir á stærð eignarhluta í fjármálafyrirtækjum til að tryggja dreifða eignaraðild. Til að mynda voru höfð eftir þáverandi forsætisráðherra í Morgunblaðinu 8. ágúst 1998 þau orð sem tekin eru upp hér til hliðar á síðunni.¹⁸¹ Að öðru leyti má um slík sjónarmið t.d. vísa til heimilda sem þegar hafa að nokkru verið raktar í kafla 6.3.3.1 hér að framan. Þegar kom að setningu laga nr. 70/2001, sem heimilaði sölu á öllu hlutafé ríkissjóðs í Landsbankanum og Búnaðarbankanum, voru hins vegar ekki settar slíkar takmarkanir. Þess í stað var hert á reglum um virka eignarhluti, sbr. áðurnefnd lög nr. 69/2001, sem mæltu fyrir um að sækja þyrfti um leyfi Fjármálaeftirlitsins til að fara með slíka eignarhluti. Í frumvarpinu sem varð að þeim lögum sagði m.a. nánar í almennum athugasemdum um þá stefnumörkun sem frumvarpið fól í sér:

„Þrátt fyrir að ókostir geti fylgt því að einstakir hluthafar eigi stóra eignarhluti er frumvarpinu ekki ætlað að girða fyrir það. Það skýrist af því að stórum eignarhlutum geta einnig fylgt kostir, enda geta þeir stuðlað að ákveðnu jafnvægi og stöðugleika og laðað að hæfa fjárfesta sem stuðla að frampróun viðkomandi fyrirtækja og markaðarins alls. Því er frumvarpinu ætlað að veita slíkum hluthöfum aðhald, án þess að hrekja þá frá, og treysta með því trú almennings á heilbrigði fjármálamarkaðarins, enda má telja það eitt af hlutverkum hins opinbera. Með frumvarpinu er í aðalatriðum að því stefnt að draga eins og kostur er úr hinum skaðlegu áhrifum sem geta hlotist af eignarhaldi einstakra aðila á stórum eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum. [...] Sú leið að takmarka í löggjöf hámark þess hlutafjár og/eða atkvæðisréttar sem einstakir aðilar mega eiga í fjármálafyrirtækjum hefur verið rædd nokkuð á Alþingi og hlotið nokkurn hljómgrunn. Helsti kosturinn er að þá væri útrýmt með öllu þeirri hættu sem stafar af stórum hluthöfum í fjármálafyrirtækjum. Þessari leið fylgja á hinn bóginn miklir ókostir. Nægir þar að nefna að hún mundi skerða samkeppnisstöðu íslenskra fjármálafyrirtækja hér á landi gagnvart erlendum fjármálafyrirtækjum sem veita þjónustu hér á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið, enda mundu erlendu félögin ekki þurfa

„Viss hætta þykir á að stórir hluthafar í fjármálafyrirtækjum beiti áhrifum sínum, sem fylgja eignarhaldinu, í því skyni að afla sjálfum sér ávinnings á kostnað fyrirtækjanna, annarra hluthafa eða eftir atvikum annarra viðskiptavina. Slík háttsemi er skaðleg viðkomandi fyrirtækjum og til þess fallin að draga úr tiltrú almennings á fjármagnsmarkaðnum.“

Úr almennum athugasemdum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 69/2001. (Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 3348.)

„Davíð sagði að þó nú sé tíska að tala um kjölfestufjárfesta telji hann að í bankastofnun geti alveg dugað að stærstu eignaraðilarnir, sem komi til með að hafa leiðbeinandi forystu um reksturinn, eigi eignarhluti á bilinu 3% til 8% til dæmis. Hann telji hins vegar ekki æskilegt að einn aðili eða skyldir aðilar ráði 30–40% eignarhlut í bankastofnun. Það sé engin nauðsyn á eigendum með stærri eignarhlut en að ofan greinir og við slíkar aðstæður geti eignaraðilar með 2–3% eignarhlut haft veruleg áhrif á reksturinn, auk þess sem þeir væru líklegastir til þess að knýja á um að arðsemsjónarmið réðu ferðinni. Þó það hafi ekki verið rætt í ríkisstjórn telji hann að það komi fyllilega til álita að tryggja það með lagasetningu að eignarhaldi í bönkunum, þegar ríkið sleppi af þeim hendinni, verði dreift.“

Úr viðtali við Davíð Oddsson forsætisráðherra í Morgunblaðinu 8. ágúst 1998.

179. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 3348.

180. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 3348.

181. Morgunblaðið 8. ágúst 1998, bls. 30–31.

að lúta slíkum skilyrðum um dreifða eignaraðild þrátt fyrir að þau byðu þjónustu sína hér á landi. Þá mundi þessi leið takmarka mjög möguleika fjármálafyrirtækja til að hagræða í rekstri með samstarfsverkefnum og samruna við aðrar fjármálastofnanir. Þá drægi hún úr aðgangi fjármálafyrirtækja að rekstrarfé. Því má færa rök fyrir því að þessi leið lækki markaðsvirði fjármálafyrirtækja, dragi úr samkeppnishæfni þeirra, framleiðni og möguleikum til hagræðingar og dragi úr áhuga innlendra og erlendra aðila á að fjárfesta í þeim. Þar við bætist að Eftirlitsstofnun EFTA hefur lýst yfir þeirri skoðun sinni að slík takmörkun mundi fara í bága við 40. gr. EES-samningsins um skyldu aðildarríkja til að tryggja frjálst flæði fjármagns. [...] Ókostir hennar verða því að teljast bera kostina ofurlíði og þykir hún því ekki koma til álita. [...] Því er þess í stað lagt til með frumvarpi þessu að auka eftirlit með stærri hluthöfum en lögfesta ekki sérstakar takmarkanir við hámarkseignarhaldi einstakra hluthafa í fjármálafyrirtækjum. Ætla má að nægilegt sé að draga eins og kostur er úr hættunni á skaðlegum áhrifum af eignarhaldi einstakra stærri fjárfesta í stað þess að girða alfarið fyrir það.¹⁸²

Hér að framan var vikið að hinu nána sambandi ákvæða laga nr. 69/2001, sem hertu á reglum um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með hæfi eigenda virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjum, og laga nr. 70/2001, sem kváðu á um söluheimild ríkisstjórnarinnar á ríkisbönkunum. Í því samhengi má aftur vísa til sjónarmiða sem lýst var í kafla 6.3.3.4 hér að framan og komu fram við skýrslutökur hjá rannsóknarnefndinni af hálfu forsvarsmanna þáverandi ríkisstjórnar sem stóð að setningu beggja laga og sölu á ríkisbönkunum í kjölfarið. Í kaflanum var fjallað um þær breytingar sem urðu á viðmiðum og kröfum til kaupenda ríkisbankanna á lokastigi söluferlisins frá miðju sumri 2002 og fram til þess að bankarnir voru seldir. Nánar tiltekið fólust þær í því að viðmið um reynslu og þekkingu á sviði fjármálaþjónustu sem lagt var upp með í söluferlinu viku fyrir öðrum viðmiðum og áherslum stjórnvalda sem nánar eru rakin þar. Í skýrslu sinni fyrir rannsóknarnefnd vísaði Davíð Oddsson þannig m.a. til þess að forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar hefðu þó haft í huga að hæfi kaupenda bankanna til að fara með virka eignarhluti í bönkunum kæmi á endanum til athugunar hjá Fjármálaeftirlitinu. Verður þá jafnframt að hafa í huga að ljóst var að kaupin yrðu gerð með fyrirvara um samþykki Fjármálaeftirlitsins á umsóknum kaupenda um heimild til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki og að Fjármálaeftirlitið tæki afstöðu til umsóknanna á grundvelli þeirra ákvæða um eftirlit með virkum eignarhlutum sem lög nr. 69/2001 höfðu aukið við þágildandi lög nr. 113/1996, um banka og sparisjóði.¹⁸³ Þau ákvæði mæltu (og mæla enn) m.a. fyrir um að Fjármálaeftirlitið skyldi við matið hafa hliðsjón af þekkingu og reynslu umsækjenda á sviði fjármálaþjónustu.¹⁸⁴

182. Alþt. 2000–2001, A-deild, bls. 3349–3350.

183. Lög nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, voru samþykkt á Alþingi 20. desember 2002 og tóku gildi 1. janúar 2003, sbr. þágildandi 113. gr. laganna. Með sömu grein laganna voru lög nr. 113/1996 felld úr gildi. Að uppistöðu til, og að öllu því leyti sem hefur þýðingu hér, eru efnisreglur VI. kafla laga nr. 161/2002 um virka eignarhluti samhljóða hliðstæðum ákvæðum laga nr. 113/1996, um viðskiptabanka og sparisjóði, eins og þeim var breytt með lögum nr. 69/2001.

184. Sjá 10. gr. áðurgildandi laga nr. 113/1996 og núgildandi 1. mgr. 42. gr. laga nr. 161/2002.

Á umræddum tíma var Páll Gunnar Pálsson forstjóri Fjármálaeftirlitsins. Við skýrslutöku hjá rannsóknarnefnd tjáði hann sig m.a. um að honum hefði þótt sú afstaða „merkileg“ af hálfu þeirra sem fóru með sölu bankanna fyrir hönd ríkisins að vísa því frá sér að taka sjálfstæða afstöðu til hæfis kaupenda en gera þess í stað einungis ráð fyrir athugun Fjármálaeftirlitsins samkvæmt framangreindum lagaákvæðum. Páll Gunnar tók m.a. fram að sá munur hefði verið á aðstöðu ríkisstjórnarinnar sem seljanda bankanna og Fjármálaeftirlitsins að þessu leyti að ríkið hefði getað tekið afstöðu til spurninga um hæfi kaupenda á mun breiðari grundvelli heldur en Fjármálaeftirlitinu hefði verið kleift vegna almennra stjórnáhrifaráhrifa sem sett hefðu slíkri athugun stofnunarinnar ákveðin takmörk. Sjá nánari tilvitnun til sjónarmiða Páls Gunnars að þessu leyti hér til hliðar þar sem m.a. kemur fram að hann hafi ekki verið sáttur við þessa nálgun þeirra sem fóru með sölu bankanna af hálfu ríkisvaldsins.

Hér í framhaldinu verður gerð grein fyrir ákvörðunum Fjármálaeftirlitsins um umsóknir Samsonar annars vegar og hins vegar Eglu hf., Samvinnulífeyrissjóðsins, Vátryggingafélags Íslands og Eignarhaldsfélagsins Samvinnutrygginga um heimild til að fara með virkan eignarhlut í fjármála fyrirtæki á grundvelli framangreindra reglna. Vegna tengsla við efnið verður í tilviki Samsonar einnig vikið nokkuð að erindum félagsins til Fjármálaeftirlitsins sem fyrst komu fram síðla árs 2004 þar sem farið var fram á rýmkun á tilteknum skilyrðum sem félagið gekkst undir í tengslum við ákvörðun Fjármálaeftirlitsins um hæfi til félagsins til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum. Rétt er að undirstrika að ekki er um heildstæða umfjöllun um ákvarðanir Fjármálaeftirlitsins og forsendur þeirra að ræða heldur beinist hún einungis að þeim atriðum sem tengjast viðfangsefnum í þessum kafla.

6.4.2 Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 3. febrúar 2003 um hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum

Með bréfi, dags. 12. nóvember 2002, sótti Samson eignarhaldsfélag ehf. um samþykki Fjármálaeftirlitsins fyrir kaupum félagsins á virkum eignarhlut, eða 45,8%, í Landsbanka Íslands hf. Í gögnum sem Fjármálaeftirlitið hefur afhent rannsóknarnefnd koma fram upplýsingar um málsmeðferð og gagnaöflun stofnunarinnar í tilefni af umsókn Samsonar. Fjármálaeftirlitið tók ákvörðun um umsóknina á grundvelli ákvæða VI. kafla laga nr. 161/2002, sem tóku gildi 1. janúar 2003, sbr. einkum ákvæði 42. gr. þeirra laga þar sem þá og nú eru talin upp atriði sem Fjármálaeftirlitinu ber m.a. að hafa hliðsjón af við mat á hæfi umsækjanda til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki. Vitnað er til orðalags fyrstu tveggja töluliða 42. gr. laga nr. 161/2002, eins og greinin leit út á þessum tíma, hér til hliðar.

Fjármálaeftirlitið brást við umsókn Samsonar með bréfi til lögmannna félagsins, dags. 25. nóvember 2002, þar sem óskað var eftir nánari upplýsingum m.t.t. umsóknarinnar. Meðal annars var vísað til upplýsinga í umsókn Samsonar um samþykktir félagsins sem kvæðu á um að tilgangur þess væri „hvers konar eignaumsýsla og fjárfestingarstarfsemi, svo sem kaup og sala fasteigna, verðbréfa og hlutabréfa, rekstur fasteigna, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur“. Í bréfi Fjármálaeftirlitsins sagði síðan að með hliðsjón af

„[F]ramkvæmdanefndin tekur þá merkilegu línu, sem mér hefur alltaf þótt merkileg, að þegar kemur upp umræða um það hvort að Björgólfarnir og sá hópur sé hæfur og S-hópurinn sé hæfur o.s.frv. þá lætur eigandinn – þetta er ekki einhver bara venjulegur eigandi, þetta er ríkið – lætur eins og það komi þeim ekkert við. Ef að einhvers staðar átti að meta það hver væri heppilegur eigandi að svona stórum, mikilvægum fyrirtækjum á Íslandi þá var það ríkið sem var í stöðu seljandans, ekki bundinn af neinum þröngum stjórnáhrifaráhrifa um mat á hæfi, hann gat ákveðið það að selja þetta með allt öðrum hætti. Þarna voru hrútararnir skornir í þessu og ég var ekki sáttur við þessa meðferð.“

Skýrsla Páls Gunnars Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 25. september 2009, bls. 34.

„Fjármálaeftirlitið leggur mat á hvort umsækjandi sé hæfur til að eiga eignarhlutinn með tilliti til heilbrigðs og trausts reksturs fjármálafyrirtækis. Við mat á hæfi umsækjenda skal m.a. höfð hliðsjón af eftirfarandi:

1. Fjárhagsstöðu umsækjanda og aðila sem hann er í nánnum tengslum við.
2. Þekkingu og reynslu umsækjanda.

[...].“

Ákvæði 1.–2. tölul. 42. gr. laga nr. 161/2002, á þeim tíma sem FME tók ákvarðanir um þær umsóknir kaupenda Landsbankans og Búnaðarbankans sem fjallað er um í meginmáli.

Þessu óskaði stofnunin upplýsinga um hvort félagið hygði á aðra starfsemi en að fara með eignarhlut í Landsbanka Íslands hf. og „hvort umsækjandi [væri] tilbúinn til þess að skuldbinda sig til þess að takmarka tilgang og starfsemi félagsins við að sinna eignarhaldi í viðkomandi viðskiptabanka“. Í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins, dags. 3. febrúar 2003, er síðan tekið fram að 10. janúar 2003 hafi stofnuninni m.a. borist frá Samson „breyttar samþykktir félagsins þar sem tilgangur félagsins [væri] sagður vera eignarhald á hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. og rekstur og umsýsla tengd því eignarhaldi“. Sjá má af þessu að forsvarsmenn Samsonar fóru að ósk Fjármálaeftirlitsins og þrengdu samþykktir félagsins með framangreindri breytingu. Í ákvörðun sinni vísaði Fjármálaeftirlitið til þess að Samson hefði orðið við þessari ósk stofnunarinnar í tengslum við umfjöllun um 1. tölul. 42. gr. laga nr. 161/2002, þ.e. um atriði varðandi fjárhagsstöðu umsækjanda o.fl., og tók fram að samþykktum Samsonar hefði verið breytt með þeim hætti að tilgangur félagsins yrði nú „takmarkaður við eignarhald á hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf.“. Í beinu framhaldi sagði í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins: „Ekki verður því um annars konar rekstur í félaginu að ræða.“

Umfjöllun Fjármálaeftirlitsins um 2. tölul. 42. gr. laga nr. 161/2002, þ.e. um þekkingu og reynslu umsækjenda, er birt í heild sinni hér til hliðar. Rétt er að geta þess að þau gögn sem rannsóknarnefndin hefur fengið afhent frá Fjármálaeftirlitinu varpa ekki ljósi á það nánar með hvaða hætti athugun Fjármálaeftirlitsins á þessum lið fór fram eða hvaða forsendur voru þar að baki, þ.e. til hvaða upplýsinga stofnunin leit, hvaða reynsla af rekstri fyrirtækja var lögð til grundvallar og hvaða nánari ályktanir stofnunin dró um þessi efni, aðra en þá endanlegu niðurstöðu að á heildina litið teldi hún ekki tilefni til að „gera athugasemd við hæfi félagsins til að fara með eignarhlutinn“.

Hinn 3. febrúar 2003 ákvað Fjármálaeftirlitið að fallast á umsókn Samsonar. Niðurstaða stofnunarinnar var að Samson teldist, „miðað við fyrirleggjandi áform“, hæft til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf., sbr. VI. kafla laga nr. 161/2002. Þess var getið að ákvörðun Fjármálaeftirlitsins væri byggð á upplýsingum sem veittar hefðu verið í samræmi við 41. gr. laga nr. 161/2002 og mati samkvæmt 42. gr. sömu laga. Síðan var sérstaklega tekið fram að til grundvallar ákvörðuninni lægju einnig „aðgerðir eigenda Samson[ar] og yfirlýsingar um aðgerðir í því skyni að tryggja enn frekar hæfi Samson[ar] til þess að fara með eignarhlutinn“. Í framhaldi voru talin upp fjögur atriði í þessu sambandi. Tvö af þeim hafa þýðingu hér. Annars vegar var vísað til framangreindra breytinga á samþykktum Samsonar og takmörkunar á tilgangi félagsins. Hins vegar var vísað til yfirlýsingar Samsonar um að fagaðilar, sem ekki væru eigendur að Samson, tækju sæti í bankaráði og aðeins einn eigenda Samsonar myndi „í fyrstu“ sækjast eftir kjöri í það, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

6.4.2.1 Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 2. júní 2006 um að fallast á útvíkkun samþykta Samsonar

Hér að framan var m.a. fjallað um þá forsendu sem þrenging samþykta Samsonar og takmörkun tilgangs félagsins við eignarhald á Landsbankanum var fyrir ákvörðun Fjármálaeftirlitsins frá 3. febrúar 2003 um að samþykkja umsókn Samsonar um heimild til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum. Með tölvubréfi 6. október 2004 sneri Þórunn

„2. tölul. Þekking og reynsla umsækjenda.“

Fjármálaeftirlitið hefur aflað upplýsinga um Samson og eigendur þess. Fjármálaeftirlitið telur ekki, með hliðsjón af reynslu þeirra af rekstri fyrirtækja, ástæðu til að gera athugasemd við hæfi félagsins til að fara með eignarhlutinn. Í þessu efni hefur Fjármálaeftirlitið leitað upplýsinga um hvornig staðið verði að vali á fulltrúum félagsins til kjörs í bankaráði. Í því efni hefur því verið lýst yfir af hálfu Samson að fyrir hönd félagsins muni taka sæti í bankaráði Landsbanka Íslands hf. aðilar með fagþekkingu og að í fyrstu muni einungis einn af eigendum Samson sækjast eftir kjöri í bankaráð.“

Úr ákvörðun Fjármálaeftirlitsins, dags. 3. febrúar 2003, um hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum.

Guðmundsdóttir, hæstaréttarlögmaður, sér til Fjármálaeftirlitsins, f.h. Samsonar eignarhaldsfélags ehf., og tilkynnti að Samson hefði hug á að fá heimild Fjármálaeftirlitsins til að breyta samþykktum félagsins „í fyrra horf til að félagið [gæti], ef til [kæmi], haft aðra starfsemi með höndum, en að eiga hluti í Landsbankanum“.¹⁸⁵ Ekki er að sjá að í kjölfarið hafi erindinu verið frekar hreyft af hálfu félagsins eða Fjármálaeftirlitsins fyrr en um mitt næsta ár þegar fram kom aftur ósk frá Samson um að félaginu yrði heimiluð þessi samþykktabreyting. Sú ósk kom fram með þeim hætti að Fjármálaeftirlitið sendi bréf til félagsins, dags. 31. maí 2005. Þar tilkynnti Fjármálaeftirlitið Samson um tilteknar „áhyggjur“ sem vaknað hefðu hjá eftirlitinu um hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands, sbr. VI. kafla laga nr. 161/2002, á grundvelli viðvarandi eftirlits Fjármálaeftirlitsins með félaginu allt frá kaupunum. Áhyggjur Fjármálaeftirlitsins lutu efnislega að því hvort eignarhald Samsonar á Landsbankanum, með hliðsjón af þeirri reynslu sem komin var á það, teldist vera í samræmi við þau skilyrði og sjónarmið sem lágu til grundvallar samþykki Fjármálaeftirlitsins fyrir kaupunum, sbr. framangreinda ákvörðun þess frá 3. febrúar 2003. Fjármálaeftirlitið taldi í því ljósi að taka þyrfti þrjú atriði til nánari athugunar, sem svo voru rakin í bréfi þess: 1. Hættu á hagsmunaárekstrum á fjármálamarkaði, sbr. 3. tölul. 42. gr. laga nr. 161/2002. 2. Torveldun eftirlits, sbr. 5. tölul. sömu greinar. 3. Hvort Samson teldist vera eignarhaldsfélag á fjármálasviði í skilningi 97. gr. sömu laga. Í bréfi Fjármálaeftirlitsins voru þessi atriði reifuð nánar með vísan til tiltekinna atvika úr starfsemi Landsbankans sem vakið höfðu áhyggjur Fjármálaeftirlitsins.

Í meginatriðum lutu áhyggjur Fjármálaeftirlitsins að því að félagið og tengdir aðilar væru með verulegar fyrirgreiðslur frá Landsbankanum og Landsbankanum í Lúxemborg. Skuldbindingarnar væru í mörgum tilvikum ýmist með ábyrgð móðurfélagsins og/eða tryggðar með veði í hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. eða félögum sem tengd voru bankanum eða virkum eiganda hans. Fjármálaeftirlitið sagði athygli hafa vakið að fulltrúi Samsonar í stjórn, formaður bankaráðs, hefði ekki fallist á beiðni Fjármálaeftirlitsins um að Landsbanki Luxembourg S.A. fengi umboð til að veita eftirlitinu upplýsingar um fyrirgreiðslur til bankaráðsformannsins eða tengdra aðila á samstæðugrundvelli sem bankinn hefði talið að féllu undir þagnarskylduákvæði í Lúxemborg. Af þessu hefði leitt að upplýsingagjöf til Fjármálaeftirlitsins og bankaráðs um hagsmunatengda aðila og venslaða aðila hefði verið ófullnægjandi. Þá hefði komið í ljós að eigendur Samsonar væru efnislegir eigendur að baki ýmsum viðskiptum með hluti í Íslandsbanka hf. sem skráðir voru á nafn Landsbanka Luxembourg S.A. Viðskiptin hófust í ársbyrjun 2004 og þeim lauk í lok september sama ár. Þessi viðskipti og það ógegnsæi sem væri til staðar vegna eignarhalds á þeim eignarhlut hefði valdið Fjármálaeftirlitinu vandkvæðum með hliðsjón af eftirlitsskyldum stofnunarinnar. Tekið var fram að Fjármálaeftirlitið liti alvarlegum augum aðkomu eigenda virks eignarhlutar í fjármálafyrirtæki að viðskiptum á markaði sem væru til þess fallin að torvelða eðlilegt eftirlit með eignarhaldi í öðrum fjármálafyrirtækjum. Fjármálaeftirlitið minnti einnig á að þegar þess hefði verið krafist árið 2003

185. Tölvubréf Þórunnar Guðmundsdóttur, hrl., til starfsmanns Fjármálaeftirlitsins, dags. 6. október 2004. Um tildrög þess að Samson breytti samþykktum sínum við kaupin á Landsbankanum vísast til kafla 16.0 í skýrslunni.

að Samson myndi beita sér fyrir því að fagaðilar sem ekki væru tengdir eigendum Samsonar tækju sæti í stjórn Landsbankans og að aðeins einn af eigendum Samsonar tæki, a.m.k. í fyrstu, sæti í stjórninni, hefði eftirlitið gert ráð fyrir því að Samson myndi einungis eiga einn fulltrúa í bankaráði bankans. Þó hefði það verið svo að aðilar nátengdir félaginu, m.a. starfsmenn þess, hefðu setið í bankaráði auk stjórnarformannsins. Þannig hefðu þeir af þeim fimm bankaráðsmönnum sem undirrituðu ársreikning Landsbankans 2004 fallið undir það að vera ýmist eigendur eða starfsmenn Samsonar. Á árinu 2005 hefði Fjármálaeftirlitið dregið þá ályktun af ofangreindu að ekki hefði verið sýnt fram á með fullnægjandi hætti að staða Samsonar, eigenda þess og tengdra aðila gagnvart Landsbankanum væri ekki önnur og nánari en fælist í ávinningi almennra hluthafa af heilbrigðum og traustum rekstri bankans. Framangreind atriði hefðu valdið Fjármálaeftirlitinu áhyggjum með tilliti til viðvarandi eftirlits á hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut. Horfa yrði til 49. gr. laga 161/2002 um úrræði ef eigandi væri ekki hæfur til að fara með virkan eignarhlut. Sérstaka hliðsjón skyldi hafa af því hvort staða eða háttsemi viðkomandi aðila væri til þess fallin að rýra traust almennings á hlutaðeigandi fjármálfyrirtæki væri hún opinber. Fjármálaeftirlitið óskaði eftir sjónarmiðum Samsonar um þetta og ítarlegum tillögum sem miðað gætu að því að tryggja eðlilegt eftirlit og óháða stöðu þess og tengdra aðila gagnvart bankanum til framtíðar, ella kæmu úrræði 49. gr. til skoðunar.

Samson svaraði með bréfi til Fjármálaeftirlitsins, dags. 29. júní 2005. Í því brást félagið við áhyggjuefnum stofnunarinnar og færði fram sjónarmið sín í tilefni af þeim.¹⁸⁶ Eftir þá umfjöllun kom fram í lokakafla bréfs Samsonar hin ítrekaða ósk félagsins um að fá heimild Fjármálaeftirlitsins til að breyta samþykktum sínum og rýmka þær aftur í fyrra horf. Af bréfaskiptum Fjármálaeftirlitsins og Samsonar í kjölfarið verður ráðið að eftir að Samson setti fram þessa ósk á ný hafi samskipti aðila í öllum meginatriðum einungis beinst að henni og framangreind áhyggjuefni Fjármálaeftirlitsins, sem samskipti aðila ráku upphaf sitt til, á endanum ekki leitt til sérstakra formlegra aðgerða af hálfu eftirlitsins.¹⁸⁷

Ósk Samsonar um heimild til útvíkkunar samþykktar var í síðastnefndu bréfi félagsins til Fjármálaeftirlitsins rökstudd í meginatriðum svo að félagið teldi „naudsýnlegt að útvíkka starfsheimildir félagsins í því skyni að tryggja óháða stöðu þess, styrkja það og stuðla að gagnsæi í rekstri þess“. Nánar tiltekið var óskinn m.a. skýrð svo að takmörkun í samþykktum félagsins um að því væri aðeins heimilt að eiga í Landsbankanum gerði það að verkum að möguleikar félagsins til að ávaxta fé sitt væru mjög takmarkaðir og stæði

186. Í rökstuðningi fyrir sjónarmiðum Samsonar í bréfi þess er tvívegis vísað til þess að tiltekin atriði sem „áhyggjuefni“ Fjármálaeftirlitsins snerust að nokkru um hafi verið „alger forsenda“ eða „grundvallaratriði“ fyrir kaupum félagsins á hlutafé í bankanum af íslenska ríkinu. Af hálfu Samsonar var þannig gagnvart Fjármálaeftirlitinu, í tengslum við lögbundið eftirlit stofnunarinnar með eigendum fjármálfyrirtækja, vísað til atriða sem félagið taldi forsendu fyrir kaupum sínum á Landsbankanum af íslenska ríkinu sem seljanda. Með tilliti til eftirlitsskyldna Fjármálaeftirlitsins og lagalegs grundvallar þeirra er erfitt að sjá hvaða þýðingu slík atriði gátu haft, hvað sem líður hugsanlegri þýðingu þeirra í samhengi kaupa Samsonar og íslenska ríkisins. Varðandi þessar tilvísanir Samsonar má vísa til hliðsjónar til kafla 6.3.6 hér að framan um einkenni á almennri framgöngu Samsonar gagnvart stjórnvöldum í sölufærlí Landsbankans.

187. Varðandi endanlegar niðurstöður úr þessum samskiptum aðila er einkum horft til bréfs Fjármálaeftirlitsins til Samsonar, dags. 2. júní 2006, þar sem fallist var á ósk Samsonar um útvíkkun samþykktar félagsins. Með því lauk bréfaskiptum sem hófust með bréfi Fjármálaeftirlitsins til Samsonar frá 31. maí 2005, sbr. nánar síðar í kaflanum.

það félaginu fyrir þrifum. Það leiddi m.a. til þess að öll áhætta félagsins lægi í gengi bankans. Út frá stöðu félagsins sem stórs hluthafa í bankanum væri nauðsynlegt fyrir það og einnig fyrir bankann að félagið gæti „áhættudreift“ því fjármagni og fjárstyrk sem það hefði yfir að ráða en hann var í bréfinu sagður orðinn verulegur. Í bréfinu var um það vísað til markaðsvirðis Landsbankans á þeim tíma.¹⁸⁸

Samkvæmt gögnum rannsóknarnefndar ítrekaði framkvæmdastjóri Samsonar erindi þetta með tölvubréfi til Fjármálaeftirlitsins, dags. 21. október 2005, og óskaði eftir fundi með stofnuninni. Samkvæmt gögnum málsins fór sá fundur fram 18. nóvember s.á. Með bréfi til Samsonar, dags. 2. desember s.á., óskaði Fjármálaeftirlitið eftir nánari upplýsingum og sjónarmiðum Samsonar vegna erindisins. Fyrirspurnir stofnunarinnar lutu að nánari rökstuðningi þess hvernig breyttar samþykkir myndu stuðla að óháðri stöðu félagsins og gagnsæi í rekstri þess. Þá var spurt um atriði varðandi fjárfestingarstefnu, væntanlegt eignarhald og eignadreifingu innan félagsins og einnig hvernig tryggt yrði að 30% eiginfjárlutfalli, sem Samson hafði skuldbundið sig til að halda yfir lengri tíma og var eitt af skilyrðum heimildar Fjármálaeftirlitsins frá 3. febrúar 2003, yrði viðhaldið yrði tilgangi félagsins breytt. Samson svaraði með bréfi til Fjármálaeftirlitsins, dags. 8. desember 2005. Þar kom m.a. fram að Samson myndi viðhalda eiginfjárlutfalli sínu með „ábyrgri fjárfestingastefnu og hóflegri skuldatöku“.

Með bréfi til Samsonar, dags. 2. júní 2006, féllst Fjármálaeftirlitið á ósk félagsins um heimild til útvíkkunar á samþykktum sínum „í samræmi við þær hugmyndir sem kynntar [hefðu verið] eftirlitinu“.¹⁸⁹ Ákvörðun stofnunarinnar var byggð á forsendum sem taldar voru upp í bréfinu og voru sagðar koma til viðbótar forsendum í upphaflegri ákvörðun Fjármálaeftirlitsins frá 3. febrúar 2003. Forsendurnar voru eftirfarandi:

- „1. Að eiginfjárlutfall félagsins fari ekki niður fyrir fyrrgreind viðmiðunarmörk [30%] og að Fjármálaeftirlitið verði upplýst þegar í stað ef hlutfall eigin fjár fer niður fyrir þau mörk eða er líklegt til þess að fara niður fyrir þau.
2. Að með ársreikningum og árshlutareikningum félagsins fylgi yfirlit yfir allar eignir þess og upplýsingar um stjórnarsetu efnislegra eigna félagsins og aðila tengdum þeim.
3. Að félagið upplýsi Fjármálaeftirlitið fyrirfram verði breytingar á eignarhaldi þess. [...]
4. Að félagið beiti sér fyrir því að innri reglur, ferlar og eftirlit Landsbankans séu endurskoðuð með reglubundnum hætti með tilliti til mats á hættu á hagsmunaárekstrum og að félagið tryggi að ávallt séu fyrir hendi fullnægjandi upplýsingar innan Landsbankans um aðila sem teljast venslaðir félaginu og aðilum tengdum félaginu.“¹⁹⁰

188. Bréf Birgis Mús Ragnarssonar, framkvæmdastjóra, f.h. Samsonar eignarhaldsfélags ehf., til Fjármálaeftirlitsins, dags. 29. júní 2005.

189. Jónas Fr. Jónsson tók við af Páli Gunnari Pálssyni sem forstjóri Fjármálaeftirlitsins sumarið 2005.

190. Bréf Fjármálaeftirlitsins til Samsonar eignarhaldsfélags ehf., dags. 2. júní 2006.

„Hluthafafundur Samson eignarhaldsfélags ehf. hefur í dag samþykkt breytingu á samþykktum félagsins þannig að tilgangur þess er nú almenn fjárfestingastarfsemi. Fyrir breytinguna var tilgangur félagsins takmarkaður við eignarhald á hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. Fjármálaeftirlitið hefur samþykkt fyrrgreinda breytingu, en Samson eignarhaldsfélag ehf. er undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins sem eigandi virks eignarhlutar í Landsbanka Íslands hf.“

Tilkynning Samsonar eignarhaldsfélags ehf. til Kauphallar Íslands frá 29. júní 2006.

„Þekking og reynsla umsækjenda (2. tölul. 42. gr.) Fjármálaeftirlitið telur ekki, með hliðsjón af reynslu umsækjenda af rekstri fyrirtækja, þ.á m. viðtækri reynslu af rekstri fyrirtækja á fjármálamarkaði, ástæðu til að gera athugasemd við hæfi þeirra til að fara með eignarhlutinn. Fjármálaeftirlitið hefur áður leitað upplýsinga um hvernig staðið verði að vali á fulltrúum umsækjenda til kjörs í bankaráði. Fjármálaeftirlitið hefur beint þeim tilmælum til umsækjenda að stuðlað verði að því að í fyrstu taki sæti í bankaráði Búnaðarbankans fagaðilar sem ekki eigi beina aðild að hópi umsækjenda, a.m.k. að hluta til. Í svörum umsækjenda hefur verið staðfest að erlendum ráðgjafi hafi samþykkt að taka sæti í bankaráði Búnaðarbankans.“

Úr ákvörðun Fjármálaeftirlitsins, dags. 3. febrúar 2003, um hæfi S-hópsins til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbankanum.

Framangreint bréf Fjármálaeftirlitsins til Samsonar breytti fyrri ákvörðun stofnunarinnar frá 3. febrúar 2003 um heimild Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í Landsbankanum með þeim hætti sem vitnað var til. Samkvæmt fyrirbyggjandi gögnum rannsóknarnefndar var með bréfinu bundinn endi á þau samskipti milli aðilanna, bæði með bréfum og á fundum, sem hófust með bréfi Fjármálaeftirlitsins til Samsonar frá 31. maí 2005. Rétt er að ítreka að í bréfaskiptum aðila allt frá því að Fjármálaeftirlitinu barst svar Samsonar, dags. 29. júní 2005, er ekki frekar fjallað um „áhyggjuefni“ varðandi eignarhald félagsins á Landsbankanum sem Fjármálaeftirlitið hafði lýst í fyrrgreindu bréfi sínu. Þá ber lokabréfið í þessum samskiptum, þ.e. bréf Fjármálaeftirlitsins frá 2. júní 2006, þess ekki merki að stofnunin hafi þar með neinum ákveðnum eða endanlegum hætti, t.d. með töku ákvarðana um viðbrögð gagnvart Samson, fylgt eftir þeim margþættu áhyggjuefnum sem eftirlitið hafði áður sett fram.

Meðal gagna rannsóknarnefndar er loks afrit af tölvubréfi framkvæmdastjóra Samsonar til Fjármálaeftirlitsins, dags. 29. júní 2006, þar sem vitnað er til tilkynningar til Kauphallar Íslands um breytingu á samþykktum Samsonar í samræmi við heimild stofnunarinnar, sbr. tilvitnun hér til hliðar.

6.4.3 Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins 17. mars 2003 um hæfi S-hópsins til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbankanum¹⁹¹

Af hálfu rannsóknarnefndar var með hliðsjón af viðfangsefnum þessa kafla einnig litið til ákvörðunar Fjármálaeftirlitsins, dags. 17. mars 2003, um umsókn S-hópsins, dags. 16. janúar 2003, um samþykki stofnunarinnar fyrir kaupum á virkum eignarhlut, eða 45,8%, í Búnaðarbankanum. Með hliðsjón af efnisafmörkun er hér aðeins getið um umfjöllun Fjármálaeftirlitsins um hæfi S-hópsins þar sem tekin var afstaða til reynslu og þekkingar aðila hópsins í skilningi 2. tölul. 42. gr. laga nr. 161/2002. Umfjöllun í ákvörðun stofnunarinnar um þetta atriði var stutt, líkt og í tilviki Samsonar, en vitnað er til hennar í heild sinni hér til hliðar.

Ef tilvitnaður kafla úr ákvörðuninni er borinn saman við hliðstæðan kafla í ákvörðun Fjármálaeftirlitsins gagnvart Samson sést að hin eiginlega umfjöllun um þekkingu og reynslu umsækjenda í fyrri hluta tilvitnaðra kafla er í meginatriðum samhljóða fyrir utan eitt atriði. Í tilviki S-hópsins dró Fjármálaeftirlitið sérstaklega fram „viðtæka reynslu af rekstri fyrirtækja á fjármálamarkaði“ sem stofnuninni þótti vera til staðar hjá einstökum fyrirtækjum innan S-hópsins. Líkt og varðandi umfjöllun um þessi efni í ákvörðun um Samson kemur ekki nánar fram á hvaða forsendum Fjármálaeftirlitið byggði þessa niðurstöðu sína, sbr. nánar þau atriði sem tínd voru til að þessu leyti í hliðstæðri umfjöllun um Samson hér að framan.

6.5 Eignarhald stóru bankanna þriggja 2004–2008

Vandasamt er að kortleggja eignarhald íslensku bankanna frá einkavæðingu fram að falli þeirra. Samrunar, yfirtökur, breytingar á nöfnum og/eða eignarhaldi eignarhaldsfélaga, stofnun nýrra eignarhaldsfélaga og flókin eignatengsl

191. Með S-hópnum er í kaflanum átt við endanlega kaupendur Búnaðarbankans, þ.e. Eglu hf., Eignarhaldsfélagið Samvinnutryggingar, Samvinnulífeyrissjóðinn og Vátryggingafélag Íslands hf., sbr. margnefndan kaupsamning þessara aðila við íslenska ríkið, dags. 16. janúar 2003.

þeirra geta villt sýn á þróun eignarhalds bankanna og nánari stöðu þess á hverjum tímapunkti. Hér verður leitast við að kortleggja eignarhald bankanna og varpa ljósi á þá hópa fjárfesta sem áttu stóra hluti í bönkunum á hverjum tíma. Þar er einkum horft til lífeyrissjóða, stærri eigenda (e. blockholders) sem oftast hafa fulltrúa í stjórn, og innra eignarhalds bankanna (e. internal ownership).¹⁹²

Greiningin byggist á gögnum Verðbréfaskráningar Íslands sem skráir eignarhluti í skráðum félögum á hverjum tímapunkti. Hér er miðað við samsetningu eignarhluta eins og hún var í lok hvers mánaðar frá árinu 2004 og fram til falls bankanna. Þar sem nöfn þeirra félaga sem eiga hlut í bönkunum hverju sinni tóku tíðum breytingum af ýmsum ástæðum er í meginatriðum miðað við lista yfir kennitölur félaga sem starfsmenn rannsóknarnefndar bjuggu til í því skyni að hafa yfirsýn yfir eiginlega tilvist og starfsemi félaga, þ.e. óháð nafnbreytingum á þeim. Heiti félaga er eins og þau voru samkvæmt Þjóðskrá um mitt ár 2009 en samkvæmt fyrirtækjaskrá hafi þau fallið úr Þjóðskrá fyrir mitt ár 2009 en verið eigendur samkvæmt Verðbréfaskráningu Íslands á einhverjum tímapunkti þar á undan.

Stærri eigendur í félagi (e. blockholders) eru yfirleitt skilgreindir svo ef þeir hafa eignast fimm prósent eða meira í félaginu.¹⁹³ Í greiningunni hér er litið framhjá þessari hefðbundnu skilgreiningu og miðað við að stórir eigendur séu þeir sem hafi eignast fjögur prósent eða meira í viðkomandi félagi. Ástæða þessa er sú að flöggunarskylda hvílir að lögum á fjárfestum ef þeir eignast meira en fimm prósent eignarhlut í félagi. Af þessum sökum var sú leið fær aðilum sem vildu komast hjá því að upplýsingar um eignarhald þeirra í félögum, þ.m.t. stóru bönkunum þremur, yrðu opinberar eða vektu athygli gegnum reglur um flöggunarskyldu að haga eignarhaldinu með þeim hætti að það væri á hverjum tíma undir fimm prósent flöggunarskyldunni. Þetta var t.d. hægt að gera með því að dreifa eignarhaldinu á fleiri félög, þ.m.t. á fyrirtæki með heimilisfesti í öðrum ríkjum. Rannsóknarnefndin leitaðist við að kortleggja krosseignarhald félaga og voru þær upplýsingar nýttar til greiningar á lánabókum bankanna. Umfjöllun um lánabækurnar má finna í kafla 8.0. Þá er í viðauka 2 með skýrslunni sjálfstæð greining á krosseignatengslum og arðgreiðslum. Í umfjöllun hér á eftir verður að mestu látið sitja við að gera grein fyrir þróun á eignarhaldi bankanna sem slíku, þ.e. án þess að þróunin sé tengd atriðum í sjálfum rekstri bankanna.

6.5.1 Eignarhald Glitnis

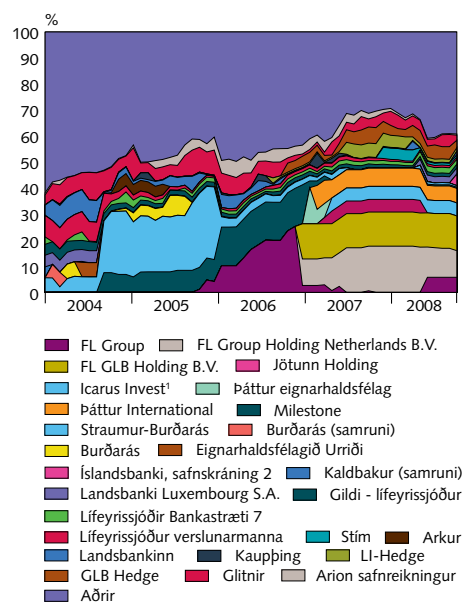
6.5.1.1 Stærstu hluthafar Glitnis

Eignarhald Glitnis á árunum 2004–2008 var sveiflukennt og einkenndist af átökum milli einstakra eigenda eða eigendahópa. Við upphaf tímabilsins var eignarhaldið tiltölulega dreift. Merkja má viðleitni Straums-Burðarás Fjárfestingabanka hf. (hér eftir Straumur-Burðarás) til að ná undirtökum í bankanum í upphafi árs 2004. Félög tengd bankanum, svo sem Landsbankinn, Eignarhaldsfélagið Urriði ehf.,¹⁹⁴ Landsbankinn í Lúxemborg, Burðarás ehf.

Mynd 1

Eignarhald Glitnis

Hluthafar með stærri hlut en 4%



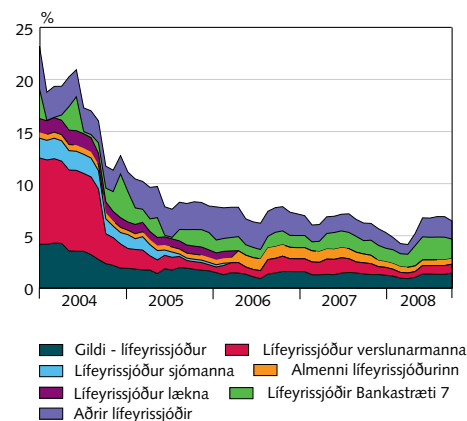
1. Áður Saxbygg Invest.

Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 2

Eignarhlutir lífeyrissjóðanna

í Glitni



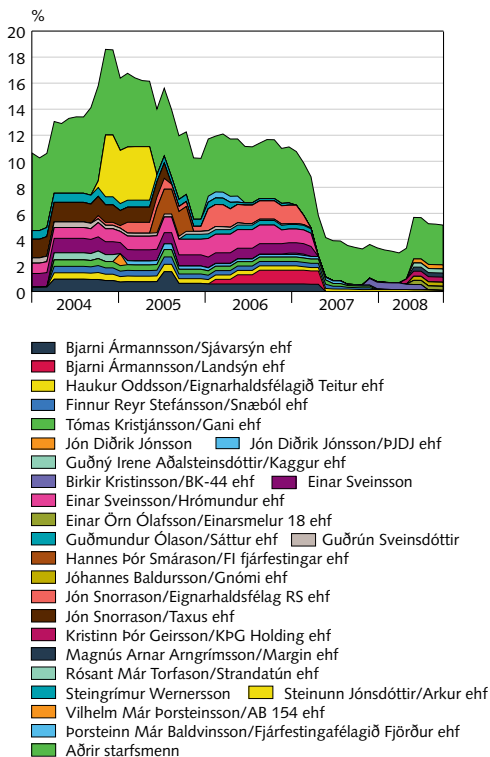
Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

192. Innra eignarhald vísar til þess hversu stór hluti fyrirtækis var í eigu fólks sem starfaði innan bankanna eða fyrir þá með beinum hætti, svo sem þeirra sem sátu í bankaráðum.

193. Holderness, Clifford G.: „A Survey of Blockholders and Corporate Control.“ *Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, apríl 2003. Aðgengileg á SSRN: <http://ssrn.com/abstract=281952> or doi:10.2139/ssrn.281952

194. Urriði ehf. var m.a. í eigu Björgólfs Guðmundssonar og Björgólfs Thors Björgólfssonar í gegnum Straum-Burðarás.

Mynd 3
Eignarhlutir starfsmanna Glitnis
í Glitni



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

og Burðarás hf., fóru með um 14% hlut í Glitni í janúar 2004, en vikið er að þessu meðal annars í bréfi Fjármálaeftirlitsins til Samsonar 31. maí 2005. Í febrúar sama ár höfðu sömu aðilar um 24% í bankanum á sinni hendi. Hámarkshlutar Straums-Burðaráss og tengdra félaga í Glitni var um 33% af bankanum í júlí 2005. Straumur-Burðarás seldi hlut sinn í byrjun árs 2006 og komu þá aðrir aðilar að eignarhaldi bankans, Milestone og FL Group.

Milestone ehf. og tengdir aðilar áttu á milli 16 og 18% hlut í Glitni þegar mest var, í byrjun árs 2007. Á sama tíma var önnur viðskiptablokk, almenningshlutafélagið FL Group, þar sem Baugur var kjölfestufjárfestir, með ítök í bankanum. Eign FL Group í Glitni varð fyrst veruleg í október 2005 þegar félagið keypti hluti í bankanum fyrir 150 milljónir íslenskra króna að nafnvirði. Eignarhlutur félagsins næstum tuttugufaldaðist á átta mánuðum, jókst úr 1,1% í október 2005 í um 20% í júlí 2006. FL Group náði undirtökum í Glitni þegar Milestone seldi megnið af hlutum sínum í bankanum í apríl 2007 með stuttri viðkomu í eignarhaldsfélögum sem tengdust Milestone, Þætti eignarhaldsfélagi ehf. og Þætti International ehf. Þáttur International ehf. var í 100% eigu Milestone og átti a.m.k. 5% hlut í bankanum uns hann féll. Kaupendur að hlut Milestone og bræðranna Einars og Benedikts Sveinssona og tengdra félaga voru Jötunn Holding ehf. og Icarus Invest ehf. (áður Saxbygg Invest ehf.) og Sund Invest ehf., sjá nánar rammagrein 6.1.

6.5.1.2 Eignarhlutir lífeyrissjóða í Glitni

Rúmlega 20% samanlagður eignarhlutur lífeyrissjóða í Íslandsbanka í byrjun árs 2004 taldist þá ráðandi hlutur í bankanum. Má hafa það til marks um dreifða eignaraðild að bankanum á þeim tíma. Samanlagður eignarhlutur sjóðanna var um 6,4% þegar bankinn féll. Framan af var Lífeyrissjóður verslunarmanna áberandi meðal eigenda bankans, með 8,3% hlut, en sjóðurinn hóf að draga sig út úr eignarhaldinu strax vorið 2004 og minnkaði hlut sinn í bankanum jafnt og þétt það árið niður í rúm 2% í lok árs 2004. Miðað við stærð LV sem lífeyrissjóðs var eignarhlutur hans í Glitni óverulegur í upphafi árs 2008, eða um 0,54%. Sjóðurinn bætti hins vegar við sig hlutum í Glitni á því ári og átti 0,85% hlut í bankanum við fall hans.

6.5.1.3 Innra eignarhald í Glitni

Hugtakið innra eignarhald fyrirtækis (e. internal ownership) vísar til þess hversu stóran hlut starfsmenn eða þeir sem koma að starfi fyrirtækis með beinum hætti, svo sem stjórnarmenn, eigi í fyrirtækinu. Tekið skal fram að innra eignarhald kann að vera vanmetið í þessari greiningu þar sem rannsóknarnefnd hafði ekki aðgang að gögnum sem veittu fullnægjandi upplýsingar um hluti starfsmanna sem geymdir voru í safnreikningum í dótturfélögum bankanna erlendis.

Innra eignarhald skilgreint með þessum hætti var hátt í Glitni, eða um 18% af bankanum þegar mest var í lok árs 2004. Stærstur hluti var þó í eigu stjórnarmanna sem áttu samanlagt um 4% hlut á þeim tíma. Athyglisvert er að 5% bankans voru í eigu starfsmanna þegar bankinn féll en aðeins um 0,39% hlutur var í eigu stjórnarmanna á sama tíma.

Nýir kjölfestufjárfestar í Glitni vorið 2007

Rammagrein 1

Í kafla 8.0 í skýrslu rannsóknarnefndar er fjallað um útlán bankanna. Sú umfjöllun varpar ljósi á hvernig hluthafar í bönkunum fjármögnuðu kaup sín á hlutabréfum í þeim. Þar kemur m.a. fram að um 42% af hlutabréfum Kaupþings voru veðsett Kaupþingi sjálfu við fall bankans. Þar kemur einnig fram að um 40% allra hlutabréfa í Glitni voru veðsett í bönkunum, þar af um helmingur hjá Kaupþingi. Umfjöllun um kaup stjórnenda Glitnis í Glitni sumarið 2005 er í rammagrein 3 í kafla 12.0. Þau kaup fjármögnuðu Kaupþing og Milestone ehf. um sama leyti og Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (hér eftir Sjóvá) voru seldar út úr Glitni og til Milestone. Hér verður hins vegar gefin innsýn í þá valdabaráttu sem átti sér stað innan Glitnis vorið 2007. Hún var undanfari brotthvarfs þorra þáverandi stjórnenda fyrirtækisins og bankastjórans, Bjarna Ármannssonar.

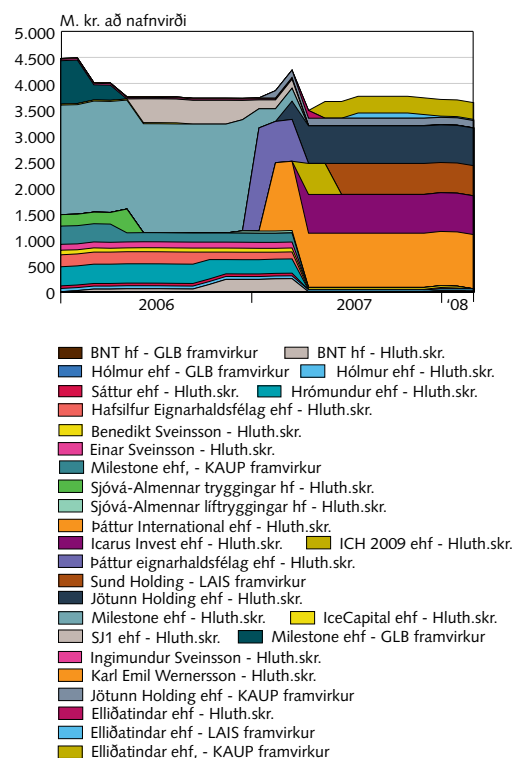
Í upphafi er þó rétt að víkja nokkuð aftur í tímann, nánar tiltekið að haustdögum 2003 þegar yfirtökutilboð Íslandsbanka í Sjóvá var tilkynnt. Félagið Hrómundur ehf. fékk lán frá Íslandsbanka, sem nam alls um 980 milljónum króna, hinn 17. september 2003. Sama félag keypti hluti í Íslandsbanka fyrir 151 milljón króna að nafnvirði tveimur dögum síðar. Þann sama dag kl. 10:10 voru tilkynnt innherjaviðskipti í Kauphöll Íslands þar sem bankaráðsmaðurinn Einar Sveinsson, sem einnig var stjórnarmaður Hrómundar ehf., keypti hluti í Íslandsbanka fyrir um 100 milljónir að nafnvirði. Skömmu síðar, kl. 10:57 þennan morgun, barst Kauphöll Íslands tilkynning um yfirtökutilboð Íslandsbanka í Sjóvá þar sem Einar var forstjóri.¹ Það vekur athygli að tilkynningin kemur fram innan við klukkustund eftir ofangreind innherjaviðskipti. Einar tók sæti stjórnarformanns Íslandsbanka á hluthafafundi félagsins 8. mars 2003 og sinnti því starfi fram til vors 2006 er Karl Wernersson tók við hlutverkinu.

Breyting á eignarhaldi Glitnis átti sér stað vorið 2007. Á lánanevndarfundinum stjórnar Kaupþings var lánanevndinni kynnt verkefni undir heitinu „Project Tornado“. Verkefnið gekk út á að hópur fjárfesta væri tilbúinn til að kaupa umtalsverðan hlut í Glitni eða um 23,5% af hlutabréfum í bankanum. Gengi bréfanna í viðskiptunum var á bilinu 22–25 krónur. Alls var verðmæti þessara viðskipta áætlað tæpir 80 milljarðar króna. Kaupin áttu sér stað að mestu í apríl 2007 en einnig mánuðina þar í kring. Kaupendurnir fjármögnuðu kaup sín að miklu leyti með lántökum í öðrum bönkum, aðallega í Kaupþingi, sjá töflu 1.

Í lok apríl 2007 námu heildarútlán Kaupþings til Jötuns Holding ehf. um 22,4 milljörðum króna. Hlutabréfin í Glitni sem komu á móti útlánunum voru að markaðsvirði um 22,9 milljarðar króna. Útlán Kaupþings til Saxbygg Invest námu 16,6 milljörðum króna á móti 19,8 milljarða króna verðmæti hlutabréfaeignar þess félags í Glitni. Þá námu útlán Kaupþings til Sund Holding 13,3 milljörðum króna á móti 15,8 milljarða eign í hlutabréfum í Glitni. Í júní 2007 var fjármögnun þessara bréfa flutt til Landsbankans þar sem þau voru fjármögnuð í framvirkum samningum.

Mynd 1

Yfirtaka FL Group og tengdra aðila á Glitni
Próun eignarhluta stærri hluthafa



Heimild: Verðbrefaskráning Íslands, Glitni banki hf., Landsbanki Íslands hf., Kaupþing banki hf.

1. Sjá fréttir Kauphallar Íslands 19. september 2003, kl. 10:10 og kl. 10:57, og 24. september 2003 kl. 16:10. Aðgengilegar á: <http://www.landsbanki.is/markadir/frettirfrakaupholl/?NewsID=26290&p=482> <http://www.landsbanki.is/markadir/frettirfrakaupholl/?NewsID=26214&p=483> <http://www.landsbanki.is/markadir/frettirfrakaupholl/?NewsID=26223&p=483>. Sóttar 20. janúar 2010.

2. „Credit Submission – Project Tornado, To: Board Credit Committee, 4th of April 2007.“

Tafla 1. Fjármögnun kaupa á 23,5% hlut í Glitni 2007

<i>Félag</i>	<i>Eigendur</i>	<i>Kaup í Glitni 2007</i>	<i>Lán vegna stöðunnar</i>	<i>Lánastofnun</i>
Jötunn Holding ehf	47% í eigu Baugs, 35% í eigu WCC Iceland og 18% í eigu Fons. Í stjórn félagsins eru Stefán Hilmar Hilmarsson, fjármálastjóri Baugs, og Pálmi Haraldsson, aðaleigandi Fons hf.	140 m.kr. að nafnvirði febrúar 350 m.kr. að nafnvirði - mars 372 m.kr. að nafnvirði - apríl	Keypt á framvirkum samningi Lán 10,5 milljarðar Lán fyrir 80% af kaupverði	Kaupþing Kaufþing Kaufþing
Saxbygg Invest (síðar Icarus Invest)	Bygg Invest ehf. (síðar CDG) og Saxhóll ehf. Í stjórn félagsins eru Jón Þorsteinn Jónsson, Einar Örn Jónsson, Gunnar Þorláksson og Gylfi Ómar Héðinsson.	744 m.kr. nafnvirði - apríl	Lán fyrir 80% af kaupverði	Kaufþing
Sund Holding ehf. (síðar ICH 2009)	Sund ehf. 100% en eigendur Sund ehf eru Jón Kristjánsson, Gabriela Kristjánisdóttir og Gunnþórunn Jónsdóttir. Hvert þeirra um sig á 33,33% í félaginu. Stjórn félagsins skipa Jón Kristjánsson, Gunnþórunn Jónsdóttir og Páll Þór Magnússon.	595 m.kr. að nafnvirði -apríl	Lán fyrir 80% af kaupverði Færð yfir í framvirka samninga	Kaufþing Landsbankinn
Elliðatindar ehf.	Eigandi er Gunnar Sturluson. Í stjórn félagsins eru Gunnar Sturluson og Guðrún Margrét Baldursdóttir.	148,8 m.kr. - apríl 172 m.kr. að nafnvirði - maí 100 m.kr. að nafnvirði - júlí	Lán fyrir 80% af kaupverði Færð yfir í framvirka samninga Framvirkur samningur Framvirkur samningur	Kaufþing Kaufþing Landsbankinn
Samtals	að nafnvirði:	2,621 m.kr.	að markaðsvirði:	61,3 ma.kr.

Heimild:

Í lok júlí 2007 voru Elliðatindar ehf. með alls um 10,2 milljarða króna lán í gegnum framvirka samninga um hlutabréf Glitnis, 7,3 milljarða hjá Kaufþingi og 2,9 milljarða króna lán hjá Landsbankanum.

Ef samanlögð eign ofangreindra aðila í Glitni er tekin saman nam hún alls 2,7 milljörðum króna að nafnvirði eða um 61,3 milljörðum króna að markaðsvirði.

Með þátttöku framangreindra aðila náði FL Group og þar með Baugur undirtökunum í Glitni. Sjá má á myndinni hér að ofan hverjir seldu hluti sína í þessum viðskiptum.

6.5.2 Eignarhald Landsbankans

6.5.2.1 Stærstu hluthafar Landsbankans

Samson eignarhaldsfélag ehf. var stærsti eigandi Landsbankans frá lokum einkavæðingar hans. Í upphafi árs 2004 átti félagið 44% hlut í bankanum. Hluttur Samsonar fór niður í 40,1% í byrjun október 2005, en þá var hlutfé aukið í bankanum um rúmlega tvo milljarða nýrra hluta sem námu tæpum 24% að nafnvirði hlutfjár. Félagið jók lítillega hlut sinn í bankanum í júní 2006 og átti þá 41,36% hlut og hélst sú eignarhlutdeild að meginstefnu stöðug allt til falls bankans.

Landsbankinn sjálfur, dótturfélög hans eða önnur félög undir stjórnunarlegum yfirráðum hans, áttu samtals um 10% af bankanum í upphafi árs 2004 en 27% við fall bankans. Sjá nánari umfjöllun um aflandsfélög Landsbankans í kafla 10.0.

6.5.2.2 Eignarhlutir lífeyrissjóða í Landsbankanum

Ítök lífeyrissjóðanna voru allstöðug í Landsbankanum á því tímabili sem greiningin nær til. Samanlagður eignarhlutur þeirra var ríflega 13% við upphaf árs 2004, en tæplega 8% við fall bankans. Athygli vekur stöðutaka Lífeyrissjóðanna Bankastræti 7, þ.e. Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga, sem sjöfaldaði hlut sinn í bankanum á um hálfu ári frá september 2004 til febrúar 2005 en seldi að verulegu leyti aftur á tímabilinu mars til ágúst 2005. Svo afgerandi viðsnúningur og þarna varð hjá langtímafjárfestum er almennt sjaldséður á svo skömmum tíma.

6.5.2.3 Innra eignarhald í Landsbankanum

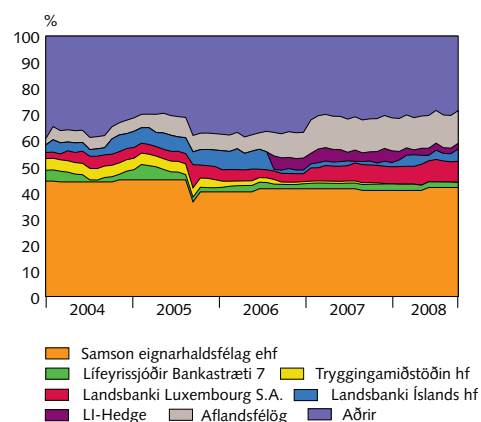
Vegna viðvarandi stöðu Björgólfs Guðmundssonar sem formanns bankaráðs Landsbankans var innri eign Landsbankans fremur há miðað við þá skilgreiningu sem hér er notuð eða milli 20–25% á tímabilinu. Þegar eign Björgólfs í Landsbankanum í gegnum eignarhaldsfélagið Samson og eigin fjárfestingarfélag hans, Gretti ehf., er skilin frá var innri eign annarra stjórnarmanna og starfsmanna fremur lítil miðað við aðra banka héraendis, eða 3,09% í febrúar 2004 en 1,85% í september 2008. Þó að eignarhlutur starfsmanna hafi minnkað jafnt og þétt yfir tímabilið vekur sérstaka athygli hin skyndilega sala starfsmanna í Landsbankanum á hlutabréfum sínum í bankanum í september 2008 rétt áður en bankinn féll. Samanlagt eignarhald starfsmanna hafði verið um og yfir 2,0–2,3% allar götur frá miðju ári 2006 til ágúst 2008, sjá nánar um þetta í rammagrein 2. Eini mánuðurinn þar sem hlutur starfsmanna fór niður fyrir 2% markið var í mánuðinum áður en bankinn féll.

6.5.3 Eignarhald Kaupþings

6.5.3.1 Stærstu hluthafar Kaupþings

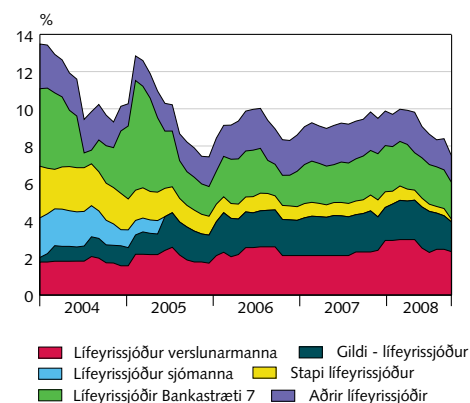
Eignarhald Kaupþings einkenndist af stöðugleika þau ár sem hér eru til skoðunar. Stærstu eigendur félagsins fylgdu því að mestu leyti með óbreyttu eignarhaldi frá upphafi árs 2004 til falls bankans, að því undanskildu að þeir færðu eignarhlut sinn úr íslenskum eignarhaldsfélögum yfir í erlend. Egla Invest B.V. (9,9% hlutur) og Exista B.V. (24,7% hlutur) áttu sameiginlega um 35% hlut í Kaupþingi við fall bankans. Viðvarandi eign safnreikninga er áberandi í eignarhaldi Kaupþings, en safnreikningar halda utan um eignarhluti ýmissa viðskiptamanna bankans. Samtals átti Arion safnreikningurinn (á Íslandi og í

Mynd 4
 Eignarhald Landsbankans
 Hluthafar með stærri hlut en 4%



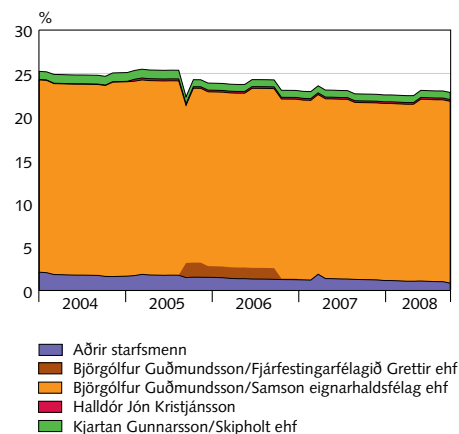
Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 5
 Eignarhlutir lífeyrissjóðanna
 í Landsbankanum



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 6
 Eignarhlutir starfsmanna Landsbankans
 í Landsbankanum



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Tafla 8. Yfirlit yfir stærstu aðila sem halda úti bréfum sínum á vörslureikningi hjá Arion

Nafn	2007-12-31	2008-03-31	Fjöldi hluta á safnreikningi		
			2008-06-30	2008-09-30	2008-10-09
Svenska Handelsbanken AB	69.921.930	88.012.413	82.298.551	62.878.533	65.671.440
Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	41.513.279	33.185.281	27.203.923	40.558.566	38.636.773
Crosslet Vale Limited	–	–	18.500.000	18.500.000	18.500.000
Desulo Trading Limited	–	–	6.500.000	15.500.000	15.500.000
Kaupþing - fjárfestingaverðbréf	6.205.528	2.885.835	2.474.135	2.512.054	3.155.254
Nordea Bank AB Sweden	464.000	462.500	762.500	275.000	275.000
Lífeyrissjóður verslunarmanna	–	–	–	424.211	265.000
FIH Erhvervsbank A/S	4.006	4.006	4.006	3.672	3.672
Singer & Friedlander Investment Management Ltd.	2.230	105.228	3.228	2.895	2.895
EIK Bank Danmark A/S	2.612	2.612	2.612	2.612	2.612
Costas Constantinou	–	–	–	750.000	–
Nordea Bank Finland PLC	–	–	–	667	–
Aðalsteinn Karlsson	–	-458.500	145.400	–	–
Sund ehf	219.500	139.716	74.716	–	–
Vátryggingafélag Íslands hf	1.150.100	1.150.100	–	–	–
Vátryggingafélag Íslands hf	388.000	388.000	–	–	–
Nordea Bank Norge ASA	151.400	151.400	–	–	–
Gnúpur fjárfestingafélag hf	49.481	–	–	–	–
KAS Depositary Trust Company	13.103	–	–	–	–
Samtals	120.085.169	126.028.591	137.969.071	141.408.210	142.012.646

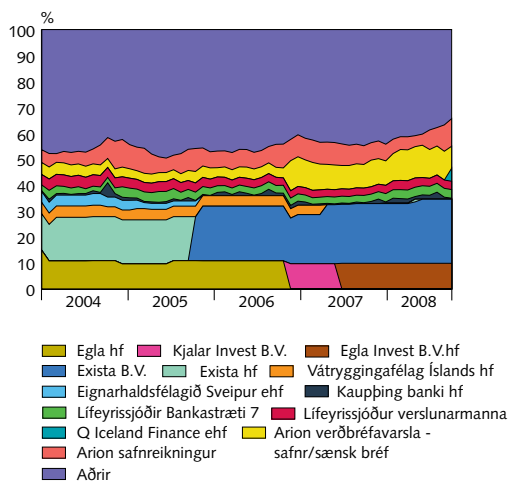
Heimild: Arion Verðbréfavarsla.

Svíþjóð) 9% hlut í Kaupþingi við upphaf árs 2004 en um 19% hlut við fall bankans (um 13% að meðaltali yfir tímabilið).

Mynd 7

Eignarhald Kaupþings

Hluthafar með stærri hlut en 4%



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

6.5.3.2 Eignarhlutir Lífeyrissjóða í Kaupþingi

Eign íslensku lífeyrissjóðanna, bæði að krónutölu og eignarhlutföllum, var mest í Kaupþingi af stóru íslensku bönkunum þremur. Alls átta lífeyrissjóðirnir um 13,2% eignarhlut í Kaupþingi að meðaltali á því tímabili sem greiningin hér tekur til, þ.e. frá ársbyrjun 2004 til falls bankanna í byrjun október 2008. Þannig átti Lífeyrissjóður verslunarmanna að meðaltali um 3,4% eignarhlut á tímabilinu, en Lífeyrissjóðir Bankastræti 7, þ.e. Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga, 2,9% eignarhlut. Lífeyrissjóðirnir héldu eignarhlutum sínum að mestu leyti í Kaupþingi allt tímabilið að undanskildum Lífeyrissjóði starfsmanna Búnaðarbanka Íslands sem losaði stöðu sína í bankanum með öllu í apríl 2008.

6.5.3.3 Innra eignarhald í Kaupþingi

Eins og fjallað er um í kafla 10.0 fylgdi stjórn Kaupþings stefnu um að auðvelda starfsmönnum að eignast allt að 9% hlut í Kaupþingi með lánveitingum. Eignarhlutur starfsmanna endurspeglar þetta. Starfsmenn átta um 4,5% hlut í bankanum í upphafi árs 2004 en um 7,6% hlut við fall hans. Þá eru ótaldir hlutir starfsmanna sem kunna að hafa verið geymdir á vörslureikningum svo sem Arion safnreikningi. Af þessum 7,6% hlut áttu tuttugu starfsmenn um 6% í sínu nafni eða eignarhaldsfélög í 100% eigu þeirra. Um fjármögnun kaupa þessara eignarhluta er fjallað í kafla 10.0.

Innra eignarhald síðustu tvo mánuðina fyrir fall bankanna

Rammagrein 2

Rannsóknarnefnd Alþingis kannaði sérstaklega hvernig innra eignarhald bankanna breyttist frá 1. ágúst 2008 fram að falli bankanna í október þ.á. Það skal tekið fram að ekki er tekin afstaða til þess hvort viðkomandi starfsmenn teljist hafa verið innherjar á þessum tíma heldur er umfjöllunin eftir sem áður almenn um innra eignarhald bankanna.

Hjá Landsbanka Íslands seldi 121 starfsmaður hlutabréf í bankanum á síðustu tveimur mánuðunum fram að falli bankanna. Að meðaltali seldu starfsmenn hlutabréf fyrir tæpar 3 milljónir króna, eða samtals fyrir um 350 milljónir króna. Þrír starfsmenn seldu hlutabréf fyrir tuttugu til þrjátíu milljónir króna. Enginn starfsmaður seldi hlutabréf fyrir hærri fjárhæð en það. Aðeins einn starfsmaður keypti hlut í bankanum á sama tímabili.

Hjá Glitni banka seldu starfsmenn hlutabréf í bankanum fyrir um 150 milljónir króna á tímabilinu 1. ágúst 2008 fram að falli bankanna. Alls 79 starfsmenn seldu fyrir tæpar 2 milljónir króna að meðaltali. Tveir starfsmenn seldu 20 til 25 milljónir króna. Þess má geta að á sama tíma keyptu starfsmenn Glitnis hlutabréf í bankanum fyrir 13 milljónir króna.

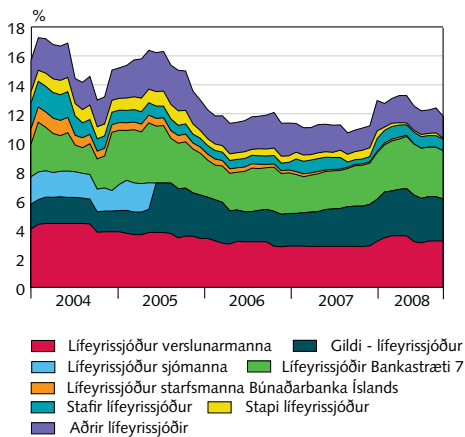
Starfsmenn Kaupþings banka seldu hlutabréf í bankanum fyrir 1,8 milljarða króna frá 1. ágúst 2008 fram að falli bankanna. Starfsmennirnir voru samtals 187 og var því meðalsalan um 10 milljónir króna. Þess má geta að tveir starfsmenn skekkja þessa meðaltalsmynd verulega, þar sem annar seldi hlutabréf í bankanum fyrir rúman 1 milljarð króna og hinn fyrir tæpar 200 milljónir króna. Ef þessir tveir starfsmenn eru teknir út úr úrtakinu fellur meðalsala 185 starfsmanna niður í 3 milljónir króna. Þess má þó geta að þrír aðrir starfsmenn í Kaupþingi seldu hlutabréf í bankanum fyrir 50 til 100 milljónir króna á þessu tímabili. Á sama tímabili keyptu starfsmenn í Kaupþingi hlutabréf í bankanum fyrir um 800 milljónir króna. Þar munar mest um kaup Sigurðar Einarssonar, formanns stjórnar Kaupþings, fyrir um 600 milljónir króna.

6.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Þegar stóru íslensku bankarnir þrír féllu í október 2008 voru ekki liðin sex ár frá því að Landsbankinn og Búnaðarbankinn voru einkavæddir (hinn síðarnefndi sameinaðist Kaupþingi fáum mánuðum eftir einkavæðinguna). Vorið 2001 setti Alþingi tvenn lög sem mörkuðu rammann um sölu bankanna og framtíðarskipan varðandi starfsumhverfi banka á Íslandi. Lög nr. 70/2001 kváðu á um heimild til sölu á hlutafé ríkisins í bönkunum. Samhliða gerði Alþingi með lögum nr. 69/2001 breytingar á þágildandi lögum um viðskiptabanka og sparisjóði. Þær breytingar endurspegluðu m.a. stefnumörkun um að ekki væri rétt að leiða í lög hér á landi beinar takmarkanir á stærð eignarhluta einstakra aðila í fjármálafyrirtækjum. Í lögskýringargögnum með lögum nr. 69/2001 kom fram það mat að slíkar takmarkanir myndu skerða samkeppnisstöðu íslenskra fjármálafyrirtækja hér á landi gagnvart erlendum fjármálafyrirtækjum sem veittu þjónustu hér á grundvelli EES-samningsins. Þar var

Mynd 8

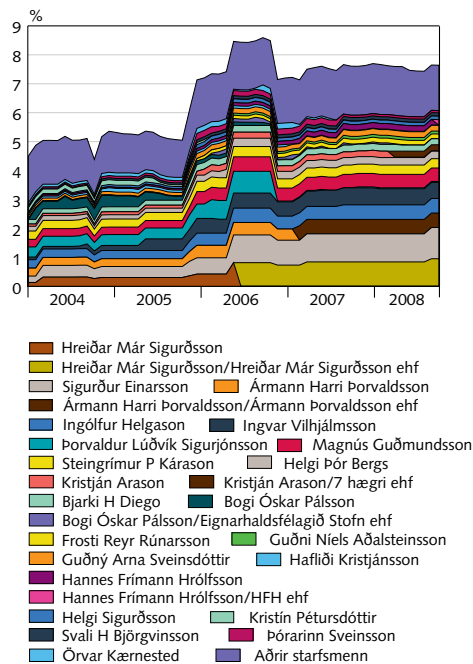
Eignarhlutir lífeyrissjóðanna
í Kaupþingi



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 9

Eignarhlutir starfsmanna Kaupþings
í Kaupþingi



Heimild: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Landsbanki Íslands hf., Kaupþing banki hf.

líka tekið fram að frumvarpinu væri ekki ætlað að girða fyrir að einstakir hluthafar ættu stóra eignarhluti í fjármálafyrirtækjum. Stefnumörkun um að styrkja samkeppnisstöðu íslensku fyrirtækjanna varð þannig til þess að ekki kom til frekari lagasetningar um dreifða eignaraðild að fjármálafyrirtækjum. Stórir og í reynd ráðandi eignarhlutir áttu eftir að setja mark sitt á eignarhald og starfsemi íslensku bankanna fram að falli þeirra. Þar komu að hluta til við sögu sömu aðilar og höfðu verið kaupendur að þeim stóru eignarhlutum sem ríkið seldi við einkavæðingu bankanna. Segja má að ríkið hafi við einkavæðingu ríkisbankanna á vissan hátt gefið tóninn fyrir það hvernig skipulag eignarhalds varð á íslenskum fjármálamarkaði.

Heimild Alþingis til sölu Landsbankans og Búnaðarbankans í lögum nr. 70/2001 hljóðaði um það eitt að heimilt væri að selja hlutafé ríkissjóðs í þessum bönkum. Þar var ekki að finna neina stefnumörkun af hálfu Alþingis eða efnisreglur um hvernig ætti að standa að sölunni. Það var því alfarið lagt í hendur stjórnvalda undir forystu ríkisstjórnar að ákveða nánari framkvæmd og forsendur fyrir sölu bankanna. Rannsóknarnefnd Alþingis vekur athygli á þessu og bendir á að þar með var það háð pólitískri stefnumörkun og ákvörðunum þeirra ráðherra og annarra sem fóru með málið í þeirra umboði hvort einhverjar og þá hvaða kröfur yrðu gerðar til kaupenda að þessum eignarhlutum ríkisins, hvenær þeir yrðu seldir og hverjum. Eðli málsins samkvæmt þurftu stjórnvöld þó í þessum málum sem endranær að fylgja almennum reglum sem gilda um meðferð á valdi þeirra. Eins og Alþingi setti fram heimildina til sölunnar hlaut það hins vegar fyrst og fremst að verða afstaða hlutaðeigandi ráðherra, og þá eftir atvikum þeirra fleiri saman á vettvangi svonefndrar ráðherranefndar um einkavæðingu, sem réði því hver niðurstaðan varð. Í lögskýringargögnum með lögum nr. 70/2001 komu reyndar fram sjónarmið um tilhögun og markmið sölunnar, m.a. að bæði yrði selt til almennings í dreifðri sölu og til kjölfestufjórðungs sem gjarnan skyldi vera erlent fjármálafyrirtæki. Á sama stað kom fram að stefnt væri að því að sölu bankanna yrði lokið fyrir lok kjörtímabilsins sem þá stóð yfir, en almennar þingkosningar skyldu næst verða vorið 2003. Rétt er að benda á að athugasemdum í lögskýringargögnum verður engan veginn jafnað til settra lagaákvæða. Gat slík framsetning á sjónarmiðum Alþingis ekki gegnt sama hlutverki og sett lagaákvæði.

Í ljósi þess hversu afdrifarík einkavæðing ríkisbankanna hlaut að verða fyrir framtíðarþróun íslenska bankakerfisins og að teknu tilliti til sérstöðu kerfislega mikilvægra banka í samfélaginu, voru miklir hagsmunir bundnir því hvaða meginsjónarmið yrðu ráðandi við einkavæðinguna.¹⁹⁵ Alþingi hafði þannig brýnar ástæður til að taka afstöðu til grundvallarforsendna við einkavæðinguna í löggjöf um söluheimildina. Minnt er á að stefna sem Alþingi hefði mótað og bundið í lög að þessu leyti hefði vitaskuld getað komið til endurskoðunar síðar ef ríkisstjórn og þingmenn hefðu talið þörf á breytingum, t.d. ef ekki hefði tekist að framfylgja fyrri stefnumörkun. Ríkar ástæður voru þannig almennt séð fyrir því að lögbinda fyrir fram forsendur og framkvæmd sölu bankanna. Atburðarás í söluferlinu varð síðan í reynd þannig frá hausti 2001 til áramóta 2002-2003, einkum og sér í lagi á lokastigi þess frá miðju sumri 2002, að kröfur og viðmið sem stjórnvöld settu fram og gengu

195. Sjá nánari umfjöllun um þau efni í 3. kafla skýrslunnar.

út frá framan af í söluferlinu reyndust óstöðug. Rannsóknarnefnd Alþingis telur að rás atburða, einkum á lokastigi söluferlisins, sé til merkis um hvernig dregið var úr kröfunum og hvernig stjórnvöld breyttu forgangsörð krafna og viðmiða við sölna eða byggðu á nýjum viðmiðum eftir því sem söluferlinu vatt fram. Verður í framhaldinu getið um helstu atriði þar að lútandi.

Sala ríkisins á eign sinni í bönkunum var rökstudd með því að verið væri að fá að bönkunum kjölfestufjórfa. Þetta kom m.a. fram í lögskýringargögnum með söluheimildinni og var einnig sett fram af stjórnvöldum í söluferlinu, m.a. í samþykktum þáverandi ríkisstjórnar og opinberum yfirlýsingum forsvarsmanna hennar. Ljóst er að á þessum tíma var með kjölfestufjórfa átt við aðila sem hefði faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og gæti aukið samkeppnishæfni viðkomandi banka. Með hugtakinu kjölfestufjórfa var því annars vegar vísað til stærðar þess eignarhlutar sem viðkomandi aðili færi með og hins vegar til faglegrar þekkingar og reynslu hans. Af heimildum rannsóknarnefndar um fyrri stig söluferlisins verður ráðið að óhagstæðar ytri aðstæður og/eða áhugaleysi þeirra fjármálastofnana sem leitað var til hafi haft mest að segja um að tilraunir haustið 2001 til að selja erlendri fjármálastofnun kjölfestuhlut í Landsbankanum báru ekki árangur. Í því sambandi verður þó að minna á að fáum árum áður, sumarið 1998, höfðu íslensk stjórnvöld slitið langt komnum viðræðum við stóran sænskan banka um kaup á slíkum kjölfestuhlut í Landsbankanum.

Kjölfestusalan lá í reynd í láginni frá áramótum 2001–2002 þangað til stjórnvöld auglýstu báða bankana til sölu samhliða 10. júlí 2002. Það var gert í kjölfar bréfs Björgólfs Thors Björgólfssonar, Björgólfs Guðmundssonar og Magnúsar Þorsteinssonar (Samson-hópsins) þar sem lýst var áhuga á kaupum á kjölfestuhlut í Landsbankanum. Með framangreindri auglýsingu kusu stjórnvöld að lýsa yfir enn knappari tímaramma til að ljúka sölnunni en gert hafði verið ráð fyrir í lögskýringargögnum með lögum nr. 70/2001, sbr. áður. Tilkynt var að stefnt væri að því að ljúka sölu beggja bankanna á yfirstandandi ári, þ.e. á tæpum sex mánuðum. Ekki verður annað ráðið af gögnum rannsóknarnefndar en að þessi auglýsing hafi í reynd einungis náð til innlendra aðila. Til viðbótar yfirlýsingunni um tímarammann útvíkkaði þessi auglýsing söluferlið á þann hátt að það tók til sölu beggja bankanna í meginatriðum samhliða. Af skýrslum þáverandi forystumanna í ríkisstjórn fyrir rannsóknarnefndinni má ráða að það að auglýsa bankana samhliða til sölu hafi verið pólitísk ákvörðun. Hún hafi verið tekin þrátt fyrir vitund um miður ákjósanlegar markaðsaðstæður til að selja tvær hliðstæðar og hlutfallslega stórar fjármálastofnanir á sama tíma. Af sömu skýrslum má ráða að tvö önnur sjónarmið hafi stuðlað að því að ákveðið var að hafa þennan hátt á við sölna þrátt fyrir hinar tiltölulega óhagstæðu ytri aðstæður. Annars vegar áhersla á að ná pólitískum markmiðum ríkisstjórnarinnar um sölu bankanna á kjörtímabilinu og hins vegar mikilvægi þess að afla fjár í ríkissjóð, þá einkum erlends gjaldeyris. Rétt er að geta þess hér að Ríkisendurskoðun komst síðar að þeirri niðurstöðu að sú söluaðferð að auglýsa ráðandi hlut í bæði Landsbankanum og Búnaðarbankanum í einu yrði að teljast „óheppileg“ þar sem ekki hefði verið komin reynsla á þá söluaðferð sem valin var og slík samhliða auglýsing hefði gefið minni möguleika á að viðhalda samkeppni milli áhugasamra kaupenda.

Á lokastigum söluferlisins frá miðju sumri 2002 varð síðan framkvæmd þess með þeim hætti að fallið var frá því að gera yrði kröfur um faglega

þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu til kaupenda kjölfestuhluta í bönkunum. Af heimildum rannsóknarnefndar verður ráðið að eftir að bréfið barst frá Samson-hópnum hafi orðið breyting sem fól í sér verulega rýmkun frá fyrri kröfum að þessu leyti. Taka verður fram að heimildir rannsóknarnefndar veita þó ekki upplýsingar um neina beina og formlega ákvarðanatöku að þessu leyti. Áður hafði verið miðað við að kjölfestufjárfestir þyrfti að uppfylla faglegar kröfur um reynslu og þekkingu á sviði fjármálaþjónustu og aðkoma hans yrði til að auka samkeppnishæfni bankans. Þessum kröfum var ekki framfylgt í þeim lokaáfangi einkavæðingar bankanna sem hófst í kjölfar bréfsins frá Samson-hópnum. Áherslan varð í reynd fyrst og fremst á að fá kaupendur að stórum eignarhlutum ríkisins í báðum bönkunum og ljúka sölunni fyrir lok kjörtímabilsins vorið 2003. Með öðrum orðum var með kjölfestufjárfesti upp frá þessu einungis vísað til þess þáttar hugtaksins sem lýtur að stærð eignarhlutarins.

Að því marki sem reynsla þeirra sem lýstu áhuga á að koma að kaupunum af fjármálastarfsemi og viðskiptum kom til mats áður en eignarhlutirnir voru seldir var það látið hinum erlenda ráðgjafa við einkavæðinguna, HSBC bankanum, eftir að meta það ásamt öðrum atriðum. Seint í sölufarli Landsbankans þegar framkvæmdanefnd um einkavæðingu sendi samhljóða bréf til þriggja bjóðenda, dags. 28. ágúst 2002, sem lið í því að velja einn af þeim til einkaviðræðna (sbr. val Samsonar 9. september s.á.) hafði hvorki verið tekin afstaða til innbyrðis vægis einstakra viðmiða né til þess hvaða mælikvarða skyldi beita til að meta tilboðin innan hvers viðmiðs, t.d. hvað félli undir faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu. Sjá um þetta einnig skýrslu Ríkisendurskoðunar frá október 2002 og gagnrýni sem þar kom fram á framkvæmd sölunnar að þessu leyti. Það verður ekki annað séð en stjórnvöld hafi alfarið lagt í hendur HSBC að ákveða hvaða vægi ætti að gefa einstökum atriðum, bæði faglegum og fjárhagslegum, við mat á því hvaða aðila ríkið ætti að velja til frekari viðræðna um sölu á eignarhlutunum.

Sérstaka athygli rannsóknarnefndar hefur vakið tölvubréf, dags. 29. ágúst 2002, sem fulltrúi HSBC sendi starfsmanni framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Af bréfinu verður ráðið að þar sé lýst möguleikum til að hagræða matsviðmiðum á þann hátt að tryggt sé að sá aðili sem fyrirfram stendur vilji til að semja við („preferred party“) verði fyrir valinu við beitingu þeirra, sbr. nánar í kafla 6.3.3.4. Við athugun rannsóknarnefndarinnar hafa ekki komið fram gögn sem sýna að þeir sem komu að undirbúningi þessara mála af hálfu ráðherranefndar og framkvæmdanefndar um einkavæðingu hafi, áður en til þessa mats HSBC kom, tekið afstöðu til þess hvaða vægi einstök atriði ættu að hafa við matið, svo sem það verð sem boðið var. Ljóst er að ágreiningur um þetta varð m.a. til þess að einn nefndarmanna í framkvæmdanefnd um einkavæðingu, fulltrúi fjármálaráðherra, sagði sig úr nefndinni í september 2002.

Í stórum dráttum má ráða þá mynd af umfjöllun í kaflanum og þá sérstaklega áherslu stjórnvalda á að ljúka sölufarlinu á kjörtímabilinu, raunar næstum hálfu ári áður en kosningar áttu að eiga sér stað, að stjórnvöld hafi frá og með áliðnu sumri 2002 í vaxandi mæli látið pólitísk markmið um að ljúka einkavæðingu bankanna sem slíkri hafa forgang gagnvart þeim faglegu markmiðum sem áður höfðu verið sett fram og gengið hafði verið út frá í sölufarlinu fram að þeim tíma.

Að mati rannsóknarnefndar verður einnig að hafa í huga að síðastnefnd stefnumörkun á lokastigi sölufarlisins, þar á meðal yfirlýsingar sem stjórnvöld

gáfu á opinberum vettvangi um hvenær þau hygðust ljúka sölunni, var til þess fallin að hafa áhrif á stöðu þeirra sem fóru fyrir hönd ríkisins með sölu bankanna gagnvart samningsaðilum sínum. Nægir þá að horfa til almennra sjónarmiða um samningagerð og -tækni.

Til hliðsjónar um hvernig mál þróuðust í raun í samningaviðræðunum má t.d. benda á umfjöllun í köflum 6.3.3.3 og 6.3.5. Þar eru rakin tiltekin atriði varðandi framgöngu endanlegra kaupenda hvors banka fyrir sig í samningaviðræðum um bankana og samskipti þeirra við fulltrúa stjórnvalda.

Í kafla 6.3.3.3 er fjallað um þátttöku erlends aðila í kaupum á hlut í Búnaðarbankanum og m.a. greint frá skyldum um upplýsingagjöf þar um í rammasamkomulagi (HoA) milli íslenska ríkisins og S-hópsins, dags. 15. nóvember 2002, um kaup á bankanum. Í kaflanum kemur fram að í framkvæmd sætti framkvæmdanefnd um einkavæðingu sig við það, án þess að nein raunhæf áhrif hefði á sölufarlið, að S-hópurinn virti ekki afdráttarlausan tímafrest í rammasamkomulaginu til að veita ásættanlegar upplýsingar um beina fjárfestingu af hálfu „Societe Generale og/eða annarrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar“ eða eignarhluta í Eglu hf. Eftir því sem næst verður komist voru upplýsingar um það hver hin erlenda fjármálastofnun væri fyrst veittar stjórnvöldum við eða rétt fyrir undirskrift kaupsamnings um Búnaðarbankann 16. janúar 2003. Fram að því tímamarki virðast hvorki framkvæmdanefnd né ráðherranefnd um einkavæðingu hafa haft vitneskju um hver hin erlenda fjármálastofnun væri. Enn fremur virðist því verklagi hafa verið fylgt í viðræðum S-hópsins og framkvæmdanefndar um einkavæðingu að ætla ráðgjafa íslenskra stjórnvalda við söluna, þ.e. starfsmanni breska fjárfestingabankans HSBC, tiltekið milligönguhlutverk við upplýsingagjöf að þessu leyti sem fól í sér að trúnaður milli hans og framkvæmdanefndarinnar var skertur. Af heimildum rannsóknarnefndar verður ekki séð hvaða réttmætu forsendur framkvæmdanefndin taldi fyrir hendi til að fallast mætti á slíkt fyrirkomulag gagnvart samningsbundnum einkaráðgjafa sínum við söluna. Í þessu sambandi verður loks að minna á bréf formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu til forsvarsmanns Kaldbaks frá 8. nóvember 2002 þar sem formaðurinn fullyrkti að S-hópurinn hefði innan sinna vébanda „virt erlent fjármálafyrirtæki“. Samkvæmt framangreindu, og því sem rakið er í kafla 6.3.3.3, verður ekki að séð formaðurinn hafi á þessum tímapunkti getað haft staðfesta vitneskju um hvort og þá hvaða erlenda fjármálafyrirtæki stæði að tilboði S-hópsins ásamt hinum íslensku aðilum.

Ef aftur er horft til mikilvægis þess að vel tækist til við sölu ríkisbankanna, einkum varðandi það að tryggja faglega og trausta starfsemi þeirra til framtíðar og þess hversu afdrifarík salan hlaut að verða í því tilliti verður að telja að þær aðstæður sem samkvæmt framangreindu sköpuðust á lokastigi sölufarlis bankanna hafi ekki verið til þess fallnar að tryggja með fullnægjandi hætti að slík markmið næðust. Hvað sem öðru líður verður að telja að slíkar aðstæður hefðu síður skapast hefðu forsendur sölunnar og meginatriði um framkvæmd hennar komið fram í þeirri löggjöf sem var grundvöllur banka-sölunnar. Nægir þar að benda á að stjórnvöld hefðu að tilsvarende marki haft takmarkaðra svigrúm til að ákveða hvort og að hve miklu leyti ásættanlegt teldist að víkja frá þeim forsendum og kröfum sem almennt var gengið út frá að lægju einkavæðingu bankanna til grundvallar á þeim tíma þegar Alþingi veitti heimild til sölu bankanna en þær má sjá jafnt af lögskýringargögnum með lögum um söluheimildina sem og gögnum og yfirlýsingum frá rík-

isstjórn og einstökum ráðherrum á mánuðunum kringum samþykkt laganna. Rannsóknarnefnd Alþingis telur því að það hefði getað haft raunhæfa þýðingu fyrir einkavæðingarferli bankanna hefði Alþingi sett í þá löggjöf sem veitti stjórnvöldum heimild til sölu bankanna ákvæði um þær efnislegar forsendur og kröfur sem almennt var gengið út frá á þeim tíma að skyldu liggja henni til grundvallar. Telja verður m.a. ljóst að þá hefði síður komið til þess að vikið væri frá fyrri markmiðum á lokastigum sölufertisins.

Forystumenn þáverandi ríkisstjórnar hafa skýrt ofangreinda stefnubreytingu um að hverfa frá kröfum um faglega reynslu og þekkingu við val á kaupendum bankanna m.a. með vísan til þess að þessi atriði myndu koma til skoðunar hjá Fjármálaeftirlitinu í kjölfarið. Nánar tiltekið lúta þær skýringar að því að haft hafi verið í huga að þó að stjórnvöld létu hjá líða að gera kröfu um eða taka sérstaka afstöðu til slíkra atriða við val á kaupendum og frágang samninga við þá myndu þau ávallt á síðari stigum koma til skoðunar hjá Fjármálaeftirlitinu í tengslum við lögbundna meðferð þess á væntanlegum umsóknum kaupendanna um heimild til að fara með virka eignarhluti í fjármálafyrirtækjum. Hertar reglur að því leyti höfðu verið leiddar í lög með ákvæðum laga nr. 69/2001 samhliða lögum nr. 70/2001 um heimild til sölu ríkisbankanna, sbr. nú VI. kafla laga nr. 161/2002, og var kveðið á um það í samningum um bankana að samþykki Fjármálaeftirlitsins á slíkum umsóknum kaupenda væri forsenda kaupanna.

Af þessu tilefni bendir rannsóknarnefndin á að við val á kaupendum að eignarhlutum ríkisins í þessum bönkum hlutu að koma til umfjöllunar önnur atriði en yrðu síðar viðfangsefni Fjármálaeftirlitsins á framangreindum grundvelli. Hinar hertu reglur um eftirlit Fjármálaeftirlitsins að þessu leyti gátu því ekki aflétt þörfinni á því að ríkið ákvæði hvernig það vildi standa að sölunni. Við þetta má bæta að ljóst er af skýrslu þáverandi forstjóra Fjármálaeftirlitsins fyrir rannsóknarnefnd að hann var ekki sáttur við þessa nálgun þeirra sem fóru með sölu bankanna af hálfu ríkisins og orðaði það svo að ríkið hefði látið eins og þessi atriði „kæmu því ekki við“. Að þessu leyti verður ekki annað sagt en að Fjármálaeftirlitið hafi staðið frammi fyrir þegar teknum ákvörðunum af hálfu ríkisstjórnar er kaupendurnir óskuðu eftir heimild þess til að fara með hina keyptu hluti í bönkunum. Í hinu viðamikla ferli sem val á kaupendum bankanna var stóðu stjórnvöld frammi fyrir því sem seljandi bankanna að taka afstöðu til þess hversu vel þeir væru til þess fallnir að eiga og reka banka með tilliti til faglegrar þekkingar og reynslu. Að mati rannsóknarnefndar er ekki hægt að fallast á að stjórnvöldum hafi verið rétt að skjóta sér undan sjálfstæðri ákvarðanatöku um þetta atriði en ætlast í staðinn til þess að afstaða til þess yrði að öllu leyti innifalin í ákvarðanatöku Fjármálaeftirlitsins samkvæmt reglum laga um virka eignarhluti í fjármálafyrirtækjum. Óhjákvæmileg afleiðing þess var að Fjármálaeftirlitið var sett í þá stöðu að endanlegar lyktir þessa stóra máls gætu ráðist af niðurstöðu stofnunarinnar um þessi atriði eftir að ríkið hafði fyrir sitt leyti, án þess að telja ástæðu til að taka afstöðu til og meta faglega þekkingu og reynslu, lagt blessun sína yfir kaupendurna og gengið frá samningum við þá. Rétt er þá að hafa einnig í huga að athugun og mat Fjármálaeftirlitsins hlaut samkvæmt áður nefndum lagaákvæðum að taka til mun fleiri sjónarmiða en faglegrar þekkingar og reynslu umsækjenda og var þar ekki gert upp á milli vægis þeirra.

Í kaflanum var gerð grein fyrir meginatriðum kaupsamninga um Landsbankann og Búnaðarbankann, þ. á m. atriðum varðandi fjármögnun

kaupenda. Hér að framan var m.a. vikið að því að stjórnvöld hefðu léð því sjónarmiði þýðingu á lokastigi sölufærlis bankanna að með sölonni yrði aflað erlends fjár í ríkissjóð og þá m.a. horft sérstaklega til upplýsinga sem lágu fyrir um nýlega afstaðin viðskipti þeirra einstaklinga sem stóðu að Samsonhópnum á erlendum vettvangi og hagnaðar sem þeir höfðu haft af þeim. Af gögnum úr sölufærlinu er einnig ljóst að af þeirra hálfu var ítrekað skírskotað til sömu atriða í samskiptum við stjórnvöld. Sem lið í athugun sinni á því hvernig var endanlega gengið frá atriðum varðandi fjármögnun kaupanda í ákvæðum kaupsamnings um Landsbankann og hvernig þau ákvæði voru síðan framkvæmd aflaði rannsóknarnefndin gagna frá Kaupþingi um lán bankans til Samsonar eignarhaldsfélags ehf. Af þeim gögnum bankans má ráða, sbr. umfjöllun í köflum 6.3.6.3 og 6.3.6.4, að tvö af þeim lánnum sem upplýsingar bárust um hafi endanlega, þ.e. burtséð frá tímabundinni millifjármögnun annars staðar frá, verið veitt til þess að fjármagna tvær síðari greiðslur Samsonar (af þremur) vegna kaupa á Landsbankanum. Þessar greiðslur námu samanlagt um 70% af kaupverði bankans eins og það varð endanlega að teknu tilliti til uppgjors á samningsbundnum frádráttar- og afsláttarliðum. Rannsóknarnefndin vekur í því sambandi athygli á að samkvæmt kaupsamningi um Landsbankann skyldi eiginfjárhlutfall kaupverðsins vera 34,5% og jafnframt að í kaupsamningnum var, að undanskildu banni við fjármögnun kaupanna hjá Landsbankanum sjálfum, ekki kveðið á um takmörkun á því hvaðan kaupandi aflaði lánsfjár.

Hvað varðar fjármögnun á kaupum hins svokallaða S-hóps á Búnaðarbankanum, nánar tiltekið þess hluta sem félagið Eglu hf. keypti, benda gögn og upplýsingar rannsóknarnefndar ekki til annars en að 35% af kaupum þess aðila hafi verið fjármögnuð með láni frá Landsbankanum. Hvað varðar hlutfall fjármögnunar með lánsfé og það hvaðan lánsins var aflað verður ekki annað séð en að hvort tveggja hafi verið í samræmi við ákvæði kaupsamnings um Búnaðarbankann. Sá samningur hafði hvað Eglu hf. varðaði ekki að geyma aðrar takmarkanir á því hvaðan félagið aflaði lánsfjár vegna kaupanna en að banna að kaupin væru fjármögnuð með þátttöku Búnaðarbankans sjálfs. Þá var sérstakt ákvæði í samningnum um skyldu Eglu hf. til að leggja fram fyrir tiltekið tímamark lánsloforð frá „Íslenskum banka“. Loks er bent á að kaupsamningur um Búnaðarbankann hafði ekki að geyma almennt bann við að kaupendur legðu hin keyptu hlutabréf að veði vegna lánsfjármögnunar en kvað á hinn bóginn á um tiltekna tímabundnar takmarkanir á því hvenær heimilt skyldi teljast að ganga að slíkum veðum. Í lánssamningi Eglu hf. við Landsbankann veðsetti Eglu hf. hin keyptu hlutabréf í Búnaðarbankanum til tryggingar láninu. Samningurinn hafði að geyma ákvæði í samræmi við framangreind ákvæði kaupsamnings um Búnaðarbankann um tímabundnar takmarkanir á því hvenær Landsbankanum teldist heimilt að ganga að veðunum.

Rannsóknarnefnd Alþingis telur loks rétt að benda á að það var ein af forsendum Fjármálaeftirlitsins fyrir því að fallast á umsókn Samsonar eignarhaldsfélags ehf. um heimild til að fara með virkan hlut í fjármálaþyrtingu í byrjun febrúar 2003 að Samson hafði fallist á ósk stofnunarinnar um að samþykktum félagsins yrði í meginatriðum breytt frá því að lúta að almennri fjárfestingastarfsemi í þá mynd að einkorðast við eignarhald á Landsbankanum. Í kaflanum var gerð grein fyrir samskiptum sem áttu sér stað milli Fjármálaeftirlitsins og Samsonar um mitt ár 2005 og vöktu athygli rannsókn-

arnefndar með hliðsjón af framangreindri forsendu Fjármálaeftirlitsins fyrir ákvörðun um að samþykkja hæfi Samsonar til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki. Þau samskipti hófust með því að Fjármálaeftirlitið hafði sett fram gagnvart Samson margþætt og veruleg gagnrýnisefni, m.a. að því er varðaði hæfi félagsins til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki. Í svari Samsonar við þeirri gagnrýni setti félagið einnig fram ósk um að Fjármálaeftirlitið heimilaði félaginu að víkka á ný út samþykktir sínar þannig að þær tækju til almennrar fjárfestingastarfsemi og þar með að felld yrði niður sú takmörkun á starfsemi félagsins sem Fjármálaeftirlitið hafði rúmunum tveimur árum áður talið forsendu fyrir hæfi þess til að fara með virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki.

Af fyrirliggjandi gögnum hjá rannsóknarnefndinni um samskipti aðila í kjölfarið verður síðan ekki annað ráðið en að upphaflegt erindi Fjármálaeftirlitsins og hin margþættu gagnrýnisefni stofnunarinnar hafi fengið litla athygli og umfjöllun og í öllu falli ekki leitt til teljanlegra aðgerða eða ákvarðana af hálfu Fjármálaeftirlitsins. Þess í stað beindust samskipti aðila í meginatriðum einungis að ósk Samsonar um heimild til útvíkkunar samþykktu félagsins. Þessum samskiptum lauk í byrjun júní 2006 með samþykki Fjármálaeftirlitsins á þessari ósk Samsonar á grundvelli nánari skilyrða sem stofnunin setti og var samþykktum Samsonar breytt í samræmi við það strax í kjölfarið. Sem fyrr segir verður hins vegar ekki ráðið af lokaniðurstöðu Fjármálaeftirlitsins í þessum samskiptum að stofnunin hafi þar sérstaklega ráðið til lykta þeim gagnrýnisefnum sem lutu að ráðstöfunum Samsonar í eignarhaldi sínu á Landsbankanum og höfðu orðið stofnuninni tilefni til hins upphaflega erindis sem fyrr var rakið. Að mati rannsóknarnefndar er framangreind atburðarás og lyktir þessara tilteknu samskipta Fjármálaeftirlitsins og Samsonar að mörgu leyti einkennandi fyrir þann skort á festu og eftirfylgni í eftirliti Fjármálaeftirlitsins með fjármálamarkaðnum sem nefndin hefur m.a. talið tilefni til að fjalla um og gagnrýna á öðrum stöðum í skýrslunni.

Hér í upphafi kom fram að ríkið hefði með einkavæðingu ríkisbankanna á vissan hátt gefið tóninn fyrir það hvernig skipulag eignarhalds varð á íslenskum fjármálamarkaði og þá m.a. varðandi stærð eignarhluta. Af því tilefni er loks rétt að benda á að í umfjöllun kafla 6.5 hér að framan er leitast við, m.a. með myndrænni framsetningu á þróun eignarhalds einstakra aðila í íslensku bönkunum, að gefa nánari mynd af því hvernig sú þróun varð og stærð eignarhlutanna. Í grófum dráttum kemur þar m.a. fram að eignarhald Landsbankans breyttist lítið frá einkavæðingu bankans. Eftir sameiningu Kaupþings og Búnaðarbankans varð sömuleiðis lítil breyting á eignarhaldi hins sameinaða banka. Eignarhaldið á Glitni banka breyttist þó nokkuð á síðustu árum fyrir fall bankanna. Mesta breytingin varð vorið 2007 þegar FL Group og Baugur náðu undirtökum í Glitni með skuldsettum hlutabréfakaupum Jötuns Holding ehf., Saxbygg Invest ehf., Sund Holding ehf. og Elliðatinda ehf.