Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir

Rannsóknarnefnd Alþingis

4

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 bókband:
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
2.0 Ágrip um meginniðurstöður skýrslunnar
3.0 Sérstaða og mikilvægi banka- og fjármálafyrirtækja í samfélagi
4.0 Efnahagslegt umhverfi og innlend efnahagsstjórnun
5.0 Stefna stjórnvalda um stærð og starfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja
6.0 Einkavæðing og eignarhald bankanna

Bindi 2

7.0 Fjármögnun bankanna
8.0 Útlán íslensku bankanna

Bindi 3

9.0 Eigið fé íslenska fjármálakerfisins
10.0 Launa- og hvatakerfi bankanna
11.0 Innri og ytri endurskoðun

Bindi 4

12.0 Verðbréfamarkaðir . . . 7
12.1 Inngangur . . . 7
12.2 Öflun gagna . . . 9
12.3 Umgjörð verðbréfaviðskipta . . . 10
12.4 Regluverk og eftirlitsaðilar . . . 11
12.4.1 Fjármálaeftirlitið . . . 11
12.4.2 Kauphöllin . . . 12
12.5 Þróun á íslenska hlutabréfamarkaðnum . . . 14
12.6 Hlutabréf bankanna . . . 22
12.6.1 Kaupþing . . . 22
12.6.1.1 Kaup- og söluþrýstingur . . . 23
12.6.1.2 Eigin viðskipti Kaupþings . . . 23
12.6.1.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi . . . 30
12.6.1.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja . . . 33
12.6.1.5 Niðurstöður og ályktanir . . . 34
12.6.2 Glitnir . . . 35
12.6.2.1 Kaup- og söluþrýstingur . . . 35
12.6.2.2 Eigin viðskipti Glitnis . . . 35
12.6.2.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Glitni . . . 38
12.6.2.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja . . . 46
12.6.2.5 Niðurstöður og ályktanir . . . 47
12.6.3 Landsbankinn . . . 47
12.6.3.1 Kaup- og söluþrýstingur . . . 48
12.6.3.2 Eigin viðskipti Landsbankans . . . 48
12.6.3.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Landsbankanum . . . 51
12.6.3.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja . . . 54
12.6.3.5 Niðurstöður og ályktanir . . . 54
12.6.4 Upplýsingagjöf bankanna . . . 56
12.6.4.1 Viðskipti bankanna með hlutabréf tengdra félaga . . . 58
12.6.4.2 Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í tengdum félögum . . . 58
12.6.4.3 Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í tengdum félögum . . . 59
12.6.4.4 Viðskipti Glitnis með hlutabréf í tengdum félögum . . . 60
12.6.4.5 Niðurstaða . . . 60
12.6.5 Þróun á íslenska skuldabréfamarkaðnum . . . 61
12.7 Niðurstöður rannsóknarnefndar Alþingis . . . 62

12.8 Greinargerð um lánveitingar til hlutbréfakaupa . . . 67
12.8.1 Inngangur . . . 67
12.8.2 Umfjöllun um einstök fyrirtæki . . . 71

13.0 Gjaldeyrismarkaður . . . 117
13.1 Inngangur . . . 117
13.2 Umgjörð gjaldeyrisviðskipta . . . 117
13.3 Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri . . . 120
13.4 Viðskipti á markaði með gjaldeyrisskiptasamninga . . . 121
13.5 Greining á gjaldeyrisviðskiptum bankanna . . . 123
13.5.1 Kaupþing . . . 123
13.5.1.1 Gjaldeyrisviðskipti Kaupþings . . . 124
13.5.2 Glitnir . . . 126
13.5.2.1 Gjaldeyrisviðskipti Glitnis . . . 126
13.5.3 Landsbankinn . . . 126
13.5.3.1 Gjaldeyrisviðskipti Landsbankans . . . 127
13.6 Viðskipti annarra aðila . . . 128
13.6.1 Gjaldeyrisvarnir stærstu lífeyrissjóða landsins . . . 131
13.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis . . . 132

14.0 Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir . . . 135
14.1 Inngangur . . . 135
14.2 Yfirlit um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði . . . 136
14.2.1 Lagaumhverfi . . . 136
14.2.2 Starfsemi rekstrarfélaga . . . 138
14.2.3 Fjöldi og heildarverðmæti verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða 2005 – 2008 . . . 138
14.2.3.1 Almennt . . . 138
14.2.3.2 Glitnir sjóðir . . . 139
14.2.3.3 Landsvaki . . . 139
14.2.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 139
14.3 Fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða . . . 140
14.3.1 Almennt . . . 140
14.3.2 Í hvers konar eignum er sjóðum heimilt að binda fé sitt? . . . 140
14.3.3 Hvert er hámark fjárfestingar í einum útgefanda? . . . 141
14.3.4 Frekari takmarkanir á eignasafni sjóða . . . 141
14.3.5 Lán og aðrar ábyrgðir . . . 142
14.3.6 Skortsala . . . 142
14.3.7 Ráðstafanir til úrbóta . . . 142
14.3.8 Eftirlit með áhættu . . . 142
14.4 Fjárfestingarstefnan . . . 142
14.4.1 Almennt . . . 142
14.4.2 Glitnir sjóðir . . . 143
14.4.3 Landsvaki . . . 143
14.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 144
14.5 Samsetning eigna í peningamarkaðssjóðunum 2005 – 2008 . . . 144
14.5.1 Almennt . . . 144
14.5.2 Glitnir sjóðir . . . 145
14.5.2.1 Inngangur . . . 145
14.5.2.2 Sjóður 9 – Peningamarkaðsbréf . . . 145
14.5.2.3 Sjóður 1 – Skuldabréf . . . 152
14.5.2.4 Sjóður 11 – Fyrirtækjabréf . . . 153
14.5.2.5 Helstu eignir sjóðanna . . . 154
14.5.2.6 Viðbrögð Glitnis sjóða vegna greiðslufalls/erfiðleika skuldara . . . 159
14.5.2.7 Önnur tilvik . . . 160
14.5.2.8 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um starfsemi Glitnis sjóða . . . 161
14.5.3 Sjóðir Landsvaka . . . 161
14.5.3.1 Inngangur . . . 161
14.5.3.2 Peningabréf Landsvaka . . . 162
14.5.3.3 Fyrirtækjabréf Landsvaka . . . 169
14.5.3.4 Viðskipti milli sjóða Landsvaka . . . 174
14.5.4 Sjóðir Rekstrarfélags Kaupþings banka hf. . . . 177
14.5.4.1 Inngangur . . . 177
14.5.4.2 Peningamarkaðssjóður . . . 178

14.5.4.3 Hávaxtasjóður . . . 183
14.5.4.4 Skammtímaskjóður . . . 184
14.5.4.5 Skuldabréf Stutt . . . 185
14.5.4.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um fjárfestingar peningamarkaðssjóða Kaupþings . . . 186
14.6 Áhætturstýring . . . 186
14.6.1 Almennt . . . 186
14.6.2 Hver sá um áhættustýringu? . . . 187
14.6.2.1 Glitnir sjóðir . . . 187
14.6.2.2 Landsvaki . . . 187
14.6.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 188
14.6.3 Skýrslur Fjármálaeftirlitsins um áhættustýringu . . . 188
14.6.3.1 Almennt . . . 188
14.6.3.2 Glitnir sjóðir . . . 188
14.6.3.3 Landsvaki . . . 188
14.6.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 189
14.6.4 Hver voru viðmið áhættustýringar? . . . 189
14.6.4.1 Glitnir sjóðir . . . 189
14.6.4.2 Landsvaki . . . 189
14.6.4.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 190
14.6.5 Gildi reglna nr. 216/2007 um stórar áhættuskuldbindingar hjá verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum . . . 190
14.6.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um áhættustýringu . . . 191
14.7 Óhæði rekstrarfélaganna . . . 192
14.7.1 Almennt . . . 192
14.7.2 Starfsmenn rekstrarfélaganna og launakerfi . . . 192
14.7.2.1 Glitnir sjóðir . . . 192
14.7.2.2 Landsvaki . . . 192
14.7.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 193
14.7.2.4 Samskipti starfsmanna við móðurfélög rekstrarfélaganna . . . 193
14.7.3 Stjórnir rekstrarfélaganna . . . 193
14.7.3.1 Almennt . . . 193
14.7.3.2 Verkaskipting stjórnar og framkvæmdastjóra og starfshættir stjórnar . . . 194
14.7.3.3 Glitnir sjóðir . . . 195
14.7.3.4 Landsvaki . . . 196
14.7.3.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 198
14.7.4 Hversu nákvæmar og réttar upplýsingar voru veittar um rekstrarfélögin? . . . 199
14.7.4.1 Almennt . . . 199
14.7.4.2 Glitnir sjóðir . . . 199
14.7.4.3 Landsvaki . . . 199
14.7.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 200
14.7.5 Innri endurskoðun . . . 200
14.7.5.1 Almennt . . . 200
14.7.5.2 Glitnir sjóðir . . . 201
14.7.5.3 Landsvaki . . . 201
14.7.5.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 202
14.7.6 Skýrslur ytri endurskoðenda . . . 203
14.7.7 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um óhæði rekstrarfélaganna . . . 204
14.8 Hvernig var kynningarstarfsemi háttað? . . . 207
14.8.1 Almennt . . . 207
14.8.2 Nánar um kynningarstarfsemina . . . 207
14.8.3 Ályktun um kynningarstarsemi . . . 209
14.9 Hlutdeildarskírteinishafar . . . 209
14.9.1 Útflæði úr sjóðum fyrir október 2008 . . . 209
14.9.2 Samspil innlánstrygginga, eignar í hlutdeildarskírteinum og neyðarlaganna . . . 209
14.9.3 Gögn rannsóknarnefndar Alþingis um eigendur hlutdeildarskírteina . . . 210
14.9.4 Tölfræði . . . 211
14.9.5 Úrtakshópur þrengdur . . . 212
14.9.6 Úttektir stærstu eigenda hlutdeildarskírteina og ályktanir . . . 213
14.10 Hvernig var eftirliti Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum háttað? . . . 213
14.10.1 Almennt . . . 213
14.10.2 Hversu margir starfsmenn sinntu eftirliti 2005 – 2008? . . . 215
14.10.3 Vettvangskannanir Fjármálaeftirlitsins . . . 216
14.10.3.1 Almennt . . . 216
14.10.3.2 Almenn vettvangskönnun í nóvember 2007 . . . 216

14.10.3.3 Vettvangskönnun vegna óhæðis í maí 2008 . . . 217
14.10.3.4 Samantekt um vettvangskannanir . . . 219
14.10.4 Leiðbeinandi tilmæli Fjármálaeftirlitsins . . . 220
14.10.5 Hvernig beitti Fjármálaeftirlitið valdheimildum sínum? . . . 221
14.10.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum . . . 222
14.11 Samandregnar ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um peningamarkaðssjóði . . . 224
14.11.1 Ályktun um sjóðsform og þróun heildarverðmætis sjóða rekstrarfélaganna . . . 224
14.11.2 Ályktun um fjárfestingar peningamarkaðssjóðanna . . . 224
14.11.3 Ályktun um áhættustýringu . . . 226
14.11.4 Ályktun um sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum . . . 227
14.11.5 Ályktun um kynningarstarfsemi . . . 227
14.11.6 Ályktun um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum . . . 227
14.12 Greinargerð um uppgjör peningamarkaðsjóða eftir fall bankanna . . . 229
14.12.1 Inngangur . . . 229
14.12.2 Aðdragandi og almennt um uppgjör sjóðanna . . . 229
14.12.3 Glitnir sjóðir . . . 233
14.12.4 Landsvaki . . . 235
14.12.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka . . . 238

Bindi 5

15.0 Löggjöf um fjármálamarkaðinn og áhrif aðildar Íslands að EES
16.0 Eftirlit með starfsemi á fjármálamarkaði
17.0 Tryggingarsjóður innstæðueigenda og fjárfesta og ábyrgð á innlánum almennt

Bindi 6

18.0 Innlán fjármálastofnana í útibúum erlendis
19.0 Aðgerðir og viðbrögð íslenskra stjórnvalda á árunum 2007–2008 vegna hættu á fjármálaáfalli

Bindi 7

20.0 Atburðarásin frá því að beiðni Glitnis banka hf. um fyrirgreiðslu kom fram þar til bankarnir féllu
21.0 Orsakir falls íslensku bankanna – ábyrgð, mistök og vanræksla
22.0 Tilkynningar á grundvelli 14. gr. laga nr. 142/2008
23.0 Athugasemdabréf samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008

Bindi 8

Viðauki 1 Siðferði og starfshættir í tengslum við fall íslensku bankanna 2008
Viðauki I Rannsóknasetur um fjölmiðlun og boðskipti: *Umfjöllun fjölmiðla á Íslandi um banka og fjármálafyrirtæki 2006–2008*
Viðauki II Hulda Þórisdóttir: *Afsprengi aðstæðna og fjötruð 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: *Islandske banker*
Viðauki 8 Mark J. Flannery: *The importance of government supervision in producing financial services.*
Viðauki 9 Töflur 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

12. kafli
Verðbréfamarkaðir

12.1 Inngangur

Í þessum kafla verður fjallað um verðbréfamarkaði og hlutverk þeirra í uppgangi og falli bankanna. Fyrst og fremst verður þar sjónum beint að hlutverki hlutabréfamarkaðarins en þó verður gefið stutt yfirlit yfir þróun á skuldabréfamarkaði sem nánar er fjallað um í öðrum köflum skýrslunnar, s.s. um fjármögnun bankanna og kafla um verðbréfasjóði bankanna.

Verðbréfamarkaðir eru fyrst og fremst viðskiptavettvangur sem leiðir saman fjármagnseigendur og fyrirtæki sem þurfa á fjármagni að halda án beinnar milligöngu banka sem geta þó í hlutverki verðbréfamiðlunar haft milligöngu um einstök viðskipti. Fjárfestir veitir félagi aukið fjármagn með því að kaupa verðbréf sem félagið gefur út, s.s. hlutabréf eða skuldabréf. Með tilkomu verðbréfamarkaðar getur samkeppni á fjármagnsmarkaði aukist þar sem fjármagnseigendur geta valið milli þess að ávaxta fjármuni sína í bönkum eða á verðbréfamarkaði og fyrirtæki sem þurfa á fjármagni að halda geta valið milli þess að sækja fjármagn til banka eða til almennra fjárfesta í gegnum verðbréfamarkaði. Virkir verðbréfamarkaðir auka því fjármögnunarmöguleika, auk þess sem viðskiptakostnaður getur lækkað þar sem kjör eru ákvörðuð á gagnsæjum markaði af mörgum markaðsaðilum og fjárfestum.

Þegar fyrirtæki ákveður að gefa út verðbréf og lætur taka þau til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði skuldbindur fyrirtækið sig samkvæmt lögum og reglum um útgefendur verðbréfa að gera opinberar allar þær upplýsingar sem gætu haft marktæk áhrif á verð fjármálagerninga þess.[1] Með hliðsjón af þeim upplýsingum, sem og upplýsingum um verð og fjölda bréfa í viðskiptum með viðkomandi, eða sambærileg, verðbréf, stuðlar markaðurinn svo að því að fjármagnið leiti í arðbærustu fjárfestingarnar. Í eðli sínu gæti útgáfa verðbréfa á skipulegum verðbréfamarkaði því verið skilvirkari ráðstöfun á fjármagni heldur en hefðbundin bankalán eða almenn útgáfa verðbréfa þar sem meiri upplýsingar eru opinberar og fleiri aðilar koma að ákvörðunum. Auk þess geta upplýsingar um samspil kaupenda og seljenda sem eru gerðar opinberar á skipulegum verðbréfamörkuðum verið mjög verðmætar.

Virkur verðbréfamarkaður ætti einnig að geta dregið úr áhættu almennra sparifjáreigenda þar sem áhætta flyst að hluta til úr bankakerfinu og til fjárfesta sem eru tilbúnir til að taka hana sjálfir. Einnig má líta á verðbréfamarkaði sem aukin sparnaðartækifæri fyrir almenna sparifjáreigendur en slíkum fjárfestingum fylgir þó ákveðin áhætta sem nauðsynlegt er að allir sem koma að viðskiptunum séu meðvitaðir um. Það gildir einnig um opinbera eftirlits-

1. Sjá umfjöllun um umgjörð verðbréfaviðskipta á Íslandi í kafla 12.3.

aðila og hagsmunasamtök. Fjárfestingu í verðbréfum fylgir ekki einungis áhætta sem tengist velgengni og fjárhagsstöðu viðkomandi útgefanda, heldur einnig verðáhætta sem ræðst af því hversu erfitt eða auðvelt reynist að selja bréfin á eftirmarkaði. Ef um illseljanleg (e. illiquid) verðbréf er að ræða eru meiri líkur á að þau verði einungis seld með afföllum.[2] Sé virk verðmyndun og mikil viðskipti með viðkomandi verðbréf er sú áhætta lágmörkuð þar sem auðveldara er að finna mótaðila og selja bréfin á eðlilegu verði. Hvað skuldabréf varðar getur virk verðmyndun með ákveðna lykilflokka, s.s. ríkistryggð skuldabréf, einnig gefið fjárfestum vissa hugmynd um hvernig skuli verðleggja önnur síður seljanleg skuldabréf sem tekin eru til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.

Á Íslandi er starfræktur einn skipulegur verðbréfamarkaður sem nú heitir NASDAQ OMX Iceland hf. (hér eftir Kauphöllin). Þar voru hlutabréf sem og ákveðnir flokkar skuldabréfa allra bankanna tekin til viðskipta. Að auki voru viðskipti með hlutabréf Kaupþings banka hf. í kauphöllinni í Stokkhólmi, þ.e. NASDAQ OMX Stockholm. Eins og rakið verður í umfjölluninni sem á eftir fylgir hækkaði hlutabréfaverð Kaupþings, Glitnis banka hf. og Landsbanka Íslands hf. umtalsvert á árunum frá 2004 og fram á mitt ár 2007 en lækkaði svo nær samfleytt þar til Fjármálaeftirlitið tók yfir stjórnir þeirra í október 2008.[3] Hækkun hlutabréfaverðs bankanna kann að hafa verið afleiðing en jafnframt einnig ein orsök þenslu og útrásar bankanna. Við hefðbundnar markaðsaðstæður endurspeglast velgengni og staða félaga á opinberum markaði í markaðsverði verðbréfa þeirra. Meiri sýnileiki veldur því svo að velgengni félags sem skráð er á markað getur aukið vaxtarmöguleika þess enn frekar með bættum fjármögnunarleiðum, s.s. í gegnum nýja útgáfu verðbréfa eða aðgengi að erlendu fjármagni. Umgjörð verðbréfaviðskipta á Íslandi var alþjóðleg og aðgengi erlendra aðila að íslenskum fjárfestingakostum og upplýsingum um íslensk félög gott.[4] Því má ætla að skráning íslensku bankanna á hlutabréfamarkað og hagfelld þróun á hlutabréfaverði þeirra fram á mitt árið 2007 hafi átt þátt í að skapa þeim trúverðugleika jafnt innanlands sem utan og gert þeim kleift að sækja sér það fjármagn sem nauðsynlegt var til að knýja útrás þeirra og styðja við vöxt bankakerfisins.

Hér á eftir fer fram greining á viðskiptum, veltu og verðmyndun á íslenskum verðbréfamarkaði á árunum frá 2004 og fram til október 2008 og beinist athyglin sérstaklega að verðmyndun á hlutabréfamörkuðum. Sér í lagi verður leitast við að greina hvort hröð verðhækkun hlutabréfa íslensku bankanna og annarra stórra félaga eigi sér eðlilegar ástæður eða hvort inngrip bankanna í þessi viðskipti hafi mögulega falið í sér óeðlileg áhrif á verðþróunina og þá meðal annars með tilliti til vitneskju stjórnenda og starfsmanna bankanna um aðstæður á mörkuðum og fjármögnunar viðskiptanna. Tekin verða til athugunar viðskipti ýmissa einstaklinga, fyrirtækja og sú lánafyrirgreiðsla sem í sumum tilfellum fékkst til hlutabréfakaupa. Einnig verður komið inn á hlutverk eftirlitsaðila markaðarins og lagt mat á hvernig þeir aðilar ræktu skyldur sínar. Að lokum verður gefið yfirlit yfir veltu og verðþróun á skuldabréfamarkaði.

2. Munurinn á verði seljanlegra og illseljanlegra fjármálagerninga kallast seljanleikaálag (e. liquidity premium). Sjá t.a.m. skilgreiningu á Investopedia (http://www.investopedia.com/).
3. Heimild: Kauphöll Íslands.
4. Sjá umfjöllun um umgjörð verðbréfaviðskipta á Íslandi í kafla 12.3.

12.2 Öflun gagna

Til að greina hreyfingar á íslenskum verðbréfamarkaði aflaði rannsóknarnefnd Alþingis ítarlegra gagna um verðbréfaviðskipti sem fram fóru á Íslandi á tímabilinu frá 2004 og fram til október 2008.

Verðbréfaskráning Íslands hefur það hlutverk að gefa út og skrá rafrænt öll verðbréf á íslenskum verðbréfamarkaði. Verðbréfaskráning afhenti rannsóknarnefndinni færsluskrá þar sem skráðar eru allar færslur verðbréfa á íslenskum markaði frá árinu 2004 og fram til hruns bankanna. Á skránni koma fram færslur yfir viðskipti með verðbréf sem og millifærslur verðbréfa milli vörslureikninga í eigu sama aðila, upplýsingar m.a. um kennitölu viðskiptamanns, auðkenni verðbréfs, fjölda hluta/bréfa og dagsetningu. Hins vegar var ekki í öllum tilfellum unnt að fá upplýsingar um upphæð viðskipta í íslenskum krónum.

Kauphöllin hefur afhent rannsóknarnefnd Alþingis upplýsingar um öll viðskipti með hlutabréf sem komu til við sjálfvirka pörun eða voru tilkynnt í kerfi Kauphallarinnar. Þær hafa m.a. að geyma auðkenni hlutabréfs, nákvæma tímasetningu, fjölda hluta, viðskiptaverð, tegund viðskipta (þ.e. hvort um var að ræða sjálfvirka pörun, tilkynnt viðskipti, afleiðutengd viðskipti o.s.frv.), upplýsingar um þá kauphallaraðila og miðlara sem komu að viðskiptunum og um það hver átti frumkvæðið að viðskiptunum ef um var að ræða viðskipti í tilboðabók Kauphallarinnar. Sá telst eiga frumkvæðið að viðskiptum sem gengur að fyrirliggjandi kaup- eða sölutilboði fyrir tiltekið verðbréf. Einnig hefur Kauphöllin unnið, að beiðni rannsóknarnefndar Alþingis, ýmsar samtölur um þróun viðskipta með hlutabréf og skuldabréf á markaði með skráð verðbréf á Íslandi. Má þar nefna samantekt á veltutölum, þróun og samsetningu vísitalna kauphallar og gengi einstakra verðbréfa.

Að auki hefur rannsóknarnefnd Alþingis sótt ítarlegar upplýsingar til þriggja stærstu bankanna við hrun, þ.e. Kaupþings, Landsbankans og Glitnis. Um er að ræða upplýsingar um verðbréfaviðskipti sem skráðar voru í upplýsingakerfi bankanna. Þar koma fram auðkenni verðbréfs, tímasetning viðskipta, fjöldi hluta, kennitala og nafn viðskiptamanns, upplýsingar um tegund vörslureiknings, miðlara eða sölumann, mynt sem viðskipti fóru fram í og gengi þess gjaldmiðils, upphæð viðskipta í grunnmynt og upplýsingar um þá viðskiptabók (þ.e. veltubók, miðlun, afleiðubók o.s.frv.) sem viðskiptamaður á viðskipti við. Einnig óskaði rannsóknarnefnd Alþingis eftir því að bankarnir ynnu ýmsar samtölur um þróun þeirra verðbréfaviðskipta sem þeir höfðu umsjón með, s.s. myndir af stöðutöku einstakra viðskiptabóka eða viðskiptavina. Einnig óskaði rannsóknarnefndin eftir ítarlegri upplýsingum um einstaka gjörninga eftir því sem tilefni þótti til og skoðaði fundargerðir og önnur skjöl og gögn sem fengust frá bönkunum þremur.

Að lokum byggir rannsóknarnefnd Alþingis greiningu sína á verðbréfamörkuðum á skýrslutökum af ýmsum aðilum er tengdust markaðsviðskiptum á Íslandi með einum eða öðrum hætti. Er þar fyrst og fremst um að ræða ýmsa starfsmenn hinna föllnu banka en leitast var við að taka skýrslu af a.m.k. einum starfsmanni miðlunar hvers banka og einum starfsmanni deildar eigin viðskipta hvers banka auk annarra starfsmanna sem komu beint eða óbeint að verðbréfaviðskiptum. Að auki byggir skýrslan á viðtölum við ýmsa aðra starfsmenn sem bjuggu yfir nytsamlegum upplýsingum.

12.3 Umgjörð verðbréfaviðskipta

Eins og áður segir fóru hlutabréfaviðskipti á Íslandi fram í Kauphöllinni. Notast var við rafrænt viðskiptakerfi sem kallast SAXESS og var sameiginlegt kerfi meðal norrænu kauphallanna. Einungis aðilar sem höfðu tilskilin starfsleyfi, sættu eftirliti yfirvalda og uppfylltu kröfur NOREX kauphallanna um aðild gátu átt viðskipti í Kauphöllinni og nefnast þeir kauphallaraðilar.[5] Fyrir hönd hvers kauphallaraðila voru svo ákveðnir miðlarar sem höfðu aðgang að viðskiptakerfinu en miðlarar þurfa að uppfylla viss skilyrði, s.s. um lágmarksmenntun og starfsreynslu, auk þess að hafa gengist undir próf hjá Kauphöllinni.[6] Öll viðskipti fóru í gegnum kauphallaraðila hvort sem þau voru fyrir hans eigin reikning (e. proprietary trading) eða fyrir hönd utanaðkomandi aðila, þ.e. viðskiptavinar kauphallaraðilans.

Hver viðskiptadagur hófst og endaði á uppboðsferli til þess að ákvarða opnunar- og dagslokaverð hlutabréfanna. Hvort um sig er mikilvægt ferli, sér í lagi lokunaruppboðið sem skilgreinir opinbert dagslokaverð hlutabréfanna en það er gjarnan notað sem viðmið við útreikning á eignasöfnum hluthafa og virði ýmissa tengdra fjármálagerninga, s.s. sjóða.[7] Að loknu opnunaruppboði Kauphallarinnar hófst tímabil samfelldra viðskipta (e. continuous trading), þar sem kauphallaraðilar gátu fært inn tilboð og viðskipti fóru fram við pörun tilboða, um leið og pörun átti sér stað. Slík viðskipti kallast pöruð viðskipti (e. automatically matched trades, auto trades) en einnig var mögulegt að semja um kjör viðskipta utan Kauphallarinnar og tilkynna um viðskiptin að því loknu. Slík viðskipti kallast tilkynnt viðskipti (e. manual trades) og er þar gjarnan um umfangsmeiri viðskipti að ræða.[8] Tímabili samfelldra viðskipta lauk svo með lokunaruppboði eins og að framan greinir. Auðkenni kauphallaraðila voru ekki sýnileg meðan á viðskiptum dagsins stóð en aðilar að markaðnum gátu þó séð tilboð og viðskipti miðlara á vegum sama félags sem og auðkenni mótaðila síns í viðskiptum.[9]

Á meðan samfelld viðskipti áttu sér stað mynduðu hagstæðustu kaup- og sölutilboð hverrar tilboðabókar (e. order book) svokallað verðbil (e. spread). Þau viðskipti sem síðast áttu sér stað ákvörðuðu svo viðskiptaverðið á hverjum tíma (e. last price), svo lengi sem um pöruð viðskipti var að ræða eða tilkynnt viðskipti sem voru innan verðbils á tíma tilkynningar. Verðbreytingar gátu því einungis orðið innan verðbils eða með hliðrun verðbilsins þannig að verðmyndun var fyrst og fremst knúin áfram af pöruðum viðskiptum. Áhrif tilkynntra viðskipta voru hins vegar í flestum tilvikum óbeinni, s.s. í gegnum áhrif á væntingar og mat fjárfesta á aðstæðum.[10]

5. Sjá ákvæði 4.2 í aðildarreglum NOREX.
6. Sjá ákvæði 4.4.3 í aðildarreglum NOREX.
7. Samkvæmt Kauphöllinni er skilgreiningin á opinberu dagslokaverði eftirfarandi: Eigi sér ekki stað viðskipti í lokunaruppboði ákvarðar síðasta verðmyndandi viðskiptaverð fyrir uppboðið hið opinbera dagslokaverð eða hagstæðasta kaup- eða sölutilboð við lokun, sé um kauptilboð að ræða sem er hærra en síðasta viðskiptaverð eða sölutilboð sem er lægra.
8. Samkvæmt viðskiptagögnum frá Kauphöllinni.
9. Auðkennaleysi í tilboðum var innleitt í Kauphöllinni árið 2006 og auðkennalaus viðskipti árið 2008.
10. Séu engin tilboð til staðar og þ.a.l. ekkert verðbil geta tilkynnt viðskipti ákvarðað viðskiptaverðið.

12.4 Regluverk og eftirlitsaðilar

Um viðskipti á verðbréfamarkaði og töku fjármálagerninga til viðskipta gilda lög um verðbréfaviðskipti (hér eftir vvl.). Frá 1. júlí 2003 til 1. nóvember 2007 voru í gildi lög um verðbréfaviðskipti nr. 33/2003, en þá tóku gildi ný lög um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007. Með þeim var innleidd í íslenskan rétt tilskipun Evrópusambandsins um markaði fyrir fjármálagerninga 2004/39/EB (e. Markets in Financial Instruments Directive, eða MiFID tilskipunin). Af öðrum lögum sem um þetta svið gilda má nefna lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002 og lög um kauphallir nr. 110/2007. Þau síðarnefndu tóku gildi 1. nóvember og leystu af hólmi lög um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða nr. 34/1998. Á grundvelli þessara lagabálka hafa verið settar fjölmargar reglugerðir og reglur um verðbréfaviðskipti.[11]

Auk framangreindra laga og reglna sá Kauphöllin um að setja reglur á grundvelli samningssambands síns við útgefendur og aðila að viðskiptakerfi Kauphallarinnar. Reglurnar voru tvíþættar og beindust annars vegar að útgefendum, þ.e. reglur fyrir útgefendur fjármálagerninga í Kauphöllinni, og hinsvegar að kauphallaraðilum, þ.e. aðildarreglur NOREX (e. NOREX Member Rules). Reglur fyrir útgefendur fjármálagerninga höfðu að mestu leyti verið samræmdar regluverki hinna NASDAQ OMX kauphallanna frá júlí 2008 og meðal NOREX kauphallanna giltu sameiginlegar aðildarreglur með örfáum undantekningum.[12]

12.4.1 Fjármálaeftirlitið

Hlutverk Fjármálaeftirlitsins á verðbréfamarkaði er að hafa eftirlit með framkvæmd laga og reglna um verðbréfaviðskipti á Íslandi eins og nánar er fjallað um í kafla 16. Um heimildir stofnunarinnar í því sambandi fer samkvæmt XIV. kafla laga um verðbréfaviðskipti og ákvæðum laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Meðal annars er Fjármálaeftirlitinu heimilt að krefja einstaklinga og lögaðila um allar upplýsingar og gögn sem þurfa þykir. Telji stofnunin háttsemi andstæða ákvæðum laga um verðbréfaviðskipti getur hún krafist þess að háttseminni verði hætt þegar í stað og jafnframt krafist þess að atvinnustarfsemi verði stöðvuð tímabundið. Þá er Fjármálaeftirlitinu heimilt að krefjast þess að viðskiptum með tiltekna fjármálagerninga verði hætt fyrir fullt og allt, leiði athugun í ljós að viðskiptin samrýmist ekki ákvæðum laga.

Hinn 1. nóvember 2007, í kjölfar innleiðingar á MiFID tilskipuninni, var tekið í notkun nýtt eftirlitskerfi með verðbréfaviðskiptum, svokallað TRS-kerfi, sem var ætlað að auka skilvirkni verðbréfaeftirlits. Kerfið er tvíþætt, annars vegar er um að ræða tilkynningakerfi og hins vegar úrvinnslukerfi. Öllum fjármálastofnunum ber að senda um tilkynningakerfið daglegar skýrslur um viðskipti sem m.a. skulu hafa að geyma upplýsingar um fjölda, verð, auðkenni verðbréfs og viðskiptanúmer viðskiptavinar hjá viðkomandi fjármálastofnun. Samkvæmt þessu eru viðskiptamenn einungis aðgreinanlegir innan einstakra fjármálastofnana en ekki á milli stofnana. Vitað er að Fjármálaeftirlitið lagði á það ríka áherslu við viðskiptaráðuneytið við setningu laganna að mögulegt yrði að greina einstaka viðskiptaaðila hjá ólíkum fjármálastofnunum, þó með ópersónugreinanlegum hætti, líkt og

11. Sjá nánari upplýsingar um lög og reglur sem gilda á verðbréfamörkuðum á vefsíðu Fjármálaeftirlitsins (http://www.fme.is/).
12. Heimild: Kauphöllin.

þekkist í ýmsum nágrannalöndum Íslands[13]. Í 2. tölul. 2. gr. reglugerðar nr. 191/2008, um tilkynningar um viðskipti skv. 30. gr. laga nr. 108/2007, um verðbréfaviðskipti, er fjallað um auðkenningu viðskiptavinar í tilkynningu til Fjármálaeftirlitsins og segir þar: „Auðkenning viðskiptavinar sem fjármálafyrirtæki annast viðskipti fyrir í formi viðskiptanúmers eða reikningsnúmers, þ.e. tölu- og/eða bókstafir og er að hámarki 20 stafir. Auðkenningin skal vera sérkennandi, þannig að hún vísi einungis til viðkomandi viðskiptavinar, og skal notuð í öllum tilkynningum hlutaðeigandi fjármálafyrirtækis til Fjármálaeftirlitsins um viðskipti hans."

Á heimasíðu FME kemur fram að einn hluti TRS kerfisins sé úrvinnslukerfi sem gerir það kleift að greina hugsanleg brot á tilteknum ákvæðum MiFID tilskipunarinnar, þ.e. ákvæðum um bestu framkvæmd viðskipta og fjárfestavernd[14]. Kerfið nýttist hins vegar ekki að fullu við eftirlit með öðrum þáttum, s.s. hugsanlegri markaðsmisnotkun og/eða innherjaviðskiptum.[15]

Samkvæmt 138. gr. laga um verðbréfaviðskipti hefur Fjármálaeftirlitið heimild til að fela skipulegum verðbréfamarkaði eftirlitsverkefni. Á grundvelli þessarar heimildar fól Fjármálaeftirlitið Kauphöllinni eftirlit með ákveðnum þáttum eins og útlistað er hér að neðan. Ábyrgð á eftirliti með þessum þáttum var eftir sem áður hjá Fjármálaeftirlitinu og því bar Kauphöllinni að vísa málum til Fjármálaeftirlitsins yrði hún þess áskynja að lög kynnu að hafa verið brotin.

12.4.2 Kauphöllin

Kauphöllin hafði eftirlit með reglum sem hún gaf út auk þess sem samstarfssamningur var á milli Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar um eftirlitsverkefni sem Fjármálaeftirlitið fól Kauphöllinni.[16] Samstarfssamningurinn fól í sér að Kauphöllin fylgdist með því að útgefendur þeirra fjármálagerninga sem teknir voru til viðskipta í Kauphöllinni og kauphallaraðilar störfuðu í samræmi við kauphallarlögin og reglur Kauphallarinnar.[17]

Innan Kauphallarinnar var eftirliti skipt í tvennt, í útgefendaeftirlit og viðskiptaeftirlit. Undir útgefendaeftirlit flokkaðist allt eftirlit með skyldum útgefenda samkvæmt vvl. og reglum fyrir útgefendur verðbréfa í Kauphöllinni og undir viðskiptaeftirlit allt eftirlit með kauphallaraðilum, þ.e. hvort viðskipti í viðskiptakerfi Kauphallarinnar færu fram í samræmi við vvl. og aðildarreglur NOREX.[18]

Útgefendaeftirlit Kauphallarinnar fólst m.a. í því að Kauphöllin fór yfir efni tilkynninga sem birtust opinberlega í fréttakerfi Kauphallarinnar, þ. á m. um flagganir og viðskipti innherja, og fylgdist einnig með umfjöllun og fréttum í fjölmiðlum er tengdust félögum sem höfðu fengið fjármálagerninga sína tekna til viðskipta í Kauphöllinni. Eftirlitið miðaði að því ganga úr skugga um að allar upplýsingar sem gætu haft marktæk áhrif á markaðsverð verðbréfa í Kauphöllinni væru gerðar opinberar. Kæmu upp einhver álitaefni var haft

13. Tölvubréf Úrsúlu Ingvarsdóttur, starfsmanns á verðbréfasviði Fjármálaeftirlitsins, til rannsóknarnefndar Alþingis, 25. ágúst 2009.
14. Sjá nánar á: http://www.fme.is/?PageID=664
15. Tölvubréf Úrsúlu Ingvarsdóttur, starfsmanns á verðbréfasviði Fjármálaeftirlitsins, til rannsóknarnefndar Alþingis, 25. ágúst 2009.
16. Kauphöllin er einkaaðili sem hefur starfsheimildir samkvæmt sérstökum lögum nr. 110/2007 um Kauphallir.
17. Samstarfssamning Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar má finna á vefsíðu Fjármálaeftirlitsins (http://www.fme.is/?PageID=880).
18. Heimild: Kauphöllin.

samband við útgefanda og ef tilefni þótti til var farið fram á skriflegar skýringar eða annarra upplýsinga aflað.

Við viðskiptaeftirlitið var notast við rafrænt eftirlitskerfi sem kallast SMARTS en það kerfi var notað í NOREX kauphöllunum og fleiri stórum kauphöllum, s.s. London Stock Exchange og NYSE Euronext Paris.[19] Kerfið gerir viðvart um atburði á markaði sem gætu verið vísbending um brot á lögum eða reglum, s.s. miklar verðbreytingar, mikla veltu, viðskipti sem gætu talist óeðlileg með tilliti til markaðsaðstæðna, viðskipti í kringum birtingu verðmótandi upplýsinga og verðbreytingar í lok dags, mánaðar eða ársfjórðungs. Kæmu fram slíkar viðvaranir voru ástæður þeirra kannaðar og tilraun gerð til þess að skýra þær með hliðsjón af markaðsaðstæðum og fréttum. Ef tilefni þótti til var t.d. leitað skýringa hjá verðbréfamiðlurum, verðbréfafyrirtækjum send beiðni um skýringar á þeim viðskiptum eða háttsemi sem til athugunar var eða óskað eftir upplýsingum um aðila að viðskiptunum, þ. á m. um viðskiptavini verðbréfafyrirtækjanna.

Ef grunur lék á því að vvl. hefðu verið brotin var Fjármálaeftirlitinu send ábending um það í samræmi við samstarfssamninginn. Kæmist Kauphöllin að þeirri niðurstöðu að reglur hennar hefðu verið brotnar var henni m.a. heimilt að gera formlega athugasemd við starfshætti viðkomandi útgefanda eða kauphallaraðila, veita óopinbera eða opinbera áminningu og/eða leggja á févíti, allt eftir því hversu alvarleg brot var um að ræða á grundvelli samnings viðkomandi lögaðila við Kauphöllina. Kauphöllinni var einnig heimilt að stöðva viðskipti með fjármálagerninga félags eða setja þá á athugunarlista.[20] Í töflu 1 og 2 má sjá hvernig afgreiðslu Kauphallarinnar á eftirlitsmálum var háttað á síðustu árum tímabilsins.[21]

Tafla 1. Afgreiðsla Kauphallarinnar vegna brota útgefanda og kauphallaraðila á reglum Kauphallarinnar

Fjöldi	*2007*	*2008*
Opinber beiðni um skýringar	30	65
Athugasemd	33	42
Óopinber áminning	6	8
Opinber áminning	0	3
Opinber áminning og févíti	0	3

Heimild: Kauphöll Íslands.

Tafla 2. Mál sem Kauphöllin áframsendi Fjármálaeftirlitinu formlega

Fjöldi	*2006*	*2007*	*2008*
Grunur um innherjasvik	0	3	8
Grunur um markaðsmisnotkun	2	2	11
Önnur mál	0	0	4

Heimild: Kauphöll Íslands.

19. Sjá upplýsingar á vefsíðu framleiðenda SMARTS, SMARTS Group International, www.smartsgroup.com.
20. Sjá upplýsingar um viðurlög við brotum á reglum Kauphallarinnar (útg. 1. júlí 2008) í ákvæði 8.3 í reglum fyrir útgefendur fjármálagerninga og ákvæði 4.12 í aðildarreglum NOREX. Upplýsingar um athugunarlista má finna í ákvæði 8.2 í reglum fyrir útgefendur fjármálagerninga.
21. Heimild: Ársskýrslur eftirlitssviða NASDAQ OMX. Upplýsingar ná ekki lengra aftur en til 2007 fyrir Ísland almennt og 2006 varðandi mál er Kauphöllin vísaði til Fjármálaeftirlitsins.

12.5 Þróun á íslenska hlutabréfamarkaðnum

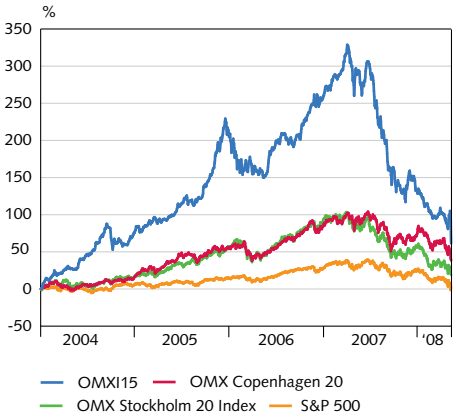
Íslenskur verðbréfamarkaður kom fyrst til sögunnar árið 1985 með stofnun Verðbréfaþings Íslands hf. sem síðar varð Kauphöll Íslands hf. og heitir nú NASDAQ OMX Iceland hf. (Kauphöllin). Fyrstu hlutabréfin voru tekin til viðskipta á markaði árið 1990 og í lok ársins 2000 var fjöldi skráðra félaga orðinn 75. Upp úr því hófst tímabil samruna, yfirtaka og afskráninga sem dró úr fjölda fyrirtækja á markaðnum en heildarmarkaðsvirði félaganna jókst aftur á móti. Frá því að útreikningur Úrvalsvísitölunnar (OMX Iceland 15) hófst í ársbyrjun 1998 og þar til í ársbyrjun 2004 hafði gildi hennar hækkað um 110,29% en mestu hækkanirnar komu þó ekki fram fyrr en síðar. Frá ársbyrjun 2004 og þar til Úrvalsvísitalan náði sínu hæsta gildi í 9016,48 stigum 18. júlí 2007 nam hækkunin alls 328,76% og var sú almenna hækkun Úrvalsvísitölunnar einsdæmi meðal þróaðra hagkerfa eins og samanburður við erlendar vísitölur sýnir glöggt. Í ársbyrjun 2006 varð þó ákveðinn viðsnúningur í skamman tíma þegar hlutabréfaverð lækkaði ört en þegar leið á árið dró úr lækkunum þar til uppgangurinn hófst á ný og fyrrgreindu hámarki var svo náð um mitt ár 2007. Þetta niðursveiflutímabil hefur í daglegu tali oft verið nefnt litla kreppan (e. mini-crisis).

Hækkun vísitölunnar mátti að talsverðu leyti rekja beint eða óbeint til hækkunar á hlutabréfaverði bankanna. Samanlagt vægi Kauphings, Landsbankans og Glitnis í Úrvalsvísitölunni hafði í upphafi árs 2004 verið um 42% en það jókst nær samfellt á tímabilinu þar til það var orðið um 72% um mitt ár 2008. Séu önnur fyrirtæki í fjármálaþjónustu tekin með breyttist hlutfallið frá tæplega 47% í ársbyrjun 2004 í rúmlega 88% um mitt ár 2008.[22]

Samanburður á verðhreyfingum fyrirtækja í fjármálaþjónustu á Íslandi og á Norðurlöndunum almennt sýnir svipaða mynd sem sjá má með því að bera saman þróun vísitölu fjármálafyrirtækja á Íslandi (OMX Iceland Financials vísitöluna) og vísitölu fjármálafyrirtækja á Norðurlöndunum[23] (OMX Nordic Financials vísitöluna). Sá samanburður nær aftur til ársbyrjunar 2005 þegar útreikningur á OMX Iceland Financials vísitölunni hófst en frá þeim tíma og til 18. júlí 2007 þegar hlutabréfaverð stóð í hæstu hæðum hækkaði íslenska fjármálavísitalan um 183% á meðan sú norræna hækkaði um 66%.

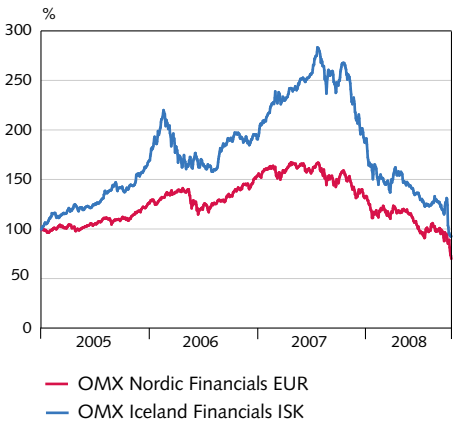
Þetta tímabil einkenndist einnig af ákveðinni samþjöppun og fækkun fyrirtækja á markaði, samhliða hækkun á markaðsvirði og aukinni veltu. Á myndinni hér að neðan má sjá fjölda félaga og heildarveltu á hlutabréfamarkaðnum. Eins og sjá má fækkaði félögum nokkuð ört frá upphafi árs 2004 og fram á mitt ár 2006 en fjöldinn hélst svo nokkuð stöðugur til loka tímabilsins þó nokkur fækkun hafi orðið á síðustu mánuðum þess. Þrátt fyrir miklar sveiflur í veltu jókst hún að jafnaði talsvert þegar leið á tímabilið og náði hámarki um svipað leyti og markaðsvirði fyrirtækja var hvað mest enda var þá virði þeirra hluta sem skiptu um hendur í hámarki. Mesta veltan var svo í júlí 2007 og nam þá 529 milljörðum kr. en talsverðan hluta þeirrar upphæðar má rekja til þess að gengið var frá viðskiptum vegna yfirtöku á Actavis Group hf. Þann mánuðinn nam velta með hlutabréf Actavis um 300 milljörðum, þar af um 280 milljörðum í einum viðskiptum. Actavis var í kjölfarið tekið úr viðskiptum.

Mynd 1
Samanburður á hlutabréfavísitölum



Heimild: Kauphöll Íslands, Yahoo Finance, http://finance.yahoo.com

Mynd 2
Samanburður á fjármálavísitölum



Heimild: Kauphöll Íslands.

22. Heimild: Kauphöll Íslands.
23. Að Noregi undanskildum.

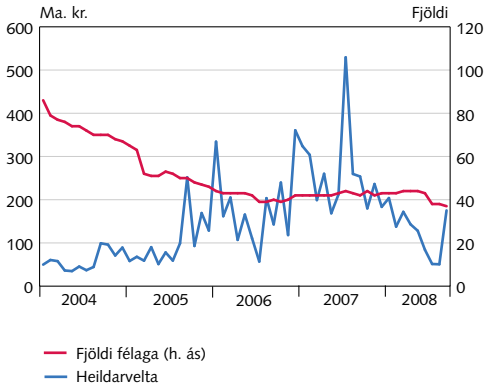
Tafla 3. Veltuhlutdeild viðskiptabankanna þriggja

%	2004	2005	2006	2007	2008[1]
Kaupþing	35,5	33,3	27,5	29,9	31,6
Landsbankinn	21,3	32,0	20,0	23,9	18,7
Glitnir	17,6	15,0	26,7	24,7	25,0
Samtals:	74,4	80,3	74,2	78,5	75,2

1. Fram til loka september.

Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 3
Fjöldi félaga og heildarvelta á íslenska hlutabréfamarkaðnum



Heimild: Kauphöll Íslands.

Bankarnir voru ekki einungis stærstu útgefendur hlutabréfa í Kauphöllinni að markaðsvirði heldur voru þeir einnig afar atkvæðamiklir í viðskiptum í Kauphöllinni. Í töflu 3 má sjá hlutdeild bankanna í viðskiptum með hlutabréf og skuldabréf í Kauphöllinni á tímabilinu. Eins og sjá má komu bankarnir að um 74–80% af öllum viðskiptum í Kauphöllinni. Öll árin var Kaupþing stærsti aðilinn en Glitnir og Landsbankinn voru til skiptis með næstmestu veltuna.

Þó að veltuhlutdeild sé ákveðin vísbending um umsvif viðkomandi banka í hlutabréfaviðskiptum fyrir eigin reikning þarf að hafa í huga að stór hluti viðskiptanna mun hafa átt sér stað fyrir hönd viðskiptavina bankanna. Með öðrum orðum gátu bankarnir bæði átt viðskipti fyrir eigin reikning sem og fyrir hönd viðskiptavina sinna sem einskonar milliliðir. Ef viðskiptin væru skoðuð með tilliti til endanlegra kaupenda og seljenda yrði myndin líklega önnur. Við skýrslutökur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram hjá hlutabréfamiðlurum að flestir þeirra töldu lífeyrissjóðina hafa verið einna atkvæðamesta á markaðnum, en nefndu einnig að viðskipti verðbréfasjóða hefðu verið mikil sem og deildir eigin viðskipta bankanna. Í skýrslu Elmars Svavarssonar, miðlara hjá Glitni, kemur t.a.m. fram að hann hafi talið lífeyrissjóði landsmanna vera bakbeinið í markaðnum allt þar til hlutabréf hafi hækkað það mikið í verði að sjóðirnir hafi verið komnir út fyrir fjárfestingarheimildir sínar í hlutabréfum: „[…]og óhjákvæmilega verða þeir svona hálfpartinn til hliðar í hlutabréfaviðskiptum eða þeir hafa bara hreinlega ekki heimildir til þess, án þess að ég viti nákvæmlega hvernig það er[…]“.[24] Svipuð skoðun kemur fram hjá Frosta Rey Rúnarssyni, miðlara hjá Kaupþingi, en aðspurður nefnir hann lífeyrissjóði, verðbréfasjóði bankanna, aðila tengda bönkunum, viðskiptavaka og bankana sjálfa sem stærstu einstöku aðila á íslenskum hlutabréfamarkaði.[25] Af þessu má ráða að sú skoðun hafi verið ríkjandi að lífeyrissjóðir landsins, aðrir sjóðir, bankarnir og nokkrir stórir viðskiptaaðilar tengdir bönkunum hafi verið helstu þátttakendur í kauphallarviðskiptum á Íslandi.

Í lok árs 2007 var markaðsvirði hlutabréfa í viðskiptum í Kauphöllinni orðið um 204% af vergri landsframleiðslu. Til samanburðar má nefna að á sama tíma var það hlutfall um 144% fyrir Bandaríkin, 140% fyrir Bretland og á bilinu 83–144% fyrir hin Norðurlöndin.[26] Margir fjárfestar líta svo á að ef markaðsvirði hlutabréfa á markaði fer yfir 100% hlutfall af vergri

24. Skýrsla Elmars Svavarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 2.
25. Skýrsla Frosta Reys Rúnarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. október 2009, bls. 2.
26. Heimild: Kauphöllin.

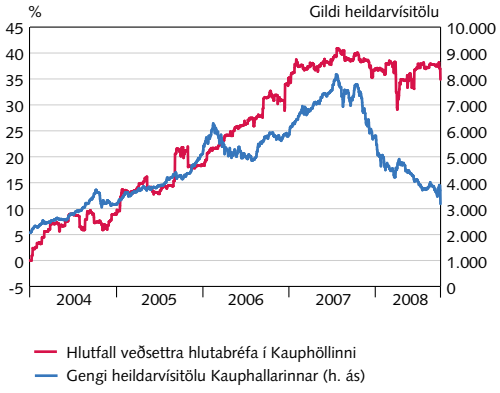
landsframleiðslu þýði það að viðkomandi markaður sé of hátt verðmetinn.[27] Í þessu sambandi er vert að benda á að í ársbyrjun 2009 hafði þetta hlutfall lækkað niður í 84% fyrir Bandaríkin, 58% fyrir Bretland og 31–58% fyrir Norðurlöndin utan Íslands – þar sem hlutfallið var komið niður í 16%. Reyndar má benda á að sum af þessum hagkerfum eru ekki jafn opin og hið íslenska og hlutföllin því ef til vill ekki að fullu sambærileg. Þó var það svo að t.a.m. allir stærstu eigendur íslensku bankanna voru innlendir fjárfestar og því erfitt að fullyrða að erlent fjármagn hafi knúið verðmyndun á íslenskum hlutabréfamarkaði og sé ástæða fyrir háu verðmæti hans í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Hvað sem því líður er ljóst að markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöllinni gat ekki aukist svo mikið nema talsverðu fjármagni væri veitt inn á markaðinn á þessum árum. Það getur m.a. verið vísbending um mikla vogun (e. leveraging), þ.e. skuldsetningu, hlutabréfa. Hækkun hlutabréfaverðs kann því að hluta til að hafa verið knúin áfram af lántökum.

Til að draga upp gleggri mynd af umfangi lána til hlutabréfakaupa má skoða þróun á veðsetningu hlutabréfa á Íslandi. Sú þróun ætti að fylgja nokkuð vel aukningu eða samdrætti útlána til hlutabréfakaupa en þó verður að hafa í huga að við lánveitingu er jafnan gerð krafa um ákveðna tryggingaþekju. Það þýðir að virði bréfanna sem lögð eru að veði fyrir tilteknu láni er meira en lánsfjárhæðin sem veitt er. Með öðrum orðum þarf lántakinn að leggja sjálfur til eitthvað af eigin fé til að fjármagna fjárfestinguna. Einnig verður að hafa í huga að lánið sem veitt er gegn veðsetningu hlutabréfanna þarf ekki endilega að vera til fjármögnunar á viðkomandi bréfum heldur getur verið um margvíslegar fjárfestingar að ræða. Þó má gera ráð fyrir því að talsverður hluti veðsetningar sé beint eða óbeint vegna fjármögnunar á hlutabréfakaupum. Mynd 4 sýnir þróun á markaðsvirði veðsettra hlutabréfa sem skráð voru í Kauphöllinni sem hlutfall af heildarverðmæti markaðarins frá byrjun árs 2004 og fram til loka september 2008, þ.e. hversu hátt hlutfall markaðsins var veðsett. Til samanburðar er svo sýnd þróun á gengi heildarvísitölu Kauphallarinnar (OMXPI), sem endurspeglar markaðsvirði allra hlutabréfa sem tekin höfðu verið til viðskipta í Kauphöllinni.

Ákveðna fyrirvara verður að hafa á þeim gögnum sem myndin byggir á. Í fyrsta lagi hafði rannsóknarnefnd Alþingis ekki upplýsingar um hversu stór hluti markaðsins hafi verið veðsettur við upphaf tímabilsins en ætla má að það hlutfall hafi verið jákvætt. Því er raunveruleg veðstaða vanmetin yfir allt tímabilið og jafngildir það vanmat veðstöðunni við upphaf þess. Í öðru lagi ber að nefna það að myndin sýnir einungis beina veðsetningu hlutabréfa en hugsanlegt er að hlutabréf hafi í auknum mæli verið veðsett óbeint, t.a.m. með veðtöku í öllum eignum félags sem hefur skráð hlutabréf í eignasafni sínu. Ofangreind atriði geta því valdið því að veðsetning íslenskra hlutabréfa sé að einhverju leyti vanmetin. Það er þó ekki talið hafa veruleg áhrif á þær ályktanir sem dregnar eru af gögnunum.

Á myndinni má glögglega sjá mikla aukningu í veðsetningu hlutabréfa samfara hækkun hlutabréfaverðs allt fram til miðs árs 2007 þegar heildarvísitalan nær hámarki sínu og yfir 40% allra skráðra hlutabréfa á markaði í Kauphöllinni, miðað við markaðsvirði, eru veðsett. Veðsetningin virðist svo standa nokkuð í stað frá haustinu 2007 og fram til loka september 2008 þegar

Mynd 4
Veðsetning íslenskra hlutabréfa



Heimild: Kauphöll Íslands.

27. Sjá t.a.m. grein Carol Loomis: „Warren Buffett on the Stock Market, Fortune Investor's Guide 2002." Fortune, 10. desember 2001.

hlutabréfaverð lækkar hratt. Því má draga þá ályktun að lán til hlutabréfakaupa hafi aukist verulega í bankakerfinu og virðist talsverð fylgni vera milli þeirrar aukningar og hækkunar hlutabréfaverðs.

Í þessu samhengi er einnig vert að kanna tryggingaþekju þeirra útlána sem hafa hlutabréf að veði. Mynd 5 sýnir dreifni tryggingaþekju slíkra lána hjá stærstu bönkunum þremur, Landsbankanum, Glitni og Kaupþingi, og byggir á gögnum sem Fjármálaeftirlitið óskar reglulega eftir að fá afhent frá lánastofnunum.[28] Af þessu má sjá að í lok mars árið 2007 voru 96,65% slíkra útlána með tryggingastöðu yfir 100%, þar af 71,41% með tryggingastöðu yfir 125%. Í lok júní 2008 hefur staðan hins vegar breyst mikið en þá hafa 29,91% slíkra útlána tryggingastöðu undir 100% og þar af hafa 9,93% veðþekju undir 75% markinu. Því er ljóst að gæði þessara lánasafna hafi rýrnað til muna á rúmu ári og má rekja ástæðu þess til þriggja atriða. Í fyrsta lagi er ljóst að mikið verðfall varð á íslenskum hlutabréfum á tímabilinu sem rýrði tryggingagildi þeirra bréfa sem upphaflega voru lögð að veði. Í öðru lagi getur þetta endurspeglað það að bankarnir hafi ekki gert formleg veðköll, þ.e. óskað eftir frekari tryggingum fyrir útlánum, með fullnægjandi hætti í kjölfar versnandi tryggingastöðu. Í þriðja lagi voru lán með veði í íslenskum hlutabréfum í mörgum tilvikum veitt í erlendri mynt en samhliða lækkun hlutabréfaverðs veiktist gengi krónunnar sem rýrði enn frekar virði hlutabréfanna gagnvart útlánunum. Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis sagði Rúnar Magni Jónsson, viðskiptastjóri á lánasviði Kaupþings, til að mynda að líklega hefði ekki verið gengið nægilega hart fram af hálfu bankans þegar veðköll voru framkvæmd. Ætla má að svipað hafi verið við lýði hjá hinum bönkunum.

Aðspurður um framboð Glitnis og eftirspurn viðskiptavina hans eftir skuldsettum fjármálaafurðum sagði Elmar Svavarsson að eftirspurnin hefði verið gríðarleg hjá almennum fjárfestum og að „hungrið í skuldsetningar [hefði verið] brjálað“.[29] Elmar mat það svo að skuldsetning hefði farið vaxandi allt frá árinu 2003 og náð hámarki árið 2007.

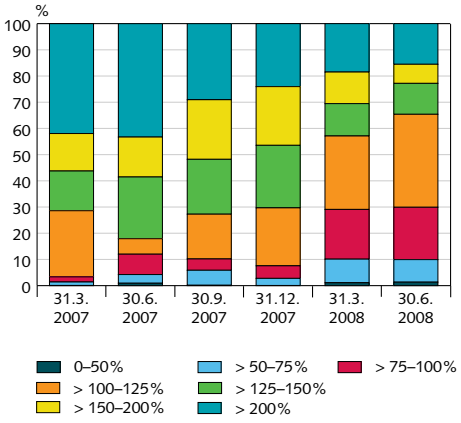
„[…] ég mundi halda að þetta stutta stopp á hlutabréfamarkaðnum [vísar væntanlega til lækkunar árið 2006] þegar hann fór aðeins niður, það varð aldrei nein veruleg lækkun, svona 2003, 2004, 2004 mundi ég halda að þetta væri dálítið að byrja [þ.e. aukin skuldsetning til hlutabréfakaupa]. Þetta er komið dálítið vel af stað í lok árs 2005, 2006 þegar mínikrísan skellur á. Það var fullt af fólki sem tapaði peningum þá. Hins vegar eftir skellinn 2006 – við vitum að það er svona ákveðinn tímapunktur síðla sumars sem verður til þess að markaðurinn tekur við sér, í ágúst 2006. Þá mundi ég segja að ,,all hell broke loose“. Og ef það er einhver tímapunktur sem þú vilt miða við þá mundi ég segja að það væri svona […] það nær hámarki væntanlega í júlí 2007. Til dæmis það vor, þar er krafan um skuldsettar vörur ógnvænleg. Þetta er vont orð, en hún var það samt sko og okkur fannst það í sjálfu sér líka, svona krafsandi á dyrnar svona kröfur og bara fólk sem hafði ekkert með það að gera.“[30]

Svo virðist sem dregið hafi úr aukningu veðsetningar á hlutabréfum haustið 2007 og hún staðið nokkurn veginn í stað fram til loka september 2008 þegar

„…það má kannski segja … að það hafi ekki verið gengið nógu hart eftir að hreinlega selja hlutabréfin. Þú veist, í rauninni, ef að veðkallinu er ekki svarað, þá held ég að megi segja að það hafi ekki verið kannski gengið nógu hart eftir að hreinlega taka félögin af mönnum og selja hlutabréfin….“

Skýrsla Rúnars Magna Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 14.

Mynd 5
Tryggingaþekja útlána með veði í hlutabréfum



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

28. Heimild: Fjármálaeftirlitið, yfirlit yfir útlán með veði í hlutabréfum og öðrum verðbréfum. Gögn afhent rannsóknarnefnd Alþingis.
29. Skýrsla Elmars Svavarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 3.
30. Skýrsla Elmars Svavarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 3.

hrun bankanna átti sér stað. Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kvaðst Frosti Reyr Rúnarsson, forstöðumaður verðbréfamiðlunar Kaupþings, hafa orðið var við minnkandi veltu á verðbréfamörkuðum í kjölfar aukinna erfiðleika við fjármögnun. Hluti af viðskiptum miðlunar Kaupþings hefði verið fjármagnaður í bankanum í framvirkum samningum. Taldi hann að þær tekjur sem miðlun Kaupþings aflaði með framvirkum samningum á árinu 2008 hefði einungis numið um 10% af þeim tekjum sem aflað var á þennan hátt á árinu 2007. Það hefði verið vegna þess að í lok árs 2007 hefði verið dregið úr fjármögnun verðbréfaviðskipta og að samhliða því hefði veltan minnkað.[31] Aðspurður um almenna þróun á íslenska hlutabréfamarkaðnum og hvort fjárfestar hefðu almennt verið að auka skuldsetningu sína til frekari hlutabréfakaupa sagði Steinþór Gunnarsson, fyrrum forstöðumaður verðbréfamiðlunar í Landsbanka Íslands, eftirfarandi: „Litla kreppan [vísar væntanlega til lækkana á hlutabréfamörkuðum árið 2006] […] hún dró tennurnar úr mörg.., úr ýmsum, fækkaði þessu mengi þó nokkuð og hún í rauninni gerði tvennt, hún gerði það annars vegar og svo hins vegar jók hún […] þetta svona víkingaeðli okkar, að við mundum nú komast í gegnum þessa stóru kreppu líka, af því að við vorum búin að komast í gegnum þessa litlu. Það má eiginlega segja að best hefði verið hefðum við bara sett strik í gólfið þá og sagt bara: Heyrðu, nú skulum við bara hætta þessu og gíra okkur aðeins niður og „chilla“ núna, ekki stækka kerfið svona mikið. Það hefði verið best, en af því að við erum Íslendingar þá […] efldi þetta okkur. Við komumst í gegnum þessa og þá vorum við ósigrandi. Þannig var stemningin, held ég. Út af þessari litlu kreppu.“[32]

Í kafla 8.0 er einnig fjallað um framvirka samninga og þar kemur fram að talsvert var um slíka samninga. Líta má á framvirka samninga um hlutabréfakaup sem eina tegund lána til hlutabréfakaupa.

Til að varpa ljósi á hugsanleg áhrif aukins aðgengis fjárfesta að fjármagni til hlutabréfakaupa á veltu og verðmyndun á mörkuðum og hugsanlegar afleiðingar þegar aftur dregur úr slíkri fjármögnun hefur rannsóknarnefnd Alþingis tekið saman sérstaka greinargerð og er hún birt í meðfylgjandi rammagrein.

31. Skýrsla Frosta Reys Rúnarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. október 2009, bls. 5.
32. Skýrsla Steinþórs Gunnarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. október 2009, bls. 3–4.

Rammagrein 1

Lán til verðbréfakaupa og verðbréfalán

Allt frá hruni bandarískra hlutabréfamarkaðarins í lok þriðja áratugar síðustu aldar hafa fræðimenn deilt um það hvort, og þá að hve miklu leyti, lán til verðbréfakaupa hafa áhrif á verðmyndun á mörkuðum og þá sérstaklega hvort slík lán geti stuðlað að því að verðbólur (e. price bubbles) myndist sem geti svo leitt til hruns.[1] Ferlið sem um er rætt byggir á svokölluðum píramída-áhrifum (e. pyramiding effect), þar sem gengið er út frá því að bjartsýnir fjárfestar fái lán til verðbréfakaupa sem orsaki kaupþrýsting og hækkandi hlutabréfaverð. Hærra hlutabréfaverð auki svo virði eigna lántakendanna og geri þeim kleift að auka við lántöku sína og kaupa enn fleiri hlutabréf, sem aftur valdi kaupþrýstingi

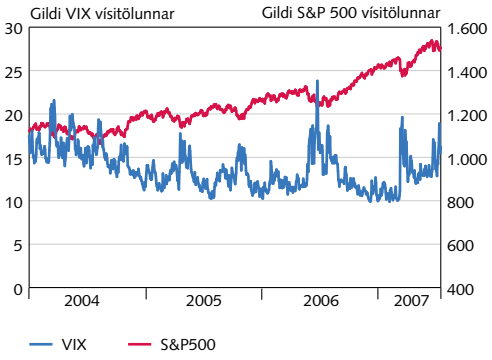
1. Sjá t.d. samantekt á kenningum í Kupiec, Paul H.: „Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What have we learned since the Crash?“ Finance and Economics Discussion Series FEDS no. 97. Board of Governors of the Federal Reserve System 1997.

o.s.frv. Talið er að verð hlutabréfanna geti með þessum hætti hækkað umfram grunnverð (e. fundamental value) til skamms tíma en að eðli málsins samkvæmt séu takmörk á því hversu lengi sé hægt að knýja áfram hækkanir með auknum lánveitingum. Það sé því óumflýjanlegt að leiðrétting eigi sér stað. Þegar að þeim tímapunkti komi standi hinir skuldsettu hluthafar frammi fyrir veðköllum og neyðist því til að selja hlutabréf sín. Sú sala hafi áhrif til lækkunar, sem aftur leiði af sér fleiri veðköll og því eigi sér stað mjög hröð verðlækkun eða jafnvel hrun hlutabréfaverðs. Þekkt er að veðsetning eykst almennt á uppgangstímum og dregst saman þegar kreppir að en hættan er að á uppgangstímum verði hún of mikil og á samdráttartímum verði hún of lítil, sem getur gert það að verkum að verð er of hátt á uppgangstímum og of lágt á samdráttartímum.[2] Þetta ferli hefur verið kallað hringrás skuldsetningar (e. the leverage cycle).

Einnig má hugsa sér að aukið aðgengi að lánsfjármagni geti valdið því að fjárfestar geri minni kröfur um framtíðarávöxtun bréfanna og séu því viljugri til að greiða hærra verð fyrir þau þar sem fleiri hlutir fáist fyrir tiltekið fjárframlag frá fjárfestinum sjálfum en áður og því þurfi bréfin að hækka minna til þess að fjárfestirinn nái fram tilætlaðri ávöxtun á fé sitt. Hins vegar mun áhætta af slíkri fjárfestingu aukast til muna fyrir vikið því ef hlutabréfaverð lækkar verður tap fjárfestisins mun meira. Því ætti áhættuvitund fjárfesta almennt að vinna gegn miklum verðhækkunum í krafti aukinnar skuldsetningar en þó er ekki ólíklegt að í kjölfar langvarandi verðhækkana á hlutabréfum, líkt og átti sér stað hér á landi, geti fjárfestar tekið að verðmeta ranglega þá áhættu sem er til staðar. Sýnt hefur verið fram á með notkun hagfræðilíkana að dregið geti úr hlutfallslegri áhættufælni (e. relative risk aversion) á uppgangstímum og að hún aukist þegar kreppir að.[3] Þetta má einnig sýna fram á með því að skoða þróun vísitalna sem mæla væntingar um óvissu eða flökt í hlutabréfaverði sem lesa má úr afleiðuviðskiptum, s.s. VIX vísitöluna,[4] með hliðsjón af þróun hlutabréfaverðs. Hátt gildi VIX vísitölunnar bendir til þess að væntingar séu um miklar verðhreyfingar en lágt gildi gefur til kynna að menn telji að verð muni hreyfast lítið. Eins og sjá má á myndinni hér til hliðar virðist öfug fylgni vera milli hækkunar hlutabréfaverðs og væntinga um minna flökt í hlutabréfaverði.[5] Frá ársbyrjun 2004 og þar til í ársbyrjun 2007 lækkaði vísitalan nær samfellt, eða um rúm 40%, sem endurspeglar að væntingar um óvissu í hlutabréfaverði fóru minnkandi samhliða hækkandi hlutabréfaverði. Sú þróun er í samræmi við þá niðurstöðu sem ætla mætti að yrði ef fjárfestar tækju að vanmeta áhættu samhliða langvarandi hækkunum. Einnig má benda á að hin snarpa hækkun á gildi VIX vísitölunnar vorið 2006 sem sjá má á myndinni varð nokkurn veginn samtímis þeim verðlækkunum sem urðu á íslenskum hlutabréfamarkaði í tengslum við litlu kreppuna.

Fari saman aukið aðgengi að lánsfé og almennt vanmat á áhættu getur ávöxtunarkrafa vegna hlutabréfakaupa farið lækkandi samfara aukinni skuldsetningu sem þýðir að hlutabréfaverð fer hækkandi.

Mynd 1
Samanburður á VIX vísitölunni og S&P 500 vísitölunni



Heimild: Yahoo Finance, http://finance.yahoo.com/.

2. Sjá Geanakoplos, John: „The Leverage Cycle." Cowles Foundation Discussion Paper no. 1715. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University 2009.
3. Sjá t.a.m. Constantinides, G.: „Habit Formation: a Resolution of the Equity Premium Puzzle." Journal of Political Economy 94 1986, 519–543, og Campbell, J. og J. Cochrane: „By Force of Habit: a Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior." Journal of Political Economy 107 1999, 205–251.
4. Chicago Board Options Exchange Volatility Index. VIX mælir afleitt flökt (e. implied volatility) S&P 500 vísitölunnar.
5. Heimild: Yahoo! Finance (vefslóð: http://finance.yahoo.com).

Þessu má lýsa með einföldu líkani. Gengi tiltekins hlutabréfs á tíma t, p_t, má lýsa með eftirfarandi formúlu.

$$(1+r)p_t = p_{t+1} + ARD \Rightarrow p_t = \frac{p_{t+1} + ARD_t}{1+r}$$

Þar sem p_{t+1} er verð hlutabréfsins í lok tiltekins tímabils, ARD_t eru þær arðgreiðslur sem fyrirtækið reiðir af hendi og r er ávöxtunarkrafan fyrir umrætt tímabil. Með öðrum orðum endurspeglar gengi hlutabréfa væntingar um framtíðargengi þeirra og arðgreiðslur á komandi tímabilum. Ef gerð er sú einföldun að arðgreiðslur séu jafn háar fyrir öll tímabil, þ.e. ARD, má umrita þessa jöfnu á eftirfarandi hátt:

$$p_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{ARD}{(1+r)^i} = \frac{ARD}{r}$$

Af þessu sést að að virði bréfsins á hverjum tímapunkti er háð því hvaða arðgreiðslna er vænst og ávöxtunarkröfu, r. Ef dregur úr áhættu, eða þeirri áhættu sem fjárfestar skynja, ætti ávöxtunarkrafa að lækka. Geri fjárfestar minni kröfu um hækkun bréfanna, þ.e. lægra r, í krafti hlutfallslega lægra eiginfjárframlags þýðir það að verðmat hækkar án þess að væntingar séu um hærri framtíðararðgreiðslur. Viðkomandi fjárfestar eru því tilbúnir til þess að kaupa bréfin á hærra verði sem veldur kaupþrýstingi og verðhækkun þar til markaðsverðið hefur nálgast verðmat þeirra á bréfunum.

Þegar lánveitingar bankanna til hlutabréfakaupa eru skoðaðar þarf einnig sérstaklega að skoða hvort armslengdarsjónarmið (e. arms length principle) hafi legið þeim til grundvallar, t.a.m. hvort lán hafi verið veitt á kjörum sem voru hagstæðari en almennt voru í boði eða minni kröfur gerðar um veð. Ef svo hefði verið gæti það hafa aukið vilja lántakenda til þess að kaupa verðbréf þar sem stærri hluti áhættunnar við kaupin hefði færst yfir til lánveitandans. Dæmi um slíkt gætu verið lán þar sem einungis hefðu verið tekin veð í sjálfum hlutabréfunum og ábyrgð skuldaranna verið engin eða takmörkuð en í slíkum tilfellum mætti líta svo á að lánveitandinn væri í reynd að niðurgreiða kaupin.

Þá skal það einnig haft í huga að lán sem veitt eru gegn veði í verðbréfum til annarra fjárfestinga geta einnig haft áhrif á verðmyndun á verðbréfamarkaði þar sem ætla má að áhrif þess að taka lán til verðbréfakaupa og að taka lán til annarra fjárfestinga með veði í verðbréfum séu á margan hátt svipuð. Fjárfestir sem veðsetur verðbréf sín vegna annarra fjárfestinga er í svipaðri stöðu og fjárfestir sem selur verðbréf sín til þess að fjármagna aðrar fjárfestingar og tekur svo lán til að kaupa verðbréfin á ný. Með því að veðsetja verðbréf sín getur fjárfestir því aukið við fjárfestingar sínar án þess að til eignasölu komi þannig að fjármagn á markaðnum eykst án þess að söluþrýstingur myndist á móti. Í báðum tilvikum gildir það einnig að ef verðbréfin lækka í verði og lántakinn getur ekki útvegað frekari veð gæti þurft að selja bréfin. Þetta gerir það að verkum að lítil verðlækkun getur komið af stað söluskriðu þar sem eitt veðkall leiðir til annars og getur verð á markaði þar sem mikill hluti eigna er veðsettur því verið óstöðugt.[6]

Loks má nefna að ákveðið ójafnvægi ríkti milli þeirra fjárfesta á íslenska verðbréfamarkaðnum sem voru jákvæðir í garð hlutabréfaverðs viðkomandi

6. Sjá t.d. Geanakoplos, John: „The Leverage Cycle." Cowles Foundation Discussion Paper no. 1715. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University 2009.

félags og hinna sem voru neikvæðir. Gott aðgengi var að lánsfé til þess að kaupa hlutabréf, eins og fjallað er um nánar í kafla 8.0 um útlán og í kafla 12.8 hér á eftir, á meðan enginn virkur lánamarkaður með hlutabréf var til staðar. Þetta gerði það að verkum að erfitt var að fá hlutabréf að láni til þess að skortselja á íslenska markaðnum – en skortsala þýðir í stuttu máli að aðili selur bréf sem eru ekki í hans eigu til þess að hagnast á verðlækkunum. Skortsala virkar því á gagnstæðan hátt við lán til verðbréfakaupa því þar selur aðili hlutabréf án þess að eiga þau í stað þess að kaupa hlutabréf fyrir fjármagn sem hann ekki á. Engar reglur voru um skortsölu á Íslandi og var hún því leyfileg svo lengi sem hún var ekki notuð til þess að hafa óeðlileg áhrif á verð, þ.e. sem verkfæri markaðsmisnotkunar.[7] Á hinn bóginn kann hún að hafa verið tiltölulega illframkvæmanleg, t.a.m. var lífeyrissjóðum ekki heimilt að lána hlutabréf sín til aðila sem vildu skortselja samkvæmt lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Fyrir utan skortsölu á bréfum sem fengist höfðu að láni var einnig hægt að stunda nakta skortsölu (e. naked short selling) sem felur í sér að aðili selur bréf á markaði sem hann ekki á og hefur ekki fengið lánuð með það í huga að verðið muni lækka svo hann geti keypt bréfin á lægra verði áður en hann þarf að afhenda kaupandanum þau. Þó verður að telja ólíklegt að almennir fjárfestar hafi fengið heimildir frá viðskiptabönkum sínum til þess að selja bréf sem þeir ekki áttu og höfðu ekki fengið að láni. Á íslenska hlutabréfamarkaðnum fór uppgjör almennt fram þremur dögum eftir að viðskiptin áttu sér stað (t+3), þó mögulegt hefði verið að semja sérstaklega um styttri eða lengri uppgjörstíma í tilkynntum viðskiptum. Aðilar sem töldu líklegt að markaðurinn væri of hátt verðmetinn gátu því selt bréf og freistað þess að kaupa þau innan þriggja daga á lægra verði. Þá má færa rök fyrir því að nakin skortsala sé fyrst og fremst fýsilegur kostur þegar markaður er í niðursveiflu, þar sem verð er að lækka og til skamms tíma litið meiri líkur á að bréfin fáist á lægra verði að sölunni lokinni. Á hinn bóginn gæti verið erfitt og áhættusamt að skortselja á markaði þar sem verð fer hækkandi ef loka á skortstöðunni innan þriggja daga.

Úrræði þeirra sem töldu hlutabréfamarkaðinn vera of hátt verðmetinn voru því nokkurn veginn takmörkuð við sölu á eigin hlutabréfum og nakta skortsölu, sem þó var erfið í framkvæmd, en úrræði þeirra sem töldu hlutabréfamarkaðinn vera of lágt verðmetinn byggðust ekki einungis á eignum viðkomandi heldur einnig vilja fjármálastofnana til þess að veita lán til hlutabréfakaupa. Hefðbundin skortsala, sem getur dregið úr óeðlilegum verðhækkunum á hlutabréfamarkaði og stuðlað að skilvirkri verðmyndun, var því almennt ekki í boði en nakin skortsala, sem gat fyrst og fremst ýtt undir verðlækkanir eftir að lækkunarferli hófst, var möguleg en takmörkunum bundin. Öll umgjörð og verklag við afgreiðslu lána til verðbréfakaupa og verðbréfalána kann því að hafa aukið líkurnar á verðhækkunum, og jafnvel ofmati hlutabréfaverðs, sem og hröðum lækkunum eftir að hámarki hlutabréfaverðs var náð.

7. Aftur á móti var tímabundið bann sett við skortsölu hlutabréfa ákveðinna útgefenda (Glitnis, Kaupþings, Landsbankans, Straums-Burðaráss hf., SPRON og Exista hf.) þann 7. október 2008, sbr. tilkynningu frá Fjármálaeftirlitinu þann sama dag. Sjá http://www.fme.is/?PageID=579&NewsID=334.

12.6 Hlutabréf bankanna

Eins og fram hefur komið hækkaði hlutabréfaverð þriggja stærstu bankanna, Kaupþings, Landsbankans og Glitnis, talsvert frá árinu 2004 og fram á mitt árið 2007 þegar verðið tók að lækka á ný. Hækkunarferlið hafði þó ekki verið samfellt þar sem hlutabréfaverð lækkaði skarpt í skamman tíma í upphafi ársins 2006 í kjölfar neikvæðrar umfjöllunar erlendis. Þetta tímabil hefur í daglegu tali gjarnan verið kallað „litla kreppan“. Burtséð frá slíkum sveiflum hafði verð hlutabréfa Kaupþings hækkað frá ársbyrjun 2004 og fram til 18. júlí 2007 um 536%, Landsbanka Íslands um 661% og Glitnis um 444%, en þá urðu þáttaskil í verðþróun á innlendum hlutabréfamarkaði. Á mánuðunum sem fóru í hönd lækkaði verð hlutabréfa talsvert samhliða lækkunum á erlendum hlutabréfamörkuðum. Fram til 26. september 2008 þegar tilkynnt var að íslenska ríkið ætlaði að kaupa 75% hlut í Glitni með því að leggja til nýtt hlutafé, hafði verð hlutabréfa í Glitni lækkað um 48%, í Kaupþingi um 40% og í Landsbankanum um 44% frá hæsta gildi bréfanna. Í kjölfar frétta af fyrirhuguðum kaupum íslenska ríkisins í Glitni voru viðskipti með hlutabréf bankans stöðvuð tímabundið 29. september 2008 en hófust svo á ný degi síðar. Fram til 3. október lækkaði verð hlutabréfa bankanna svo enn frekar þannig að heildarlækkun var orðin 87% í tilviki Glitnis, 48% í tilviki Kaupþings og 52% í tilviki Landsbankans. Sú mikla lækkun sem varð á verði hlutabréfa í Glitni endurspeglaði þá þynningu sem hefði orðið á eign hluthafa með fyrirhuguðu hlutafjárframlagi ríkisins. Hinn 6. október 2008 voru viðskipti stöðvuð með hlutabréf bankanna þriggja sem og annarra fjármálafyrirtækja (Exista, Straums-Burðaráss og SPRON). Ekki áttu sér stað frekari viðskipti með hlutabréf bankanna í Kauphöllinni en viðskipti með hlutabréf Kaupþings hófust aftur á móti 8. október 2008 í kauphöllinni í Stokkhólmi (NASDAQ OMX Stockholm) en voru svo stöðvuð á ný eftir að bréfin höfðu lækkað um 34% innan dagsins.

Hér á eftir er sett fram greining á þróun hlutabréfaverðs bankanna þriggja frá ársbyrjun 2004 fram til þess að ríkið tók þá yfir. Fjallað verður um hvern banka fyrir sig og gefin heildarmynd af þróun markaða á tilteknu tímabili. Einnig verður leitast við að greina einstaka þætti sem kunnu að hafa haft áhrif á þróun hlutabréfaverðs bankanna.

Mynd 6
Markaðsvirði hlutabréfa í Kaupþingi

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

12.6.1 Kaupþing

Eins og áður segir hækkaði verð hlutabréfa í Kaupþingi nær samfellt fram á mitt árið 2007. Raunar lækkaði verðið talsvert í upphafi ársins 2006 en í lok þeirrar niðursveiflu hélt verðið áfram að hækka umtalsvert þar til hápunkti var náð og við tók lækkunarferli sem stóð nær samfellt fram til gjaldþrots bankans.

Eins og komið hefur fram voru einnig viðskipti með hlutabréf Kaupþings í kauphöllinni í Stokkhólmi þar sem bréfin voru skráð í sænskum krónum undir auðkenninu KAUP SEK. Um samsvarandi hlutabréf var að ræða og var því hægt að selja bréf sem keypt voru á Íslandi í Svíþjóð og öfugt. Af þeirri ástæðu var verðþróunin, að teknu tilliti til gengis sænsku krónunnar gagnvart íslensku krónunni, nær algjörlega sú sama. Hefði svo ekki verið hefðu fjárfestar getað hagnast á því að kaupa hlutabréf á öðrum markaðnum og selja þau svo á hinum.

12.6.1.1 Kaup- og söluþrýstingur

Til þess að kafa dýpra ofan í verðþróunina má skoða hana með hliðsjón af kaup- eða söluþrýstingi á hverjum tímapunkti, en fjallað er um þann mælikvarða fyrir kaup- og söluþrýsting sem rannsóknarnefndin kýs að notast við í spássíugrein hér til hliðar. Myndin á einungis við um viðskipti í Kauphöllinni og tekur því ekki til viðskipta í kauphöllinni í Stokkhólmi.

Þegar kaup- og söluþrýstingur í tilboðabók Kaupþings er skoðaður með hliðsjón af þróun hlutabréfaverðs sést að fram til ársins 2006 virðist talsverður kaupþrýstingur fylgja þeirri hækkun sem verður á hlutabréfaverði. Árin 2004 og 2005 er kaupþrýstingur sem nemur 15.246.009 og 16.654.709 hlutum fyrir þessi ár. Í kjölfar neikvæðrar umfjöllunar um íslenska fjármálakerfið í upphafi árs 2006 myndast svo söluþrýstingur sem nemur yfir árið -11.383.154 hlutum og virði bréfanna tekur að lækka. Athygli vekur að þegar verðið tekur aftur að hækka fylgir því mjög lítill kaupþrýstingur en það er ólíkt því mynstri sem var viðvarandi fram til 2006.

Því hækkar verð hlutabréfanna mjög mikið undir litlum sem engum kaupþrýstingi en það mætti hugsanlega skýra að hluta til með því að deild eigin viðskipta Kaupþings, sem voru óformlegir viðskiptavakar með eigin hlutabréf, hafi skort bréf og því verið tregir til þess að selja hlutabréf. Um mitt ár 2007 eykst söluþrýstingur umtalsvert og hlutabréfaverðið tekur að lækka nær linnulaust út árið 2008 eða þar til bankinn kemst í þrot. Einnig vekur athygli að lækkun hlutabréfa á árinu 2008 er töluvert minni en ætla mætti ef tekið er tillit til þess kaupþrýstings sem þurfti til að hækka verðið. Þannig virðist hafa þurft lítinn og allt að því engan kaupþrýsting til að hækka verðið en mikinn söluþrýsting til þess að lækka það. Árin 2007 og 2008 er uppsafnaður söluþrýstingur upp á -30.018.147 hluti árið 2007 og -92.077.449 hluti árið 2008.

Hér vaknar sú spurning hvort reynt hafi verið með beinum hætti að ýta undir hækkun bréfanna þegar kaupáhugi var á markaði og tempra lækkun bréfanna með því að mæta strax auknum söluþrýstingi þegar verð tók að lækka. Til að svara þessari spurningu kannaði rannsóknarnefndin sérstaklega viðskipti aðila sem gætu haft fjárhagslegt bolmagn til að hafa slík áhrif á hlutabréfaverðið. Var þar sérstaklega horft til eigin viðskipta Kaupþings með hlutabréf í félaginu en einnig til viðskipta annarra banka eða fjármálastofnana.

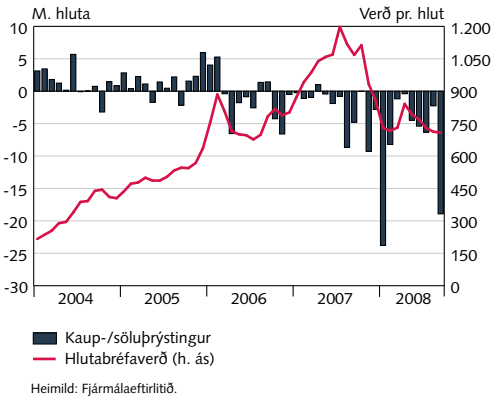
12.6.1.2 Eigin viðskipti Kaupþings

Bankarnir þrír voru allir með öflugar deildir sem sáu um veltubókarviðskipti fyrir eigin reikning bankanna og voru þær aðskildar frá öðrum deildum sem miðluðu eða sáu um viðskipti fyrir viðskiptavini bankans[33]. Almennt er markmið deilda eigin viðskipta að ráðstafa fjármunum bankanna sjálfra á mörkuðum, hagnast á skammtímastöðum, stunda högnunarviðskipti (e. arbitrage trading) og sjá um viðskiptavakt fyrir hönd bankans þar sem um slíkt er samið. Ef fjárfestingageta er mikil geta deildir eigin viðskipta einnig liðkað fyrir stærri viðskiptum í tilvikum þar sem mótaðila skortir eða viðkomandi fjárfestar hafa ekki svigrúm til að stunda viðskipti beint á markaði sökum verðáhættu. Þetta má gera með því að kaupa eða selja hluti í tilboðabók viðkomandi hlutabréfa (sjálfvirk viðskipti), semja svo um verð á uppsöfnuðum fjölda hlutabréfa utan tilboðabókar og tilkynna á markaðinn (tilkynnt viðskipti).

Sem mælikvarða fyrir kaup- og söluþrýsting verður hér notast við fjölda hluta þar sem kaupandi á frumkvæði að viðskiptunum að frádregnum fjölda hluta þar sem seljandi á frumkvæðið að viðskiptunum, en sá sem gengur að fyrirliggjandi tilboði annars aðila er sagður hafa átt frumkvæði að viðskiptunum. Ekki er mögulegt að mæla kaup- eða söluþrýsting í tilkynntum viðskiptum þar sem samið er um viðskiptin utan Kauphallar og því óvíst hvor aðilinn átti frumkvæðið að þeim. Undir eðlilegum kringumstæðum ætti kaup- eða söluþrýstingur miðað við þennan mælikvarða að hafa sömu áhrif til hækkunar og lækkunar. Eigendur hlutabréfa sem skynja kaupþrýsting hækka sölutilboð sín þar til dregur úr kaupþrýstingnum og hærra jafnvægisverð myndast. Að sama skapi lækka fjárfestar sem íhuga kaup á hlutabréfum kauptilboð sín, skynji þeir söluþrýsting, þar til dregur úr söluþrýstingnum og lægra jafnvægisverð myndast. Jafnvel mætti leiða að því líkur að söluþrýstingur ætti að hafa meiri áhrif til lækkunar heldur en kaupþrýstingur til hækkunar. Ástæða þess er sú að erlendar rannsóknir hafa margar hverjar gefið til kynna að almennt þurfi meiri veltu til þess að hafa áhrif til hækkunar en til lækkunar. Með öðrum orðum, þegar kaupþrýstingur sé til staðar hörfi söluhliðin ekki að jafn miklu leyti og kauphliðin gerir þegar söluþrýstingur myndast.

Sjá samantekt úr niðurstöðum slíkra rannsókna, ásamt umfjöllun um hugsanlegar skýringar sem hafa verið settar fram, í „The Relation Between Price Change and Trading Volume: A Survey" eftir Jonathan M. Karpoff, The Journal of Financial and Quantative Analysis, Vol. 22, No. 1. (Mar., 1987).

Mynd 7
Kaup- og söluþrýstingur í Kaupþingi
Samanburður við markaðsverð



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

33. Sbr. 2. grein reglna nr. 530/2003.

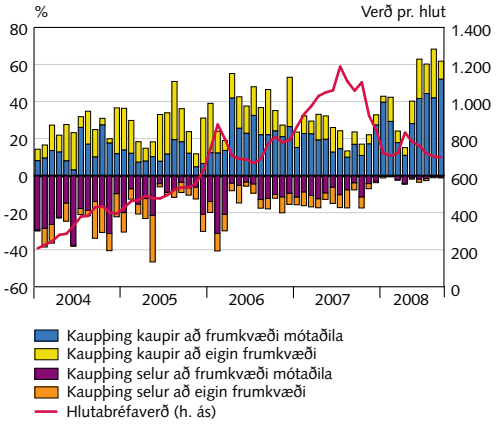
Um mat á flöggunarskyldu vegna viðskipta veltubókar gildir að sá atkvæðisréttur sem fylgir hlutum í veltubók reiknast ekki með að því tilskildu að hlutfall atkvæðisréttarins í veltubókinni fari ekki yfir 5% og að tryggt sé að atkvæðisrétturinn sé hvorki nýttur né notaður á annan hátt beint eða óbeint til að hlutast til um stjórn útgefanda. Deildir eigin viðskipta bankanna höfðu því heimild til þess að safna allt að 5% af útgefnu hlutafé eigin félags í veltubók án þess að flagga eignarhlut sínum, jafnvel þó samanlagður atkvæðisréttur bankans færi þar með yfir þau 5% eða 10% mörk sem gilda um flöggunarskyldu vegna eigin hluta, sbr. 89. og 93. gr. laga um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007. Sé deild eigin viðskipta banka aðgreind frá stjórnendum bankans og þar séu því ekki fyrir hendi innherjaupplýsingar ber bankanum ekki að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf, enda skal jafnræði vera um aðgang markaðsaðila að upplýsingum.[34]

34. Raunar er enga lögbundna undantekningu að finna frá skyldu fjármálafyrirtækja til að birta tilkynningu um viðskipti veltubókar með eigin hluti. Á hinn bóginn hefur slík undantekning verið viðurkennd í framkvæmd - og á sér sögulegar skýringar sem fjallað er um í bókinni „Viðskipti með fjármálagerninga“ eftir Aðalstein E. Jónasson (2009) á bls. 439-441.

Mynd 8

Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Kaupþingi

Hlutfall af paraðri veltu



Heimild: Kauphöllin, Kaupþing banki hf., Verðbréfaskráning Íslands.

Fjárfestingarheimildir deildar eigin viðskipta Kaupþings voru almennt nokkuð rúmar og starfsmönnum jafnan fengið svigrúm til að taka stöður á markaði samkvæmt Birni Sæ Björnssyni, starfsmanni deildar eigin viðskipta Kaupþings. Aðspurður um þær fjárfestingarheimildir og veitingu þeirra sagði hann að ársfjórðungslega hafi verið sótt um nafnverðsheimildir í hverju bréfi fyrir sig, til áhættustýringardeildar bankans og svo seinna til bankastjóra. Þar fyrir utan hafi verið hægt að sækja sérstaklega um heimildir ef starfsmenn deildar eigin viðskipta töldu kauptækifæri vera til staðar. [35]

Markmið þessa kafla er að kanna hvort deild eigin viðskipta hjá Kaupþingi hafi á einhvern hátt tryggt óeðlilegt verð á hlutabréfum sínum eða hvort viðskiptahættir bankans hafi á einhvern annan hátt stuðlað að því að rangar eða misvísandi upplýsingar hafi verið gefnar um framboð, eftirspurn eða verð hlutabréfanna.

Til þess að kanna umfang og eðli viðskipta bankanna með eigin bréf verða sérstaklega skoðuð pöruð viðskipti þó að einnig verði tekið mið af tilkynntum viðskiptum. Ástæðan fyrir því er sú að sé það markmið markaðsaðila að hafa áhrif á viðskiptaverð er það fyrst og fremst gert með því að eiga pöruð viðskipti því þau hafa alltaf áhrif á síðasta viðskiptaverð og geta með beinum hætti haft áhrif á verðbil. Tilkynnt viðskipti hafa hins vegar einungis áhrif á síðasta viðskiptaverð ef þau eru innan verðbils og hafa að auki engin bein áhrif á sjálft verðbilið. Einnig er mikilvægt að bera saman kaup og sölu sem og viðskipti hvers banka fyrir sig með hlutabréf hinna tveggja bankanna til þess að meta hvort um eðlilega viðskiptahætti hafi verið að ræða.

Þegar viðskipti deildar eigin viðskipta hjá Kaupþingi (hér eftir EVK) með hlutabréf bankans eru skoðuð kemur fram að bankinn var mjög virkur aðili á markaðnum. Yfir tímabilið í heild sinni var EVK að meðaltali 33,71% allra paraðra viðskipta í Kauphöllinni á kauphlið og 14,09% á söluhliðinni. Hvort sem skoðuð eru kaup eða sala bankans voru að meðaltali um 35% af pöruðum viðskiptum bankans að eigin frumkvæði og 65% að frumkvæði mótaðila. Til þess að skyggnast betur ofan í viðskiptin og þróunina á lengra tímabili má skoða hlutdeild EVK á kaup- og söluhliðinni með hliðsjón af þróun hlutabréfaverðs Kaupþings ásamt upplýsingum um hvort viðskiptin hafi átt sér stað að frumkvæði EVK.

Myndirnar sýna hlutfall kaupa og sölu EVK af heildarveltu paraðra viðskipta eða hversu stór hlutdeild bankans var í viðskiptum með eigin bréf þegar einungis er litið til paraðra viðskipta. Það er fyrst og fremst tvennt sem vekur athygli þegar myndirnar eru skoðaðar, annars vegar að kaup bankans

Tafla 4. Pöruð viðskipti EVK með hlutabréf í Kaupþingi

Hlutfall	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Kaup að frumkvæði Kaupþings	11,38	17,23	14,20	7,23	10,65
Kaup að frumkvæði mótaðila	14,84	10,88	21,45	16,66	35,80
Samanlögð kaup	26,22	28,11	35,65	23,89	46,45
Sala að frumkvæði Kaupþings	8,57	7,81	6,69	5,71	0,54
Sala að frumkvæði mótaðila	22,04	11,46	13,26	7,54	1,07
Samanlögð sala	30,61	19,28	19,95	13,25	1,61

Heimild: Kauphöllin, Kaupþing banki hf.

35. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 3-4.

virðast aukast þegar hlutabréfaverð tekur að lækka og hins vegar að salan minnkar jafnframt. Sé niðurstaðan skoðuð fyrir hvert ár fyrir sig má draga hana saman í töflu 4.

Eins og sjá má var bankinn á kauphlið viðskipta í 26,22–35,65% tilvika á ársgrundvelli fram til ársins 2007 en þá hækkaði hlutfallið upp í 46,45%. Á söluhliðinni var hlutfallið hæst árið 2004, eða 30,61%. Það lækkaði svo nær samfellt og var orðið 13,25% árið 2007 og nær ekkert, eða 1,61%, árið 2008. Á öllu tímabilinu keypti bankinn umfram sölu í pöruðum viðskiptum alls 169.391.521 hlut sem jafngildir 22,88% af heildarfjölda útgefinna hluta í lok tímabilsins. Frá júní til loka september 2008 námu kaup bankans á eigin hlutabréfum umfram sölu um 57,75%–67,35% af heildarveltu í pöruðum viðskiptum. Með öðrum orðum, þegar söluþrýstingur var hvað mestur bar bankinn ábyrgð á allt að 2/3 af öllum kaupum, jafnvel þó sala bankans sé dregin frá.

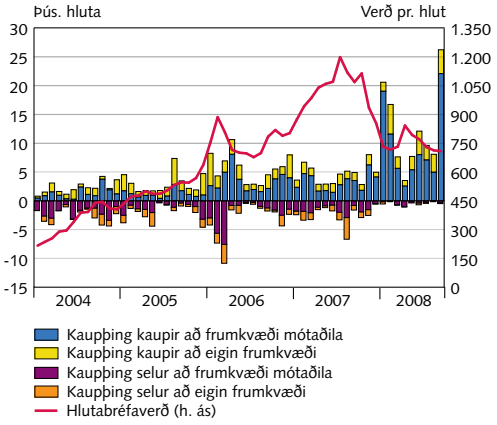
Ofangreind greining á kaupum og sölu EVK á hlutabréfum Kaupþings nær þó ekki til viðskipta þeirra með bréfin í kauphöllinni í Stokkhólmi, en rannsóknarnefndin hafði ekki aðgang að gögnum til þess að greina á milli paraðra og tilkynntra viðskipta þar. Því verður einungis litið til heildarþróunar viðskipta í kauphöllinni í Stokkhólmi en með þeim hætti er hægt að ganga úr skugga um að EVK hafi ekki verið nettó kaupendur í íslensku kauphöllinni en nettó seljendur í þeirri sænsku. Slíkt hefði hugsanlega gefið til kynna að um högnunarviðskipti (e. arbitrage trades) hefði verið að ræða þar sem markmiðið væri að hagnast á mismun á gengi bréfanna á Íslandi og í Svíþjóð. Eftirfarandi mynd sýnir uppsöfnuð viðskipti EVK í KAUP SEK tilboðabókinni, þ.e. bæði sjálfvirk og tilkynnt viðskipti. Myndin endurspeglar þó ekki raunverulega uppsöfnun eignarhlutar EVK þar sem hlutina hefði mátt kaupa eða selja í íslensku kauphöllinni en hún sýnir þó hvort EVK keyptu eða seldu meira í sænsku kauphöllinni og hvernig sú þróun var frá degi til dags.

Eins og sjá má á mynd 10 voru viðskipti EVK á fyrri hluta tímabilsins ekki hlutfallslega yfirdrifin, hvorki á kauphliðinni né á söluhliðinni. Á árunum 2004 til 2006 voru kaupin ívið meiri en salan en á árinu 2006 varð á því dálítill viðsnúningur í skamman tíma. Árið 2007 jukust hinsvegar kaup EVK svo um munaði og gerðu það nær samfellt til loka tímabilsins. Af þessu er ljóst að viðskiptahættir EVK í sænsku kauphöllinni hafa verið svipaðir þeim er voru við lýði í þeirri íslensku, þ.e. að EVK hafi keypt hlutabréf Kaupþings í miklu magni.

Einnig má skoða þróun á samanlögðum eignarhlut EVK í hlutabréfum Kaupþings í eigin hlutabréfum, hvort sem þau voru keypt í íslensku eða sænsku kauphöllinni og er það gert á mynd 11. Athuga skal að rannsóknarnefnd Alþingis hafði ekki upplýsingar um nákvæma eignastöðu EVK í upphafi tímabilsins en metur stærð þeirrar stöðu út frá þekktum upplýsingum frá síðari tímum.

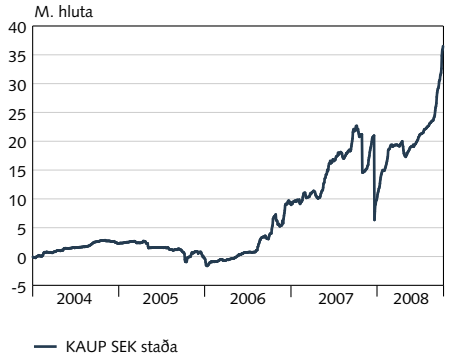
Eins og sjá má hélst eignarhluturinn tiltölulega stöðugur framan af tímabilinu en tók svo að aukast með talsverðum sveiflum í lok þess. Meiri sveiflur eru á myndinni sem sýnir heildarþróunina heldur en á myndinni sem sýnir einungis viðskipti með KAUP SEK, sem gefur til kynna að þeir hlutir sem keyptir voru í sænsku kauphöllinni hafi verið seldir á Íslandi í kjölfarið, í gegnum tilkynnt viðskipti. Ef einungis er litið til tímabilsins frá hápunkti hlutabréfaverðs Kaupþings og til loka þess, líkt og gert er á mynd 12 sést greinilega hvernig eignarhluturinn safnast upp með nokkuð samfelldum hætti

Mynd 9
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Kaupþingi
Fjöldi hluta



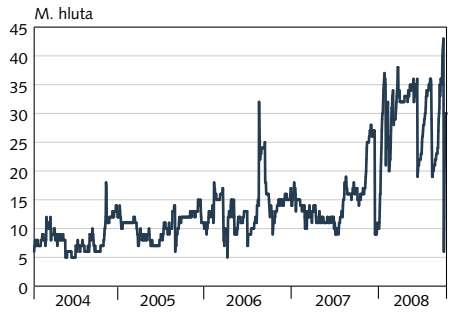
Heimild: Kauphöllin, Kaupþing banki hf., Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 10
Viðskipti deildar eigin viðskipta Kaupþings
Hlutabréf Kaupþings á markaði í Svíþjóð



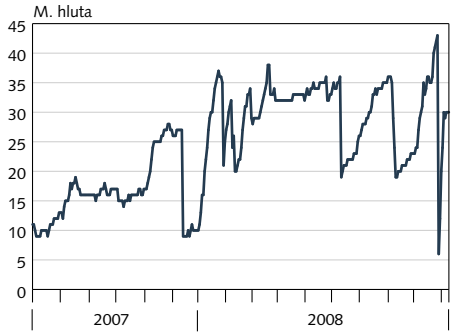
Heimild: Kaupþing banki hf.

Mynd 11
Eignarhlutur veltubókar Kaupþings
í eigin hlutabréfum



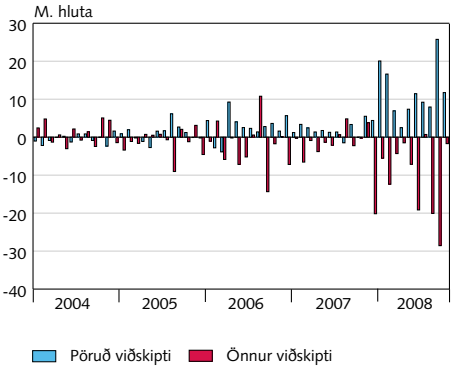
Heimild: Kaupþing banki hf.

Mynd 12
Eignarhlutur veltubókar Kaupþings í eigin hlutabréfum



Heimild: Kaupþing banki hf.

Mynd 13
Skipting viðskipta EVK með hlutabréf í Kaupþingi



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

en dettur svo niður í nokkrum stórum skrefum eða nánar tiltekið stórum viðskiptum. Þetta sýnir að EVK keypti inn hlutabréf Kaupþings í smáskömmtum en seldi þau svo út í stærri pökkum.

Séu viðskipti Kaupþings í Kauphöllinni á Íslandi aðgreind eftir því hvort um viðskipti í gegnum tilboðabók er að ræða eða tilkynnt viðskipti kemur einnig fram áhugaverð mynd. Mynd af nettó viðskiptum í hverjum mánuði sýnir að allt árið 2008 keyptu EVK meira í gegnum tilboðabók en þau seldu í tilkynntum viðskiptum. Raunar virðist að einhverju leyti vera um sama mynstur að ræða á öllu tímabilinu frá 2004 en þó minna afgerandi.

Það sem lesa má úr þessum myndum er að Kaupþing keypti kerfisbundið hlutabréf með því að eiga viðskipti í tilboðabók bankans í Kauphöllinni og sænsku kauphöllinni, samdi um sölu á bréfunum utan markaðar og tilkynnti viðskiptin að því loknu. Lögmætar ástæður gætu verið fyrir þessum viðskiptum bankans og þau fallið undir eðlilegt verksvið veltubókar í einhverjum tilvikum. Því er nauðsynlegt að taka tillit til þessara ástæðna við skoðun á málinu. Eins og fram hefur komið höfðu deildir eigin viðskipta bankanna ákveðnar heimildir til að fjárfesta og freista þess að hagnast á skammtímastöðum á grundvelli eigin mats og greiningar á aðstæðum. Því gátu deildirnar keypt hlutabréf sem þær töldu vera of lágt verðmetin eða töldu líkur á að ættu eftir að hækka í verði með það í huga að selja þau aftur síðar. Annar möguleiki gæti verið að mikil eftirspurn hafi verið eftir hlutabréfum bankanna og í meira magni en viðkomandi fjárfestar sáu sér fært að sækja sjálfir á markað og því hafi þeir leitað til bankanna sjálfra um að útvega hlutina. Þannig hafi bankarnir verið eins konar óformlegir viðskiptavakar (e. market makers) með eigin hlutabréf. Ljóst er að kaupáhugi var á hlutabréfamarkaðnum allt fram á mitt ár 2007 þegar dæmið virðist hafa snúist við og söluþrýstingur myndast. Þegar hlutabréfaverð var á uppleið kann að hafa verið takmarkað framboð af stærri eignarhlutum í Kaupþingi þar sem færri vildu selja hlutabréf á þeim tíma. Hluta af viðskiptum Kaupþings á því tímabili mætti því skýra með því að bankinn hafi verið að safna að sér eigin bréfum til þess að anna eftirspurn fjárfesta eftir stærri hlutum. Að sögn starfsmanns EVK var eftirspurn eftir bréfum Kaupþings mikil árið 2007 sem leiddi til þess að EVK seldu meiri hluta bréfanna og áttu því í erfiðleikum með að setja fram sölutilboð. Birnir Sær sagði m.a. við skýrslutöku: „[…] mitt ár 2007 þá áttum við varla bréf út af, að okkar mati var þetta orðið ansi stretch-að, markaðurinn, þannig að á meðan það var allt að verða vitlaust á […] gátum við lítið kvótað út af við vorum bara ekki með bréf í bókinni til að, til að koma út […]“[36]

Á tímabilinu sem á eftir fór tók hlutabréfaverð að lækka og má því ætla að meira framboð hafi verið af stærri eignarhlutum í bankanum en minni eftirspurn, þ.e. meiri áhugi á því að selja en kaupa. Ef skýra ætti viðskiptahætti EVK með því að bankinn hafi verið að liðka fyrir stærri viðskiptum má ætla að hann hefði verið tiltölulega virkur í sölu hlutabréfanna þegar verð þeirra tók að lækka, þ.e. að bankinn hefði keypt stærri hluti utan Kauphallarinnar og selt hlutabréf í auknum mæli beint á markaði. Sú var alls ekki raunin eins og gögnin sýna og virðist því hafa verið misræmi milli þess hvernig EVK stunduðu viðskipti eftir því hvort hlutabréfaverð var að hækka eða lækka. Því virðist sem þessi skýring eigi ekki við nema hugsanlega að einhverju leyti á þeim tímabilum þegar hlutabréfaverðið var á uppleið. Hér vaknar því sú spurning

36. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 5.

hvort markmið ofangreindra viðskipta hafi beinlínis verið að hafa áhrif á verð hlutabréfa bankans til þess að milda það verðfall sem hefði átt að koma fram miðað við eftirspurn á markaði. Hið mikla ójafnvægi sem er á milli kaupa og sölu í tilboðabók Kauphallarinnar styður þá kenningu. Almennt er fjallað um hvata banka til að eiga slík viðskipti í rammagrein 2.

Rammagrein 2

Hvati banka til þess að hafa áhrif á verð eigin hlutabréfa

Ávinningur banka af því að eiga viðskipti með eigin hlutabréf í þeim tilgangi að hafa áhrif á verð bréfanna getur verið margvíslegur og hvað þau tilvik er hér um ræðir varðar er þar einkum tvennt sem kemur til greina.

i. Að kaupa hlutabréf á markaði í þeim tilgangi að selja þau síðar á hærra verði, þar sem verðhækkunin sjálf er bein afleiðing af kaupunum. Ef fjárfestar telja eðlilegar ástæður vera að baki verðhækkun á hlutabréfum, þ.e. að hækkunin sé til marks um aukinn almennan áhuga fjárfesta á bréfunum, er ekki óeðlilegt að samið sé um slík viðskipti t.d. á verði síðustu viðskipta eða innan verðbils þess tíma er viðskiptin fara fram. Markaðsaðilar hafa einungis vitneskju um hvaða kauphallaraðilar eigi viðskipti í Kauphöllinni og geta því ekki vitað hver endanlegur kaupandi eða seljandi er í viðskiptunum nema viðskiptin séu tilkynningarskyld sökum innherjatengsla eða flöggunar. Fjárfestir sem sér að banki A hefur verið að kaupa hlutabréf á markaði getur því ekki vitað hvort kaupin hafi verið gerð fyrir hönd viðskiptavinar eða hvort banki A hafi sjálfur verið að kaupa fyrir eigin reikning. Stór aðili gæti því keypt hlutabréf í miklu magni í skjóli nafnleyndar og hækkað þannig verð bréfanna, hækkunin gæti laðað að nýja fjárfesta sem ekki gera greinarmun á því hvort eðlilegar ástæður séu að baki verðhækkuninni eða hvort um hækkun vegna kaupa eins aðila sé að ræða. Sá sem olli hækkuninni gæti því mögulega selt bréfin á hærra verði utan tilboðabókarinnar án þess að það hefði áhrif til lækkunar á ný og þar með hagnast á viðskiptunum. Líkön hafa verið sett fram sem sýna fram á að mögulegt sé að hagnast með slíkum hætti þar sem fjárfestar hafa ekki upplýsingar um það hvort umfangsmikil kaup eða sala eigi sér eðlilegar orsakir eða hvort markmið viðskiptanna sé að hafa áhrif á verð.[1]

ii. Mögulegt er að bankarnir sem útgefendur gætu hagnast á því að eiga viðskipti með eigin bréf í því skyni að viðhalda verðstöðugleika og jafnvel hækka þannig markaðsverð bréfanna enda þótt þeir þyrftu að selja þau á lægra verði en þau voru keypt á. Í því tilfelli gæti verið möguleiki á að endurheimta útlagðan kostnað við kaupin með öðrum hætti, þ.e. utan sjálfs verðbréfamarkaðarins. Sem dæmi gæti stöðugleiki eða hækkun á hlutabréfaverði haft áhrif á samskipti við lánardrottna, aukið líkurnar á aðkomu nýrra fjárfesta eða laðað að nýja viðskiptavini og þannig haft jákvæð áhrif á rekstur bankans. Hafi banki tekið veð í eigin hlutabréfum, komið með öðrum hætti beint eða óbeint að fjármögnun vegna kaupa á eigin hlutabréfum eða fjármagnað kaup eigin hluthafa

1. Sjá t.d. Allen, Franklin og Douglas Gale: „Stock price manipulation.“ Review of Financial Studies 5 1992, 503–529.

svo máli skiptir gæti fallandi hlutabréfaverð einnig haft neikvæð áhrif á gæði útlánasafns bankans. Þegar Birnir Sær Björnsson var spurður hvers vegna deild eigin viðskipta Kaupþings hafi í auknum mæli kosið að kaupa hlutabréf í bankanum árið 2008 sagði hann: „Það er bara mjög eðlileg spurning. Það var ætlað að halda liquidity á, eða sem sagt kaup og sölu, að það yrði hérna, að menn gætu átt þægileg viðskipti með bréfið."[2] Þetta má túlka sem svo að markmiðið hafi verið að halda verðsveiflum á bréfum bankans í lágmarki svo hann liti betur út út á við. Aðspurður hvort mögulega gætu komið upp hagsmunaárekstrar við slíka stefnu kvaðst Birnir telja svo vera og sagði: „Mannlegt eðli er vandamálið, held ég. Menn freistast til að halda við eitthvað."[3]

2. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 7.
3. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 12

Spurður út í þróun á hlutabréfaeign EVK árið 2008 sagði Birnir Sær Björnsson að EVK hefðu átt „meira en ekki neitt", að markaðurinn hefði verið dapur í einhvern tíma og EVK hefðu átt erfitt með að losa þau bréf sem tekin hefðu verið inn. Þetta taldi Birnir hafa verið stór mistök og nefndi að EVK hefðu verið „buffer" (einhvers konar höggdeyfir) á hlutabréfaverðið og EVK hefðu tekið inn á sig bréf til þess að hægja á fallinu sem hefði átt að koma strax, eða þar til hrunið kom. Aðspurður hvaða bréf hann ætti við nefndi hann auk Kaupþings, Exista og Bakkavör, en sagði þó að þar hefði verið um að ræða viðskipti af annarri stærðargráðu og að EVK hefðu átt auðveldara með að losna við þau bréf. [37]

Þessi frásögn staðfestir að deild eigin viðskipta Kaupþings hafi með virkum hætti keypt hlutabréf í bankanum til að milda verðfallið þegar mikill söluþrýstingur myndaðist. Þetta bendir því til þess að viðskipti Kaupþings, í það minnsta frá því að hlutabréfaverð tók að lækka, megi skýra með því að EVK hafi gert tilraun til þess að hafa áhrif á hlutabréfaverð bankans til hækkunar. Hins vegar er ljóst að eign bankans í eigin hlutabréfum hefur aukist svo hratt að nauðsynlegt hefur reynst að losa stöðuna út af veltubók með einum eða öðrum hætti til þess að forðast flöggunarskyldu við 5% eignarhald. Af mynd 12 að dæma hefur sala EVK á bréfum Kaupþings árið 2008 fyrst og fremst farið fram í tiltölulega fáum en stórum viðskiptum sem svo hafa verið tilkynnt til Kauphallarinnar. Fjallað er um stærstu viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi í sérstökum kafla hér á eftir þar sem getið er stærstu kaupenda bréfa á þessu tímabili, því lýst hvernig kaupin voru fjármögnuð og hvaða tengsl kaupandinn hafði við bankann.

Til þess að átta sig betur á viðskiptum EVK með hlutabréf Kaupþings getur verið mikilvægt að kanna hvort hagnaður eða tap var af viðskiptunum í heild sinni. Vandamálið sem upp kemur þegar meta á afkomu vegna verðbréfaviðskipta er annars vegar hvaða tímabil skuli skoða og hins vegar hvernig skuli verðmeta það eignasafn sem myndast hefur. Afkomunni má skipta í tvennt, í fyrsta lagi í tekjur og gjöld vegna kaupa og sölu á tímabilinu (samlagning á inn- og útflæði fjármagns vegna verðbréfaviðskipta) og í öðru lagi

37. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 5-6.

virði uppsafnaðra eigna í lok tímabilsins – en nauðsynlegt er að taka tillit til virðis uppsafnaðra eigna svo að nettó kaup (sala) komi ekki einungis fram sem gjöld (tekjur). Til þess að bera saman afkomuna verður því hagnaður hvers árs skilgreindur sem tekjur vegna sölu á hlutabréfum að frádregnum kostnaði vegna kaupa á hlutabréfum og við þá upphæð lagt verðmæti uppsafnaðrar hlutabréfaeignar vegna viðskipta ársins á tímabilinu, miðað við hlutabréfaverðið í lok tímabilsins (Afkoma – árleg uppsöfnun). Með öðrum orðum, hvert ár er skoðað fyrir sig og í lok árs metið virði þeirrar hlutabréfaeignar sem safnaðist upp á árinu (eins og gengið sé út frá því að í lok hvers tímabils sé eignin seld og söluhagnaður eða sölutap innleyst). Til nánari skýringar má setja þetta fram með eftirfarandi hætti:

$$Hagnaður = P_T * \Delta I - \sum_{t=0}^{T} Q_t * P_t$$

þar sem P táknar hlutabréfaverð, Q táknar fjölda hluta sem keyptir eru og ΔI táknar breytingu á hlutabréfaeign. Hvert ár er skoðað fyrir sig þannig að t = 0 er í upphafi árs og T táknar lok þess. Til samanburðar verður kannað hver afkoman hefði verið ef EVK hefðu í hverjum mánuði átt viðskipti með hlutabréf Kaupþings fyrir sömu upphæðir og raunin var, en á meðalverði þess mánaðar (Afkoma viðmið). Árið 2008 miðast við lok september það ár og er því mat á eignastöðu miðað við dagslokaverð þess tíma. Til þess að taka tillit til stöðutöku til lengri tíma verður afkoma EVK einnig skoðuð með sömu aðferð og „Afkoma – árleg uppsöfnun“ nema miðað við virði uppsafnaðrar eignar frá árinu 2004 í lok hvers árs (Afkoma – uppsöfnun frá 2004). Í lok árs 2008 er þannig til að mynda metið virði þeirra hluta sem safnast hafa upp frá árinu 2004. Niðurstaða þess er sýnd í töflunni hér að neðan. Athuga skal að gögnin eiga við um heildarafkomu EVK í viðskiptum með eigin bréf, hvort sem um var að ræða viðskipti á Íslandi eða í Svíþjóð.

Í töflu 5 og 6 sést að sé hvert ár tekið fyrir sig var tap á viðskiptum EVK með hlutabréf í Kaupþingi á fyrstu tveimur árum tímabilsins, hagnaður á árinu 2006 og svo tap árin 2007 og 2008. Sé tekið mið af viðskiptum fyrir sömu upphæðir, en á meðalverði hvers mánaðar, má sjá að í öllum tilvikum nema á árinu 2007 var afkoma EVK lakari en viðmiðið. Af því má draga þá ályktun að EVK keyptu hlutabréf á verði sem var hærra en meðalverð hvers mánaðar og/eða seldu á verði sem var lægra. Munurinn er hvað mestur á árinu 2008 og nam tap EVK tæpum tveimur og hálfum milljarði króna á tímabilinu. Eins og fram hefur komið voru kaup bankans í pöruðum viðskiptum hvað mest á því tímabili á meðan verðið lækkaði talsvert. Bankinn hefur því keypt hlutabréf í miklum mæli gegn þróun markaðarins og selt svo á verði sem tók mið af markaðsverði þegar salan fór fram – en í flestum tilvikum hefur það verið lægra en vegið meðalverð kaupanna. Sé afkoma EVK skoðuð með tilliti til virðis uppsafnaðrar hlutabréfaeignar í Kaupþingi í lok hvers árs

Tafla 5. Afkoma EVK í viðskiptum með hlutabréf í Kaupþingi

Krónur	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Afkoma - árleg uppsöfnun	-441.773.531	-777.341.372	1.644.873.181	-1.608.748.924	-2.451.344.951
Afkoma - viðmið	200.337.892	-235.282.727	1.688.153.353	-1.905.347.070	-1.147.867.683
Afkoma - uppsöfnun frá 2004	-441.773.531	698.566.854	2.848.883.002	1.632.126.328	-1.641.190.555

Heimild: Kaupþing banki hf.

Tafla 6. Tekjur og útgjöld EVK í pöruðum viðskiptum með hlutabréf í Kaupþingi

Milljónir króna	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*	*Samtals*
Kaup	-11.414	-21.703	-56.738	-57.223	-90.421	-237.499
Sala	12.987	14.883	32.861	32.865	3.337	96.933
Nettó	1.573	-6.820	-23.877	-24.359	-87.083	-140.566

Heimild: Kauphöllin, Kaupþing banki hf.

má sjá að afkoman er neikvæð árið 2004, jákvæð á árunum 2005–2007 og aftur neikvæð á árinu 2008.

Það eru aftur á móti tveir þættir sem hafa þarf í huga þegar afkoman er skoðuð sem gætu dregið hana enn frekar niður. Í fyrsta lagi skal það nefnt að stóran hluta af tekjum EVK í viðskiptum með hlutabréf í Kaupþingi á síðari hluta tímabilsins má rekja til viðskiptanna sem fjallað er um í kafla 12.6.1.3 og 12.8. Eins og þar kemur fram var Kaupþing ekki einungis seljandi hlutabréfanna heldur voru kaupin einnig fjármögnuð af bankanum og í einhverjum tilvikum gegn litlum veðum. Fjárhagslegur ávinningur bankans af sölunni var því ekki jafn mikill og salan ein og sér gefur til kynna. Í öðru lagi skal þess getið að verð hlutabréfanna kann að hafa verið of hátt í ljósi mikilla inngripa bankans í viðskipti með þau. Af því leiðir að virði eignar bankans í eigin hlutabréfum var ofmetið og afkoman þar af leiðandi of há. Því er einnig mikilvægt að skoða aðra þætti sem geta varpað ljósi á umfang viðskiptanna, svo sem heildartekjur og heildarútgjöld EVK í pöruðum viðskiptum með hlutabréf Kaupþings.

Taflan hér að ofan sýnir heildartekjur og heildarútgjöld EVK í pöruðum viðskiptum með hlutabréf Kaupþings í Kauphöllinni, þ.e. inn- og útflæði fjármagns frá EVK beint í og úr tilboðabók Kaupþings.

Eins og sjá má var meiri fjármunum varið til kaupa heldur en komu inn við sölu öll árin að 2004 undanskildu. Þegar leið á tímabilið jókst ójafnvægið talsvert og árið 2008 var keypt fyrir rúmlega 90 milljarða króna en selt fyrir rúmlega þrjá. Yfir heildina litið veittu EVK beint rúmlega 237 milljörðum króna inn í tilboðabókina með kaupum á meðan salan nam um 97 milljörðum og munar þar því tæpum 141 milljarði króna. Þarna er bersýnilega um verulegar fjárhæðir að ræða sem Kaupþing veitti inn á markaðinn til kaupa á eigin hlutabréfum.

12.6.1.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi

Markmið þessa kafla er að draga saman heildstæða mynd af stórum viðskiptum einstakra aðila með hlutabréf í Kaupþingi. Athyglin mun beinast sérstaklega að tímasetningu viðskiptanna, fjármögnun þeirra og tengslum viðskiptamanna við Kaupþing en ítarlega umfjöllun um viðskiptin og tilteknn viðskiptavin bankans má finna í kafla 12.8, Greinargerð um lánveitingar til hlutabréfakaupa. Í ljósi umfjöllunarinnar hér að ofan verður sjónum sérstaklega beint að kaupendum í stórum hlutabréfasölum EVK og kannað hvort bankinn hafi veitt lán fyrir kaupunum til að liðka fyrir sölu á hlutum veltubókarinnar.

Við skýrslutökur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram hjá starfsmönnum Kaupþings að ákveðnar breytingar hefðu orðið á lánveitingum bankans til hlutabréfakaupa undir lok árs 2007 á þann hátt að lánveitingar

til hlutabréfakaupa í bankanum sjálfum fengu meira vægi.[38] Spurður að því á hvaða tímapunkti honum hefði fundist slíkar lánveitingar byrja að aukast nefndi Rúnar Magni Jónsson, viðskiptastjóri á fyrirtækjasviði Kaupþings, lánafyrirgreiðslu í desember 2007 til Giftar fjárfestingarfélags ehf. til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi. Rúnar var viðskiptastjóri félagsins hjá bankanum og fór með lánamál þess.

Viðskiptin sem um ræðir fóru fram 11. desember 2007 þegar Gift fjárfestingarfélag ehf. keypti 23.068.050 hluti í Kaupþingi, eða um 3,11% í bankanum, á genginu 867. Hér er því um viðskipti upp á um 20.000 milljónir króna að ræða og var veitt lán fyrir kaupunum eins og nánar er greint frá í sérstakri umfjöllun um viðskipti Giftar.

Það vekur athygli rannsóknarnefndarinnar að seljandi hlutabréfanna var Gnúpur fjárfestingafélag ehf. en það seldi samtals 27.725.018 hluti á genginu 867 þennan sama dag. Þar af keypti AB 57 ehf., í eigu Kaupfélags Skagfirðinga (raunar í gegnum eignarhald sitt á Íslenskum sjávarafurðum), 3,5 milljónir hluta af Gnúpi og voru þau kaup fjármögnuð að fullu með láni frá Kaupþingi (um 3 milljarðar króna). Um málefni Gnúps og lokun þess skömmu síðar er sérstaklega fjallað í rammagrein 1 í kafla 7.0. Ekki er með öllu ljóst hvort framangreind sala á hlutabréfum hafi verið tilraun til að bjarga félaginu frá þroti. Þó má ljóst vera að ef hlutur í Kaupþingi af þessari stærðargráðu hefði verið seldur á markaði þá hefði það valdið umtalsverðum þrýstingi til lækkunar á verði bréfanna. Einnig má ljóst vera að hefði bankinn sjálfur keypt umrædd hlutabréf þá hefði hann farið nálægt, eða jafnvel yfir, þau mörk sem gilda um flöggun á eignarhlut í eigin bréfum. Því má ætla að ríkur hvati hafi verið fyrir bankann að liðka fyrir sölunni á bréfunum með lánveitingum.

Þar sem ekki er um að ræða beina pörun á viðskiptum sem fara í gegnum bankann er vert að skoða öll stór viðskipti þennan sama dag og eru þau birt í töflu 7. Þannig seldu EVK Straumborg ehf. 6.500.000 hluti í viðskiptum með hlutabréf Kaupþings í kauphöllinni í Stokkhólmi (KAUP SS). Á Íslandsmarkaði seldu EVK jafnframt samtals 12.103.333 hluti en stórir kaupendur þennan dag voru m.a. Straumborg ehf., Kaupthing Bank Luxembourg S.A. og Kaupþing – fjárfestingarverðbréf. Um lánafyrirgreiðslu gagnvart Straumborg er sérstaklega fjallað í kafla 12.8.2. Kaupþing – fjárfestingarverðbréf var félag sem ætlað var að halda utan um þau verðbréf Kaupþings sem ekki var fyrirhugað að selja í bráð og voru því aðgreind frá bréfum í veltubók félagsins.[39] Því voru þau verðbréf áfram í eigu bankans þó þau væru ekki skráð í veltubók hans.

Út frá þessu telur rannsóknarnefnd Alþingis ljóst að Gift fjárfestingarfélag keypti af Gnúpi fjárfestingafélagi.

Þegar leið á árið 2008 voru þónokkur tilvik þar sem EVK seldu mikinn fjölda hlutabréfa í viðskiptum sem tilkynnt voru til Kauphallarinnar. Í töflu 8 er listi yfir stærstu viðskipti fyrirtækja með hlutabréf í bankanum árið 2008. Nánar er fjallað um lán til þessara félaga og önnur viðskipti þeirra, ef einhver voru, í kafla 12.8.2. Þó skal nefnt að í flestum tilfellum þegar Desulo Trading Ltd., Holt Investment Group Ltd, Crosslet Vale Ltd og Nýrækt ehf. (síðar

38. Sjá t.d. skýrslu Rúnars Magna Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 5–6.
39. Heimild: Beiðni Kaupþings hf. til Hagstofu Íslands, fyrirtækjaskrár, um stofnun sér kennitölu fyrir Kaupþing hf. – fjárfestingarverðbréf. Fengið frá Creditinfo.

Tafla 7. Stór viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi 11.12.2007

Tegund[1]	*Nafn*	*Kennitala*	*Auðkenni*	*Upphæð (m. kr.)*[2]	*Fjöldi hluta*	*Gengi*	*Gengi gjaldm.*
Sala	Gnúpur fjárfestingafélag hf	5807061260	KAUP	19.664	22.680.660	867,00	1,00
Kaup	Gift fjárfestingarfélag ehf	6205070910	KAUP	20.000	23.068.050	867,00	1,00
Sala	Gnúpur fjárfestingafélag hf	5807061260	KAUP	3.035	3.500.000	867,00	1,00
Kaup	AB 57 ehf	4412060890	KAUP	3.035	3.500.000	867,00	1,00
Sala	Gnúpur fjárfestingafélag hf	5807061260	KAUP	1.339	1.544.358	867,00	1,00
Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	KAUP SS	5.671	6.500.000	91,65	9,52
Kaup	Straumborg ehf	5008942109	KAUP SS	5.636	6.500.000	91,65	9,46
Sala	Kaupþing banki hf (EVK)	5608820419	KAUP	9.537	11.000.000	867,00	1,00
Sala	Kaupþing banki hf (EVK)	5608820419	KAUP	957	1.103.333	867,00	1,00
Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	KAUP	3.988	4.600.000	867,00	1,00
Kaup	Kaupþing - fjárfestingarverðbréf	5209979119	KAUP	1.170	1.350.000	867,00	1,00
Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	KAUP	867	1.000.000	867,00	1,00
Kaup	Straumborg ehf	5008942109	KAUP	784	904.531	867,00	1,00
Kaup	Kaupþing - fjárfestingarverðbréf	5209979119	KAUP	434	500.000	867,00	1,00
Kaup	Kaupþing - fjárfestingarverðbréf	5209979119	KAUP	260	300.000	867,00	1,00
Kaup	Kaupþing - fjárfestingarverðbréf	5209979119	KAUP	217	250.000	867,00	1,00

1 Séð frá sjónarhorni viðskiptaaðila. Sem dæmi, í efstu röð er Gnúpur fjárfestingafélag hf. að selja viðkomandi fjölda bréfa.
2 Upphæð tekur ekki tillit til þóknana.
Heimild: Kaupþing banki hf.

Fjárfestingarfélagið Mata ehf.) voru aðilar að viðskiptunum veitti bankinn lán til kaupanna. Hér var því um að ræða umfangsmikla lánafyrirgreiðslu gagnvart fyrirtækjum með takmarkaða ábyrgð. Einnig eru viðskipti Q Iceland Finance ehf. rakin sérstaklega í kafla 12.8.2 en þar var um háar lánveitingar að ræða. Sett í samhengi við fyrri ályktun í þessum kafla um að EVK hafi kerfisbundið keypt hlutabréf í bankanum í pöruðum viðskiptum í tilboðabók Kauphallarinnar og selt í stórum tilkynntum viðskiptum sést glögglega að bankinn hefur áfram borið mikla áhættu af bréfunum í gegnum lánveitingar.

Ekki hefur þó enn verið lýst öllum viðamiklum viðskiptum árið 2008. Þegar stórar sölur veltubókar Kaupþings eru skoðaðar vekur athygli hversu oft Kaupthing Bank Luxembourg er skráð kaupandi en það er dótturfélag Kaupþings hf. Ekki er hér endilega um að ræða viðskipti þessa tiltekna dótturfélags fyrir eigin reikning, þó í einhverjum tilfellum geti svo verið, heldur má gera ráð fyrir að hlutirnir hafi verið keyptir fyrir hönd einhvers viðskipta-

Tafla 8. Stór viðskipti með hlutabréf í Kaupþingi árið 2008

Dagsetning	*Kaupandi*	*Kennitala kaupanda*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Gengi*	*Myntgengi*	*Mynt*
26.9.2008	Q Iceland Finance ehf	5107080240	25.599	37.100.000	690,00	1,00	ISK
22.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	357	500.000	714,00	1,00	ISK
19.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	358	500.000	716,00	1,00	ISK
18.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	680	1.000.000	680,00	1,00	ISK
17.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	685	1.000.000	685,00	1,00	ISK
17.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	683	1.000.000	683,00	1,00	ISK
16.9.2008	Desulo Trading Limited	4406089570	2.025	3.000.000	675,00	1,00	ISK
11.9.2008	Holt Investment Group Ltd	4504059810	2.553	3.700.000	690,00	1,00	ISK
7.8.2008	Lífeyrissjóður verslunarmanna	4302694459	710	1.000.000	710,00	1,00	ISK
11.6.2008	Crosslet Vale Limited	6006089910	13.875	18.500.000	750,00	1,00	ISK
25.3.2008	Nýrækt ehf	7012965249	3.575	5.000.000	715,00	1,00	ISK
30.1.2008	Kaupthing Bank Sverige AB	…	5.502	7.404.531	73,05	10,17	SEK
30.1.2008	Credit Suisse First Boston (Europe) Limited	…	5.502	7.404.530	73,05	10,17	SEK

Heimild: Kaupþing banki hf.

Tafla 9. Stór viðskipti EVK og Kaupthing Bank Luxembourg S.A. með hlutabréf í Kaupþingi

Dagsetning	*Tegund*	*Nafn*	*Kennitala*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Gengi*
28.5.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	3.750	5.000.000	750,00
28.5.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	3.750	5.000.000	750,00
4.6.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	1.140	1.500.000	760,00
4.6.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	1.140	1.500.000	760,00
11.6.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	750	1.000.000	750,00
11.6.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	750	1.000.000	750,00
7.8.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	4.260	6.000.000	710,00
7.8.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	4.260	6.000.000	710,00
8.8.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	3.575	5.000.000	715,00
8.8.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	3.575	5.000.000	715,00
11.8.2008	Kaup	Kaupthing Bank Luxembourg S.A.	4405989009	4.115	5.700.000	722,00
11.8.2008	Sala	Kaupþing banki hf. (EVK)	5608820419	4.115	5.700.000	722,00

Heimild: Kaupþing banki hf.

vinar bankans inn á svokallaðan safnreikning þar sem raunverulegt eignarhald er ekki gefið upp. Rannsóknarnefnd Alþingis hefur ekki fengið afhentar nánari upplýsingar um eftirfarandi viðskipti sem fram fóru árið 2008, þ.e. hvort um viðskipti fyrir eigin reikning Kaupthing Luxembourg var að ræða eða viðskipti fyrir hönd viðskiptavinar, og ef svo var hvort lán hafi verið veitt fyrir kaupunum og þá hver tryggingastaða lánsins var. Í ljósi umfangs viðskiptanna þykir þó ástæða til að birta upplýsingar um upphæð og tímasetningu þeirra.

Tafla 9 sýnir sex stærstu viðskipti Kaupthing Bank Luxembourg S.A. við deild eigin viðskipta Kaupþings. Alls kaupir Kaupthing Bank Luxembourg 24.200.000 hluti í bankanum sem eru um 3,27% af öllu hlutafé í bankanum og er heildarkaupverð hlutanna 17.590,4 milljónir króna. Þá er ekki tekið tillit til þóknana til miðlunar bankans vegna kaupanna. Hér var því um verulega hlutdeild í bankanum að ræða þar sem raunverulegt eignarhald er ekki þekkt sökum ógagnsæis og reglna um bankaleynd í Lúxemborg. Í kafla 8.1 er fjallað nánar um bankana í Lúxemborg.

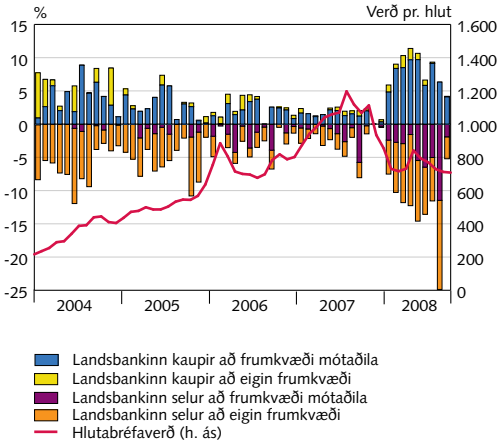
12.6.1.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja

Ljóst er af umfjölluninni hér að ofan að hlutdeild deildar eigin viðskipta Kaupþings í viðskiptum með hlutabréf bankans var veruleg. Til að draga fram heildarmynd af viðskiptum með hlutabréf Kaupþings er þó nauðsynlegt að kanna umsvif annarra stórra aðila á markaði. Í þessum kafla verða sérstaklega skoðuð viðskipti annarra fjármálastofnana, þ.e. viðskipti Glitnis og Landsbankans með hlutabréf í Kaupþingi.

Þegar viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Kaupþingi eru skoðuð sést að fram til ársins 2008 eru umsvifin talsvert minni en í eigin viðskiptum Kaupþings og gera má ráð fyrir að mestmegnis hafi verið um skammtíma stöðutökur að ræða til að ávaxta eigið fé Landsbankans. Hinn 21. janúar 2008 gerði Landsbankinn svo samning við Kaupþing um viðskiptavakt með hlutabréf í Kaupþingi. Í kjölfarið jókst velta Landsbankans töluvert en þó er rétt að benda á að umfang viðskiptanna var jafnan svipað á kaup- og söluhlið og því er stöðubreyting bankans lítil á tímabilinu. Fróðlegt er að bera þetta saman við viðskiptamunstur eigin viðskipta Kaupþings þar sem mikið ójafnvægi var á kaup- og söluhlið í tilboðabókinni.

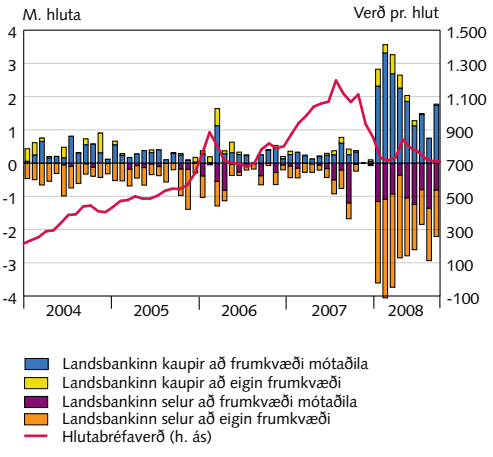
Þegar viðskipti Glitnis með hlutabréf í Kaupþingi eru skoðuð sést að velta þeirra er nokkru meiri þegar á heildina er litið heldur en í tilfelli

Mynd 14
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Kaupþingi
Hlutfall af veltu



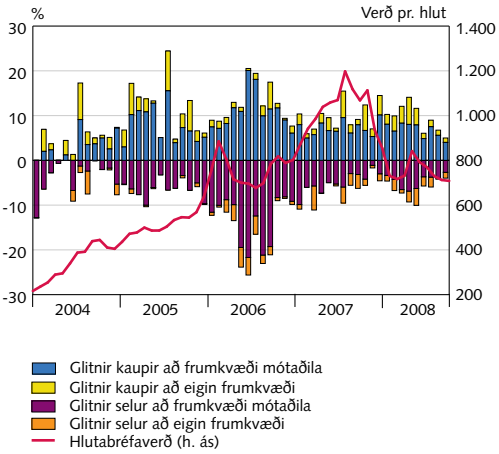
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 15
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Kaupþingi
Fjöldi hluta



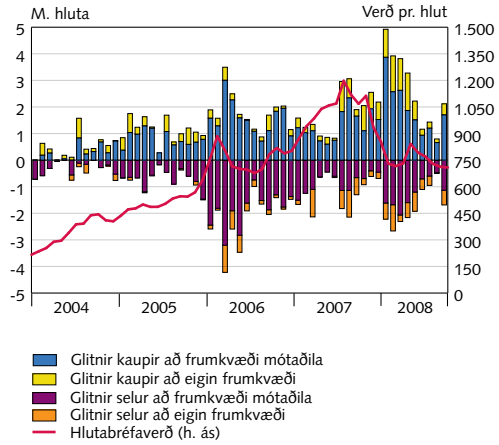
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 16
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Kauphingi
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf.

Mynd 17
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Kauphingi
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf.

Landsbankans. Það skýrist af því að Glitnir og Kaupþing gerðu með sér samning um að Glitnir héldi uppi viðskiptavakt með hlutabréf í Kaupþingi frá og með 8. desember 2004. Líkt og raunin var með viðskipti Landsbankans eftir að bankinn tók upp viðskiptavakt er umfang viðskiptanna tiltölulega jafnt á kaup- og söluhlið þrátt fyrir að eðlilega sé um einhverjar stöðutökur af hálfu bankans að ræða.

12.6.1.5 Niðurstöður og ályktanir

Greiningin hér að ofan á verðþróun hlutabréfa í Kaupþingi hefur leitt í ljós umtalsverð umsvif bankans sjálfs í viðskiptum með hlutabréfin. Ljóst er að framan af hefur verðþróun hlutabréfa í Kaupþingi fylgt almennum verðhækkunum á hlutabréfum á Íslandi en hér að framan hafa verið leiddar líkur að því að sú hækkun hafi að miklu leyti verið drifin áfram af auknum lánveitingum til hlutabréfakaupa og vanmati á þeirri áhættu sem því fylgir. Rannsóknarnefndinni er ljóst mikilvægi þess að halda uppi öflugri viðskiptavakt með hlutabréf til að tryggja skilvirka verðmyndun, minnka miklar sveiflur í gengi bréfanna og tryggja að hægt sé að eiga eðlileg viðskipti með hluti í félaginu. Rannsóknarnefndin telur þó verulega óheppilegt að bankinn sjálfur skuli hafa litið á sig sem viðskiptavaka í eigin bréfum jafnvel þótt slíkt sé ekki óheimilt samkvæmt lögum um verðbréfaviðskipti. Enn fremur getur rannsóknarnefnd Alþingis ekki fallist á það sjónarmið að um eðlilega viðskiptavakt af hálfu Kaupþings hafi verið að ræða þegar gengi bréfanna tók að lækka síðla árs 2007. Nefndin bendir þar til samanburðar og sem dæmi um eðlilega viðskiptavakt á viðskipti hinna bankanna með hlutabréf í Kaupþingi. Rannsóknarnefndin telur að mikið ójafnvægi á kaupum og sölu deildar eigin viðskipta Kaupþings (EVK) sýni að bankinn hafi staðið í vegi fyrir eðlilegri leiðréttingu á of háu gengi hlutabréfanna. Því til stuðnings má benda á skýrslu starfsmanns EVK sem greint hefur verið frá.[40] Slíkt ójafnvægi getur í einhverjum tilvikum verið eðlilegt til skemmri tíma þegar markaðsaðstæður breytast, þegar um almenna stöðutöku er að ræða eða þegar viðskiptin eru liður í því að liðka fyrir kaupum eða sölu á stærri eignarhlut svo dæmi séu nefnd. Það getur hins vegar ekki gengið til lengdar. Einnig telur rannsóknarnefnd Alþingis að lánveitingar til stórra viðskipta með hlutabréf í Kaupþingi síðla árs 2007 og allt árið 2008, sem varpað er ljósi á hér að framan og fjallað er nánar um í kafla 12.8, hafi raskað með óeðlilegum hætti eftirspurn eftir hlutabréfum í bankanum og gefið til kynna að hún væri allt önnur og meiri heldur en raunin var. Jafnframt hafi bankinn sjálfur borið stærstan hluta áhættunnar af þeim gjörningum. Ekki fæst annað séð en að hluti slíkra lána hafi verið veittur til þess eins að liðka fyrir sölu eigin hlutabréfa úr veltubók bankans og komast þannig hjá því að senda inn flöggunartilkynningu, án þess þó að draga úr kaupum.

Af framansögðu er ljóst að inngrip Kaupþings í viðskipti með hlutabréf í bankanum hafa orðið til þess að skekkja þá mynd sem þáverandi hluthafar Kaupþings höfðu um verðmæti hlutabréfa sinna. Hlutirnir voru þannig taldir verðmeiri en þeir voru í raun og nýir hluthafar á þeim tíma keyptu hluti á of háu verði. Að auki kunna aðrir viðskiptamenn Kaupþings að hafa orðið fyrir skaða þar eð þeir töldu verðþróunina vera til marks um að staða bankans væri betri en síðar kom á daginn. Rannsóknarnefndin bendir einnig á það tap sem

40. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009.

hlaust af viðskiptum bankans með eigin hlutabréf, þar sem bankinn keypti bréf á hærra verði en selt var á. Það fyrirkomulag sem haft var á lánveitingum bankans vegna ýmissa stórra viðskipta með hlutabréf í bankanum leiddi einnig til þess að endurheimt þeirra lána varð ótrygg með tilheyrandi tapi fyrir bankann og þar með fyrir þáverandi hluthafa og lánardrottna, nú kröfuhafa í þrotabú bankans.

12.6.2 Glitnir

Líkt og hjá Kaupþingi hækkaði verð hlutabréfa í Glitni banka hf. mjög mikið fram á mitt ár 2007 og náði hámarki í 30,90 kr. á hlut hinn 20. júlí 2007. Þá hófst lækkunarferli sem stóð nær samfellt fram í október 2008 þegar bankinn féll. Líkt og gert var í kaflanum um Kaupþing verður í næstu undirköflum leitast við að greina umsvif helstu fjármálafyrirtækja og fjárfesta á markaði með hlutabréf Glitnis.

12.6.2.1 Kaup- og söluþrýstingur

Þegar verðþróun í hlutabréfum í Glitni er skoðuð með hliðsjón af kaup- eða söluþrýstingi í hverjum mánuði kemur fram svipuð mynd og í tilfelli Kaupþings. Fram til ársins 2006 hækkar hlutabréfaverðið jafnt og þétt en árið 2004 er kaupþrýstingur upp á 268.309.133 hluti. Árið 2005 skiptist á kaup- og söluþrýstingur milli mánaða og er söluþrýstingur yfir árið 91.707.288 hlutir. Í upphafi ársins 2006 myndast svo talsverður söluþrýstingur á hlutabréf Glitnis og verðið tekur að lækka hratt á fyrsta fjórðungi ársins. Haustið 2006 hækkar hlutabréfaverðið mjög hratt undir fremur litlum kaupþrýstingi og jafnvel söluþrýstingi og stendur sú hækkun fram í júlí 2007 þegar verðið nær hámarki sínu. Fram til loka ársins 2007 og allt fram að hruni bankans er svo umtalsverður söluþrýstingur og tekur hlutabréfaverðið að lækka í kjölfarið. Þannig er söluþrýstingur árið 2007 810.410.482 hlutir og árið 2008 alls 1.396.950.850 hlutir. Þó vekur athygli, líkt og í tilfelli Kaupþings, að ójafnvægi virðist ríkja milli þess hversu lítinn kaupþrýsting þurfti til að hækka hlutabréfaverðið og þess hversu mikinn söluþrýsting þurfti til að lækka verðið tilsvarandi.

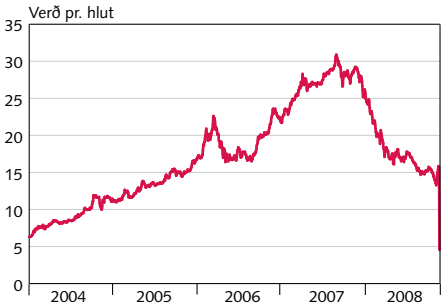
Til að grafast fyrir um ástæðu þeirrar ósamhverfu sem virðist vera milli verðþróunar og kaup- eða söluþrýstings kannaði rannsóknarnefndin sérstaklega viðskipti umsvifamikilla aðila á markaði með hlutabréfin og var þar einkum horft til eigin viðskipta Glitnis og viðskipta annarra banka og fjármálastofnana.

12.6.2.2 Eigin viðskipti Glitnis

Markmið þessa kafla er að kanna hvort deild eigin viðskipta Glitnis (héreftir EVG) hafi á einhvern hátt tryggt óeðlilegt verð á hlutabréfum bankans eða hvort viðskiptahættir bankans hafi á einhvern annan hátt stuðlað að því að rangar eða misvísandi upplýsingar hafi verið gefnar um framboð, eftirspurn eða verð hlutabréfanna. Könnunin er með sama sniði og þegar eigin viðskipti Kaupþings voru skoðuð í kaflanum hér á undan og verða því sérstaklega skoðuð þöruð viðskipti en þó með hliðsjón af tilkynntum viðskiptum.

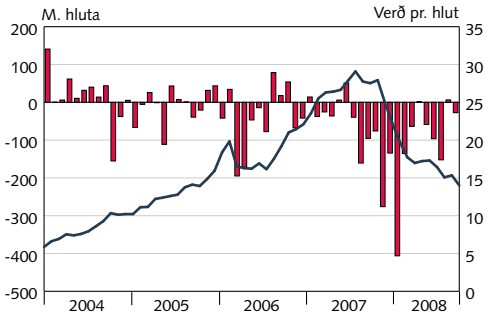
Þegar viðskipti EVG með hlutabréf í Glitni eru könnuð má sjá að bankinn var almennt mjög virkur kaupandi eigin hlutabréfa en salan var hlutfallslega mjög takmörkuð. Yfir heildina voru EVG að meðaltali á kauphlið rúmlega 29,10% allra paraðra viðskipta í Kauphöllinni með hlutabréf Glitnis en ein-

Mynd 18
Markaðsvirði hlutabréfa í Glitni



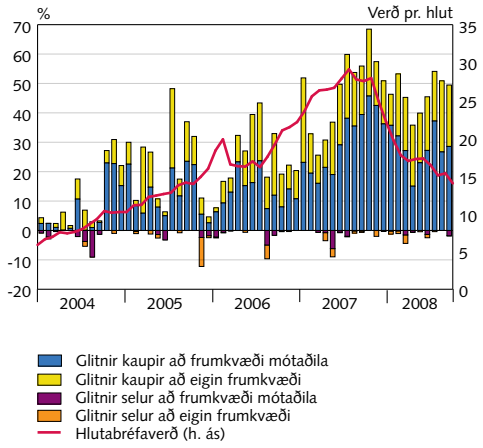
Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 19
Kaup- og söluþrýstingur í Glitni
Samanburður við markaðsverð



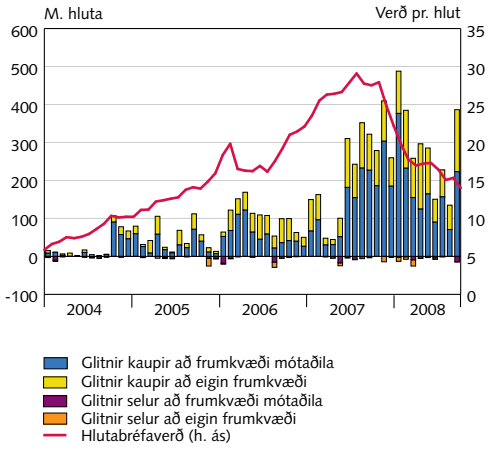
Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 20
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Glitni
Hlutfall af paraðri veltu



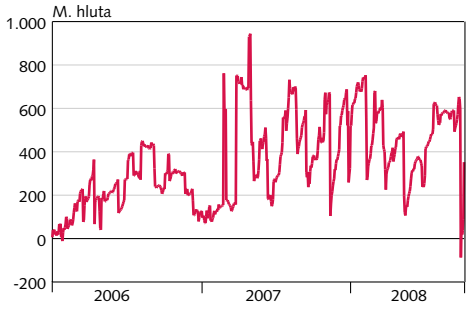
Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf., Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 21
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Glitni
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf., Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 22
Eignarhlutur veltubókar Glitnis



Heimild: Glitnir banki hf.

Tafla 10. Pöruð viðskipti EVG með hlutabréf í Glitni

Hlutfall	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Kaup að frumkvæði EVG	3,40	8,45	9,34	17,70	17,34
Kaup að frumkvæði mótaðila	8,57	12,79	12,44	33,08	27,08
Samanlögð kaup	11,97	21,23	21,77	50,78	44,42
Sala að frumkvæði EVG	0,25	1,19	0,40	0,69	0,76
Sala að frumkvæði mótaðila	0,95	0,70	0,82	0,62	0,60
Samanlögð sala	1,20	1,89	1,22	1,31	1,36

Heimild: Kauphöllin, Glitnir banki hf.

ungis 1,65% á söluhliðinni. Á kauphliðinni voru um 38% viðskipta EVG að eigin frumkvæði og 62% að frumkvæði mótaðilans en 47% sölutilvika komu til að frumkvæði EVG og 53% að frumkvæði mótaðilans. Til þess að kanna þessi viðskipti nánar og þróunina á lengra tímabili má skoða hlutdeild EVG á kaup- og söluhliðinni með hliðsjón af þróun hlutabréfaverðs Glitnis ásamt upplýsingum um hvort viðskiptin hafi átt sér stað að frumkvæði EVG.

Myndirnar sýna hlutfall kaupa og sölu EVG af heildarveltu paraðra viðskipta. Það sem vekur strax athygli þegar myndirnar eru skoðaðar er hversu mikil kaup EVG voru á tímabilinu og hversu lítil salan var. Þegar kaupin voru mest námu þau hátt í 70% af heildarveltu á meðan salan var engin heila 16 mánuði tímabilsins. Jafnframt jukust kaupin talsvert þegar leið á tímabilið. Sé niðurstaðan skoðuð fyrir hvert ár fyrir sig má draga hana saman í töflu, sbr. töflu 10.

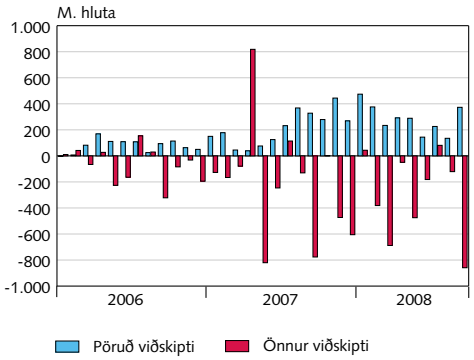
Eins og sjá má var bankinn á kauphlið viðskipta í 11,97–50,78% tilvika á ársgrundvelli. Fyrstu þrjú árin var hlutfallið hæst 21,77% en tvöfaldaðist ríflega síðustu tvö árin. Salan fór aftur á móti aldrei yfir 2% af heildarveltu á ársgrundvelli. Á öllu tímabilinu keyptu EVG 7.738.566.738 hluti umfram þann fjölda sem seldur var en það jafngildir 52% af heildarfjölda útgefinna hlutabréfa við lok tímabilsins. Frá og með ágúst 2007, eftir að hápunkti hlutabréfaverðs Glitnis hafði verið náð, voru kaup EVG umfram sölu á bilinu 36,38–68,48% af heildarveltu paraðra viðskipta.

Ljóst er að í lok tímabilsins hafði EVG ekki eignast rúmlega helming allra hlutabréfa í Glitni, eins og gögn um pöruð viðskipti gætu gefið til kynna, heldur hafa bréfin verið seld með öðrum hætti. Til þess að fá heildarsýn yfir viðskipti EVG með hlutabréf Glitnis er því ekki nóg að skoða einungis pöruð viðskipti heldur þarf einnig að hafa hliðsjón af tilkynntum viðskiptum. Myndin hér til hliðar sýnir hvernig eignarhlutur EVG þróaðist frá upphafi ársins 2006 og fram til hruns bankans í byrjun október árið 2008.

Af ofangreindu má sjá að eignarhluturinn virðist hafa haldist nokkuð stöðugur á árinu 2006 en frá þeim tíma og fram að falli bankans virðist hann hafa verið mjög sveiflukenndur þar sem hann hefur stækkað tiltölulega hratt, nálgast 5% mörkin og minnkað svo í einu skrefi þar á eftir. Á öllu tímabilinu, og sérstaklega á síðari hluta þess, tekur ferill eignarhlutarins á sig form sem mætti líkja við sagarblað þar sem eignarhluturinn stækkar smám saman og hrekkur svo niður í einu stökki. Séu viðskipti aðgreind eftir því hvort um pöruð viðskipti eða önnur viðskipti er að ræða kemur fram nokkuð merkileg mynd. Hún sýnir glögglega að kaup hafa fyrst og fremst farið fram í pöruðum viðskiptum en sala með öðrum hætti, fyrst og fremst í viðskiptum sem síðan eru tilkynnt til Kauphallarinnar eins og áður hefur verið lýst.

Bankinn virðist því kerfisbundið hafa keypt hlutabréf með því að eiga pöruð viðskipti í tilboðabók Glitnis í Kauphöllinni, samið um sölu á bréfum utan Kauphallarinnar og tilkynnt viðskiptin að því loknu. Þessir starfshættir virðast hafa verið við lýði allt frá síðari hluta ársins 2004 þó að ákveðinn vendipunktur hafi verið við mitt ár 2007 þegar hlutabréfaverðið tók að lækka, en þá jukust viðskipti EVG með bréf Glitnis umtalsvert. Eðlilegar ástæður liggja líklega að baki hluta viðskiptanna, svo sem að EVG hafi verið að anna eftirspurn fjárfesta eftir stærri eignarhlut í bankanum. Þó vekur athygli að á öllu tímabilinu eiga kaup sér nær eingöngu stað í pöruðum viðskiptum, hvort sem hlutabréfaverðið var á upp- eða niðurleið. Þetta gefur sterklega til kynna að um frávik frá eðlilegum viðskiptaháttum hafi verið að ræða og að viðskipti EVG hafi ekki verið knúin áfram af eftirspurn annarra fjárfesta. Hefði sú verið raunin hefðu EVG ekki einungis liðkað fyrir kaupum á uppgangstímum, þegar áhugi var á slíku, heldur einnig liðkað fyrir sölu þegar verð lækkaði, s.s. með því að kaupa stærri hluti á undirverði og selja þá svo smám saman á lengra tímabili.

Mynd 23
Skipting viðskipta EVG með hlutabréf í Glitni



Heimild: Glitnir banki hf.

Aðspurður um EVG sem mótaðila í viðskiptum með hlutabréf í Glitni og framboð á bréfunum almennt á síðari hluta tímabilsins sagði Elmar Svavarsson, miðlari hjá Glitni, við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni, að kaupendum hefði fækkað töluvert og að það hefði ekki verið neitt sérlega erfitt að finna aðila sem tilbúnir voru að selja hlutabréf. Einnig sagði hann að eini alvöru kaupandinn að Glitnisbréfum hefði verið veltubók Glitnis (þ.e. EVG) og að hann teldi að viðskiptaháttum bankans mætti líkja við viðskipti Seðlabankans þar sem reynt er að „koma í veg fyrir að það væru of miklar hreyfingar á genginu“.[41] Þó skal hafa í huga að Elmar starfaði ekki fyrir EVG og að því gefnu að aðskilnaður miðlunar og deildar eigin viðskipta hafi haldið eru orð hans einungis til marks um sýn og tilgátur annarra markaðsaðila um viðskipti EVG.

Forstöðumaður markaðsviðskipta Glitnis á þessum tíma og yfirmaður EVG, Jóhannes Baldursson, sagði við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni að hann teldi eftir á að hyggja að það hefði ekki verið heppilegt að bankinn hefði verið viðskiptavaki í eigin bréfum.[42] Almennt um verklag Glitnis sagði hann svo að allir sem hefðu komið að rekstri bankans og hann hefði unnið með hefðu stöðugt verið að vinna að því að bjarga verðmætum fyrir bankann, hluthafa bankans og skuldabréfaeigendur hans.[43] Þegar honum var bent á að bankar sem reyndu „að halda sér lifandi“ tækju ekki alltaf hagkvæmar ákvarðanir frá þjóðhagslegu sjónarmiði, með vísan til þess m.a. að þjóðin hefði verið í ákveðnum ábyrgðum fyrir innlán bankanna, ítrekaði hann að Glitnir hefði verið að reyna að halda sér lifandi. Þá taldi hann það vera klárt mál að einhverjir aðrir hefðu hugsanlega átt að grípa inn í, s.s. Fjármálaeftirlitið.

Samtöl við fyrrgreinda starfsmenn Glitnis renna stoðum undir þá mynd af viðskiptaháttum EVG með hlutabréf í Glitni sem greiningin hér að framan kallar fram, þ.e. að EVG hafi markvisst keypt hlutabréf í bankanum til að milda verðfallið þegar söluþrýstingur myndaðist.

Til þess að kanna nánar viðskipti EVG með hlutabréf í Glitni er mikilvægt að skoða hvort hagnaður eða tap var á viðskiptunum í heild sinni. Ekki reyndist mögulegt að reikna út afkomu EVG fyrir árin 2004 og 2005 út frá þeim

41. Skýrsla Elmars Svavarssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 12.
42. Skýrsla Jóhannesar Baldurssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 16. október 2009, bls. 24.
43. Skýrsla Jóhannesar Baldurssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 16. október 2009, bls. 43.

Tafla 11. Afkoma EVG í viðskiptum með hlutabréf í Glitni

Krónur	*2006*	*2007*	*2008*
Afkoma - árleg uppsöfnun	976.853.780	-4.252.542.973	-6.973.162.827
Afkoma - viðmið	1.846.391.994	-2.801.882.398	-1.858.385.393
Afkoma - uppsöfnun frá 2006	976.853.780	-2.001.342.917	-4.450.637.264

Heimild: Glitnir banki hf.

gögnum sem rannsóknarnefndin hafði aðgang að og því verða einungis birtar afkomutölur frá ársbyrjun 2006 til loka tímabilsins.

Í töflu 11 sést að tap var á viðskiptum Glitnis með eigin hlutabréf á árunum 2007 og 2008. Sé tekið mið af viðskiptum fyrir sömu upphæðir en á meðalverði hvers mánaðar má sjá að í öllum tilvikum var afkoma EVG lakari en viðmiðið. Öll árin munar þar talsverðu og hafa EVG því keypt hlutabréf á verði sem var hærra en meðalverðið og selt á verði sem var lægra. Sé tekið tillit til uppsafnaðrar eignastöðu er afkoman einnig neikvæð árin 2007 og 2008.

Þá skal þess getið að verð hlutabréfanna kann að hafa verið of hátt í ljósi tilrauna bankans til þess að halda því uppi. Þetta gerir það að verkum að virði eignar bankans í eigin hlutabréfum var ofmetið og afkoman þar af leiðandi of há. Því er einnig mikilvægt að skoða aðra þætti sem geta varpað ljósi á umfang viðskiptanna, svo sem heildartekjur og heildarútgjöld EVG í pöruðum viðskiptum með hlutabréf Glitnis.

Tafla 12 sýnir heildartekjur og heildarútgjöld EVG í pöruðum viðskiptum með hlutabréf Glitnis í Kauphöllinni, þ.e. inn- og útflæði fjármagns frá EVG beint í og úr tilboðabók Glitnis.

Tafla 12. Tekjur og útgjöld EVG í pöruðum viðskiptum með hlutabréf í Glitni

Milljónir króna	*2006*	*2007*	*2008*	*Samtals*
Kaup	-18.785	-72.486	-44.724	-135.995
Sala	1.130	1.921	1.335	4.386
Nettó	-17.656	-70.565	-43.389	-131.609

Heimild: Kauphöllin, Glitnir banki hf.

Eins og sjá má var talsvert meiri fjármunum varið til kaupa heldur en komu inn við sölu öll árin sem birt eru. Þannig veitti EVG í heild rétt tæpum 136 milljörðum króna inn í tilboðabók Glitnis í Kauphöllinni á öllu tímabilinu á meðan sala nam einungis um 4,4 milljörðum króna. Þarna er því um að ræða umtalsverða fjármuni sem Glitnir veitti inn á markaðinn með hlutabréf í bankanum sjálfum.

12.6.2.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Glitni

Líkt og í tilfelli Kaupþings er vert að draga saman heildstæða mynd af stórum viðskiptum einstakra aðila með hlutabréf í Glitni. Eins og áður mun athyglin beinast sérstaklega að tímasetningu viðskiptanna, fjármögnun þeirra og tengslum viðskiptamanna við Glitni en ítarlega umfjöllun um viðskiptin og tiltekna viðskiptavini bankans má finna í kafla 12.8. Í ljósi umfjöllunarinnar hér að framan er rétt að beina sérstaklega athyglinni að þeim viðskiptum þar sem bankinn veitti lánafyrirgreiðslu vegna kaupa á hlutum í bankanum. Fram hefur komið að EVG keypti kerfisbundið hlutabréf í bankanum við sjálfvirka

pörun viðskipta í Kauphöllinni og seldi aftur í tilkynntum viðskiptum. Ef bankinn hefur veitt mikla fyrirgreiðslu vegna kaupa á hlutabréfum í sjálfum sér er ljóst að bankinn hefur áfram borið mikla áhættu af bréfunum. Tafla 13 sýnir stærstu einstök viðskipti sem fram fóru með bréf Glitnis frá síðari hluta ársins 2007 og fram til hruns bankans árið 2008. Það skal tekið fram að í þeim tilfellum sem Glitnir banki hf., safnskráning 2, er skráður kaupandi er í raun um að ræða kaup félagsins Salt Financials (kt. 550908-1070) þann 18. september 2008 og S. Á. Bollasonar (kt. 640608-1450) þann 22. september 2008. Lánafyrirgreiðslan sem Salt Financials naut er nánar útlistuð í kafla 12.8 en tölvubréfasamskipti nokkurra af æðstu stjórnendum bankans hafa vakið athygli rannsóknarnefndarinnar. Hinn 2. september 2008 sendi Rósant Már Torfason, fjármálastjóri Glitnis á þeim tíma, eftirfarandi tölvubréf til Lárusar Welding, forstjóra, Einars Arnar Ólafssonar og Vilhelms Más Þorsteinssonar: „Vil vekja athygli á því að staða bankans í eigin bréfum er orðin mjög þung og því skynsamlegt að nálgast nýja aðila með það í huga að koma gömlum bréfum í lóg. RMT.“[44] Lárus Welding svaraði því til að Ingi Rafnar Júlíusson væri í viðræðum við Salt Investments, Þórð Má Jóhannesson, Sigurð Bollason, Sund og ónefnda aðila í sjávarútvegi.[45] Þetta þykir sýna að æðstu stjórnendur bankans hafi verið meðvitaðir um stöðu bankans í eigin bréfum og höfðu aðkomu að, eða voru upplýstir um, kaup viðskiptavina bankans á hlutabréfum af bankanum. Umfjöllun um þær lánafyrirgreiðslur sem viðkomandi félög og

Tafla 13. Stór viðskipti með Glitni 2007–2008

Dags.	*Tegund*	*Kennitala*	*Nafn*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Verð*
21.5.2007	Kaup	5203079820	FIM Pankkiiriliike Oy	4.489	181.000.000	24,80
13.7.2007	Kaup	6812902229	CDG ehf	2.633	100.000.000	26,33
5.9.2007	Kaup	5807061260	Gnúpur fjárfestingafélag ehf	4.471	150.000.000	29,81
5.9.2007	Kaup	5807061260	Gnúpur fjárfestingafélag ehf	1.643	57.000.000	28,82
26.9.2007	Kaup	5912051100	Kristinn ehf	6.031	212.000.000	28,45
26.9.2007	Kaup	5912051100	Kristinn ehf	1.167	41.000.000	28,45
7.11.2007	Kaup	6202002120	BK-44 ehf	3.780	150.000.000	25,20
13.11.2007	Kaup	6610072140	Stím ehf	16.320	640.000.000	25,50
21.12.2007	Kaup	4103061740	Salt Investments ehf	7.451	341.000.000	21,85
28.12.2007	Kaup	6609061500	Langflug ehf	2.970	135.000.000	22,00
28.12.2007	Kaup	6408061250	FS7 ehf	2.222	101.000.000	22,00
12.2.2008	Kaup	4602042670	IceProperties ehf	4.446	260.000.000	17,10
13.2.2008	Kaup	4301080690	Rákungur ehf	5.138	297.000.000	17,30
18.2.2008	Sala	…	Benedikt Sveinsson	547	30.000.000	18,23
14.4.2008	Kaup	4106042560	KÞG Holding ehf	980	58.000.000	16,90
14.4.2008	Kaup	4106042640	HG Holding ehf	321	19.000.000	16,90
25.4.2008	Sala	6202002120	BK-44 ehf	506	30.000.000	16,85
8.9.2008	Kaup	6003902289	Atorka Group hf	1.438	99.000.000	14,53
18.9.2008	Kaup	6606013170	Glitnir banki hf, safnskráning 2	4.932	370.000.000	13,33
22.9.2008	Kaup	6606013170	Glitnir banki hf, safnskráning 2	4.307	297.000.000	14,50
1.10.2008	Sala	5912051100	Kristinn ehf	611,1	126.000.000	4,85

Heimild: Glitnir banki hf.

44. Tölvubréf Rósants Más Torfasonar til Lárusar Welding, Einars Arnar Ólafssonar og Vilhelms Más Þorsteinssonar, 2. september 2008.
45. Tölvubréf Lárusar Welding til Rósants Más Torfasonar, Einars Arnar Ólafssonar og Vilhelms Más Þorsteinssonar, 2. september 2008.

Tafla 14. Kaup stjórnenda Glitnis í maí árið 2008

Dags.	*Kennitala*	*Nafn*	*Starfsmaður*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Verð*
15.5.2008	4705080780	Gnómi ehf	Jóhannes Baldursson	782	46.000.000	17,00
15.5.2008	4705080350	AB 154 ehf	Vilhelm Már Þorsteinsson	787	46.000.000	17,10
15.5.2008	4705083100	Strandatún ehf	Rósant Már Torfason	782	46.000.000	17,00
15.5.2008	4705080270	Margin ehf	Magnús Arnar Arngrímsson	787	46.000.000	17,10
15.5.2008	4705080190	Einarsmelur 18 ehf	Einar Örn Ólafsson	782	46.000.000	17,00
15.5.2008	4705080430	HEKT ehf	Eggert Þór Kristófersson	510	30.000.000	17,00
16.5.2008	4705080940	Langidalur ehf	Magnús Pálmi Örnólfsson	519	30.000.000	17,30
16.5.2008	4705081160	AB 158 ehf	Ingi Rafnar Júlíusson	519	30.000.000	17,30
16.5.2008	4705081240	Skebbi ehf	Rúnar Jónsson	346	20.000.000	17,30

Heimild: Glitnir banki hf.

einstaklingar nutu er að finna í kafla 12.7. Það er þó ljóst að í flestum tilfellum hefur verið um umtalsverðar lánveitingar að ræða.

Til viðbótar við þau viðskipti sem greint er frá hér að ofan ber að nefna að helstu stjórnendur bankans keyptu hluti í maí árið 2008. Nánar er fjallað um þessi viðskipti í kaflanum um hvatakerfi. Hlutirnir voru allir skráðir á eignarhaldsfélög í eigu viðkomandi yfirmanna og seljandi bréfanna var deild eigin viðskipta bankans, EVG. Voru viðskiptin fjármögnuð næstum að fullu af bankanum og kom fram í skýrslu Jóhannesar Baldurssonar að eigið fé hans félags var í lágmarki og ábyrgð eiganda engin umfram það. Má gera ráð fyrir að svipað hafi gilt um hin eignarhaldsfélögin. Tafla 14 sýnir lista yfir umrædd kaup stjórnenda.

Við skýrslutökur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram hjá starfsmönnum Glitnis að þeir teldu tilgang ofangreindra viðskipta stjórnenda fyrst og fremst vera að umbuna þeim fyrir vel unnin störf við úrlausn vandamála bankans en í máli Jóhannesar Baldurssonar kom fram að hann hefði litið á viðskiptin sem eins konar kauprétt að hlutum í bankanum.[46] Sett í samhengi við stöðu EVG í hlutabréfum í bankanum sjálfum á þeim tíma sem ofangreind viðskipti fóru fram má þó ljóst vera að eignarhlutur bankans hafi verið kominn nærri þeim mörkum sem gilda um flöggunarskyldu á eignarhlut í eigin bréfum. Því vaknar sú spurning hvort stjórnendur bankans hafi talið það hag bankans að losa hann við viðkomandi eignarhlut með lánveitingum til þeirra sjálfra til þess að hefta ekki frekari kaup veltubókar bankans á hlutum í bankanum til að mæta miklum söluþrýstingi. Aðspurður hafnaði Jóhannes Baldursson þessari skýringu alfarið og sagði engin tengsl hafa verið á milli lánveitinga til hlutabréfakaupa stjórnenda og stöðu deildar eigin viðskipta bankans. Ennfremur tók hann fram að ekki hefði verið birt tilkynning um viðskipti þessara aðila þar sem ekki hefði verið um innherja að ræða og því hefði gjörningnum sem slíkum ekki verið ætlað að auka traust á bankanum út á við.[47] Að lokum má nefna að sérstaklega stór hluti hlutabréfakaupa í Glitni var fjármagnaður af bankanum með svokölluðum framvirkum samningum. Ítarlega umfjöllun um þá má finna í kafla 8.0 en eins og fram hefur komið má líta á framvirka samninga um hlutabréfakaup sem eina tegund lána til hlutabréfakaupa.

46. Skýrsla Jóhannesar Baldurssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis, 16. október 2009, bls. 39.
47. Skýrsla Jóhannesar Baldurssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis, 16. október 2009, bls. 37–40.

Viðskipti stjórnenda Glitnis árið 2005

Rammagrein 3

Til skoðunar voru tekin viðskipti fyrrum stjórnenda Glitnis með hlutabréf í bankanum í maí árið 2005. Um er að ræða viðskipti átta eignarhaldsfélaga í eigu forstjóra bankans, formanns bankaráðs, framkvæmdastjóra Sjóvár-Almennra tryggginga hf. og fimm framkvæmdastjóra bankans sem allir voru fruminnherjar á þeim tíma er viðskiptin fóru fram. Nokkur atriði vekja sérstaka athygli þegar viðskiptin eru skoðuð nánar:

- Í tilfellum forstjóra og framkvæmdastjóra virðist fjárfestingartími viðskiptanna vera mjög stuttur eða þrír mánuðir sem er lágmarksfjárfestingartími fyrir fruminnherja. Að sama skapi er hagnaður af viðskiptunum töluverður.
- Viðskiptin voru fjármögnuð að fullu með lánum. Í tilfelli fyrrum formanns bankaráðs var um lánafyrirgreiðslu Glitnis að ræða en í tilviki hinna voru kaupin að mestu fjármögnuð af Kaupþingi. Athygli vekur að Milestone Import Export ltd. fjármagnaði 20% af kaupum forstjóra og framkvæmdastjóra á móti Kaupþingi.
- Í ljósi fyrrnefndrar lánafyrirgreiðslu Milestone Import Export ltd. er vert að hafa í huga hagsmuni Milestone hf. á þeim tíma er viðskiptin fóru fram en hinn 19. apríl 2005 seldi þáverandi Íslandsbanki hf. Milestone hf. 66% hlut bankans í Sjóvá-Almennum. Nokkrar deilur spruttu upp um þá sölu innan stjórnar bankans og málið vakti talsverða athygli í fjölmiðlum á sínum tíma.
- Jafnframt voru málefni Milestone Import Export ltd. til meðferðar hjá áhættunefnd bankans á þessum tíma og áttu einhverjir ofangreindra framkvæmdastjóra sæti í þeirri nefnd.

Rannsóknarnefnd Alþingis hefur aflað ítarlegra gagna um ofangreind viðskipti og verður fjallað um þau hér að neðan og reynt að varpa ljósi á allar aðstæður eins og unnt er.

Umrædd hlutabréfakaup áttu sér stað 31. maí 2005 og var um að ræða kaup félaga í eigu nokkurra stjórnenda í þáverandi Íslandsbanka hf. (síðar Glitnis hf.) á 240 milljónum hluta í bankanum á viðskiptagenginu 13,41 krónur á hlut.[1] Þar sem um fruminnherja í bankanum var að ræða voru viðskiptin tilkynnt til Kauphallarinnar eins og lög um upplýsingaskyldu kveða á um. Lista yfir umrædd félög og eigendur þeirra á þeim tíma er viðskiptin fóru fram er að finna í töflu 1. Öll félögin voru að öllu leyti í eigu viðkomandi stjórnenda utan eitt, Coot ehf., en það var að 50% í eigu Bertu Gerðar Guðmundsdóttur árið 2005.[2] Viðskiptin voru gerð upp þann 4. júlí 2005.

Hinn 1. september 2005, eða um þremur mánuðum síðar, seldu öll þessi félög, nema Hrómundur ehf., umrædd hlutabréf aftur og var sala fruminnherja tilkynnt til Kauphallar eins og vera ber. Alls voru seldar 268 milljónir hluta og því var um fleiri hluti að ræða heldur en upphaflega voru keyptir. Tafla 2 sýnir yfirlit yfir kaup og sölu einstakra félaga á umræddum dögum.

1. Raunar gefur tilkynning til Kauphallar til kynna að viðskiptagengi hafi verið 13,3 en önnur gögn sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur undir höndum sýna að viðskiptagengi var 13,41.
2. Heimild: Hlutafjármiðar afhentir ríkisskattstjóra.

Tafla 1. Einkahlutafélög í eigu stjórnenda Íslandsbanka hf. árið 2005

Nafn félags	*Kennitala félags*	*Nafn eiganda*	*Staða eiganda innan bankans*
Sjávarsýn ehf	460404-2820	Bjarni Ármannsson	Forstjóri
Coot ehf	460404-2660	Þorgils Óttar Mathiesen (50%)	Framkvæmdastjóri Sjóvár-Almennra
Gani ehf	460404-3040	Tómas Kristjánsson	Framkvæmdastjóri fjármálasviðs
Snæból ehf	460404-3630	Finnur Reyr Stefánsson	Framkvæmdastjóri markaðsviðskipta
Eignarhaldsfélagið Teitur ehf	460404-3710	Haukur Oddsson	Framkvæmdastjóri viðskiptabanka- og rekstrarsviðs
ÞJDJ ehf	500205-0670	Jón Diðrik Jónsson	Framkvæmdastjóri fjárfestinga- og alþjóðasviðs
Fausken ehf.	480705-0920	Frank Ove Reite	Framkvæmdastjóri Íslandsbanka í Noregi
Hrómundur ehf	491188-2519	Einar Sveinsson	Formaður bankaráðs

Heimild: Ríkisskattstjóri.

Viðskiptagengi bréfanna við sölu var 15,25 krónur á hlut og er því ljóst að viðkomandi stjórnendur höfðu nokkurn hagnað af þessum viðskiptum þar sem kaupgengið var 13,41. Ef einungis er tekið tillit til þess fjölda hluta sem keyptur var þann 31. maí 2005 hefur félag forstjóra bankans, Bjarna Ármannssonar, hagnast um 184 milljónir króna. Eins hafa félög framkvæmdastjóra bankans hagnast um 31,3 milljónir króna. Hér er ekki tekið tillit til hugsanlegra þóknanagreiðslna til miðlunar bankans vegna viðskiptanna og vaxtagreiðslna vegna fjármögnunar á viðskiptunum. Þó er ljóst að um umtalsverðan hagnað viðkomandi stjórnenda er að ræða á mjög stuttu tímabili. Félag í eigu þáverandi formanns bankaráðs, Einars Sveinssonar, mun ekki hafa selt nein hlutabréf á umræddu tímabili og því er ekki fjallað um hagnað af viðskiptum hans.

Við könnun á fjármögnun ofangreindra viðskipta kemur í ljós að þau voru fjármögnuð að fullu með lántökum. Upphaflega mun hafa verið áformað að Íslandsbanki fjármagnaði kaupin og að félögin hefðu greiðslufrest til 4. júlí 2005 en í fundargerð stjórnar bankans frá 20. júní 2005 kemur fram að fallið hafi verið frá þessu í ljósi þeirrar umræðu sem um málið hefði skapast í fjölmiðlum. Þó voru kaup félags stjórnarformanns bankans, Hrómundar ehf., fjármögnuð af bankanum.[3] Stjórnendur bankans voru því í samskiptum við

Tafla 2. Viðskipti eignarhaldsfélaga í eigu stjórnenda Íslandsbanka hf. árið 2005

Nafn félags	*Dags. uppgjörs*	*Teg.*	*Fjöldi hluta*	*Verð*	*Upphæð (m. kr.)*
Sjávarsýn ehf	4. 7. 2005	Kaup	100.000.000	13,41	1.341
Sjávarsýn ehf	1. 9. 2005	Sala	118.000.000	15,25	1.800
Coot ehf	4. 7. 2005	Kaup	17.000.000	13,41	228
Coot ehf	1. 9. 2005	Sala	27.000.000	15,25	412
Gani ehf	4. 7. 2005	Kaup	17.000.000	13,41	228
Gani ehf	1. 9. 2005	Sala	27.000.000	15,25	412
Snæból ehf	4. 7. 2005	Kaup	17.000.000	13,41	228
Snæból ehf	1. 9. 2005	Sala	27.000.000	15,25	412
Eignarhaldsfélagið Teitur ehf	4. 7. 2005	Kaup	17.000.000	13,41	228
Eignarhaldsfélagið Teitur ehf	1. 9. 2005	Sala	27.000.000	15,25	412
ÞJDJ ehf	4. 7. 2005	Kaup	17.000.000	13,41	228
Hrómundur ehf	4. 7. 2005	Kaup	38.000.000	13,41	510

Heimild: Glitnir banki hf.

3. Heimild: Lánabók Glitnis sem afhent var rannsóknarnefnd Alþingis.

Tafla 3. Greiðslur sem fóru milli eignarhaldsfélaga, Kaupþings og Milestone Import Export

	Innborgun í júlí 2005		*Útborgun í september 2005*		
Félag	*Milestone Import Export ltd.*	*Kaupþing hf.*	*Milestone Import Export ltd.*	*Kaupþing hf.*	*Innb. - útb.*
Sjávarsýn ehf	268.601.667	1.072.423.333	273.664.191	1.092.309.480	-24.948.671
Coot ehf	45.683.033	182.311.967	46.453.320	185.599.279	-4.057.599
Gani ehf	45.683.033	182.311.967	46.453.320	185.713.746	-4.172.066
Snæból ehf	45.683.033	182.311.967	46.453.320	185.599.279	-4.057.599
Eignarhaldsfélagið Teitur ehf	45.683.033	182.311.967	46.453.320	185.599.279	-4.057.599
ÞJDJ ehf	45.683.033	182.311.967	46.453.320	185.599.279	-4.057.599
Fausken ehf	57.052.531	170.917.469	58.131.473	174.000.915	-4.162.388
Samtals	554.069.363	2.154.900.637	564.062.264	2.194.421.257	-49.513.521

Heimild: Glitnir banki hf.

önnur innlend fjármálafyrirtæki um fjármögnun kaupanna.[4] Þannig fór að lokum að Kaupþing veitti félögum forstjóra og framkvæmdastjóra bankans lán fyrir um 80% af kaupverðinu að jafnaði og voru lánin veitt til þriggja mánaða og báru 11,3% vexti. Einnig vekur athygli að félagið Milestone Import Export ltd., sem er hluti af Milestone samstæðunni og skráð á bresku jómfrúaeyjunum, lánaði viðkomandi stjórnendum bankans fyrir því sem eftir stóð af kaupverði hlutabréfanna eða jafnan um 20% af því. Rannsóknarnefndin hefur undir höndum afrit af lánasamningi milli Milestone Import Export og eins af eignarhaldsfélögum framkvæmdastjóranna. Þar kemur fram að lánið skuli endurheimtast að fullu 4. október 2005 og að vextir taki mið af þriggja mánaða REIBOR vöxtum (sem á þeim tíma voru 9,3%) að viðbættu 2% vaxtaálagi, samtals 11,3% vextir. Engar sérstakar tryggingar eru fyrir lánveitingunni en lántaki skuldbindur sig til þess að stunda ekki aðra starfsemi en þá sem felst í eignarhaldi á hlutabréfum í Íslandsbanka. Tafla 3 sýnir inn- og útborganir þær sem fóru á milli reikninga viðkomandi félaga annars vegar og Kaupþings og Milestone Import Export hins vegar. Gögnin eru unnin upp úr reikningsyfirlitum eignarhaldsfélaganna sem Íslandsbanki hf. afhenti rannsóknarnefnd Alþingis. Mismun á innborgun og útborgun má skýra með vaxtakostnaði og lántökugjöldum.

Hagsmunir Milestone samstæðunnar

Í ljósi lánveitinga Milestone Import Export til stjórnenda Íslandsbanka er vert að huga að hagsmunum eigenda Milestone hf. árið 2005 gagnvart bankanum og hugsanlegum hagsmunaárekstrum sem orðið gátu milli Milestone hf. og yfirstjórnar bankans. Ber þar fyrst og fremst að benda á að 19. apríl 2005, þ.e. 12 dögum áður en tilkynnt var um kaup stjórnendanna á hlutabréfum í Íslandsbanka, var ákveðið að Íslandsbanki skyldi selja Milestone hf. 66% hlut bankans í Sjóvá-Almennum tryggingum hf. Hér kann því að skipta máli hver aðkoma umræddra stjórnenda bankans var að ákvörðunum um söluna og fjármögnun þeirra viðskipta og þá sérstaklega í ljósi lánveitinga Milestone Import Export.

Umrædd sala á Sjóvá til Milestone hf. varð tilefni skoðanaskipta og umræðu í stjórn bankans og var til meðferðar hjá Fjármálaeftirlitinu. Þegar fundargerðir bankaráðs Íslandsbanka eru skoðaðar er ljóst að frá upphafi var Milestone,

4. Fundargerð 115. fundar stjórnar Íslandsbanka sem var haldinn mánudaginn 20. júní 2005. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Róbert Melax, Karl Wernersson, Tómas Sigurðsson, Þórarinn V. Þórarinsson, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.

félag í eigu Karls Wernerssonar, stjórnarmanns bankans, kynnt sem líklegur kaupandi. Þó kemur fram vilji stjórnar til að fá utanaðkomandi verðmat sem og það sjónarmið að söluferlið þurfi að vera óaðfinnanlegt.[5] Í samræmi við þetta var gert samkomulag við Morgan Stanley um að vinna verðmat á Sjóvá. Í fundargerð kemur jafnframt fram að tilboð Karls Wernerssonar verði líklega um 26 milljarðar króna sem muni skila um 4 milljörðum í hagnað.[6]

Hinn 19. apríl 2005 var stjórn bankans kynnt verðmat Morgan Stanley og taldi fyrirtækið sanngjarnt verð vera 14,5 til 16 milljarðar króna en verðmatssvið á bilinu 9,5 milljarðar til 24 milljarðar. Fyrirtækið taldi jafnframt að heppilegt gæti verið að leita fleiri tilboða í eignina. Að mati þess var tilboð Milestone mjög hagstætt en þó var bent á að bankinn bæri enn töluverða áhættu af Sjóvá vegna lánafyrirgreiðslu bankans við kaupin. Að lokum kemur fram að „valið sé í raun um öruggt hagstætt tilboð – sem hugsanlega yrði dregið til baka – og óvíst betra tilboð sem ekki sé komið fram."

Nokkrar umræður munu hafa spunnist um söluna á ofangreindum stjórnarfundi. Í fundargerð kemur fram að Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf. hafi óskað eftir því að koma að sölunni en þeir Einar Sveinsson, formaður bankaráðs, og Bjarni Ármannsson, forstjóri, hafi lýst þeirri afstöðu sinni að það væri ekki heppilegt í ljósi þess að um samkeppnisaðila væri að ræða og að stefna bankans væri að eiga áfram hlut í félaginu. Fram kemur í máli Bjarna að hann viti um einn annan hugsanlegan kaupanda annan en Karl Wernersson. Svo fór að lokum að ákveðið var með atkvæðagreiðslu að ganga að tilboði Milestone sem gilti til kl. 16:00 næsta dag. Atkvæði með sölunni til Milestone greiddu Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Róbert Melax og Tómas Sigurðsson en Steinunn Jónsdóttir sat hjá og Þórarinn V. Þórarinsson og Úlfar Steindórsson greiddu atkvæði á móti.

Úlfar Steindórsson óskaði eftir því að bókað væri „að ferlið væri búið að standa yfir í fjórar vikur og ekki hefði verið reynt að ræða við aðra aðila en Karl. Hann teldi að meðferðin á sölu Sjóvá væri ekki hafin yfir þá gagnrýni sem rædd var á Hótel Rangá. Hann teldi að verið væri að kalla yfir sig óánægju hluthafa ef þeir teldu að ekki hefði verið látið á það reyna hvort hægt væri að selja hlutinn hærra verði eða öll hlutabréfin. Því til viðbótar væri verið að taka áhættuna að stórum hluta á Sjóvá áfram vegna fjármögnunar stærsta hluta kaupanna. Afstaða meirihluta stjórnar væri óeðlileg og óskynsamleg."

Þórarinn V. Þórarinsson, stjórnarmaður, óskaði eftir því að bókað yrði „að hann greiddi atkvæði gegn sölunni þar sem hann teldi ákvörðunina ganga gegn ráðum Morgan Stanley um fyrirkomulag og tryggði ekki að hæsta verð fengist fyrir þessa eign bankans".

Steinunn Jónsdóttir óskaði eftir því að bókað yrði „að ástæða hlutleysis síns í málinu væri trú á að sala á Sjóvá í heild sinni væri hagkvæmasti kosturinn fyrir hluthafa bankans".[7]

---

5. Fundargerð 107. fundar bankaráðs Íslandsbanka, liður 6.C, sem var haldinn þriðjudaginn 14. mars 2005 kl. 14:00 að Hótel Rangá. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Úlfar Steindórsson, Róbert Melax, Steinunn Jónsdóttir, Þórarinn V. Þórarinsson, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.
6. Fundargerð 108. fundar bankaráðs Íslandsbanka, liður 8.B., sem var haldinn þriðjudaginn 5. apríl 2005. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Guðmundur Ásgeirsson, Úlfar Steindórsson, Róbert Melax, Steinunn Jónsdóttir, Þórarinn V. Þórarinsson, Karl Wernersson, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.
7. Fundargerð 109. fundar stjórnar Íslandsbanka sem var haldinn þriðjudaginn 19. apríl 2005. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Úlfar Steindórsson, Róbert Melax, Steinunn Jónsdóttir, Þórarinn V. Þórarinsson, Tómas Sigurðsson, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.

Því er ljóst að þónokkrar deilur urðu í stjórn bankans um söluferlið og þá staðreynd að kaupin voru fjármögnuð af bankanum. Aftur dró svo til tíðinda á stjórnarfundi þann 3. maí 2005 þar sem kynnt var bréf Kristins Bjarnarsonar, hrl., til forstjóra þess efnis að Straumur-Burðarás hf. hefði sent Fjármálaeftirlitinu erindi þar sem óskað væri eftir rannsókn á sölu hlutar bankans í Sjóvá og því að gripið yrði til viðeigandi ráðstafana. Einnig var lýst þeirri afstöðu Straums að þeir stjórnarmenn sem að ákvörðun um söluna stóðu kynnu að hafa bakað sér bóta- og/eða refsiábyrgð. Um viðbrögð stjórnarmanna við bréfi þessu segir í fundargerð[8] að Úlfar Steindórsson hafi talið að „afstaða Fjármálaeftirlitsins til hæfis kaupandans til að eiga Sjóvá fæli í sér lokaafstöðu til málsins og að vandséð væri að hagsmunum hluthafa og bankans væri best borgið með því að halda málinu áfram eftir það, óháð bréfinu.“[9] Um viðbrögð annarra fundarmanna við bréfinu er ekki getið í fundargerðinni. Í sömu fundargerð kemur jafnframt fram gagnrýni Úlfars Steindórssonar á ummæli Einars Sveinssonar í fjölmiðlum um ráðgjöf Morgan Stanley þar sem stjórnarformaðurinn hefði sagt að salan hefði verið að ráðum þess fyrirtækis. Einar mun hafa hafnað þessu og ekki talið sig hafa farið út fyrir mörk þess sem honum væri heimilt. Í framhaldi af þessu tók Fjármálaeftirlitið söluferlið á Sjóvá til skoðunar og varð því nokkur bið á því að salan gengi að fullu í gegn en hún var að lokum samþykkt. Salan var að hluta fjármögnuð af Glitni en samkvæmt lánabók bankans sem afhent var rannsóknarnefnd Alþingis fékk Milestone rúmlega 14 milljarða króna lán árið 2005 og var það rúmlega helmingur af kaupverðinu. Skal það einnig nefnt að árið 2005 fékk Milestone alls 4.120 milljóna króna arðgreiðslu frá Sjóvá-Almennum, 6.000 milljónir króna árið 2006 og 7.300 milljónir króna árið 2007. Alls greiddi því Sjóvá Milestone 17.420 milljónir króna í arð á þessum þremur árum.[10]

Til viðbótar við þá hagsmuni Milestone samstæðunnar sem raktir eru hér að ofan má nefna að málefni Milestone Import Export ltd. voru til meðferðar hjá áhættunefnd þáverandi Íslandsbanka hf. eftir þau viðskipti yfirstjórnenda sem fjallað er um hér að framan. Meðal nefndarmanna í áhættunefndinni voru Tómas Kristjánsson, Finnur Reyr Stefánsson og Haukur Oddsson og komu þeir því að ákvörðunum um málefni Milestone Import Export Ltd.

Aðkoma regluvörslu að viðskiptum stjórnenda með hlutabréf í Glitni

Fjallað er um hlutverk regluvarða bankanna í tengslum við verðbréfaviðskipti í kafla um upplýsingaskyldu hér að neðan. Þar kemur m.a. fram að svo virðist sem regluverðir bankanna hafi ekki haft nægilegt aðgengi að upplýsingum og nægilegt sjálfstæði innan bankanna til að sinna skyldum sínum eins og nauðsynlegt var. Að því er varðar þau viðskipti sem fjallað er um hér að framan er vert að kanna aðkomu regluvarðar enda var þar um að ræða hlutabréfakaup fruminnherja í bankanum. Umfjöllunin grundvallast fyrst og fremst á frásögn fyrrverandi regluvarðar Íslandsbanka, Arnars Þórs Jónssonar, héraðsdómslög-

8. Fundargerð 111. fundar stjórnar Íslandsbanka sem var haldinn þriðjudaginn 3. maí 2005. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Úlfar Steindórsson, Róbert Melax, Steinunn Jónsdóttir, Orri Vigfússon, Guðmundur Ólason, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.
9. Fundargerð 111. fundar stjórnar Íslandsbanka sem var haldinn þriðjudaginn 3. maí 2005. Viðstaddir voru: Einar Sveinsson, Jón Snorrason, Úlfar Steindórsson, Róbert Melax, Steinunn Jónsdóttir, Orri Vigfússon, Guðmundur Ólason, Bjarni Ármannsson og Einar Páll Tamimi.
10. Heimild: Tölvupóstur frá skiptastjóra Milestone ehf. til rannsóknarnefndar Alþingis.

manns, við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis. Það skal tekið fram að á þeim tíma sem viðskiptin fóru fram var Arnar ekki starfandi regluvörður en átti að taka við því starfi skömmu síðar og var því þáverandi regluverði, Helgu Hlín Hákonardóttur, til aðstoðar við vinnu hennar vegna þessara viðskipta. Það skal einnig tekið fram að Arnar óskaði að fyrra bragði eftir því að ræða við nefndina um þetta mál. Arnar lýsir því að hafa í maí árið 2005 fengið símtal frá einum af framkvæmdastjórum bankans klukkan 8 að kvöldi dags þar sem honum var tilkynnt að umrædd viðskipti væru á döfinni og að þau skyldi afgreiða daginn eftir:

„[…]og það svona kom dálítið á mig og mér fannst þetta óþægilegt að það skyldi vera hringt í mig svona seint á degi út af viðskiptum sem átti greinilega að tilkynna til Kauphallar fyrir klukkan tíu morguninn eftir. Og það var ekki bara hringt í mig, það var auðvitað hringt í starfandi regluvörð bankans, sem var Helga Hlín, og við vorum bæði á línunni að tala við þennan framkvæmdastjóra. Hann segir okkur undan og ofan af þessu og við spyrjum hann hvort það sé eitthvað þarna sem eigi að valda því að við þurfum að skoða þetta nánar. Við fengum bara það svar að svo væri alls ekki. Símtalinu lauk í raun með því að þetta var samþykkt[…].“ [11]

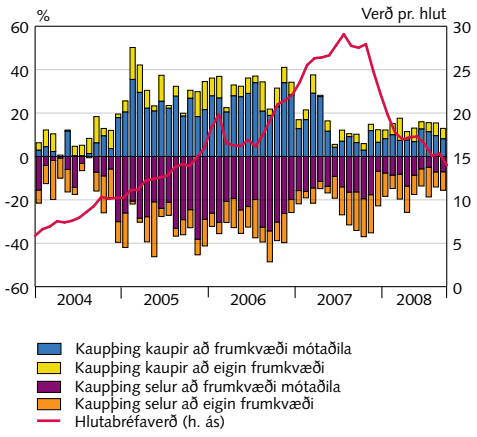
Svo fór því að viðskiptin voru tilkynnt daginn eftir til Kauphallarinnar eins og vera ber um viðskipti fruminnherja en ljóst er að mikill flýtir hefur verið á málinu og framangreind lýsing bendir til þess að regluvörður hafi ekki fengið eðlilegt svigrúm til að leggja mat á þessi viðskipti m.a. í ljósi aðkomu hlutaðeigandi starfsmanna bankans að sölunni á Sjóvá og fjármögnun hennar með tilliti til hugsanlegra innherjaupplýsinga.

11. Skýrsla Arnars Þórs Jónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. júní 2009, bls. 3.

12.6.2.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja

Ljóst er af umfjölluninni hér að framan að hlutdeild EVG í viðskiptum með hlutabréf í bankanum var umtalsverð. Til að draga fram heildarmynd af viðskiptum með hlutabréfin er þó nauðsynlegt að kanna umsvif annarra stórra aðila á markaði. Í þessum kafla verða sérstaklega skoðuð viðskipti annarra fjármálafyrirtækja, sér í lagi viðskipti Kaupþings og Landsbankans með hlutabréf í Glitni. Myndir 24 og 25 sýna þróun viðskipti deilda eigin viðskipta Kaupþings og Landsbankans með hlutabréf í Glitni sem hlutfall af veltu.

Mynd 24
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Glitni
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Eins og sjá má voru EVK mjög virkur aðili í viðskiptum með hlutabréf í Glitni, bæði á kaup- og söluhliðinni, en Kaupþing var viðskiptavaki með hlutabréf í Glitni allt frá desember 2004. Yfir mestan hluta tímabilsins eru kaup og sala EVK nokkuð svipuð en þegar líður á síðari hluta þess, eða um og eftir að hlutabréfaverð Glitnis náði hámarki, fóru EVK að vera nokkru atkvæðameiri á söluhliðinni. Á tímabilinu júlí 2007 til loka september 2008 var hlutdeild EVK á kauphliðinni um 13% en söluhlutdeildin var 23%.

Deild eigin viðskipta Landsbankans (EVL) átti nokkuð takmörkuð viðskipti með hlutabréf í Glitni og voru þau sérstaklega lítil á síðari hluta tímabilsins. Á því tímabili var þó eitthvað meira um sölu en í ljósi þess hversu lítil viðskiptin voru þykir ekki ástæða til þess að greina þau frekar.

12.6.2.5 Niðurstöður og ályktanir

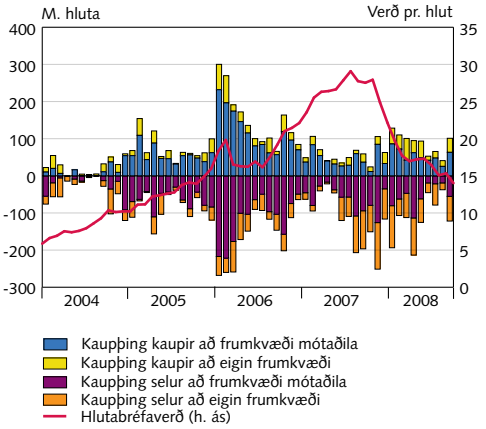
Greiningin hér að ofan á verðþróun hlutabréfa í Glitni hefur leitt í ljós að líkt og í tilfelli Kaupþings voru umsvif bankans sjálfs í viðskiptum með hlutabréfin umtalsverð. Ljóst er að framan af hefur verðþróun hlutabréfa í Glitni fylgt almennum verðhækkunum á hlutabréfum á Íslandi en hér að framan hafa verið leiddar líkur að því að sú hækkun hafi að miklu leyti verið drifin áfram af auknum lánveitingum til hlutabréfakaupa og vanmati á þeirri áhættu sem því fylgir. Með sömu rökum og áður telur rannsóknarnefndin verulega óheppilegt að bankinn sjálfur skuli hafa litið á sig sem viðskiptavaka í eigin bréfum jafnvel þótt slíkt sé ekki óheimilt samkvæmt lögum um verðbréfaviðskipti. Ennfremur getur rannsóknarnefnd Alþingis ekki fallist á það sjónarmið að um eðlilega viðskiptavakt af hálfu Glitnis hafi verið að ræða þegar gengi bréfanna tók að lækka síðla árs 2007. Nefndin bendir þar til samanburðar og sem dæmi um eðlilega viðskiptavakt á viðskipti hinna bankanna með hlutabréf í Glitni. Rannsóknarnefndin telur að mikið ójafnvægi á kaupum og sölu deildar eigin viðskipta Glitnis (EVG) sýni að bankinn hafi staðið í vegi fyrir eðlilegri leiðréttingu á of háu gengi hlutabréfanna og það hafi verið viðbrögð við þeim vanda sem kominn var upp vegna of mikillar veðsetningar hlutabréfa. Eins og áður segir getur slíkt ójafnvægi í einhverjum tilvikum verið eðlilegt til skemmri tíma en getur ekki gengið til lengdar. Einnig telur rannsóknarnefnd Alþingis að lánveitingar þær, sem varpað er ljósi á hér að framan og í sérstökum kafla hér á eftir, til stórra viðskipta með hlutabréf í Glitni síðla árs 2007 og allt árið 2008 hafi raskað með óeðlilegum hætti eftirspurn eftir hlutabréfum í bankanum og gefið til kynna að hún væri allt önnur og meiri heldur en raunin var. Jafnframt hafi bankinn sjálfur borið stærstan hluta áhættunnar af þeim gjörningum. Ekki fæst annað séð en að hluti þessara lána hafi verið veittur til þess eins að liðka fyrir sölu eigin hlutabréfa úr veltubók bankans og komast þannig hjá því að senda inn flöggunartilkynningu án þess þó að draga úr kaupum.

Af framansögðu er ljóst að eigin inngrip Glitnis í viðskipti með hlutabréf í bankanum hafa orðið til þess að skekkja þá mynd sem þáverandi hluthafar Glitnis höfðu um verðmæti hlutabréfa sinna. Hlutirnir voru þannig taldir verðmeiri en þeir voru í raun og nýir hluthafar á þeim tíma keyptu hluti á of háu verði. Að auki kunna aðrir viðskiptamenn Glitnis að hafa orðið fyrir skaða þar eð þeir töldu verðþróunina vera til marks um að staða bankans væri betri en síðar kom á daginn. Rannsóknarnefndin bendir einnig á það tap sem hlaust af viðskiptum bankans með eigin hlutabréf, þar sem bankinn keypti bréf á hærra verði en selt var á. Það fyrirkomulag sem haft var á lánveitingum bankans vegna ýmissa stórra viðskipta með hlutabréf í bankanum leiddi einnig til þess að endurheimt þeirra lána varð ótrygg með tilheyrandi tapi fyrir bankann, og þar með þáverandi hluthafa og lánardrottna, og núverandi kröfuhafa í bú bankans.

12.6.3 Landsbankinn

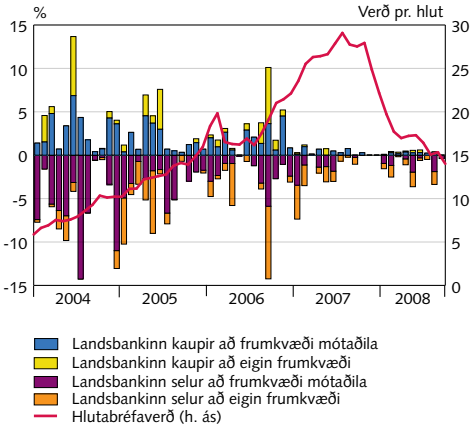
Verðþróun hlutabréfa Landsbankans er mjög keimlík þeirri þróun sem varð á verði á hlutabréfum Kaupþings og Glitnis. Í kjölfar snarprar verðlækkunar í upphafi ársins 2006 tekur við tímabil mikilla hækkana og nær verðið hámarki í 44,60 krónum á hlut 17. október 2007. Verðið tekur svo að lækka og lækkar nær samfellt til loka ársins 2007 og allt fram að falli bankans í október 2008.

Mynd 25
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Glitni
Fjöldi hluta



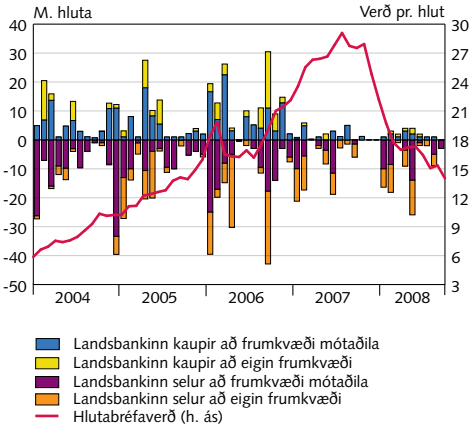
Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Mynd 26
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Glitni
Hlutfall af veltu



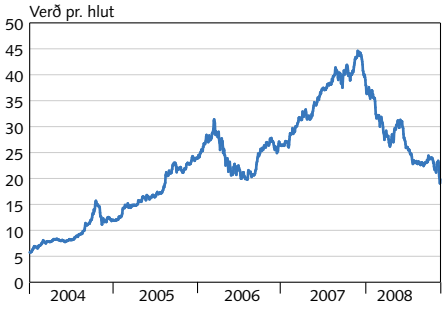
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 27
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf Glitnis
Fjöldi hluta



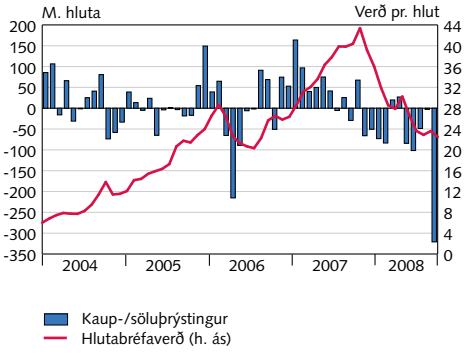
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 28
Markaðsvirði hlutabréfa í Landsbankanum



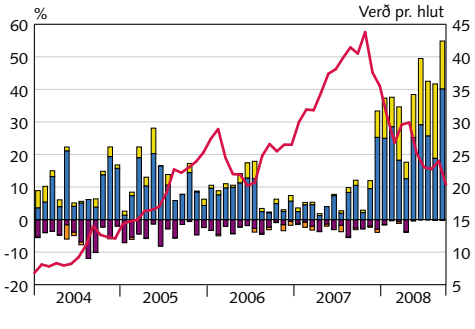
Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 29
Kaup- og söluþrýstingur í Landsbankanum
Samanburður við markaðsverð



Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 30
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Landsbankanum
Hlutfall af paraðri veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf., Verðbréfaskráning Íslands.

12.6.3.1 Kaup- og söluþrýstingur

Líkt og með hina bankana tvo var verðþróun hlutabréfa í Landsbankanum skoðuð með hliðsjón af kaup- og söluþrýstingi. Frá upphafi ársins 2004 fram til ársins 2006 hækkar hlutabréfaverðið jafnt og þétt. Árið 2004 er jafnan talsverður kaupþrýstingur en yfir árið er kaupþrýstingur upp á 190.925.927 hluti. Framan af árinu 2005 ríkir jafnvægi milli kaup- og söluþrýstings allt fram til nóvember og desember 2005 þegar talsverður kaupþrýstingur myndast. Fyrri hluta ársins 2006 er svo töluverður söluþrýstingur og lækkar hlutabréfaverðið í kjölfarið. Frá miðju ári 2006 er svo talsverður kaupþrýstingur sem endist fram til júlí 2007 og hækkar verðið mikið samfara því. Haustið 2007 fer svo söluþrýstingur að aukast og er hann talsverður allt til gjaldþrots bankans í október 2008 og lækkar hlutabréfaverðið samfara því. Athygli vekur að ólíkt hinum bönkunum tveimur virðist vera meiri samhverfa milli hækkunar á hlutabréfaverði bankans þegar kaupþrýstingur er mikill og lækkunar verðs þegar söluþrýstingur er mikill.

Í ljósi þess sem fram kemur í köflunum hér á undan er engu að síður talin ástæða til kanna sérstaklega viðskipti deildar eigin viðskipta Landsbankans með hlutabréf í bankanum og einnig viðskipti annarra umsvifamikilla aðila, svo sem hinna bankanna og annarra fjármálafyrirtækja og fjárfestingafélaga.

12.6.3.2 Eigin viðskipti Landsbankans

Markmið þessa kafla er að kanna hvort deild eigin viðskipta Landsbankans (hér eftir EVL) hafi með einhverjum hætti haft áhrif umfram það sem eðlilegt getur talist á verð hlutabréfa bankans eða hvort viðskiptahættir hans hafi á einhvern annan hátt stuðlað að því að rangar eða misvísandi upplýsingar hafi verið gefnar um framboð, eftirspurn eða verð hlutabréfanna. Könnunin er með sama sniði og í tilvikum Kaupþings og Glitnis í umfjölluninni að framan og verða því sérstaklega skoðuð þöruð viðskipti en þó með hliðsjón af tilkynntum viðskiptum.

Fjárfestingarheimildir deildar eigin viðskipta EVL virðast almennt hafa verið nokkuð rúmar eins og heimildir samsvarandi deilda hinna bankanna og starfsmenn fengið töluvert svigrúm til þess að athafna sig á markaði og taka sjálfstæðar ákvarðanir. Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni sagði Ívar Guðjónsson, forstöðumaður eigin fjárfestinga Landsbankans, um tilgang viðskipta með hlutabréf í bankanum að EVL hefðu verið viðskiptavakar með hlutabréf Landsbankans en að þar fyrir utan hefði markmið þeirra verið að halda um 2–4% eignarhlut, væntanlega með það í huga að ekki væri farið upp fyrir flöggunarmörk.[48]

Þegar mánaðarleg kaup- og söluvelta EVL frá byrjun árs 2004 og fram til falls bankans er skoðuð sést að hlutdeild veltubókarinnar í heildarveltu með hlutabréf Landsbankans er jafnan tiltölulega há en þó breytileg eftir tímabilum.

Að jafnaði er veltubókin töluvert meira á kauphlið viðskiptanna en söluhlið en árið 2004 er veltubókin á kauphlið viðskipta í tilboðabók Kauphallarinnar í 12,39% tilvika en á söluhlið í 5,11% tilvika. Árið 2005 er sagan svipuð þar sem veltubókin (EVL) er á kauphlið í 11,29% tilvika en á söluhlið í 3,76% tilvika. Í ágúst 2006, þegar verðlækkun vegna neikvæðrar umfjöllunar um íslenskt bankakerfi linnir, minnka umsvif EVL hlutfallslega

48. Skýrsla Ívars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 5.

Tafla 15. Pöruð viðskipti EVL með hlutabréf í Landsbankanum

	2004	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Kaup að frumkvæði EVL	2,17	1,87	1,58	1,5	15,54
Kaup að frumkvæði mótaðila	10,23	9,42	7,88	6,36	29,74
Samanlögð kaup	12,39	11,29	9,46	7,86	45,28
Sala að frumkvæði EVL	0,42	0,08	0,41	0,7	0,11
Sala að frumkvæði mótaðila	4,69	3,68	2,56	2,37	0,56
Samanlögð sala	5,11	3,76	2,97	3,07	0,67

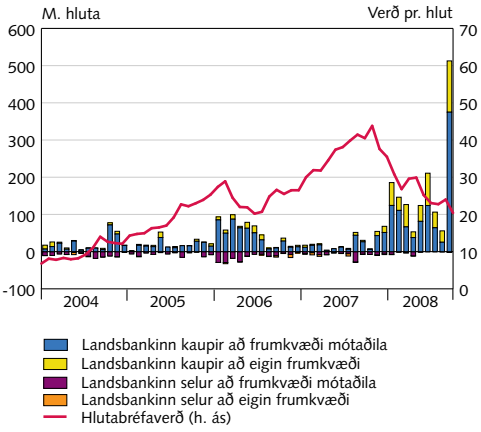
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

en árið 2006 er deildin á kauphlið í 9,46% tilvika og söluhlið í 2,97% tilvika. Árið 2007 eru umsvifin minnst en þá eru EVL á kauphlið í 7,86% tilvika en söluhlið í 3,07% tilvika. Árið 2008, þegar hlutabréfaverð í bankanum er tekið að lækka hratt, verður svo snarpur viðsnúningur og kaup aukast umtalsvert en sala dregst mikið saman. Frá byrjun árs 2008 og fram til falls bankans er deild eigin viðskipta bankans á kauphlið viðskipta með hlutabréf bankans í 45,28% tilvika en söluhlið í einungis 0,67% viðskipta.

Þegar eignarhlutur EVL í hlutabréfum í bankanum er skoðaður frá byrjun árs 2006 og fram til byrjunar október 2008 sést áþekkt munstur og hjá hinum bönkunum. Fram til júlí 2007 virðist eignarhluturinn haldast nokkuð stöðugur undir 200 milljón hlutum sem er um 1,8% hlutur í bankanum. Líkt og hjá hinum bönkunum virðist sala fyrst og fremst fara fram í stórum viðskiptum sem tilkynnt eru til Kauphallarinnar en kaup fara fram við sjálfvirka pörun í tilboðabók. Þetta munstur, sem sést glögglega á mynd 33 þar sem tilkynnt og sjálfvirkt pöruð viðskipti eru aðgreind, verður enn skýrara þegar líður á árið 2007 og á árinu 2008 þegar hlutur bankans fer á tímabili yfir 400 milljón hluti (sem eru um 3,57% í bankanum) og jafnvel yfir 500 milljón hluti við upphaf október 2008.

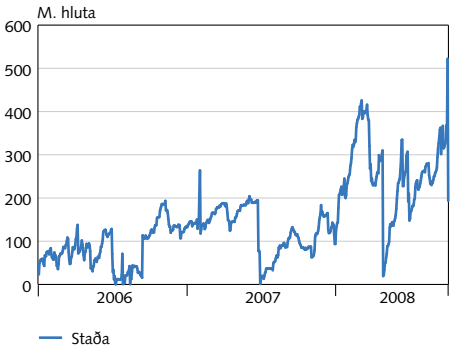
Á þessu má sjá að á stórum hluta tímabilsins, en þó fyrst og fremst í lok þess, hefur bankinn keypt kerfisbundið hlutabréf með því að eiga viðskipti í tilboðabók Landsbankans í Kauphöllinni og síðan samið um sölu á bréfunum utan Kauphallarinnar og tilkynnt viðskiptin að því loknu. Þessir starfshættir virðast vera af sama toga og hjá Kaupþingi og Glitni en þó hugsanlega hefjast eitthvað síðar. Um kaup EVL sagði Ívar Guðjónsson, forstöðumaður eigin fjárfestinga Landsbankans, að pressa hefði myndast þegar framboð á hlutabréfum Landsbankans fór að aukast á markaði um að EVL keyptu meira af bréfum. Sú pressa hefði t.a.m. komið frá miðlun Landsbankans. Ívar sagði jafnframt „[…] miðlunin var að hringja, hvað er að ykkur, djöfulsins aumingjaskapur, Kaupþing er alltaf að, þeir gleypa endalaust og … þeir eru alltaf með kaupendur, það eru alltaf að eiga sér stað viðskipti með þeirra stock … okkar er bara með of lítið magn af viðskiptum.“[49] Þarna hefur miðlun Landsbankans vísað til þess að deild eigin viðskipta Kaupþings hefði verið mjög virkur kaupandi í tilboðabók Kaupþings og viljað að EVL færu að fordæmi hennar. Að sögn Ívars var ekki orðið við þeirri beiðni og því til svarað að EVL þyrftu að halda sig innan tiltekins ramma (2–4% eignarhlut) og að ekki stæði til að auka kaupin nema hægt væri að selja hlutina aftur. Um viðskipti á síðustu vikum tímabilsins hafði Ívar eftirfarandi að segja:

Mynd 31
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Landsbankanum
Fjöldi hluta



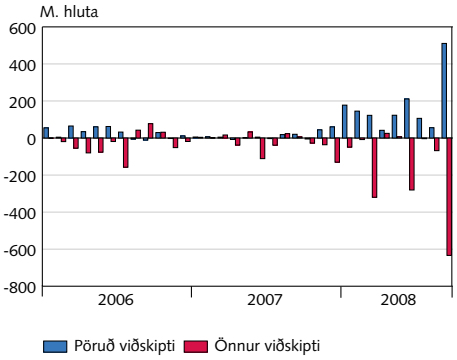
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf., Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 32
Eignarhlutur veltubókar Landsbankans



Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Mynd 33
Skipting viðskipta EVL með hlutabréf í Landsbankanum



Heimild: Landsbanki Íslands hf.

49. Skýrsla Ívars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 14.

Tafla 16. Afkoma EVL í viðskiptum með hlutabréf í Glitni

Krónur	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Afkoma - árleg uppsöfnun	5.793.256	-2.692.357.865	234.115.616	-859.833.569	-4.554.658.862
Afkoma - viðmið	12.231.914	-1.014.870.472	122.123.834	213.667.865	-3.846.907.105
Afkoma - uppsöfnun frá 2004	5.793.256	-1.472.986.929	-1.186.729.553	795.514.775	-7.836.294.466

Heimild: Landsbanki Íslands hf.

„Auðvitað voru þessi frægu Imon-viðskipti og eitthvað svona sko. Svo voru þarna einhver önnur viðskipti sem áttu sér stað þegar allt var hérna á suðupunkti þarna í lokin, mikil velta, en svo bara allt í einu poppar upp einhver gríðarlega sterk eftirspurn í gegnum miðlunina og það gefur strákunum [vísun í starfsmenn EVL] enn frekari ástæðu til að halda að það sé allt í lagi að vera aðeins á kauphliðinni, þeir finna að það er eftirspurn líka og það koma gríðarlega stórar pantanir.“[50]

Eðlilegar ástæður kunna að hafa verið að baki einhverjum hluta viðskiptanna, svo sem að EVL hefðu verið að anna eftirspurn fjárfesta eftir stærri viðskiptum. Kaup umfram sölu á tímabili lækkunarinnar eru aftur á móti svo mikil að erfitt er að gera sér í hugarlund að kaupáhuginn hafi verið slíkur að EVL hefðu allt að því þurft að einoka kauphlið tilboðabókarinnar. Því til viðbótar virðast hlutirnir í flestum tilvikum hafa verið seldir á lægra verði en þeir voru keyptir og tap þess vegna hlotist af viðskiptunum.

Þegar afkoma Landsbankans vegna eigin viðskipta með hlutabréf í bankanum sjálfum er könnuð á sama hátt og í tilvikum Kaupþings og Glitnis kemur fram áhugaverð þróun. Tvennt vekur sérstaka athygli. Annars vegar að árið 2008 og raunar einnig árið 2007 var umtalsvert tap af viðskiptum með hlutabréf í bankanum. Þetta bendir til þess að markmið viðskiptanna hafi ekki endilega verið von um ávöxtun á þeim fjármunum sem EVL höfðu úr að spila, a.m.k. ekki til skemmri tíma. Hins vegar vekur athygli að raunveruleg afkoma var talsvert lakari í öllum tilfellum, nema árið 2006, ef hún er borin saman við þá afkomu sem fengist ef viðskipti færu fram á meðalverði hvers mánaðar. Þetta bendir til þess að EVL hafi í mörgum tilvikum keypt bréf yfir meðalverði og selt aftur undir meðalverði sem verður að teljast óvenjulegt út frá þeim sjónarmiðum sem deildir eigin viðskipta banka eru almennt byggð á, um ávöxtun á fjármunum bankans.

Tafla 17 sýnir heildartekjur og heildarútgjöld EVL í pöruðum viðskiptum með hlutabréf Landsbankans í Kauphöllinni, þ.e. inn- og útflæði fjármagns frá EVL beint í og úr tilboðabók Landsbankans.

Tafla 17. Tekjur og útgjöld EVL í pöruðum viðskiptum með hlutabréf í Landsbankanum

Milljónir króna	*2004*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*	*Samtals*
Kaup	-3.042	-4.681	-14.735	-11.061	-45.204	-78.723
Sala	1.173	1.565	4.843	4.389	822	12.793
Nettó	-1.869	-3.116	-9.892	-6.673	-44.382	-65.931

Heimild: Kauphöllin, Landsbanki Íslands hf.

50. Skýrsla Ívars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 15.

Eins og sjá má var talsvert meiri fjármunum varið til kaupa heldur en var aflað með sölu hlutabréfanna öll árin og á það sérstaklega við um árið 2008 þegar verð hlutabréfa í bankanum fór að lækka. Þannig veittu EVL tæpum 79 milljörðum króna inn í tilboðabók Kauphallarinnar á öllu tímabilinu en sala nam tæpum 13 milljörðum króna. Þarna var því umtalsverðri fjárhæð veitt inn á markaðinn með hlutabréf í Landsbankanum en þó skal á það bent að um töluvert lægri fjárhæðir er að ræða en í tilfelli hinna bankanna.

12.6.3.3 Stór viðskipti með hlutabréf í Landsbankanum

Líkt og í tilvikum Kaupþings og Glitnis er vert að draga saman heildstæða mynd af stórum viðskiptum einstakra aðila með hlutabréf í Landsbankanum. Í ljósi umfjöllunarinnar hér að ofan er rétt að beina sérstaklega athyglinni að þeim viðskiptum þar sem bankinn veitti lánafyrirgreiðslu vegna kaupa á hlutum í bankanum. Fram hefur komið að EVL keyptu kerfisbundið hlutabréf í bankanum við sjálfvirka pörun viðskipta í Kauphöllinni og seldu aftur í til-

Tafla 18. Stór viðskipti með hlutabréf í Landsbankanum frá 1. maí 2007 fram að hruni

Dags.	*Tegund*	*Kennitala*	*Nafn*	*Auðkenni*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Verð*
2.5.2007	Kaup	4111042730	Línuskip ehf	LAIS	1.624	47.000.000	34,56
3.5.2007	Kaup	4111042730	Línuskip ehf	LAIS	951	27.000.000	35,24
2.8.2007	Kaup	5505003530	Glitnir banki hf	LAIS	3.627	90.000.000	40,30
10.8.2007	Kaup	5806079850	Teawood Trustee Ltd	LAIS	5.508	139.800.000	39,40
10.8.2007	Sala	5806079850	Teawood Trustee Ltd	LAIS	3.670	94.960.000	38,65
10.8.2007	Kaup	6805925359	UBS AG	LAIS	649	16.460.000	39,40
21.8.2007	Kaup	5402901059	Jakob Valgeir ehf	LAIS	600	15.000.000	40,00
21.8.2007	Kaup	6112922959	Soffanías Cecilsson hf	LAIS	500	12.500.000	40,00
19.9.2007	Kaup	5101690859	Saxhóll Invest ehf	LAIS	549	13.740.000	39,96
26.9.2007	Kaup	6812902229	BYGG Investment	LAIS	1.182	29.200.000	40,47
1.11.2007	Kaup	4302694459	Lífeyrissjóður verslunarmanna	LAIS	1.086	25.000.000	43,45
9.11.2007	Sala	5402901059	Jakob Valgeir ehf	LAIS	1.191	30.000.000	39,70
20.11.2007	Sala	5402901059	Jakob Valgeir ehf	LAIS	823	22.000.000	37,40
26.11.2007	Kaup	4806002150	Eyrir Invest ehf	LAIS	742	20.000.000	37,10
11.12.2007	Kaup	5402901059	Jakob Valgeir ehf	LAIS	733	20.000.000	36,63
28.12.2007	Kaup	6812942369	Smáey ehf	LAIS	2.130	60.000.000	35,50
28.12.2007	Kaup	5402901059	Jakob Valgeir ehf	LAIS	710	20.000.000	35,50
21.1.2008	Kaup	6812942369	Smáey ehf	LAIS	3.513	90.000.000	39,03
21.1.2008	Kaup	6812942369	Smáey ehf	LAIS	1.661	42.570.000	39,01
6.2.2008	Kaup	6812942369	Smáey ehf	LAIS	1.050	30.000.000	35,00
17.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	756	28.000.000	27,00
19.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	810	30.000.000	27,00
25.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	708	25.000.000	28,30
26.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	1.008	35.000.000	28,80
27.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	1.735	59.000.000	29,40
31.3.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás	LAIS	712	24.000.000	29,65
17.4.2008	Sala	6601043130	Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf	LAIS	1.240	40.000.000	31,00
27.6.2008	Kaup	6812942369	Smáey ehf	LAIS	2.130	79.430.000	26,82
27.6.2008	Kaup	7010861399	Straumur – Burðarás Fjárfesting	LAIS	2.106	90.000.000	23,40
30.6.2008	Kaup	5804830549	Sund ehf	LAIS	2.282	99.010.000	23,05
30.6.2008	Sala	7010861399	Straumur – Burðarás Fjárfesting	LAIS	585	25.000.000	23,40
30.9.2008	Kaup	5901062670	Imon ehf	LAIS	5.150	250.000.000	20,60
3.10.2008	Kaup	5901062670	Imon ehf	LAIS	3.822	200.000.000	19,11
3.10.2008	Kaup	6110089370	Azalea Resources Ltd	LAIS	3.781	199.000.000	19,00

Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Tafla 19. Viðskipti kaupréttarfélaga í Landsbankanum frá 1. maí 2007 fram að hruni

Dags.	*Tegund*	*Kennitala*	*Nafn*	*Auðkenni*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Verð*
29.6.2007	Kaup	6905069710	Empennage Inc	LAIS	3.496	115.000.000	30,40
29.6.2007	Kaup	6905069980	Zimham Corp	LAIS	1.064	35.000.000	30,40
2.8.2007	Sala	6306009010	LB Holding Ltd	LAIS	3.627	90.000.000	40,30
2.8.2007	Kaup	6306009010	LB Holding Ltd	LAIS	3.564	158.410.000	22,50

Heimild: Landsbanki Íslands hf.

kynntum viðskiptum. Ef bankinn hefur veitt mikla lánafyrirgreiðslu vegna kaupa á hlutabréfum í sjálfum sér er ljóst að bankinn hefur áfram borið mikla áhættu af bréfunum. Tafla 18 sýnir stærstu einstök viðskipti sem fram fóru með bréf Landsbankans frá síðari hluta ársins 2007 og fram til falls bankans árið 2008. Umfjöllun um þá lánafyrirgreiðslu sem viðkomandi félög og einstaklingar nutu er að hluta til að finna í kafla 12.8. Ljóst er að í einhverjum tilfellum hefur verið um umtalsverðar lánveitingar að ræða.

Til viðbótar við þau viðskipti sem greint er frá hér að ofan er vert að kanna viðskipti þeirra félaga er héldu utan um kaupréttarsamninga starfsmanna bankans. Nokkur þeirra viðskipta eru birt í töflu 19 en nánari umfjöllun um viðkomandi félög má finna í kafla 10.0.

Að lokum skal það nefnt að líkt og í tilfelli Kaupþings fór mikið af viðskiptum með hlutabréf í bankanum í gegnum dótturfélag Landsbankans í Lúxemborg. Gera má ráð fyrir að í flestum tilfellum hafi ekki verið um að ræða kaup fyrir eigin reikning bankans heldur um svokallaða safnskráningu þar sem raunverulegt eignarhald er ekki ljóst. Rannsóknarnefndin hefur ekki upplýsingar um hverjir raunverulegir eigendur bréfanna eru og þ.a.l. ekki vitneskju um hugsanlega lánafyrirgreiðslu vegna viðskiptanna. Hins vegar er talin ástæða til að birta öll viðskipti dótturfélagsins árin 2007 og 2008 í þeim tilfellum þar sem um fjárhæðir yfir 500 milljónir króna er að ræða og er það gert í töflu 20.

Tafla 20. Viðskipti Landsbanki Luxembourg með hlutabréf í Landsbankanum

Dags.	*Tegund*	*Kennitala*	*Nafn*	*Auðkenni*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Verð*
29.1.2007	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	6.500	216.310.000	30,05
2.4.2007	Sala	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	938	29.510.000	31,8026
13.4.2007	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	503	15.000.000	33,5
29.6.2007	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	3.290	118.870.000	27,68
31.12.2007	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	710	20.000.000	35,5
3.1.2008	Sala	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	710	20.000.000	35,5
24.1.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	1.222	40.000.000	30,55
28.1.2008	Sala	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	628	20.000.000	31,4
31.3.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	3.843	132.500.000	29
31.3.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	513	17.500.000	29,3
16.6.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	2.565	112.000.000	22,9
24.6.2008	Sala	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	713	31.020.000	23
27.6.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	839	36.000.000	23,3
12.9.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	1.993	91.000.000	21,9
19.9.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	681	30.000.000	22,7
26.9.2008	Sala	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	684	30.000.000	22,8
30.9.2008	Kaup	6911009010	Landsbanki Luxembourg S.A.	LAIS	4.515	210.000.000	21,5

Heimild: Landsbanki Íslands hf.

Rammagrein 4

Bréfaskipti Landsbankans og Glitnis

Síðari hluta september 2008 átti deild eigin viðskipta Glitnis fjórum sinnum stór viðskipti með hlutabréf í Landsbankanum. Hinn 17. september 2008 keypti hún 30 milljónir hluta í bankanum, 18. sama mánaðar voru keyptar 40 milljónir hluta, þann 19. september 2008 voru keyptar 45 milljónir hluta og þann 29. september 2008 keypti deildin 53 milljónir hluta. Alls keyptu EVG því 168 milljónir hluta, eða um 1,5% af heildarfjölda hluta í bankanum, og voru útgjöld bankans vegna þessara viðskipta alls 3.656 milljónir króna.

Þegar viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Glitni eru skoðuð kemur í ljós að sá banki keypti einnig stóra hluti í Glitni á þessum tíma. Hinn 18. september 2008 keypti Landsbankinn 47 milljónir hluta, næsta dag voru keyptar 64 milljónir hluta, hinn 22. september 71 milljón hluta og loks 30. september 2008 keypti bankinn 280 milljónir hluta. Samtals keypti Landsbankinn því 462 milljónir hluta, eða um 3,1% af heildarfjölda hluta í bankanum og voru útgjöld Landsbankans vegna þessara viðskipta alls 3.667,75 milljónir króna.

Í ljósi þess að um nánast sömu upphæð og sama tímabil er að ræða vaknar sú spurning hvort Glitnir og Landsbankinn hafi gert með sér e.k. samkomulag um kaup á hlutabréfum hvor í öðrum upp á rúma 3,6 milljarða íslenskra króna. Ljóst er að báðir bankarnir hafa verið farnir að nálgast flöggunarskyldu á eignastöðu sinni í eigin hlutabréfum (sem gerist við 5% eign veltubókar) og því hafa þeir báðir haft hag af því að losa út bréf af veltubók eigin viðskipta.

Þetta staðfesti Ívar Guðjónsson í skýrslu sinni fyrir rannsóknarnefnd Alþingis. Ennfremur kveðst hann hafa fengið fyrirmæli frá bankastjóra Landsbankans, Sigurjóni Þ. Árnasyni, um að samið hefði verið um þessi viðskipti og að hann fengi það hlutverk að ganga frá útfærslu þeirra við Glitni.[1] Raunar ber frásögn Jóhannesar Baldurssonar, yfirmanns markaðsviðskipta hjá Glitni, ekki saman við þetta. Í skýrslu sinni fyrir rannsóknarnefnd Alþingis segir hann þvert á móti að viðskiptin hafi alfarið verið að frumkvæði Landsbankans og að hann sjálfur hefði samið við Landsbankann eftir að Ívar Guðjónsson hafði samband við hann.

Tafla 1. Kaup Glitnis á hlutabréfum Landsbankans

Auðkenni	*Dagsetning*	*Tegund*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Gengi*
LAIS	17.9.2008	Kaup	636	30.000.000	21,20
LAIS	18.9.2008	Kaup	868	40.000.000	21,70
LAIS	19.9.2008	Kaup	1.012,50	45.000.000	22,50
LAIS	29.9.2008	Kaup	1.139,50	53.000.000	21,50

Heimild: Glitnir banki hf.

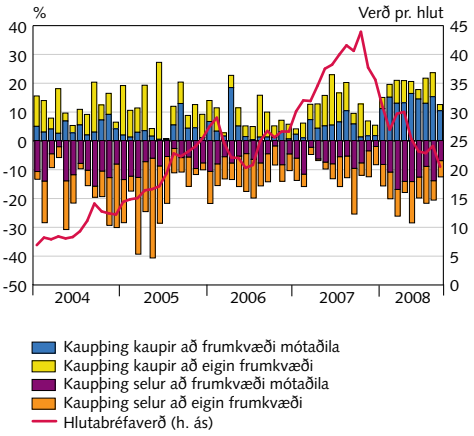
Tafla 2. Kaup Landsbankans á hlutabréfum Glitnis

Auðkenni	*Dagsetning*	*Tegund*	*Upphæð (m. kr.)*	*Fjöldi hluta*	*Gengi*
GLB	18.9.2008	Sala	631	47.000.000	13,43
GLB	19.9.2008	Sala	870	64.000.000	13,60
GLB	22.9.2008	Sala	1.018	71.000.000	14,34
GLB	30.9.2008	Sala	1.148	280.000.000	4,10

Heimild: Landsbanki Íslands hf.

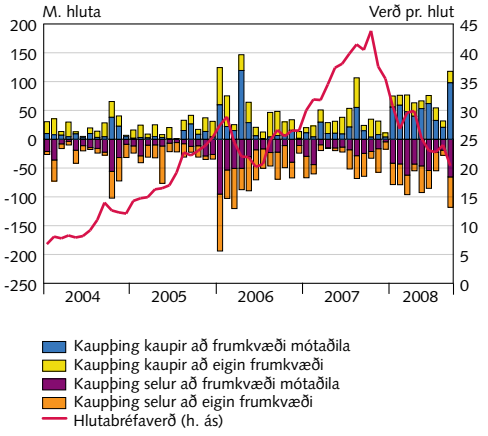
1. Skýrsla Ívars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 16.

Mynd 34
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Landsbankanum
Hlutfall af veltu



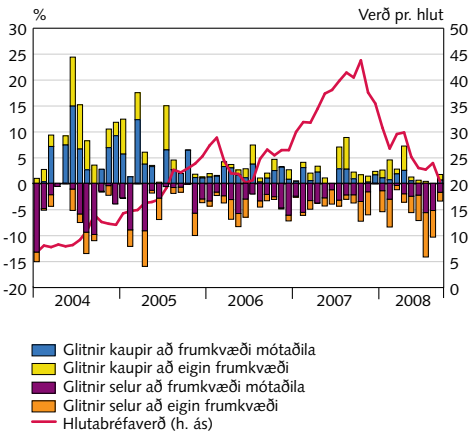
Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Mynd 35
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Landsbankanum
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Mynd 36
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Landsbankanum
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf.

12.6.3.4 Viðskipti annarra fjármálafyrirtækja

Ljóst er af umfjölluninni hér að ofan að hlutdeild EVL í viðskiptum með hlutabréf bankans hefur verið umtalsverð og þá sérstaklega eftir mitt ár 2007. Til þess að setja viðskipti EVL í samhengi er aftur á móti nauðsynlegt að kanna einnig umsvif annarra stórra aðila á markaðnum. Í þessum kafla verða sérstaklega skoðuð viðskipti annarra fjármálafyrirtækja, þ.e. Kaupþings og Glitnis. Myndir 34 og 35 sýna þróun viðskipti deilda eigin viðskipta Kaupþings og Glitnis með hlutabréf Landsbankans sem hlutfall af veltu.

Eins og sjá má voru EVK frekar virkur aðili í viðskiptum með hlutabréf Landsbankans, bæði á kaup- og söluhliðinni, en Kaupþing var viðskiptavaki með hlutabréf Landsbankans frá janúar 2008. Fyrir þann tíma höfðu EVK þó verið talsvert atkvæðamikill aðili á markaðnum. Þegar á heildina er litið er nokkurt samræmi milli kaup- og söluhliðarinnar en salan var ívið meiri á fyrri hluta tímabilsins.

EVG voru ekki mjög virkur aðili í viðskiptum með hlutabréf Landsbankans í þróuðum viðskiptum. Flesta mánuðina var hlutdeild þeirra undir 5% af heildarviðskiptum. Þó má sjá að í lok tímabilsins var salan talsvert meiri en kaupin, þ.e. frá október 2007 til loka september 2008, en þá var salan um 5,5% af heildarveltu paraðra viðskipta en kaupin voru einungis um 2,3%. Því má ætla að tilgangur viðskipta Glitnis hafi eingöngu verið stöðutökur til lengri eða skemmri tíma eftir því hvernig EVG mátu stöðu bankans á hverjum tíma.

12.6.3.5 Niðurstöður og ályktanir

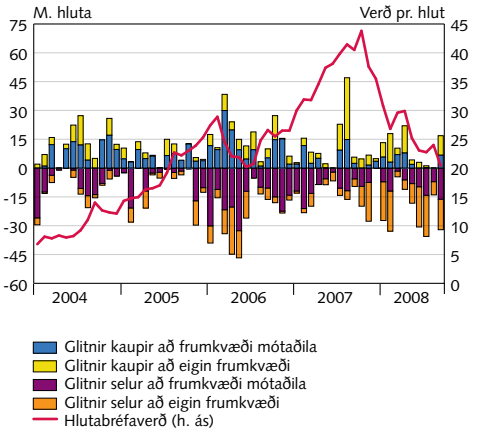
Greiningin hér að ofan á verðþróun hlutabréfa í Landsbankanum hefur leitt í ljós, líkt og í tilfelli Kaupþings og Glitnis, að umsvif bankans sjálfs í viðskiptum með hlutabréfin voru umtalsverð. Ljóst er að framan af hefur verðþróun hlutabréfa í Landsbankanum fylgt almennum verðhækkunum á hlutabréfum á Íslandi en hér að framan hafa verið leiddar líkur að því að sú hækkun hafi að miklu leyti verið drifin áfram af auknum lánveitingum til hlutabréfakaupa og vanmati á þeirri áhættu sem henni fylgir. Með sömu rökum og áður telur rannsóknarnefndin óheppilegt að bankinn sjálfur skuli hafa litið á sig sem viðskiptavaka í eigin bréfum jafnvel þótt slíkt sé ekki óheimilt samkvæmt lögum um verðbréfaviðskipti. Ennfremur getur rannsóknarnefnd Alþingis ekki fallist á það sjónarmið að um eðlilega viðskiptavakt af hálfu Landsbankans hafi verið að ræða þegar gengi bréfanna tók að lækka síðla árs 2007. Nefndin bendir þar til samanburðar og sem dæmi um eðlilega viðskiptavakt á viðskipti hinna bankanna með hlutabréf í Landsbankanum. Eins og fram hefur komið virðist sem stefna deildar eigin viðskipta Landsbankans (EVL) í viðskiptum með hlutabréf í bankanum hafi fyrst og fremst verið að halda eignarhlut deildarinnar undir flöggunarmörkum.

Rannsóknarnefndin telur að mikið ójafnvægi á kaupum og sölu EVL sýni að bankinn hafi staðið í vegi fyrir eðlilegri leiðréttingu á of háu gengi hlutabréfanna og það sýni viðbrögð við þeim vanda sem kominn var upp vegna of mikillar veðsetningar hlutabréfa. Eins og áður segir getur slíkt ójafnvægi í einhverjum tilvikum verið eðlilegt til skemmri tíma en getur ekki gengið til lengdar. Einnig telur rannsóknarnefnd Alþingis að þau viðskipti sem varpað er ljósi á hér að ofan og fjallað er sérstaklega um í sérstökum kafla hér á eftir hafi í mörgum tilfellum raskað með óeðlilegum hætti eftirspurn eftir hlutabréfum í bankanum og gefið til kynna að hún væri allt önnur og

meiri heldur en raunin var. Jafnframt hafi bankinn sjálfur í mörgum tilfellum borið verulega áhættu af viðkomandi viðskiptum. Ekki fæst annað séð en að tilgangur hluta þessara viðskipta og tilheyrandi lánveitinga hafi einungis verið að liðka fyrir sölu eigin hlutabréfa úr veltubók bankans og komast þannig hjá því að senda inn flöggunartilkynningu án þess þó að draga úr kaupum á hlutum í bankanum.

Í samræmi við það sem að framan greinir er ályktun rannsóknarnefndar Alþingis í sömu átt og í tilvikum Kaupþings og Glitnis, þ.e. að eigin inngrip Landsbankans í viðskipti með hlutabréf í bankanum hafi orðið til þess að skekkja þá mynd sem þáverandi hluthafar Landsbankans höfðu um verðmæti hlutabréfa sinna. Hlutirnir voru þannig taldir verðmeiri en þeir voru í raun og nýir hluthafar á þeim tíma keyptu hluti á of háu verði. Að auki kunna aðrir viðskiptamenn Landsbankans að hafa orðið fyrir skaða þar eð þeir töldu verðþróunina vera til marks um að staða bankans væri betri en síðar kom á daginn. Rannsóknarnefndin bendir einnig á það tap sem hlaust af viðskiptum bankans með eigin hlutabréf, þar sem bankinn keypti bréf á hærra verði en selt var á. Það fyrirkomulag sem haft var á lánveitingum bankans vegna ýmissa stórra viðskipta með hlutabréf í bankanum leiddi einnig til þess að endurheimt þeirra lána varð ótrygg með tilheyrandi tapi fyrir bankann, og þar með þáverandi hluthafa og lánardrottna, núverandi kröfuhafa í þrotabú bankans.

Mynd 37
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í Landsbankanum
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir hf.

Aðgreining miðlunar og deildar eigin viðskipta

Rammagrein 5

Eins og greint hefur verið frá sáu tveir aðilar um viðskipti fyrir hönd bankanna í Kauphöllinni, miðlun og deild eigin viðskipta. Miðlun sá um viðskipti fyrir hönd viðskiptavina bankanna en deild eigin viðskipta sá um fjárfestingar bankanna sjálfra á markaði og voru auk þess viðskiptavakar þar sem um slíkt hafði verið samið. Miðlun og deild eigin viðskipta hvers banka fyrir sig áttu að vera algjörlega aðskildar einingar, þ.e. svokallaðir kínamúrar (e. chinese walls) áttu að vera á milli þeirra. Slíkri aðgreiningu er almennt ætlað að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra, s.s. með því að tryggja bestu framkvæmd (e. best execution) og sjá til þess að bankarnir sjálfir geti ekki nýtt sér upplýsingar um fyrirætlanir viðskiptavina sinna til þess að verða fyrri til og eiga viðskipti á betri kjörum (e. front running).

Í Kaupþingi heyrði miðlun undir svið markaðsviðskipta á Íslandi en eigin viðskipti voru sérstakt svið sem heyrði beint undir forstjóra Kaupþings banka á Íslandi, sbr. fréttatilkynningu 1. september 2005. Samkvæmt ársskýrslum bankans frá þeim tíma heyrði deild eigin viðskipta þó alltaf undir svið markaðsviðskipta. Í Landsbankanum heyrðu miðlun og deild eigin viðskipta undir verðbréfasvið og í Glitni heyrðu báðar deildir undir svið markaðsviðskipta. Miðlun og eigin viðskipti voru því aðskildar einingar en í tilviki Landsbankans og Glitnis voru þær engu að síður hluti af sama sviði. Þrátt fyrir að ekki liggi fyrir upplýsingar um að bein samskipti hafi verið á milli deildar eigin viðskipta og miðlunar, nema í viðskiptasamböndum þar sem deild eigin viðskipta var viðskiptavinur miðlunar, þá er ljóst að báðar einingarnar heyrðu engu að síður undir sama yfirmanninn. Af skýrslutökum af starfsmönnum fyrrgreindra sviða Glitnis og Landsbankans að dæma virðast afskipti yfirmanna af daglegum við-

skiptum almennt ekki hafa verið mikil en þó virðist hafa þurft samþykki þeirra þegar umfangsmikil viðskipti áttu sér stað. Að auki er ljóst að þeir hafa verið vel upplýstir um gang mála hjá hvorri einingu fyrir sig, komið að stefnumótun og haft lokaorð um mikilvæg atriði. Vísbendingar eru því um að aðgreining miðlunar og deildar eigin viðskipta hafi í reynd ekki verið jafn mikil og hefði mátt ætla. Rannsóknarnefnd Alþingis vill minna á að það er mjög mikilvægt fyrir eðlileg verðbréfaviðskipti að þessi aðgreining sé í raun fyrir hendi.

12.6.4 Upplýsingagjöf bankanna

Grunnforsenda þess að viðskipti geti farið fram með eðlilegum hætti á skipulegum verðbréfamarkaði er upplýsingagjöf útgefenda. Þegar útgefandi fær verðbréf sín tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði ber honum að birta lýsingu þar sem fram skulu koma allar þær upplýsingar sem með hliðsjón af eðli útgefandans og verðbréfanna eru nauðsynlegar fjárfestum til þess að þeir geti metið eignir og skuldir, fjárhagsstöðu, afkomu og framtíðarhorfur útgefanda og ábyrgðaraðila, ef við á, sem og þau réttindi sem fylgja verðbréfunum, sbr. 45. gr. vvl. Eftir að verðbréf útgefanda hafa verið tekin til viðskipta er hann svo undir viðvarandi upplýsingaskyldu þar sem upplýsingum í lýsingu skal haldið við samkvæmt vvl. og reglum Kauphallarinnar. Upplýsingar sem fjalla um eða tengjast útgefendum verðbréfa, teljast nægilega tilgreindar, hafa ekki verið gerðar opinberar og eru líklegar til þess að hafa marktæk áhrif á markaðsverð verðbréfanna, ef opinberar væru, kallast svo innherjaupplýsingar. Þeir sem hafa aðgang að slíkum upplýsingum kallast almennt innherjar en þeim má svo aftur skipta í fruminnherja, tímabundna innherja og aðra innherja. Innherjum er ekki heimilt að eiga viðskipti með verðbréf eða aðra fjármálagerninga sem upplýsingarnar eiga við, né miðla upplýsingunum eða nýta þær á annan óeðlilegan hátt. Um leið og upplýsingarnar hafa verið gerðar opinberar flokkast þær aftur á móti ekki lengur undir innherjaupplýsingar og er því öllum heimilt að eiga viðskipti á grundvelli þeirra.

Upplýsingagjöf á markaði má í grófum dráttum skipta í tvennt, í reglulega upplýsingagjöf og atviksbundna upplýsingagjöf. Til reglulegrar upplýsingagjafar flokkast t.a.m. reikningsskil og birting fjárhagsupplýsinga. Atviksbundin upplýsingagjöf miðar hins vegar að því að greint sé frá innherjaupplýsingum er varða útgefandann eins fljótt og unnt er, sem og upplýsingum um viðskipti innherja, flagganir og önnur atriði sem krafist er samkvæmt lögum og reglum. Útgefendur hafa vissar heimildir til þess að fresta birtingu innherjaupplýsinga í skamman tíma, ef frestunin miðar að því að vernda lögmæta hagsmuni útgefandans, er ekki líkleg til að villa um fyrir almenningi og útgefandi getur tryggt trúnað um upplýsingarnar. Slík frestun getur þó ekki staðið í langan tíma heldur er einungis heimil í nokkra daga, sbr. úrskurð Fjármálaeftirlitsins, dags. 4. desember 2008, vegna frestunar Hf. Eimskipafélags Íslands. Nánari umfjöllun um viðvarandi og atviksbundna upplýsingaskyldu bankanna er að finna í kafla 16.4.

Upplýsingagjöf útgefanda heyrir undir regluverði þó svo að hlutverk regluvarðar í fjármálafyrirtæki sé í raun víðtækara. Regluverðir eiga m.a. að hafa eftirlit með því og sjá til þess að allar innherjaupplýsingar séu gerðar opinberar og að þær upplýsingar sem birtar eru markaðnum séu réttar og

viðeigandi. Þeim er einnig ætlað að vera tengiliður milli útgefanda og eftirlitsaðila á sviði verðbréfaviðskipta. Regluverðir þurfa því að hafa beinan aðgang að yfirstjórn þeirra félaga sem þeir starfa hjá og góða innsýn inn í öll mikilvæg málefni svo þeir geti metið aðstæður á hlutlausan hátt og séð til þess að upplýsingagjöf félaganna sé með þeim hætti sem æskilegt er.

Í skýrslutökum af aðilum sem komu að regluvörslu hjá bönkunum á þeim tíma sem rannsókn nefndarinnar hefur beinst að kom mjög skýrt fram að þeir mátu það allir svo að þeir hefðu hvorki haft nægilegar heimildir né svigrúm til þess að sinna starfi sínu af þeim krafti sem til hefði þurft. Einnig töldu þeir að regluvörsludeildirnar hefðu verið undirmannaðar, sjálfstæði þeirra hefði ekki verið nægilegt og að rekstur bankanna hefði verið svo tekjudrifinn að viljinn til þess að sinna regluvörslu hefði ekki náð lengra en að uppfylla formkröfur laga. Í mörgum tilvikum voru regluverðirnir að eigin sögn nokkurn veginn einir á báti innan síns banka og töldu sig hafa mætt miklum mótbyr þegar þeir reyndu að fara fram á meira sjálfstæði og auknar heimildir. Stjórnendur bankanna virðast hafa litið svo á að svo lengi sem Fjármálaeftirlitið gerði ekki athugasemd við verklag þeirra væru ekki forsendur fyrir umbótum. Þegar leita átti stuðnings hjá Fjármálaeftirlitinu fengust svör á borð við að „erfitt [væri] fyrir Fjármálaeftirlitið að skipa regluvörðum að vera sjálfstæðir“ þar sem regluvarsla væri ekki fullt starf hjá smærri fjármálafyrirtækjum og því jafnan sinnt af lögfræðingum. Slíkar breytingar ættu því að koma frá bönkunum sjálfum.[51] Fjármálaeftirlitið gerði þó einhverjar úttektir á störfum regluvarða innan bankanna en svo virðist sem þær hafi verið gerðar með margra ára millibili og ekki haft tilætluð áhrif.

Starf regluvarða snerist því fyrst og fremst um venjubundin verkefni svo sem að veita viðskiptaheimildir, sjá um tilkynningar til Kauphallarinnar og sjá um samskipti við Fjármálaeftirlitið. Regluverðirnir höfðu ekki þann aðgang að yfirstjórn og upplýsingum um þróun mála og mikilvæg atriði sem nauðsynlegur var til þess að þeir gætu sinnt upplýsingagjöfinni með ákjósanlegum hætti. Ekki virðist hafa verið litið svo á innan bankanna að það væri í verkahring regluvarða að meta hvort innherjaupplýsingar væru til staðar og hvort tilkynningarskylda hefði myndast og oft fréttu þeir ekki af mikilvægum atvikum fyrr en á síðustu stundu þegar þeim var sagt að senda inn tilkynningu. Dæmi um þetta var rakið hér að framan þar sem regluverðir fengu símtal kvöldið áður en tilkynning skyldi send Kauphöllinni en í því tilviki var um umfangsmikil viðskipti fruminnherja í Glitni að ræða.

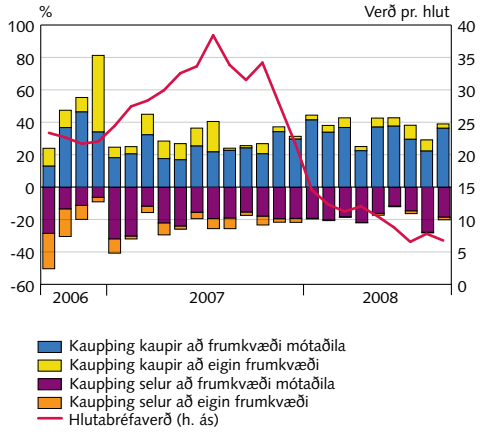
Hvað upplýsingagjöf bankanna varðar verður ekki farið hér í nákvæma greiningu á sannindum einstakra fréttatilkynninga eða birtra fjárhagsupplýsinga heldur vísað um það efni til almennrar umfjöllunar um málefni er tengjast fjárhagsupplýsingum bankanna, s.s. um fjármögnun bankanna í kafla 7.0, útlánastefnu í kafla 8.0 og endurskoðun reikninga bankanna í kafla 11.0. Fjárhagsupplýsingar eru þær upplýsingar sem skipta fjárfesta á markaði hvað mestu máli. Ef gefnar hafa verið rangar upplýsingar með einum eða öðrum hætti um fjárhagsstöðu bankanna má ætla að það hafi ýtt undir óeðlilega verðmyndun á verðbréfum bankanna.

51. Skýrsla Kristins Arnars Stefánssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 10. ágúst 2009, bls. 10.

12.6.4.1 Viðskipti bankanna með hlutabréf tengdra félaga

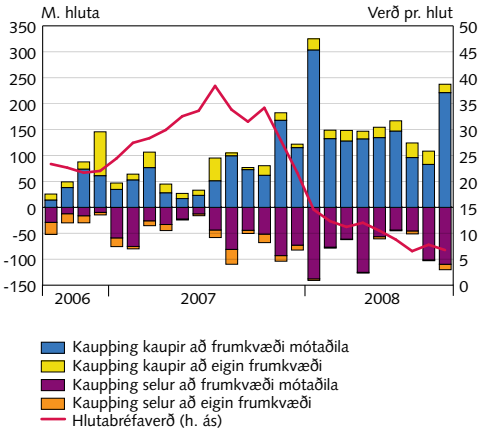
Tengsl bankanna við önnur félög í Kauphöllinni voru í mörgum tilvikum talsverð. Sum félaganna áttu beint eða óbeint hlut í bönkunum og bankarnir voru sjálfir hluthafar í öðrum eða jafnvel sömu félögunum. Flest þeirra voru að einhverju leyti fjármögnuð af bönkunum auk þess sem bankarnir tóku í mörgum tilvikum veð í hlutabréfum þeirra vegna lánveitinga. Hagsmunir bankanna og félaga sem tengdust þeim fóru því á margan hátt saman. Í ljósi hátternis bankanna í viðskiptum með eigin hlutabréf sem skýrt er frá hér að framan er því mikilvægt að kanna einnig viðskipti þeirra með hlutabréf tengdra félaga. Ljóst er þó að hagsmunir bankanna af því að hafa áhrif á verðmyndun á hlutabréfum tengdra félaga voru ekki þeir sömu og hagsmunir þeirra gagnvart verði eigin hlutabréfa og því er greiningin ekki jafn ítarleg. Til viðbótar skal nefnt að í vissum tilvikum voru hlutabréf bankanna mjög stór hluti af heildareignum viðkomandi félaga, s.s. hlutabréf Kaupþings hjá Exista hf. og hlutabréf Glitnis hjá FL Group hf. Því hafa öll kaup á eigin hlutabréfum til þess að styðja við hlutabréfaverð einnig haft áhrif á hlutabréf viðkomandi eignarhaldsfélaga og hefur það dregið úr hvatanum til þess að hafa áhrif á verð viðkomandi félaga. Einungis eru tekin fyrir viðskipti með hlutabréf stærri aðila sem á einhvern hátt tengdust bönkunum, þ.e. Exista og Bakkavarar í tilviki Kaupþings, Straums-Burðaráss og Marels í tilviki Landsbankans og FL Group í tilviki Glitnis.

Mynd 38
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Exista
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Mynd 39
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Exista
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

12.6.4.2 Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í tengdum félögum

Í þessum kafla verður farið yfir viðskipti EVK með hlutabréf tveggja félaga í Kauphöllinni sem á einhvern hátt tengdust Kaupþingi, þ.e. Exista og Bakkavör. Exista var stærsti hluthafi Kaupþings með tæplega 25% eignarhlut þegar mest lét, auk þess sem Lýður Guðmundsson, starfandi stjórnarformaður Exista, var í stjórn Kaupþings frá og með árinu 2008. Exista var einnig stærsti hluthafi Bakkavarar og var Lýður Guðmundsson einnig stjórnarformaður þess félags. Auk þess var Antonios P. Yerolemou á tímabili í stjórn beggja félaga og Hildur Árnadóttir, fjármálastjóri Bakkavarar og stjórnarmaður í Exista, var á tímabili varamaður í stjórn Kaupþings. Til marks um tengsl félaganna má nefna að rétt fyrir fall Kaupþings færði Bakkavör allt laust fé sitt inn á reikning hjá Kaupþingi til þess að styðja við bankann.[52]

Þegar viðskipti EVK með hlutabréf í Exista og Bakkavör eru tekin til athugunar sést að EVK voru í heildina litið nokkuð virkari á kauphlið tilboðabókanna heldur en söluhliðinni þó að myndin sé ekki jafn afgerandi og í viðskiptum þeirra með hlutabréf í Kaupþingi. Frá ársbyrjun 2008 til loka september það ár báru EVK ábyrgð á tæplega 38% allra kaupa í Exista þegar einungis er litið til paraðra viðskipta en salan nam rúmlega 19%. Sé litið aftur til þess þegar hlutabréf Exista voru tekin til viðskipta, í september 2006, nemur hlutdeild EVK í pöruðum viðskiptum um 36% á kauphlið og 22% á söluhlið. Eignarhlutur EVK í Exista lækkaði nokkurn veginn samfleytt frá því að hlutabréfin voru tekin til viðskipta og þar til í september 2007. Þá óx hann smám saman á ný og var orðinn um 4% af heildarfjölda hluta við fall. Ekki lítur því út fyrir að hlutirnir hafi kerfisbundið verið seldir í stærri tilkynntum viðskiptum.

52. Sjá viðtal við Lýð Guðmundsson í Markaðnum, Stöð 2, 25. október 2008.

Frá ársbyrjun 2008 og út september það ár báru EVK svo ábyrgð á tæplega 40% allra kaupa í Bakkavör þegar einungis er litið til paraðra viðskipta og á sama tíma nam salan rúmlega 22%. Á tímabilinu í heild sinni, þ.e. frá ársbyrjun 2004, nam kauphlutfallið tæplega 36% og söluhlutfallið tæplega 31%. Ekki virðist sem hlutirnir hafi kerfisbundið verið seldir í stærri tilkynntum viðskiptum heldur jókst eignarhlutur EVK í Bakkavör smám saman frá haustinu 2007 og var orðinn tæplega 3% af heildarfjölda hluta við fall.

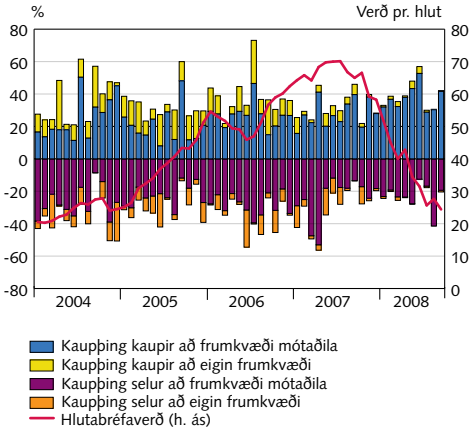
Þegar viðskiptahættir EVK í viðskiptum með eigin hlutabréf og hlutabréf Exista og Bakkavarar eru bornir saman sést að í tilviki Exista og Bakkavarar voru hrein kaup ekki jafn mikil, veltan var minni auk þess sem hlutirnir voru ekki seldir kerfisbundið á ný í tilkynntum viðskiptum. Þó vekur athygli að kaup EVK í pöruðum viðskiptum umfram sölu námu rúmlega 18% af allri paraðri veltu með hlutabréf í Exista í Kauphöllinni og að pöruð kaup EVK voru meiri en pöruð sala þeirra allt frá september 2007. Sömuleiðis námu kaup EVK í pöruðum viðskiptum með hlutabréf í Bakkavör umfram sölu tæplega 11% af allri paraðri veltu á árunum 2007–2008 og tæplega 18% á árinu 2008 fram til loka september. Hagsmunir Kaupþings af því að halda uppi verði tengdra félaga voru þó ekki jafn miklir og hagsmunir bankans gagnvart verði eigin hlutabréfa auk þess sem viðskiptin voru ekki jafn afgerandi og viðskiptin með bréf í bankanum sjálfum. Því er alls ekki hægt að útiloka að um eðlilega stöðutöku hafi verið að ræða. Auk þess skal það nefnt að markaðshlutdeild Kaupþings á hlutabréfamarkaðnum almennt var umtalsverð og því ekki óeðlilegt að kaup umfram sölu hafi verið mikil ef EVK mátu það svo að kauptækifæri væru til staðar. Í þessu samhengi ber einnig að hafa hliðsjón af því að starfsmaður EVK gaf við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni til kynna að EVK hafi myndað „buffer“ á kauphliðinni þegar söluþrýstingur var sem mestur í félögum sem tengdust Kaupþingi og nefndi þar sérstaklega Exista og Bakkavör.[53]

12.6.4.3 Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í tengdum félögum

Í þessum kafla verður farið yfir viðskipti EVL með hlutabréf tveggja félaga í Kauphöllinni sem á einhvern hátt tengdust Landsbankanum, þ.e. Straums-Burðaráss fjárfestingabanka hf. og Marel Food Systems hf. Tengsl Landsbankans og Straums-Burðaráss byggðust fyrst og fremst á sameiginlegu eignarhaldi en stærsti eigandi Landsbankans var Samson eignarhaldsfélag ehf. og stærsti eigandi Straums-Burðaráss var Samson Global Holding S.a.r.l. Bæði félögin voru í eigu Björgólfs Guðmundssonar og Björgólfs Thors Björgólfssonar. Landsbankinn var svo meðal stærstu hluthafa Marel Food Systems hf. á tímabilinu sem hér er til skoðunar.

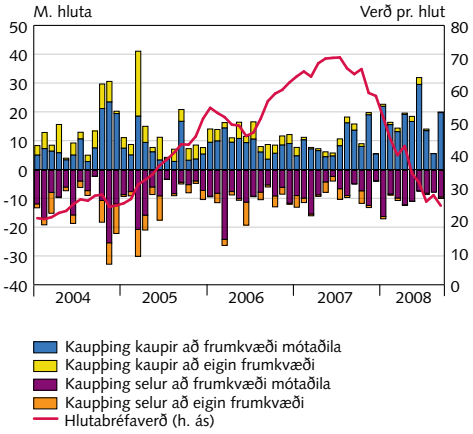
Þegar viðskipti EVL með hlutabréf í Straumi-Burðaráss er skoðuð frá upphafi árs 2004 og til hruns bankans kemur í ljós að EVL voru tiltölulega virk á bæði kaup- og söluhlið í tilboðabók Straums. Þannig var EVL á kauphlið allra paraðra viðskipta með hlutabréf í Straumi-Burðaráss á tímabilinu í tæplega 11% tilvika en rúmlega 12% tilvika á söluhlið. Þetta skýrist fyrst og fremst af því að Landsbankinn og Straumur-Burðaráss gerðu með sér samning um viðskiptavakt Landsbankans á útgefnum hlutabréfum þess síðarnefnda.[54]

Mynd 40
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Bakkavör
Hlutfall af veltu



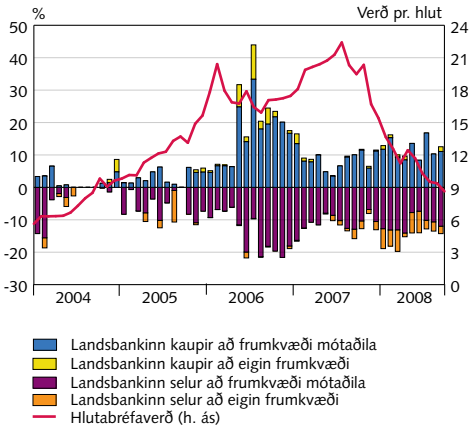
Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

Mynd 41
Viðskipti Kaupþings með hlutabréf í Bakkavör
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Kaupþing banki hf.

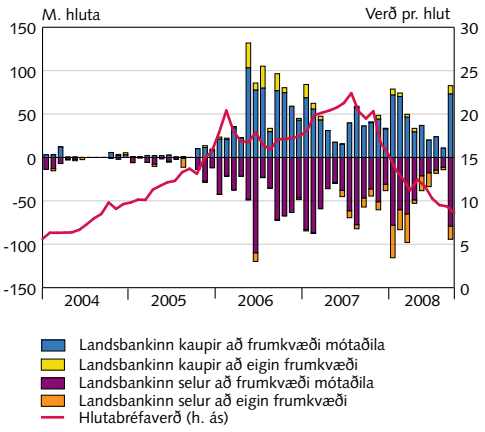
Mynd 42
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Straumi
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

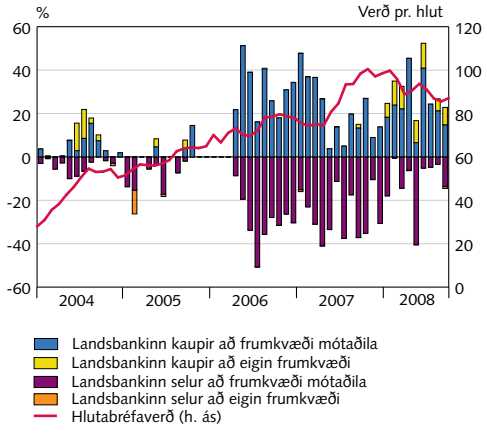
53. Skýrsla Birnis Sæs Björnssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 6.
54. Sjá tilkynningu frá Straumi-Burðaráss um viðskiptavakt sem birt var í fréttakerfi Kauphallarinnar 3. maí 2006.

Mynd 43
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Straumi
Fjöldi hluta



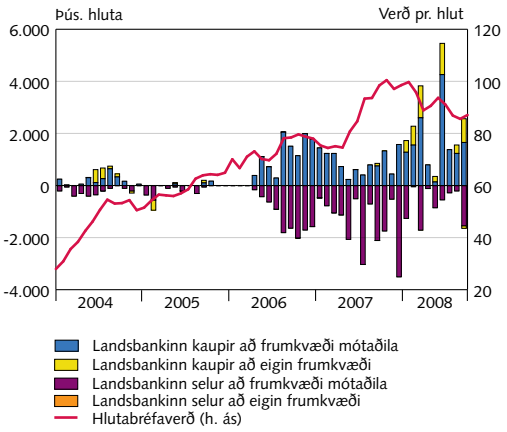
Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 44
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Marel
Hlutfall af veltu



Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 45
Viðskipti Landsbankans með hlutabréf í Marel
Fjöldi hluta



Heimild: Kauphöll Íslands, Landsbanki Íslands hf.

Þegar viðskipti EVL með hlutabréf í Marel eru skoðuð sést að þau voru tiltölulega virk frá fyrri hluta ársins 2006 og allt fram til hruns Landsbankans. Eins og sést á myndum 44 og 45 voru viðskipti bankans jafnan bæði á kaup- og söluhlið tilboðabókarinnar enda sá Landsbankinn um viðskiptavakt fyrir útistandandi hlutabréf í Marel samkvæmt samningi þeirra á milli[55]. Athygli vekur þó að þegar líður á árið 2008, og hlutabréf Marel taka að lækka í verði, þá minnkar sala EVL á hlutum Marels í tilboðabókinni á meðan kaupveltan helst nokkurn vegin sú sama og áður. Yfir allt tímabilið voru því EVL á kauphlið allra paraðra viðskipta í rúmlega 18% tilvika og á söluhlið í tæplega 15% tilvika.

12.6.4.4 Viðskipti Glitnis með hlutabréf í tengdum félögum

Í þessum kafla verður farið yfir viðskipti EVG með hlutabréf FL Group í Kauphöllinni en FL Group var stærsti hluthafi Glitnis á síðari hluta tímabilsins sem hér er fjallað um. Forstjórar FL Group, þeir Jón Sigurðsson og á undan honum Hannes Smárason, voru í stjórn Glitnis auk þess sem Skarphéðinn Berg Steinarsson og Þorsteinn M. Jónsson voru á tímabili í stjórn beggja félaga. Loks var Glitnir einnig stór hluthafi í FL Group.

Þegar viðskipti EVG með hlutabréf í FL Group eru skoðuð kemur í ljós að nokkurn veginn frá upphafi ársins 2005 og til apríl 2007 voru EVG tiltölulega virk á kaup- og söluhliðinni og var hlutdeild þeirra á hvorri hlið um sig um 5% af öllum pöruðum viðskiptum. Að þessu tímabili loknu dró talsvert úr sölu EVG og á svipuðum tíma varð viðsnúningur í verðþróun hlutabréfa FL Group en hæsta gildi hlutabréfaverðs FL Group náðist í síðari hluta febrúar 2007. Á tímabilinu frá apríl 2007 og fram til þess að hlutabréf í FL Group voru tekin úr viðskiptum í maí 2008 voru kaup EVG um 14% af öllum pöruðum viðskiptum en salan nam um 3%. Einnig voru nokkrir mánuðir í upphafi þess tímabils þegar hlutabréf í FL Group voru tekin til viðskipta þar sem EVG voru tiltölulega virk á kauphliðinni en óvirk á söluhliðinni. Þar var þó um lítinn fjölda bréfa að ræða og skamman tíma og er því ekki talin þörf á að greina mynstur þeirra viðskipta nánar.

Ljóst er að kaup EVG á hlutabréfum í FL Group umfram sölu voru talsverð eftir að hlutabréfaverð félagsins tók að lækka. Frá apríl 2007 og út maí 2008 námu kaup umfram sölu í pöruðum viðskiptum alls um 6,6% af heildarfjölda útgefinna hluta. Hagsmunir Glitnis af því að halda uppi verði tengdra félaga voru þó ekki jafn miklir og hagsmunir bankans gagnvart verði eigin hlutabréfa auk þess sem viðskiptin voru ekki jafn afgerandi og viðskiptin með bréf í bankanum sjálfum. Því er ekki hægt að útiloka að um eðlilega stöðutöku hafi verið að ræða. Einnig skal það nefnt að markaðshlutdeild Glitnis á hlutabréfamarkaðnum almennt var umtalsverð og því ekki óeðlilegt að kaup umfram sölu hafi verið mikil ef EVG mátu það svo að kauptækifæri væru til staðar.

12.6.4.5 Niðurstaða

Af ofangreindu má sjá að kaup bankanna á hlutabréfum tengdra félaga hafa ekki verið jafn umsvifamikil og kaup þeirra á eigin hlutabréfum. Þó er ljóst að kaupin voru í mörgum tilvikum meiri heldur en salan og virðist sú tilhneiging

55. Sjá tilkynningu frá Marel um viðskiptavakt sem birt var í fréttakerfi Kauphallarinnar 7. apríl 2006.

hafa aukist þegar leið á tímabilið. Sú staðreynd að mynstrið er engan veginn jafn afgerandi og þegar viðskipti með hlutabréf sjálfra bankanna eiga í hlut er að mati rannsóknarnefndar Alþingis ekki vísbending um að umrædd viðskipti séu eðlileg heldur fyrst og fremst til marks um hversu óeðlileg viðskipti bankanna með eigin hlutabréf voru. Séu viðskipti bankanna með hlutabréf tengdra félaga metin sjálfstætt og ekki í samhengi við kaup þeirra á eigin bréfum kann því að vakna grunur um að í einhverjum tilvikum hafi bankarnir leitast við að draga úr verðlækkunum eða á annan hátt að hafa áhrif á verðmyndun á hlutabréfum félaganna.

12.6.5 Þróun á íslenska skuldabréfamarkaðnum

Nafnvirði útistandandi skuldabréfa sem tekin höfðu verið til viðskipta í Kauphöllinni jókst verulega frá árinu 2004. Í ársbyrjun 2004 var nafnvirði útistandandi skuldabréfa í Kauphöllinni alls tæplega 126 milljarðar en í lok september 2008 nam það tæpum 1.655 milljörðum, sem gerir um 1217% aukningu. Mesta aukningin var í skuldabréfum banka sem fóru úr um 4 milljörðum upp í rúma 490 milljarða og voru því orðin tæplega 30% af nafnvirði markaðarins við lok tímabilsins. Sömuleiðis var mikill vöxtur í fyrirtækjaskuldabréfum sem fóru úr 3,6 milljörðum upp í tæplega 295 milljarða og voru þá orðin um 18% af nafnvirði markaðarins. Eftir sem áður skipuðu ríkistryggð skuldabréf og skuldabréf sveitarfélaga stærsta sessinn á markaðnum og voru um 49% enda þótt vöxturinn þar hafi hlutfallslega verið talsvert minni. Athygli vekur að útgáfa bankabréfa tók ákveðið stökk upp á við árið 2008, en eins og fjallað er um í kafla 4.0 og kafla 7.0 þá skiptust bankarnir á skuldabréfum á þeim tíma, í þeim tilgangi að fjármagna þau í gegnum Seðlabanka Íslands.

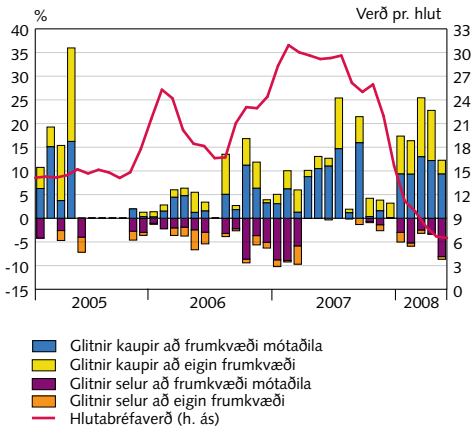
Talsverð velta var með ákveðna flokka ríkistryggðra skuldabréfa, þ.e. skuldabréf útgefin af ríkissjóði Íslands og Íbúðalánasjóði. Samanlögð velta með skuldabréf ríkissjóðs, Íbúðalánasjóðs og sveitarfélaga nam um 96% af heildarveltu frá árinu 2004 til septemberloka 2008, þar af var velta með skuldabréf sveitarfélaga einungis 0,003%. Velta með skuldabréf banka nam svo rúmlega 3% af heildarveltu og velta með önnur skuldabréf tæplega 1%. Öflugur eftirmarkaður og virk verðmyndun var því fyrst og fremst með skuldabréf ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs á meðan hlutfallslega lítil velta var með önnur skuldabréf.

Þróunin á tímabilinu öllu var á þann veginn að viðskipti fóru vaxandi nokkuð jafnt og þétt fram til ársloka 2007 en þá varð mikil og skyndileg aukning í veltu sem ætla má að hafi að hluta til verið vegna þess að fjárfestar leituðu í öruggari fjárfestingar í ljósi aukinnar áhættu og lækkandi hlutabréfaverðs. Í janúar 2004 var heildarveltan á skuldabréfamarkaði um 91 milljarður króna en þegar mest viðskipti voru á markaðnum, í maí 2008, var hún orðin tæplega 740 milljarðar króna.

Myndir 51 og 52 sýna hvernig ávöxtunarkrafa skuldabréfa ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs þróaðist á tímabilinu.

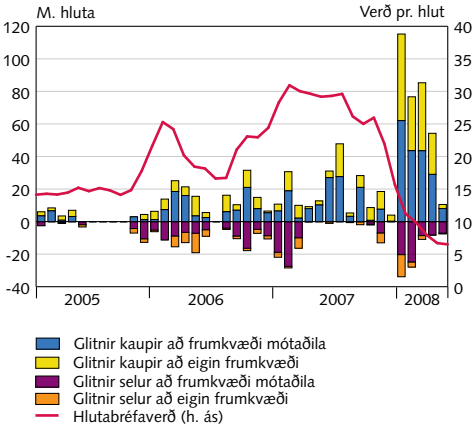
Ef litið er fyrst á þróun ávöxtunarkröfu skuldabréfa Íbúðalánasjóðs má sjá að hún hækkar talsvert frá haustinu 2006 og fram undir lok árs 2007, en ávöxtunarkrafa breytist í takt við verð en með öfugum formerkjum þannig að á þessum tíma fór verð skuldabréfanna almennt lækkandi. Þetta gerist nokkurn veginn samhliða hækkun hlutabréfaverðs og getur þessi þróun verið til marks um aukna áhættusækni fjárfesta, þar sem eftirspurn eftir hlutabréfum

Mynd 46
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í FL Group
Hlutfall af veltu



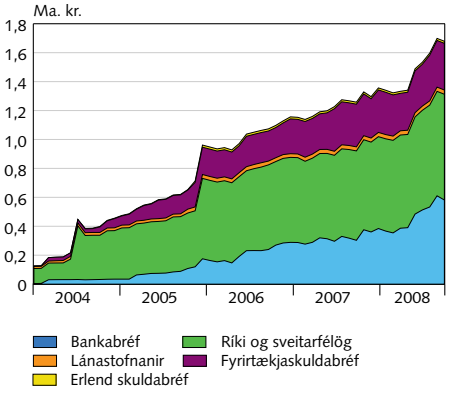
Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf.

Mynd 47
Viðskipti Glitnis með hlutabréf í FL Group
Fjöldi hluta



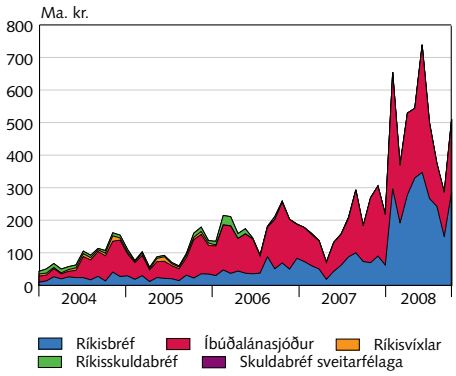
Heimild: Kauphöll Íslands, Glitnir banki hf.

Mynd 48
Nafnvirði skuldabréfa í Kauphöllinni



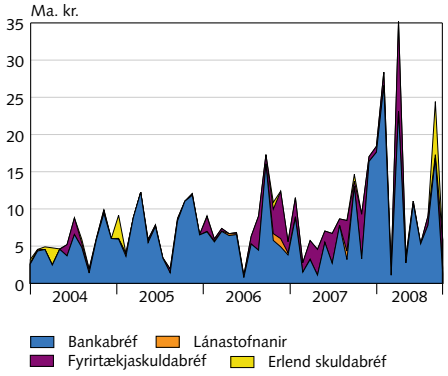
Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 49
Velta skuldabréfa í Kauphöllinni
Ríki, sveitarfélög og Íbúðalánasjóður



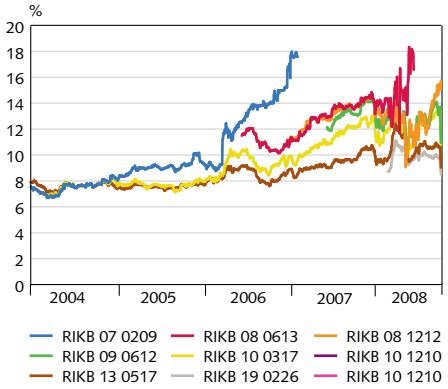
Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 50
Velta skuldabréfa í Kauphöllinni
Önnur skuldabréf



Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 51
Ávöxtunarkrafa skuldabréfa ríkissjóðs



Heimild: Kauphöll Íslands.

eykst á kostnað eftirspurnar eftir ríkistryggðum skuldabréfum. Í lok árs 2007 fer ávöxtunarkrafan svo að lækka á ný, þ.e. verð skuldabréfa að hækka, samhliða lækkandi hlutabréfaverði.

Þróunin sést ekki með jafn skýrum hætti þegar ávöxtunarkrafa skuldabréfa ríkissjóðs eru skoðuð. Þau eru ekki verðtryggð[56] og hafa verðbólguhorfur því talsverð áhrif á ávöxtunarkröfu bréfanna, en eins og fram kemur í kafla 4.0 var talsverð verðbólga á tímabilinu. Að auki má sjá að ávöxtunarkrafa virðist almennt hækka þegar líður að gjalddaga bréfanna sem skýrist hugsanlega af því að þegar líftími til gjalddaga er styttri en fjórir mánuðir eru gerðar aðrar og minni kröfur til viðskiptavaka bréfanna[57] sem gerir það að verkum að verðmyndun verður óskilvirkari.

12.7 Niðurstöður rannsóknarnefndar Alþingis

Greining sú sem hér hefur farið fram á þróun verðbréfaviðskipta á Íslandi á tímabilinu frá 2004 og fram til hruns bankanna í október 2008 hefur leitt í ljós ýmsa misbresti á uppbyggingu verðbréfamarkaða hér á landi og gefur til kynna að markaðurinn hafi á margan hátt verið óþroskaður. Hér að framan hafa verið leiddar líkur að því að þá miklu hækkun sem varð á hlutabréfaverði frá upphafi árs 2004 fram til miðs árs 2007 megi fyrst og fremst rekja til aukinnar skuldsetningar vegna verðbréfakaupa og vanmats á þeirri auknu áhættu sem henni fylgdi. Bankarnir sjálfir voru atkvæðamiklir í lánveitingum til hlutabréfakaupa og í ákveðnum tilvikum höfðu þeir tekið veð í eigin hlutabréfum. Með fallandi hlutabréfaverði dró því úr gæðum útlánasafnsins sem aftur gat haft umtalsverð áhrif á afkomu bankanna og þar af leiðandi hlutabréfaverð þeirra. Til viðbótar voru starfsmenn í mörgum tilvikum með talsverðan eignarhlut í eigin banka sem bankinn jafnvel fjármagnaði. Því telur rannsóknarnefndin að bankarnir hafi komið sér í þrönga stöðu þegar hlutabréfaverð tók að lækka síðla árs 2007, veðþekjur á hlutabréfalánum þeirra lækkuðu og staða viðskiptavina þeirra fór versnandi.

Allir bankarnir voru umsvifamiklir kaupendur eigin hlutabréfa í pöruðum viðskiptum í Kauphöllinni þegar leið á tímabilið og þá sérstaklega eftir að verð hlutabréfanna tók að lækka. Þannig var Kaupþing á kauphlið paraðra viðskipta með hlutabréf í Kaupþingi í 46,45% tilvika árið 2008, Glitnir var á kauphlið í 44,42% paraðra viðskipta með hlutabréf í Glitni árið 2008 og Landsbankinn á kauphlið í 45,28% paraðra viðskipta með hlutabréf í Landsbankanum árið 2008. Salan var í öllum tilvikum lítil og jafnvel smávægileg þegar pöruð viðskipti eru skoðuð en Kaupþing var einungis í 1,61% tilfella á söluhlið viðskipta með eigin bréf í tilboðabók og eins voru Glitnir og Landsbankinn einungis í 1,36% og 0,67% tilfella á söluhlið viðskipta með hlutabréf í þeim sjálfum. Þess í stað fór sala fyrst og fremst fram í stórum viðskiptum utan tilboðabókarinnar sem svo voru tilkynnt til Kauphallarinnar. Einn grundvallarmunur er á þessum tveimur viðskiptaaðferðum. Pöruð viðskipti hafa bein áhrif á verðmyndun og þróun verðbilsins í tilboðabók viðkomandi félags en verðáhrif tilkynntra viðskipta eru takmörkuð þar eð slík viðskipti hafa einungis áhrif á síðasta viðskiptaverð sé um stöðluð viðskipti að ræða og þau

56. Sjá upplýsingar um skilmála bréfanna í lýsingum sem birtar eru í fréttakerfi Kauphallarinnar.
57. Sjá upplýsingar um viðskiptavakt með skuldabréf útgefin af ríkissjóði í fréttakerfi Kauphallarinnar.

innan verðbils. Rannsóknarnefndin telur því að bankarnir hafi allir reynt að kalla fram óeðlilega eftirspurn eftir hlutabréfum í sjálfum sér og notað til þess það svigrúm sem hægt var að skapa með viðskiptum deilda eigin viðskipta. Markmið þeirra hafi verið að tempra hraða verðlækkun og vinna þannig tíma til að greiða úr öðrum málum. Einnig telur rannsóknarnefnd Alþingis að margar af þeim lánveitingum til hlutabréfakaupa í bönkunum sjálfum sem áttu sér stað síðla árs 2007 og allt árið 2008 hafi verið til þess fallnar að auka svigrúm veltubóka bankanna til frekari hlutabréfakaupa og að ekki hafi í öllum tilfellum verið gætt að því að koma í veg fyrir að bankinn bæri alla áhættuna af verðbreytingum bréfanna.

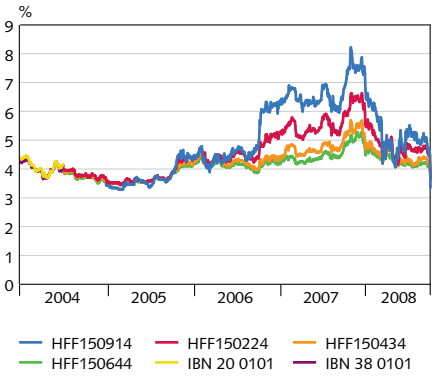
Lán til hlutabréfakaupa og lán með veði í hlutabréfaeignum eru ekki einungis áhættusamar fyrir þá sem taka slík lán heldur eykst einnig verðáhætta annarra fjárfesta sem kaupa sömu verðbréf. Ef hlutabréf félags eru að stórum hluta veðsett getur verðlækkun komið af stað ákveðinni keðjuverkun sem leiðir til þess að heildarverðlækkun getur orðið mikil og hröð. Ákveðnar upplýsingar um veðsetningu hlutabréfaeignar voru tiltækar hjá Seðlabankanum enda þótt færa megi rök að því að þær hefðu getað verið ítarlegri og aðgengilegri. Hvað sem því líður eru fá ummerki um að fjárfestar hafi almennt tekið mið af verðáhættu vegna veðsetninga þegar ákvarðanir um kaup eða sölu hlutabréfa voru teknar og ekki verður séð að eftirlitsaðilar hafi gripið til sérstakra aðgerða þannig að ráða megi að þeir hafi verið meðvitaðir um hættuna sem slíkri skuldsetningu fylgdi.

Rannsóknarnefnd Alþingis vill benda á að ef banki kaupir sjálfur hlutabréf í stað þess að lána fyrir þeim ber hann áhættu sem nemur þeirri upphæð sem keypt er fyrir en sá ávinningur sem vænst er ræðst af mögulegum verðhækkunum og arðgreiðslum. Láni hann að fullu fyrir kaupunum, með engin önnur veð en bréfin sjálf, ber hann sömu áhættu og ef hann hefði sjálfur keypt bréfin en ávinningurinn takmarkast við þóknanir og vaxtagreiðslur sem þó er óvíst að komi til nema hlutabréfaverðið hækki eða arðgreiðslur dugi fyrir greiðslunum. Þannig eru takmörk sett á ávinning en engin á tapið.

Fræðimenn hafa fært fyrir því rök að seðlabankar eigi að hafa eftirlit með veðsetningu í hagkerfinu og grípa inn í til þess að koma í veg fyrir að hún verði of há á uppgangstímum og stuðla að aukningu þegar samdráttur er í hagkerfinu.[58] Þannig megi hugsanlega draga úr ofvexti hagkerfisins og stuðla að auknum fjármálastöðugleika. Rannsóknarnefnd Alþingis telur að Seðlabanki Íslands eigi á grundvelli þeirrar lögmæltu skyldu sinnar að viðhalda fjármálastöðugleika að safna upplýsingum um veðsetningu og grípa jafnvel inn í ef sú staða kemur upp aftur að mikil aukning verður á veðsetningu samhliða verðhækkunum á verðbréfum og almennri þenslu í hagkerfinu.

Tilraunir bankanna til þess að halda uppi verði á eigin hlutabréfum með miklum kaupum í pöruðum viðskiptum hefðu ekki gengið upp nema mögulegt hefði verið að losna við bréfin með einhverjum hætti. Ella hefðu þeir neyðst til þess að flagga eignarhlut sínum opinberlega sem hefði getað verið talsvert veikleikamerki. Salan fór fram í stórum hlutum sem tilkynnt var um til Kauphallarinnar og í mörgum tilvikum komu bankarnir einnig að fjármögnun slíkra viðskipta. Allt ferlið, frá kaupum bankans sjálfs til fjármögnunarinnar, hangir því saman. Þeir starfsmenn bankanna sem komu að hverjum

Mynd 52
Ávöxtunarkrafa skuldabréfa Íbúðalánasjóðs



Heimild: Kauphöll Íslands.

58. Sjá t.a.m. Geanakoplos, John: „The Leverage Cycle." Cowles Foundation Discussion Paper no. 1715. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University 2009.

lið ferlisins, þ.e. 1) kaupum í pöruðum viðskiptum, 2) sölu stærri eignarhluta og 3) fjármögnun viðskiptanna, virðast ekki hafa verið meðvitaðir um aðra þætti þess, eins og marka má af skýrslutökum af starfsmönnum bankanna. Starfsmenn deildar eigin viðskipta höfðu ekki vitneskju um hverjir kaupendur hlutanna voru og hvernig viðskiptin voru fjármögnuð. Starfsmenn miðlunar, sem sáu í einhverjum tilvikum um að finna kaupendur að hlutunum og gengu frá viðskiptunum, vissu ekki hvort lán hefði verið veitt til viðskiptanna eða hvort greiðsla hefði komið með öðrum hætti. Aðilar sem sáu um afgreiðslu lánveitinga hafa vitað hverjum lánin voru veitt en ekki endilega hvaðan bréfin komu, þ.e. að bankinn sjálfur væri seljandi. Stjórnendur bankanna hafa þó haft yfirsýn yfir alla þessa liði auk þess sem fjármögnun viðskiptanna hefur farið fyrir lánanefndir. Enda eru upphæðirnar sem um ræðir mjög háar, aðgerðirnar umfangsmiklar og fórnarkostnaður hár.

Horft til skamms tíma mætti draga þá ályktun að kaup deilda innan bankanna sem sinna viðskiptum bankans með hlutabréf hefðu verið gerð með því hugarfari að skammt væri í botninn en þegar viðskiptin eru skoðuð í víðara samhengi má sjá að bréfin voru iðulega seld aftur og það á lægra verði en þau voru keypt á og undir eins hafist handa við að kaupa á ný. Þetta viðgekkst í hátt í ár hjá öllum bönkunum og eins og niðurstöðurnar að framan bera með sér hlaust talsvert tap af viðskiptunum. Rannsóknarnefnd Alþingis getur því ekki fallist á að kaup deilda eigin viðskipta hafi verið byggð á eðlilegum viðskiptasjónarmiðum, hvorki sjónarmiðum um eðlilega viðskiptavakt hlutabréfa né ávöxtun á fjármunum bankanna.

Í skýrslutökum rannsóknarnefndarinnar af starfsmönnum eða forsvarsmönnum deilda eigin viðskipta bankanna voru þau rök gegnumgangandi fyrir kaupum hvers banka á eigin hlutabréfum á tímabili lækkunar að með þeim hefði átt að tryggja að bréfin væru auðseljanlegri (e. liquidity). Sem viðskiptavakar hefðu bankarnir þurft að sjá til þess að eftirspurn væri til jafns við framboð á tímum tímabundins söluþrýstings svo hluthafar og áhugasamir kaupendur gætu verið fullvissir um að kæmi til þess að þeir þyrftu að selja væru ávallt kaupendur til staðar. Þannig væri verðáhætta fjárfesta lágmörkuð og það getur aukið eftirspurn eftir bréfunum til langs tíma og laðað að nýja fjárfesta. Við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni sagði Jóhannes Baldursson, yfirmaður markaðsviðskipta Glitnis, til dæmis þegar rætt var um það tap sem hlaust af viðskiptum deildar eigin viðskipta Glitnis (EVG) með hlutabréf í Glitni að bankastarfsemi sú sem Glitnir stundaði væri „langhlaup“, með vísan til þess að bankinn hefði verið tilbúinn til að taka á sig tap í niðursveiflu í viðskiptum með eigin hlutabréf og þá á sama hátt gróða í uppsveiflu.[59] Að mati rannsóknarnefndarinnar fást slík rök varla staðist. Viðskiptavakar eiga að sjá til þess að kaup- og sölutilboð séu til staðar og liðka þannig fyrir viðskiptum og eðlilegri verðmyndun. Myndist kaup- eða söluþrýstingur er það hagur og skylda viðskiptavaka að aðlaga tilboð sín þar til jafnvægi hefur náðst og það magn bréfa sem hann kaupir er nokkurn veginn til jafns við það magn sem hann selur (þ.e. hækka verð þegar kaupþrýstingur er og lækka verð þegar söluþrýstingur myndast). Hlutverk viðskiptavaka er ekki að stýra verðlagi heldur að bjóða mótaðila í viðskiptum svo eðlileg og skilvirk verðmyndun geti átt sér stað. Hinn mikli söluþrýstingur sem myndaðist á síðari hluta ársins 2007 og kom fram í því að bankarnir allt að því einokuðu kauphlið til-

59. Skýrsla Jóhannesar Baldurssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 16. október 2009, bls. 25.

boðabóka sinna var augljóst merki um að hlutabréfaverð þeirra væri of hátt. Bankarnir voru að auki í einhverjum tilvikum viðskiptavakar með hlutabréf annars hinna bankanna tveggja og keyptu og seldu þar svipað magn í pöruðum viðskiptum þrátt fyrir mikinn söluþrýsting og lækkandi hlutabréfaverð. Má nefna þetta sem dæmi um viðskiptahætti sem geta talist eðlilegir fyrir viðskiptavaka og það veikir enn frekar röksemdir bankanna fyrir því að viðskipti þeirra með hlutabréf í þeim sjálfum hafi verið eðlileg viðskiptavakt á íslenskum hlutabréfamarkaði.

Einnig virðist sem bankarnir hafi í sumum tilfellum litið svo á að eðlilegt sé að viðskiptavaki hafi tap af viðskiptum sínum þegar hlutabréfaverð lækkar. Að mati rannsóknarnefndarinnar er það augljóslega rangt þar sem viðskiptavaki á að stilla af tilboð sín þannig að jafn miklar líkur séu á því að hann sé sleginn á kaup- og söluhliðinni og innleysi þar með hagnað sem nemur verðbilinu. Sé staðan önnur verður að ætla að viðskiptavakinn sé að viðhalda óeðlilegu verði.

Ef markmið bankanna hefði verið að koma í veg fyrir óeðlilegar verðsveiflur, sem er þó ekki þeirra hlutverk og getur að ákveðnum skilyrðum uppfylltum fallið undir markaðsmisnotkun, hefðu þeir átt að kaupa stærri hluti utan markaðarins og selja í pöruðum viðskiptum á þeim tíma sem hlutabréfaverðið var á uppleið. Það hefði að minnsta kosti verið í samræmi við það verklag sem tíðkaðist eftir að hlutabréfaverð tók að lækka. Sú var aftur á móti ekki raunin.

Með hliðsjón af framansögðu telur rannsóknarnefnd Alþingis yfirgnæfandi líkur á því að þau viðskipti bankanna með eigin hlutabréf sem greiningin náði til hafi verið framkvæmd í þeim tilgangi að gefa misvísandi upplýsingar um eftirspurn eftir hlutabréfunum og hafa þannig áhrif á verð þeirra. Umfang viðskiptanna var svo mikið að ekki hefði verið mögulegt að halda kaupunum til streitu nema einhver sala kæmi á móti eða með því að flagga uppsöfnuðum eignarhlut opinberlega. Í mörgum tilvikum veittu bankarnir völdum viðskiptavinum lán á hagstæðum kjörum og jafnvel án tryggingа til þess að liðka fyrir slíkum sölum. Í ljósi greiningarinnar að framan telur rannsóknarnefndin ljóst að það sé verulega óheppilegt að banki eða fjármálastofnun sé viðskiptavaki með eigin hlutabréf og þá ekki síst þegar þeir eru einnig lánveitendur í tengdum viðskiptum. Hagsmunir starfsmanna eru alltaf á einhvern hátt samtvinnaðir hagsmunum vinnuveitandans, einkum ef starfsmenn eru einnig hluthafar í viðkomandi félagi, og er því alltaf ákveðinn hvati til staðar til þess að hafa áhrif á verð, hafi félagið eða starfsmenn þess hag af því. Eftirlitsstofnanir þurfa einnig að hafa betri úrræði til þess að fylgjast með stöðutöku og viðskiptum fjármálafyrirtækja sem og einstakra fjárfesta svo hægt sé að koma í veg fyrir að viðskiptahættir í líkingu við þá sem voru við lýði hjá deildum eigin viðskipta bankanna verði viðhafðir í framtíðinni.

Til marks um það hugarfar sem virðist hafa ríkt innan bankanna þegar hlutabréfaverð fór að lækka nefndi Ívar Guðjónsson, forstöðumaður eigin fjárfestinga hjá Landsbankanum, í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni að hann hefði talið að óeðlilegum söluþrýstingi hefði verið beitt gegn Landsbankanum á markaði og hefði þar vaknað grunur um skortsölu.[60] Ef hlutabréfaverð er ofar verðmati markaðsaðila eru eðlileg viðbrögð þeirra að selja bréfin til þess að lágmarka tap eða skortselja þau til þess að innleysa

60. Skýrsla Ívars Guðjónssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 15. október 2009, bls. 4.

hagnað og er það hluti af því ferli sem leiðir til skynsamlegrar verðmyndunar á markaði. Salan ætti því að halda áfram þar til verðið hefur lækkað nægilega mikið til þess að fjárfestar sjái kauptækifæri og samhliða því myndi draga úr söluþrýstingi og lægra jafnvægisverð myndast. Slíkur söluáhugi dvínar síst ef mótaðili er til staðar með um 50% markaðshlutdeild á kauphliðinni sem er tilbúinn til að kaupa bréfin á háu verði og selja þau svo aftur lágt, eins og raunin var með bankana þrjá á einhverjum tímapunkti. Skynsamir markaðsaðilar hefðu því selt eins mikið af bréfum og mögulegt var og leitast svo við að kaupa þau af bankanum á ný á lægra verði og hugsanlega á hagstæðum lánakjörum með lítilli sem engri áhættu. Vilji bankanna, og á það við um þá alla þrjá, til að liðka fyrir sölu á eigin hlutabréfum í því skyni að laða að nýja fjárfesta (sérstaklega erlenda) kann því að hafa gefið merki um veikleika þeirra og stuðlað að skortsölu á bréfunum.

Rannsóknir hafa gefið til kynna að markaðsmisnotkun sé meira vandamál á smærri mörkuðum með hlutabréf (e. emerging stock markets) heldur en á stærri og eldri hlutabréfamörkuðum, s.s. í Bandaríkjunum.[61] Því kann að vera mikilvægt að hafa strangara eftirlit með hugsanlegri markaðsmisnotkun á smærri hlutabréfamörkuðum, s.s. hér á Íslandi, sem svo mætti draga hlutfallslega úr þegar markaðurinn þroskast og markaðsaðilum fjölgar.

Eftir að TRS-kerfinu var komið á laggirnar hjá Fjármálaeftirlitinu hafði stofnunin aðgang að gagnagrunni sem hafði að geyma stærstan hluta þeirra upplýsinga sem byggt var á við greiningu þá sem lýst er í þessum kafla, þ.e. upplýsingar um öll verðbréfaviðskipti, aðgreind eftir viðskiptaaðilum í hverjum banka fyrir sig. Fjármálaeftirlitið hefði því getað fylgst með stöðutöku allra þessara aðila á markaði og þróun hennar og þar af leiðandi séð að deildir eigin viðskipta bankanna þriggja stunduðu frá árinu 2007 umfangsmikil kaup á hlutabréfum hver í sínum banka og losuðu svo út þann eignarhlut í stórum skömmtum til þess að komast hjá því að senda út flöggunartilkynningu. Gagnagrunnurinn var þó ekkert notaður þar sem Fjármálaeftirlitið hafði ekki komið sér upp nauðsynlegum búnaði til þess að lesa og greina gögnin. Rannsóknarnefnd Alþingis telur að Fjármálaeftirlitið hafi brugðist í þessu efni. Ef Fjármálaeftirlitið hefði greint þá mynd sem dregin er upp hér hefði það kallað á rannsókn á því hvað ætti sér stað á verðbréfamörkuðum. Það kynni að hafa breytt rás atburða að einhverju leyti. Í gögnum sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur frá Kauphöllinni er m.a. ábending til Fjármálaeftirlitsins hinn 27. janúar 2009 um að viðskipti veltubókar bankanna væri mögulega í ósamræmi við góða viðskiptahætti.[62] Í ábendingunni segir að deild eigin viðskipta bankanna „allt að því einokuðu […] kauphlið tilboðabókar eigin félags." Athygli vekur að þessi ábending hafi ekki komið fram fyrr þar sem hún á við tímabilið fyrir október 2008. Rannsóknarnefnd Alþingis telur nauðsynlegt að Kauphöllin og Fjármálaeftirlitið hafi með sér skýra verkaskiptingu til að svona viðskipti fái ekki að viðgangast mánuðum saman óafskipt.

Ljóst virðist að regluverðir bankanna hefðu í ríkari mæli þurft að koma að mati á því hvort innherjaupplýsingar væru til staðar og hvort tilkynningarskylda hefði myndast. Þessar starfseiningar bankanna voru undirmannaðar,

61. Sjá t.d. Khwaja, Asim Ijaz og Atif Mian: „Unchecked intermediaries: Price manipulation in an emerging stock market." Journal of Financial Economics 78 2005, 203–241, og Walter, Carl E. og Fraser J. T. Howie: „Privatizing China: The stock markets and their role in corporate reform." New York: Wiley 2003.
62. Bréf Kauphallarinnar til Fjármálaeftirlitsins, dagsett 27. janúar 2009.

fengu takmarkaðar upplýsingar til að byggja mat sitt á og höfðu lítið sem ekkert ákvörðunarvald. Upplýsingagjöfin var því að stórum hluta í höndum stjórnenda bankanna og var regluvörðum því að jafnaði einungis gert að senda tilkynningar til Kauphallarinnar án þess að þeir hefðu færi á að leggja mat á eða gagnrýna innihald þeirra.

Að mati rannsóknarnefndar Alþingis er hlutverk regluvarða mjög mikilvægt á verðbréfamörkuðum sem og í rekstri fjármálafyrirtækja. Í skýrslutökum af regluvörðum bankanna kom fram að þeir höfðu allir á einhverjum tímapunkti staðið í deilum við stjórnendur síns banka um starfssvið sitt, heimildir og úrræði. Kom þar einnig fram að þegar þeir leituðu til Fjármálaeftirlitsins um stuðning vegna slíkra atriða hefðu svörin verið takmörkuð og gagnslítil. Að mati rannsóknarnefndarinnar þurfa regluverðir að hafa sterkt bakland hjá Fjármálaeftirlitinu. Sé farið inn á þeirra verksvið eða á einhvern hátt komið í veg fyrir að þeir geti sinnt skyldum sínum er nauðsynlegt að þeir geti haft samband við Fjármálaeftirlitið, eða vísað í fyrri samskipti við stofnunina, sér til stuðnings. Þetta myndi gera yfirmönnum þeirra ljósari grein fyrir mikilvægi starfa regluvarða og því að það geti haft í för með sér alvarlegar afleiðingar ef ráðleggingar þeirra eru ekki virtar.

Sé velgengni félags á einhvern beinan hátt og að verulegu leyti háð verði eigin hlutabréfa myndast gagnhæði (e. interdependence) milli afkomu þess og hlutabréfaverðsins sem getur stuðlað að óeðlilegum verðsveiflum og dregið úr skilvirkni verðmyndunarinnar. Eins og fram hefur komið var afkoma og fjárhagsstaða bankanna á margan hátt háð verði eigin hlutabréfa þeirra. Aðstæður höfðu því myndast þar sem fallandi hlutabréfaverð hefði getað haft afdrifarík áhrif á afkomu bankanna. Þetta hefur skapað óæskilega hvata til þess að hafa með einhverjum hætti áhrif á verð hlutabréfanna þar sem mikið hefur legið við bæði frá sjónarhóli sjálfra bankanna og starfsmanna þeirra. Rannsóknarnefnd Alþingis telur mikilvægt að tryggt verði að slík aðstaða komi ekki upp aftur og í því sambandi hafa eftirlitsaðilar mikilvægu hlutverki að gegna.

12.8 Greinargerð um lánveitingar til hlutabréfakaupa

12.8.1 Inngangur

Í þessum kafla verða rannsökuð viðskipti einstaklinga og fyrirtækja með hlutabréf í Kaupþingi banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Glitni banka hf. Við valið á aðilunum var litið til stærðar einstakra viðskipta og einnig samtölu heildarviðskipta frá upphafi árs 2007 fram að falli bankanna. Við þessa frumathugun var miðað við öll einstök viðskipti yfir 50 milljónum kr. og ef viðskipti voru yfir 50 milljónum kr. á sex mánaða tímabili. Til að þrengja viðfangsefnið var kannað hver þessara aðila hefði notið fyrirgreiðslu frá bönkunum þremur. Niðurstaðan var að nánari rannsókn var gerð á viðskiptum 32 félaga. Öll félögin, utan eitt, og einstaklingarnir sem skoðaðir voru fengu fyrirgreiðslu til hlutabréfakaupa yfir 1 milljarð kr. Ástæða þess að eitt félag með fyrirgreiðslu undir 1 milljarði kr. var skoðað er hversu sérstök lánsbeiðnin og ráðstöfun lánsins var.

Gögn sem stuðst var við í þessari rannsókn voru, auk hlutabréfaviðskiptagagna sem lýst er í kaflanum, fundargerðir lánanefnda fjármálafyrirtækjanna. Miðað var við að fram kæmi með óyggjandi hætti í lánabeiðnum eða lánaafgreiðslum að óskað væri eftir láni til hlutabréfakaupa í fjármálafyrirtæki,

þ.e. að viðskiptavinurinn ætlaði sér að ráðstafa andvirði lánsins til þess að kaupa hlutabréf í fjármálafyrirtækinu sjálfu eða öðru fjármálafyrirtæki. Eftir öðrum gögnum og upplýsingum, sem nota þurfti, var óskað skriflega hjá viðkomandi fjármálafyrirtæki. Upplýsingar um félög, s.s. stjórn, samþykktir, eignarhald, eignatengsl og ársreikninga, voru fengnar úr Ársreikningaskrá ríkisskattstjóra og úr gagnagrunni Creditinfo.

Þótt reynt væri að hafa framsetninguna sem mest á samræmdu formi þurfti í ákveðnum tilvikum að lýsa hlutafjárkaupum tveggja eða fleiri félaga sameiginlega, þar sem þau voru svo samtvinnuð gegnum eigendatengsl eða á annan hátt að ekki var mögulegt að fjalla um þau hvort eða hvert í sínu lagi.

Í umfjöllun og greiningu á hverju félagi koma eftirfarandi upplýsingar fram um hvert og eitt félag:

Vikið er að því hver sé yfirlýstur tilgangur með starfsemi félagsins eins og hann birtist í samþykktum þess. Þá er jafnan greint frá því hvort um sé að ræða einkahlutafélag eða hlutafélag. Tilgreindar eru helstu eignir, s.s. eignarhlutir í öðrum félögum, fasteignir o.fl. ef við á.

Greint er frá því hverjir séu helstu eigendur félagsins. Þá eru stjórnarmenn taldir upp og framkvæmdastjóri. Ef félagið er hluti af samstæðu er getið um móðurfélagið. Jafnframt eru önnur eignatengsl rakin, s.s. dótturfélög, ef ástæða þykir til en það gat farið eftir eðli þess máls sem verið var að kanna hverju sinni.

Birt er viðskiptayfirlit fyrir hvert félag og þær lánveitingar sem fjallað er um. Þá er gerð grein fyrir hlutabréfaviðskiptum sem tengdust lánveitingunni. Yfirlitið nær yfir tímabilið frá 1. janúar 2007 til falls bankanna í október 2008. Tekið er fram hvaða fjármálafyrirtæki veittu lánið eða lánin og hversu há lánsheimildin var. Þá er greint frá kaupum og sölu hlutabréfa á markaðsvirði hverju sinni. Fram kemur hlutabréfaeign viðskiptamanns í viðkomandi fjármálafyrirtæki 1. janúar 2007 á markaðsvirði. Því næst er greint frá mun á kaup- og söluvirði hlutabréfa á tímabilinu. Að síðustu er gerð grein fyrir hlutabréfaeign viðskiptamanns í viðkomandi fjármálafyrirtæki á nafnvirði 1. janúar 2007 og við fall bankanna í október 2008.

Hafa þarf í huga, að við kaup á hlutabréfum, sem tengjast lánveitingu, liggur alltaf fyrir hversu marga hluti verið er að kaupa hverju sinni og hvert er kaupgengi þeirra. Hins vegar er í nokkrum tilfellum um sífelldar hreyfingar og millifærslur á hlutabréfum milli einstakra vörslureikninga í eigu sama aðila að ræða. Sömuleiðis voru hlutabréf mjög oft flutt fram og til baka milli félaga sem eru í eigu sömu aðila. Þessar hreyfingar geta valdið því, að stundum verður erfitt að rekja feril hlutabréfanna m.t.t. þess að finna út markaðsvirði þeirra nákvæmlega. Þegar þessi staða hefur komið upp hefur verið miðað við meðalkaup- eða sölugengi hlutabréfanna á þeim degi sem hlutabréfin voru keypt eða seld.

Farið er yfir ákvarðanir og niðurstöður lánanefnda fjármálafyrirtækjanna, hversu há lánsheimildin er og í hvaða tilgangi nota eigi andvirði lánsins. Þá er tekið fram í hvaða mánuði lánanefndin samþykkti lánsumsóknina.

Skýrt er frá hvaða tryggingar lántaki þurfi að leggja fram. Sömuleiðis kemur fram ef tryggingarnar eru einungis veð í hinum keyptu hlutabréfum. Þá er einnig greint frá mörkum á lánaþekju, veðkalli og ábyrgð á veðkalli ef upplýsingar um það koma fram í fundargerðum.

Ef vitað er um tengsl milli lántaka og fjármálafyrirtækis er þeirra tengsla getið. Eins er getið um eignatengsl, viðskiptatengsl, fjölskyldutengsl o.fl. ef upplýsingar um slík tengsl liggja fyrir.

Gerð er stuttlega grein fyrir síðasta birta ársreikningi félagsins. Tekið er fram hvert sé eigið fé félagsins í árslok og hve mikill hluti þess sé hlutafé. Þá kemur fram hver afkoma félagsins á síðasta reikningsári hafi verið. Þá kemur einnig fram hvort ársreikningurinn hafi verið endurskoðaður eða ekki. Hafi endurskoðandi aðstoðað við gerð ársreikningsins en ekki endurskoðað hann, þá er þess getið. Ef endurskoðaður ársreikningur er áritaður með fyrirvara er þess getið og fyrirvarinn birtur í heild sinni.

Þessi umfjöllun er ekki tæmandi en ætti að gefa mynd af hlut þessara fjármálafyrirtækja í umræddum lánveitingum og að vissu leyti viðskiptum með hlutabréf í þeim. Hins vegar er ekki útilokað að einstaka félag hafi verið með lánaheimildir sem farið hafi til hlutabréfakaupa án þess að um það hafi sérstaklega verið getið í fundargerðum. Þá er heldur ekki útilokað að einstaka félag hafi fengið lánaheimildir í öðrum fjármálafyrirtækjum til hlutabréfakaupa. Vitnað er til fundargerða lánanefnda þar sem það á við og eru tilvitnanir í fundargerðir, sem gerðar voru á ensku, þýddar yfir á íslensku.

Lánveitingar fjármálafyrirtækjanna til félaganna 32 nema samtals 316 milljörðum kr. sem eru um 39,2% af eigin fé stóru bankanna þriggja í lok júní 2008. Lánveitingarnar flokkast á eftirfarandi hátt niður á bankana þrjá:

Tafla 21. Yfirlit yfir kannaðar lánveitingar fjármálafyrirtækjanna

Ma. kr.	*Hlutabréf keypt í*			
Lánveitandi	*Kaupþingi*	*Landsbanka*	*Glitni*	*Samtals*
Kaupþing	106	–	60	166
Landsbanki	3	31	5	38
Glitnir	16	–	96	112
Samtals	125	31	156	316

Heimild: Landsbanki Íslands hf., Kaupþing banki hf. og Glitnir banki hf.

Sérstaka athygli vekur að 14 félög, eða tæplega helmingur félaganna sem rannsóknin tók til, voru einungis með lágmarkshlutafé, þ.e. 500 þúsund kr., sjá töflu 2. Þessi félög fá lánaheimildir að fjárhæð 109 milljarðar kr., á móti einungis samtals 7 milljóna kr. stofnhlutafé. Félög með hlutafé á bilinu 500 þúsund kr. til 5 milljóna kr. fá lánaheimildir að fjárhæð 49 milljarðar kr. Félög með hlutafé á bilinu 5 til 50 milljóna kr. eru þrjú talsins og fá þau lánaheimildir að fjárhæð 16 milljarðar kr. Félög með 50 milljónir kr. eða meira í hlutafé eru sjö talsins og eru þau með 78 milljarða kr. í lánaheimildir.

Fjögur félög eru skráð erlendis. Litlar upplýsingar er að finna um þessi félög hérlendis. Þó er vitað að þrjú þeirra eru í íslenskri eigu og að eigendurnir eru með lögheimili hér á Íslandi. Tvö félaganna voru nýstofnuð og þar af leiðandi með enga rekstrarsögu á bak við sig þegar þau fá lánaheimildir hjá bönkunum. Þessi fjögur félög eru með 48 milljarða kr. í lánsheimildir.

Tafla 22. Skipting félaga eftir upphæð hlutafjár og fjölda endurskoðaðra félaga

Ma. kr. *Hlutafé*	*Fjöldi félaga*	*Þar af endurskoðuð*	*Fyrirvari endurskoðenda*	*Lánsheimildir*
500 þús. kr.	14	4	–	109
0,5 – 5 m. kr.	4	3	–	49
5 – 50 m. kr.	3	2	1	16
50 m. kr. – meira	7	5	1	78
Skráð erlendis	4	–	–	64
Samtals	31	14	2	316

Heimild: Landsbanki Íslands hf., Kaupþing banki hf. og Glitnir banki hf.

Lánsheimildir félaganna sem eru með einungis 500 þúsund kr. í stofnhlutafé eru að meðaltali tæplega 8 milljarðar kr. Einnig eru lánsheimildir til félaga með stofnhlutafé milli 500 þúsund og 5 milljóna kr. að meðaltali 12,2 milljarðar kr. Í töflu 3 er yfirlit yfir öll félögin sem tekin voru til rannsóknar í þessum kafla og fyrirgreiðslur þeim til handa.

Tafla 23. Samþykktar lánsheimildir bankanna[1] til 32 félaga vegna hlutabréfakaupa þeirra í bönkunum

Félag	*Stofnár*	*Lánsheimild, m. kr.*	
Þáttur International /Svartháfur	2007/2008		36.985,50
Stím og tengd félög	2007	20.500	32.500,00
Yfir heiðar	2008	3.000	
Hnokki	2008	3.000	
Hvannborg	2008	3.000	
Skarfhóll	2008	3.000	
Q Iceland Holding	2008		25.727,00
Gift fjárfestingarfélag	2007		20.700,00
Sund	1990		19.475,00
Jötunn Holding	2007		18.922,10
Holt Investment Group ltd	N/A		18.670,00
Saxbygg Invest	2007		16.844,20
Egla Invest B.V.	2007/08		16.000,00
Crosslet Vale ltd.	N/A		14.900,00
Desulo Trading Ltd.	2007		13.361,80
Elliðatindar/Elliðahamar	2007/2005		9.684,00
Straumborg/Norvik	1994		7.800,00
Salt Investments og Salt Financials	2007		12.800,00
Smáey	1994		7.182,00
JakobValgeir	1990		6.370,00
Bygg Invest (CDG)	1990		5.700,00
Rákungur	2008		5.200,00
Imon	2006		5.163,00
IceProperties	2004		5.000,00
Soffanías Cecilsson	1992		4.900,00
Fjárfestingarfélagið Mata (Nýrækt)	1997		3.800,00
Hrómundur	1990		3.000,00
Eignarhaldsfélagið Oddaflug	2004		2.000,00
AB 76	2007		1.500,00
KÞG Holding	2004		1.150,00
HG Holding	2004		480,00
Samtals			315.814,60

1. Tímabilið frá 1. janúar 2007 til falls bankanna.

Heimild: Landsbanki Íslands hf., Kaupþing banki hf. og Glitnir banki hf.

12.8.2 Umfjöllun um einstök fyrirtæki

Þáttur International ehf./Svartháfur ehf.

Hér á eftir verður fjallað samhliða um félögin Þátt International ehf. og Svarthá ehf.

Á hluthafafundi í ELL 60 ehf. sem haldinn var 12. janúar 2007 var samþykkt að breyta nafni félagsins í Þáttur International ehf. Þá var ný stjórn félagsins kjörin. Guðmundur Ólason var kjörinn í aðalstjórn og Jóhannes Sigurðsson í varastjórn. Enginn framkvæmdastjóri er skráður fyrir félaginu.

Í 2. gr. samþykkta Þáttar International ehf. eins og þær voru samþykktar 12. janúar 2007 kemur fram að:

> „Tilgangur félagsins er gerð fjármögnunarsamnings við Morgan Stanley & Co. International Limited („MSIL“) og annarra tengdra samninga og skuldbindinga í tengslum við einstök viðskipti milli félagsins og MSIL, þ.m.t. að samþykkja breytta skilmála vegna kaupa félagsins á hlutabréfum í Glitni banka hf.; að veita MSIL tryggingar í eignum félagsins; eignarhald á bréfum í Glitni banka hf.; að gera samninga við móðurfélag eða tengd félög til þess að standa við skuldbindingar sínar í tengslum við einstök viðskipti milli félagsins og MSIL og lána fjármuni sem tengjast einstökum viðskiptum eða tekjum félagsins til móðurfélags eða tengdra félaga. Félaginu er ekki heimilt að sinna annarri starfsemi en heimiluð er í samþykktum þessum og er þannig ekki heimilt að gangast undir aðrar skuldbindingar, nema slíkt sé óhjákvæmilegt að lögum, eða veita tryggingar til annarra aðila en MSIL nema slíkt sé í samræmi við skilmála einstakra viðskipta við MSIL eða heimilað í samþykktum þessum.“

Á hluthafafundi Þáttar International ehf. sem haldinn var 11. júní 2008 var sú breyting gerð á samþykktum félagsins að framvegis yrðu stjórnarmenn tveir og þyrfti samþykki þeirra beggja til að skuldbinda félagið. Í stjórn voru kjörnir: Guðmundur Ólason, formaður, og Einar Sveinsson, stjórnarmaður.

Á hluthafafundinum var 2. gr. (tilgangur) samþykkta félagsins jafnframt breytt og var hún nú þannig: „Tilgangur félagsins er eignarhald verðbréfa, lánastarfsemi og önnur fjármálastarfsemi, og skyldur rekstur“.

Frumeigendur Þáttar International ehf. eru: SJ2 ehf. 48,8%, Skeggi ehf. 39,1% og Fjárfestingarfélagið Máttur ehf. 12,1%. Við athugun á eignarhaldi þriggja ofangreindra félaga og hvernig það greinist niður á einstaka aðila lítur eignarhald Þáttar International ehf. þannig út:[63]

Tafla 24. Eignarhald Þáttar International í júní 2008

Eigendur	*Eignarhlutfall*
Leiftri Ltd. (Karl og Steingrímur Wernerssynir)	33,7
Karl Emil Wernersson	21,3
Steingrímur Wernersson	16,8
Óþekktir hluthafar í Milestone	3,8
Samtals Milestone ehf	75,6
Einar Sveinsson og fjölskylda	11,6
Aðrir hluthafar	12,8
Samtals	100,0

Heimild: Glitnir banki hf.

63. Miðað við ársreikninga 2007 eða 2008 eftir því hvort viðkomandi félag skilaði ársreikningi 2008.

Félagið Leiftri Ltd. sem skráð er erlendis er að fullu í eigu Karls Emils og Steingríms Wernerssona.[64]

Félagið ELL 150 ehf. er stofnað af LOGOS lögmannsþjónustu sf. hinn 17. janúar 2008. Á hluthafafundi sem haldinn er 28. febrúar 2008 er nafni félagsins breytt í Svartháf ehf. ásamt því að eigendaskipti verða á félaginu og verður Werner Ívan Rasmusson eini eigandi þess. Þá taka sæti í stjórn þau Werner Ívan Rasmusson, faðir Karls Emils og Steingríms Wernerssona, og Kristín Sigurðardóttir eiginkona hans, varamaður. Werner er jafnframt skráður framkvæmdastjóri og prókúruhafi félagsins. Félagið starfaði því undir nafninu Svartháfur ehf. frá 28. febrúar 2008. Samkvæmt samþykktum Svarthafs ehf. er tilgangur félagsins kaup, sala, rekstur, eignarhald og leiga fasteigna og hvers kyns lausafjár; eignarhald, kaup og viðskipti með hlutabréf, hluti í félögum, önnur verðbréf og hvers kyns önnur fjárhagsleg verðmæti; lánastarfsemi og skyldur rekstur.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur hjá félögunum Þætti International ehf. og Svartháfi ehf. vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 25. Viðskipti Þáttar International og Svarthafs ehf. með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	7. febrúar 2007	Kaup	Þáttur eign[1]	33.462	1.312.216.190	25,50
GLB	13. mars 2007	Kaup		433	17.460.941	24,80
GLB	16. apríl 2007	Sala	EVG[2,3]	7.748	288.028.040	26,90
GLB	29. febrúar 2008	Sala	EVG[2]	2.692	160.263.577	16,80
GLB	5. mars 2008	Kaup	EVG[2]	2.699	160.263.577	16,84
GLB	5. maí 2008	Kaup		1.904	111.350.000	17,10
GLB	5. maí 2008	Sala	Milestone	1.899	111.350.000	17,05
GLB	30. maí 2008	Sala		3.633	210.000.000	17,30
Samtals		Kaup		38.497	1.601.290.708	
		Sala		15.972	769.641.617	
		Alls		22.526	831.649.091	
Lánsheimild frá Glitni				36.986		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					831.649.091	

1. Þáttur eignarhaldsfélag ehf.
2. Deild eigin viðskipta Glitnis.
3. SJ eignarhaldsfélag og Hrómundur selja einnig á móti.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Þáttar International ehf. og Svarthafs ehf. í bönkunum hinn 1. janúar 2007 er engin. Á tímabilinu fær Þáttur International ehf. lánsheimild að fjárhæð 8,9 milljarðar kr. og Svartháfur að fjárhæð 28,1 milljarður kr. Samtals eru því lánsheimildir til félaganna beggja 37 milljarðar kr. Keypt hlutabréf eru að fjárhæð 38,5 milljarðar kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 16,2 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 22,3 milljörðum kr. Hlutabréfaviðskiptin voru eingöngu á vegum Þáttar International ehf. Við fall bankanna var hlutafjáreign Þáttar International ehf. eins og að ofan greinir og var hún öll í Glitni.

64. Ársreikningur Milestone 2007.

Þegar litið er til einstakra viðskipta má sjá að Þáttur International kaupir hlutabréfin í Glitni í febrúar 2007 af Þætti eignarhaldsfélagi ehf. Í apríl árið 2007 selur Þáttur International svo stóran hluta bréfa sinna og koma þau viðskipti til við yfirtöku félaga sem tengjast Baugi á stjórn bankans. Nánar er fjallað um þá yfirtöku í rammagrein í kafla 6.0. Síðan eru 210 milljónir hluta seldar í maí 2008.

Þáttur International ehf. var með lán hjá Morgan Stanley (MOS). Andvirði lánsins hafði farið til að fjármagna hlutabréfakaup Þáttar International ehf. í Glitni. Jafnframt var Morgan Stanley með veð í hinum keyptu hlutabréfum. Gjalddagi lánsins hjá MOS var 8. febrúar 2008.

Áhættunefnd Glitnis samþykkti á fundi sínum 6. febrúar 2008 lánsheimild til Þáttar International ehf. að fjárhæð 102 milljónir EUR (jafnvirði 10 milljarða kr.) til að greiða inn á ofangreint lán hjá MOS. Síðar í sama mánuði eða 27. febrúar kemur fram í fundargerð áhættunefndar Glitnis að:

„LAIS ætlar ekki að koma inn í dealinn sem þýðir að við þurfum að lána ca. EUR 180 m. (jafnvirði 17,8 ma.kr.) núna til viðbótar við EUR 102 m. sem við lánuðum 8. feb. sl. Erlendu lánin hafa heldur ekki verið að skila sér eins og skyldi til okkar og vantar ca. andvirði 12 ma.kr. þar uppá. Skuldabréfaútgáfa er líka ca. helmingi lægri fjárhæð en menn töldu í upphafi."

Nefndin samþykkti að veita Þætti International ehf. viðbótarlánsheimild að fjárhæð 180 milljónir EUR. Samtals eru samþykktar lánsheimildir orðnar að fjárhæð 282 milljónir EUR eða jafnvirði 27,8 milljarða kr. Jafnframt kemur fram í fundargerð að ekki sé unnt að leggja meira í þetta mál að svo stöddu af bankans hálfu. Fyrirhuguð lán samkvæmt ofangreindum lánsheimildum áttu að fara til að greiða niður skuld Þáttar International ehf. við Morgan Stanley vegna hlutabréfakaupa þess fyrrnefnda í Glitni. Þáttur International ehf. er hluti af Milestone-samstæðunni en Milestone á 75,6% eignarhlut í félaginu. Í ljós kemur að ofangreind lán, sem Þáttur International ehf. hyggst taka til viðbótar öðrum lánum Milestone-samstæðunnar, sem þá þegar voru til staðar innan bankans, eru yfir leyfilegum útlánamörkum og gildandi reglum hvað varðar lán til sömu eða fjárhagslega tengdra aðila. Enda hafði Milestone-samsteypan í lok árs 2007 verið með rúmlega 31 milljarð kr. að láni hjá Glitni eða sem nam um 13% af eigin fé. Á fundi áhættunefndar Glitnis þann 29. febrúar 2008 er því samþykkt að hluti af skuld Þáttar International ehf. við Morgan Stanley verði fjármagnaður með tveimur lánum frá Glitni til félagsins Svarthafs ehf. Samtals eru lán Glitnis til Svarthafs í upphafi um 191 milljón EUR eða jafnvirði 18,8 milljarða kr. Lán þessi voru síðan framlengd nokkrum sinnum og stóðu í 28,1 milljarði kr. í byrjun september 2008. Ástæða hækkunarinnar var að mestu vegna gengisbreytinga og kostnaðar við framlengingar á lánunum.

Í 3. gr. reglna nr. 216/2007, um stórar áhættuskuldbindingar hjá fjármálafyrirtækjum, útgefinna af Fjármálaeftirlitinu, segir m.a.: „Stórar áhættuskuldbindingar vegna einstakra viðskiptamanna eða fjárhagslega tengdra aðila mega ekki fara yfir 25% af eiginfjárgrunni fjármálafyrirtækis". Með tilliti til þessara reglna um áhættuskuldbindingar var Glitni ekki heimilt að lána Þætti International ehf. ofangreind lán beint. Þess í stað er eftirfarandi leið farin til að greiða niður skuld Þáttar International ehf. hjá Morgan Stanley:

> Fallið er frá að Glitnir láni Þætti International ehf. nauðsynlega fjárhæð beint til þess að Milestone-samstæðan verði áfram undir gildandi útlánamörkum.

Þess í stað lánar Glitnir félaginu Svartháfi ehf. 191 milljón EUR að jafnvirði 18,8 milljarða kr.
Svartháfur ehf. lánar síðan Þætti International ehf. sömu fjárhæð.
Þáttur International ehf. greiðir Glitni síðan sömu fjárhæð til baka.
Glitnir greiðir Morgan Stanley upphaflegt lán Þáttar International ehf. og tekur handveð í hlutabréfunum.

Eigendaskipti urðu að félaginu Svartháfi ehf. 28. febrúar 2008, eins og áður segir, eða daginn áður en áhættunefnd Glitnis ákveður að lána félaginu 191 milljón EUR eða 18,8 milljarða kr. Því má ætla að eigendaskipti að félaginu Svartháfi ehf. hafi farið fram gagngert í þeim tilgangi að félagið gæti tekið við láni frá Glitni og endurlánað síðan sömu fjárhæð til Þáttar International ehf. Með þessu var hægt að komast fram hjá leyfilegum útlánamörkum og gildandi reglum um stórar áhættur hvað varðar lán til sömu eða fjárhagslega tengdra aðila. Þegar áhættunefnd Glitnis samþykkir 29. febrúar 2008 lánafyrirgreiðslu til Þáttar International ehf. með milligöngu Svarthafs ehf. eru eftirfarandi tengsl milli lántakenda og bankans m.a. til staðar:

Einar Sveinsson er stjórnarformaður Glitnis. Hann er ennfremur einn af eigendum Þáttar International ehf. í gegnum Skeggja ehf. og Fjárfestingarfélagið Mátt ehf. Karl Emil Wernersson er í stjórn Glitnis. Hann er að auki í stjórn og einn aðaleigandi Þáttar International ehf. í gegnum Milestone ehf. Guðmundur Ólason er í stjórn Glitnis. Hann er ennfremur í stjórnum Þáttar International ehf., SJ2 ehf., Skeggja ehf. og Fjárfestingarfélagsins Máttar ehf., en þrjú síðasttöldu félögin mynda frumeigendur Þáttar International ehf. Werner Ívan Rasmusson, eigandi, stjórnarmaður og framkvæmdastjóri Svarthafs ehf., er faðir Karls Emils Wernerssonar sem er í stjórn Þáttar International ehf. og Glitnis.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 nemur eigið fé Þáttar International ehf. samtals 9 milljörðum kr., þar af er hlutafé 11,7 milljarðar kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 2,7 milljarðar kr.

Ársreikningur Svarthafs ehf. fyrir árið 2007 liggur ekki fyrir. Hlutafé er lítið eða aðeins 500 þúsund kr.[65] Samkvæmt lánabók Glitnis voru skuldir Svarthafs ehf. við bankann 29,3 milljarðar kr. er bankinn féll.

Stím ehf. (áður FS37 ehf.)

Við umfjöllun um Stím ehf. vegna kaupa félagsins á hlutabréfum í Glitni verður fyrst farið yfir málefni FS37 ehf. en það félag varð síðar að Stími ehf. Þá verður sömuleiðis farið yfir málefni fjögurra dótturfélaga Stíms ehf., sem höfðu að því er virðist að meginmarkmiði að kaupa hvert um sig um 20% hlut í Stími ehf.

Einkahlutafélagið FS37 ehf. er stofnað í október 2007 og er stofnhlutafé félagsins 500 þúsund kr. Á fundi áhættunefndar Glitnis 12. nóvember 2007 eru málefni félagsins FS37 ehf. kynnt fyrir nefndinni. Fram kemur að nýtt eignarhaldsfélag, sem er í eigu Samherja 45%, Saga Capital 25%, Jakobs Valgeirs Flosasonar 20% og Ólafs Jóhanns Ólafssonar 10%, sé að vinna að kaupum á hlutabréfum í Glitni og FL Group, 4,9% í hvoru félagi um sig. Vinnuheiti félagsins í upphafi var FS37 ehf., en fram kemur að nafni félagsins verði fljótlega breytt.

65. Samþykktir Svarthafs, 28. febrúar 2008.

FS37 ehf. óskaði eftir allt að 80% fjármögnun á hlutabréfakaupunum. Hins vegar kemur fram að líklegt sé að það verði einungis farið fram á 78% lántöku þar sem 20%–22% komi hugsanlega í formi eigin fjár eða með víkjandi lánum frá Fons, BYR, Saga Capital og jafnvel Icebank. Óskað er heimildar áhættunefndarinnar til að lána FS37 ehf. allt að 80% af kaupverði 4,9% hlutar í Glitni og 4,9% hlutar í FL Group. Lánsfjárhæð gæti numið allt að 24 milljörðum kr. Til tryggingar láninu verði sett að veði hin keyptu bréf í FL Group, allt hlutafé í FS37 ehf. auk sölu- og veðsetningarbanns á öðrum eignum. Niðurstaða áhættunefndarinnar var að ljúka málinu á þessum nótum.

Á fundi áhættunefndar Glitnis síðar í sama mánuði eða hinn 20. nóvember 2007 eru málefni FS37 ehf. aftur kynnt fyrir nefndinni. Fram kemur að nokkrar breytingar hafi orðið á málinu í vinnslu frá síðasta fundi nefndarinnar en að eftirfarandi fyrirkomulag sé endanlegur „strúktúr“ á málinu:

> „Ákveðið hafði verið að heiti nýs eignarhaldsfélags FS37 ehf. yrði Stím ehf. (áfram sama kennitala). Stefnt skuli að því að Stím ehf. kaupi 4,1% hlut í FL Group og 4,3% hlut í Glitni. Þá eru jafnframt komnir inn nýir eigendur en aðrir hafa horfið úr hópnum.“

Fram kemur að STM ehf. sé á þessu stigi í eigu Glitnis en að hluturinn sé ætlaður til sölu og unnið sé að því að finna fjárfesta til að kaupa hlutinn. Félagið STM ehf. sem talið er upp meðal stofnenda Stíms ehf. og sagt vera í eigu Glitnis hefur ekki fundist á skrá hjá Fyrirtækjaskrá. Kaupverð og þóknanir eru samtals 25 milljarðar kr. sem fjármagnaðir verða á eftirfarandi hátt:

Tafla 26. Eignarhald Stíms eftir breytingar í nóvember 2007

Eigendur	*Eignarhlutfall*
Jakob Valgeir Flosason og félagar	32,5
Saga Capital	15,0
SPV fjárfestingar (BYR)	10,0
BLÓ (Óskar Eyjólfsson)	10,0
STM ehf.	32,5
Samtals	100,0

Heimild: Glitnir banki hf.

Láninu frá Glitni á að ráðstafa til kaupa á 4,1% hlut í FL Group og 4,3% hlut í Glitni.

Til tryggingar láninu verði sett að veði hin keyptu hlutabréf í FL Group, allt hlutafé í Stími ehf. (500 þúsund kr.) auk sölu- og veðsetningarbanns á

Tafla 27. Fjármögnun Stíms

	Ma. kr.
Lán frá Glitni	19,5
Saga Capital (víkjandi lán) og FS38 ehf. (100% í eigu Fons)	3,5[1]
Eigið fé	2,0
Samtals	21,5

1. FS38 ehf. fékk síðar lán að fjárhæð 2,5 ma. kr. frá Glitni til að fjármagna hlut sinn í Stím.

Heimild: Glitnir banki hf.

öðrum eignum félagsins. Ekki er tekið beint veð í Glitnisbréfunum sem gerir það að verkum að Glitnir getur ekki innleyst til sín eða selt þau bréf ef gera þarf veðköll. Eins og fram kemur í tölvubréfi milli starfsmanna Glitnis 10. nóvember 2007 gera þeir sér grein fyrir þessu:

> „Eina sem hægt er að gera er að gjaldfella lánið, fara í dómsmál (u.þ.b. 6 mán) og fá svo fjárnám í bréfunum og fara fram á nauðungarsölu í kjölfarið (3-6 mán. til viðbótar).“[66]

Þá verði sett inn í samþykktir félagsins ákvæði um að stjórn þess eða öðrum þeim, sem heimild hafa til að skuldbinda félagið, sé óheimilt að samþykkja hvers konar fjárfestingar eða skuldsetningu án þess að hafa áður aflað skriflegs samþykkis lánveitenda félagsins á hverjum tíma. Veðköll verði í 85% LTV (118% þekja) og 90% LTV (111% þekja).

Áhættunefndin samþykkti lánveitinguna miðað við ofangreint fyrirkomulag. Lánið varð síðar 19,5 milljarðar kr. Þá fékk FS38 ehf. lán hjá Glitni að fjárhæð 2,5 milljarðar kr. til að fjármagna sinn hlut í kaupunum. Hinn 13. nóvember 2007 kaupir Stím ehf. samtals 640.000.000 hluti í Glitni fyrir samtals 16,4 milljarða kr. Kaupgengi var 25,50.

Tafla 28. Viðskipti Stíms með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	13. nóvember 2007	Kaup	EVG[1]	16.320	640.000.000	25,50
GLB	1. apríl 2008	Sala	Hvannborg	2.176	126.885.413	17,15
GLB	1. apríl 2008	Sala	Yfir heiðar	2.187	127.512.692	17,15
GLB	1. apríl 2008	Sala	Skarfhóll	2.199	128.243.451	17,15
GLB	1. apríl 2008	Sala	Hnokki	2.201	128.358.444	17,15
Samtals		Kaup		16.320	640.000.000	
		Sala		8.764	511.000.000	
		Alls		7.556	129.000.000	
Lánsheimild Stíms frá Glitni				20.500		
Lánsheimild dótturfélaga Stíms frá Glitni				12.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					129.000.000	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis ásamt fleiri aðilum

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Með bréfi til Fyrirtækjaskrár dags. 20. nóv. 2007 eru tilkynntar þær breytingar að nafni félagsins FS37 ehf. hafi verið breytt í Stím ehf. Jafnframt að Jakob Valgeir Flosason sé formaður og Þórleifur Stefán Björnsson meðstjórnandi. Framkvæmdastjóri og prókúruhafi hafi verið kjörinn Þórleifur Stefán Björnsson.

Á fundi áhættunefndar Glitnis 9. janúar 2008 er enn á ný farið yfir málefni Stíms ehf. Á fundinum er lagt til að eignarhlutur í Glitni verði áfram

66. Tölvubréf frá Árna Hrafni Gunnarssyni til Guðnýjar Sigurðardóttur 10. nóvember 2007 kl. 14:40.

4,1% eins og ráðgert hafði verið en eignarhlutur í FL Group verði 2,8% í stað 4,1% og stafar það m.a. af hlutafjáraukningu í FL Group í desember 2007. Þá hefur aftur orðið breyting á eigendahópi Stíms ehf. og lítur hópurinn nú þannig út:

Tafla 29. Eignarhald Stíms eftir breytingar í janúar 2008

Eigendur	*Eignarhlutfall*
Saga Capital	15,0
SPV fjárfestingar (BYR)	10,0
BLÓ (Óskar Eyjólfsson)	10,0
Gunnar Torfason	15,0
Ofjarl ehf	10,0
Jakob Valgeir Flosason	2,5
Ástmar Ingvarsson	2,5
Flosi Valgeir Jakobsson	2,5
STM ehf	32,5
Samtals	100,0

Heimild: Glitnir banki hf.

Í janúar 2008 er samþykkt að veita Stími ehf. 1 milljarðs kr. viðbótarlán. Lánsheimild hækkar þar með úr 19,5 milljörðum kr. í 20,5 milljarða kr. Þessu til viðbótar má nefna lán Glitnis til FS38 ehf./Fons ehf. að fjárhæð 2,5 milljarðar kr. til að fjármagna þeirra hlut í verkefninu. Í febrúar 2008 fær Stím ehf. arðgreiðslu frá Glitni að fjárhæð 236,8 milljónir kr.

Á fundi áhættunefndar Glitnis sem haldinn var 31. mars 2008 er eftirfarandi lagt til og samþykkt:

> „Stím ehf. stofni fjögur ný félög sem hvert um sig kaupi u.þ.b. 20% af eignum Stíms. Stefnt er að því að viðskiptin eigi sér stað fyrir lok mars 2008.
>
> Glitnir láni nýju félögunum fyrir 100% af kaupverðinu.
>
> Andvirðið fari til niðurgreiðslu skulda Stíms ehf. við Glitni.
>
> Hvert dótturfélag geri samning við móðurfélagið um 100% þátttöku í hagnaði næstu 3 árin. Verðmæti slíks samnings hefur verið metið af Markaðsviðskiptum sem 40% af undirliggjandi eign eða 4,5 milljarðar kr.
>
> Lánveitendur taki veð í hagnaðarhlutdeildarsamningum.
>
> Stím ehf. hefur síðan í hyggju að selja öll dótturfélögin til nýrra fjárfesta og félögin fari því út úr samstæðu Stíms."

Þá kemur fram að endanleg fjárhæð lánanna til nýju félaganna taki mið af markaðsverði hlutabréfanna á söludegi. Í árshlutauppgjöri Glitnis 30. júní 2008 voru 1,5 milljarðar kr. afskrifaðir á Stím ehf.

Félögin fjögur sem lagt var til að stofna eru: Yfir heiðar ehf., Hnokki ehf., Hvannborg ehf. og Skarfhóll ehf.

Yfir heiðar ehf.

Félagið FS56 ehf. er stofnað 22. janúar 2008. Í stjórn félagsins eru Ágúst Þórhallsson formaður og Flosi Eiríksson meðstjórnandi. Á hluthafafundi í FS56 ehf. hinn 19. mars 2008 er ákveðið að breyta nafni félagsins í Yfir heiðar ehf. Á hluthafafundi í Yfir heiðar ehf. hinn 10. júní 2008 er ákveðið að stjórn

félagsins verði framvegis skipuð einum stjórnarmanni og öðrum til vara. Þeir Ágúst og Flosi hverfa þá úr stjórn félagsins. Ólafur Haraldsson verður þá formaður stjórnar og Ragnheiður M. Ólafsdóttir varamaður í stjórn.

Hnokki ehf.

Félagið FS49 ehf. er stofnað 18. desember 2007. Í stjórn félagsins eru Ágúst Þórhallsson formaður og Flosi Eiríksson meðstjórnandi. Á hluthafafundi í FS49 ehf. hinn 19. mars 2008 er ákveðið að breyta nafni félagsins í Hnokki ehf. Á hluthafafundi í Hnokka ehf. hinn 10. júní 2008 er ákveðið að stjórn félagsins verði framvegis skipuð einum stjórnarmanni og öðrum til vara. Þeir Ágúst og Flosi hverfa þá úr stjórn félagsins. Ólafur Haraldsson verður þá formaður stjórnar og Ragnheiður M. Ólafsdóttir varamaður í stjórn.

Hvannborg ehf.

Félagið FS54 ehf. er stofnað 22. janúar 2008. Í stjórn félagsins eru Ágúst Þórhallsson formaður og Flosi Eiríksson meðstjórnandi. Á hluthafafundi í FS54 ehf. hinn 19. mars 2008 er ákveðið að stjórn félagsins verði framvegis skipuð einum stjórnarmanni og öðrum til vara. Þeir Ágúst og Flosi hverfa þá úr stjórn félagsins. Ólafur Haraldsson verður þá formaður stjórnar og Ragnheiður M. Ólafsdóttir varamaður í stjórn.

Skarfhóll ehf.

Félagið FS55 ehf. er stofnað 22. janúar 2008. Í stjórn félagsins eru Ágúst Þórhallsson formaður og Flosi Eiríksson meðstjórnandi. Á hluthafafundi í FS55 ehf. hinn 19. mars 2008 er ákveðið að stjórn félagsins verði framvegis skipuð einum stjórnarmanni og öðrum til vara. Þeir Ágúst og Flosi hverfa þá úr stjórn félagsins. Ólafur Haraldsson verður þá formaður stjórnar og Ragnheiður M. Ólafsdóttir varamaður í stjórn.

Tilgangur félaganna fjögurra er sá sami: Eignarhald, umsýsla, kaup og sala verðbréfa ásamt lánastarfsemi og öðrum skyldum rekstri. Eigandi allra fjögurra félaganna er Stím ehf. Samþykktir félaganna eru allar dagsettar 10. júní 2008. Þá er heimilisfang allra félaganna Borgartún 26, 105 Reykjavík.

Öll fá félögin lánsheimild hjá Glitni að fjárhæð 3 milljarðar kr. sem ráðstafa skal á sama hátt, sem er: Að kaupa 0,85 – 0,86% hlutafjár í Glitni og 0,61% – 0,64% hlutafjár í FL Group. Lánstími er 1 ár. Lánshlutfall er 100%. Gjaldfellingarheimild hvenær sem er á lánstímanum.

Stím ehf. selur síðan félögunum fjórum Glitnisbréfin 1. apríl 2008. Fjárhæðir eru í milljónum króna.

Hlutabréfin eru seld félögunum fjórum á markaðsgengi sem var 17,15. Gengi hlutabréfanna var komið niður í 3,91 er bankinn féll. Til tryggingar lánunum er allt hlutafé í hverju félagi og hinir keyptu hlutir í FL Group. Þá er sölu- og veðsetningarbann á öðrum eignum félaganna. Ársreikningar félaganna fyrir árið 2007 liggja ekki fyrir. Hlutafé er 500 þúsund kr. hjá öllum félögunum. Engin gögn hafa fundist sem sýna fram á að Stím ehf. hafi getað selt dótturfélögin.

Q Iceland Holding ehf.

Hinn 19. september 2008 er Fyrirtækjaskrá tilkynnt að á hluthafafundi í félaginu ELL 162 ehf. sem haldinn var 30. júní 2008 hafi verið ákveðið að breyta nafni félagsins í Q Iceland Holding ehf. Samkvæmt samþykktum Q

Iceland Holding ehf. er tilgangur félagsins kaup, sala, rekstur, eignarhald og leiga fasteigna og hvers kyns lausafjár; eignarhald, kaup og viðskipti með hlutabréf, hluti í félögum, önnur verðbréf og hvers kyns önnur fjárhagsleg verðmæti; lánastarfsemi og skyldur rekstur.

Fyrirtækjaskrá er síðan tilkynnt 29. september 2008 að á hluthafafundi í Q Iceland Holding ehf. sem haldinn var 30. júní 2008 hafi stjórnarmönnum félagsins verið fjölgað úr tveimur í þrjá. Stjórn félagsins var þá þannig skipuð: Guðmundur J. Oddsson, búsettur á Englandi, H.E. Sheikh Sultan Bin Jassim Al-Thani og Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani. Sá síðastnefndi er yngri bróðir emírsins af Katar.

Á seinni hluthafafundinum er 16. gr. samþykkta félagsins jafnframt breytt og hljóðar svo eftir það:

> „Stjórn félagsins skal skipuð einum til þremur mönnum, kjörnum á aðalfundi til eins árs í senn. Stjórn félagsins stýrir öllum málefnum félagsins milli hluthafafunda og gætir hagsmuna þess gagnvart þriðja manni. Undirskrift stjórnarmanns skuldbindur félagið.
>
> Undirskrift eins stjórnarmanns skuldbindur félagið nema þegar um er að ræða ráðstöfun eigna félagsins að verðmæti meira en 10.000 evrur, en þá skal afla skriflegs samþykkis hans hátignar Sheikh Mohamed bin Khalifa Al-Thani af Quatar.“

Ofangreind breyting á 16. gr. samþykktanna felur í sér að einn stjórnarmaður, Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani, getur skuldbundið Q Iceland Holding ehf. án takmarkana.

Ársreikningur Q Iceland Holding ehf. liggur ekki fyrir. Hlutafé er 500 þúsund kr. Enginn framkvæmdastjóri er skráður fyrir félaginu.

Hinn 22. september 2008 er Fyrirtækjaskrá tilkynnt að á hluthafafundi í félaginu Bakkafullur ehf. sem haldinn var 19. september 2008 hafi verið ákveðið að breyta nafni félagsins í Q Iceland Finance ehf. Kjörin var ný stjórn fyrir félagið. Í stjórn þess er Telma Halldórsdóttir sem jafnframt er framkvæmdastjóri og prókúruhafi félagsins. Tilgangur félagsins er kaup og sala hlutabréfa, eignarhald á hlutabréfum, kaup og sala fasteigna, eignarhald og rekstur fasteigna, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur. Hlutafé er 500 þúsund kr.

Q Iceland Holding ehf. fær lán hjá Kaupþingi banka til að fjármagna kaup dótturfélags síns Q Iceland Finance á hlutabréfum í Kaupþingi.

Hinn 26. september kaupir Q Iceland Finance hlutabréf í Kaupþingi banka hf.:

Tafla 30. Viðskipti Q Iceland Finance með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	26. september 2008	Kaup	EVK[1]	25.599	37.100.000	690
		Alls Kaup		25.599	37.100.000	
Lánsheimild frá Kaupþingi				25.727		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					37.100.000	

1. Deild eigin viðskipta Kaupþings.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hinn 26. september 2008 keypti Q Iceland Finance ehf. rúmlega 37 milljónir hluta í Kaupþingi banka af eigin viðskiptum Kaupþings banka hf. Við fall bankanna átti Q Iceland Finance ehf. ennþá öll hlutabréfin sem keypt höfðu verið. Kaupþing veitti lán fyrir öllu kaupverði hlutabréfanna ásamt kostnaði, samtals 25,7 milljarða kr.

Í september 2008 voru afgreiddar nokkrar lánsbeiðnir til Al-Thani og félaga sem honum tengjast:

Q Iceland Holding ehf., eitt félaga Al-Thani, sækir um lán að fjárhæð 28 milljónir EUR (jafnvirði 3,6 milljarða kr.) til kaupa á hlutabréfum í Alfesca.

Tvö félög í hans eigu sækja um lán til að kaupa CLN (Credit Linked Note) tengd Kaupþingi.

Þriðja lánsbeiðnin snýr síðan að fjármögnun á kaupum Al-Thani á hlutabréfum í Kaupþingi í lok september 2008. Um var að ræða kaup á 5,01% hlut í bankanum.

Í fundargerð lánanefndar Kaupþings frá 11. september 2008 er bókað:

„Q Iceland Holding ehf.
Félagið er á undanþágulista hvað lánshæfi varðar. Raunverulegur eigandi Q Iceland Holding ehf. er HH Sheikh Mohammed Bin Khalifa Al-Thani, bróðir emírsins af Qatar.
Félagið fer fram á lán að upphæð EUR 28 m, tilgangur þess er að kaupa hluti í Alfesca hf. Félagið var stofnað nýlega (2008).
Tillagan er eftirfarandi:
Lánsupphæð: Allt að EUR 28.000.000 (umsýslugjald innifalið)
Lánstími: 4 ár
Vextir: E + 2,25%
Vaxtatími: 6 mánuðir
Umsýslugjald: 1%
Veð: 850.000.000 hlutir í Alfesca hf.
Veðsetningarhlutfall: 60%
Ef veðsetningarhlutfallið fer í 80% (miðað við lokaverð á hlutum í Alfesca hf. þegar viðskipti með þá eiga sér stað) fær lántaki einn viðskiptadag til að koma því aftur í 60% með því að greiða niður lánið eða koma með ný veð, sem lánveitandi samþykkir.
Lánanefnd vísaði erindinu til lánanefndar stjórnar.“

Þrátt fyrir samþykkt lánanefndar bankans varð ekkert af kaupunum á Alfesca. Al-Thani fær hins vegar lán fyrir Kaupþingsbréfunum og svo virðist sem ofangreindar 28 milljónir EUR (jafnvirði 4 milljarða kr.) hafi gengið upp í fjármögnun á þeim kaupum.

Lánveitingin vegna hlutafjárkaupanna í Kaupþingi kemur ekki fram í yfirliti yfir stórar áhættuskuldbindingar í bankanum þann 30. september 2008. Hlutafjárkaupin og lánveitingar þeim tengdar eiga sér hins vegar stað. Það staðfesta gögn úr kerfum bankans.

Samkvæmt fyrirliggjandi gögnum bankans fór afgreiðsla lánsins og hlutabréfakaupin fram með eftirfarandi hætti:

Serval Trading Group Corp. (Serval)
Lánsfjárhæð: Fær Peningamarkaðslán hjá Kaupþingi að fjárhæð 12,8 ma.kr.
Vextir: 17,6%.
Gjalddagi: 31. október 2008.

Tryggingar:	Persónuleg ábyrgð Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani.
Eigandi:	Serval er í eigu Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani.
Millifærsla:	Serval flytur 12,8 ma.kr. yfir á reikning Choice Stay.

Gerland Asset Ltd. (Gerland)

Lánsfjárhæð:	Fær Peningamarkaðslán hjá Kaupþingi að fjárhæð 12,8 ma.kr.
Vextir:	17,6%.
Gjalddagi:	31. október 2008.
Tryggingar:	Engar.
Eigandi:	Ólafur Ólafsson.
Millifærsla:	Gerland flytur 12,8 ma.kr. yfir á reikning Choice Stay.

Choice Stay

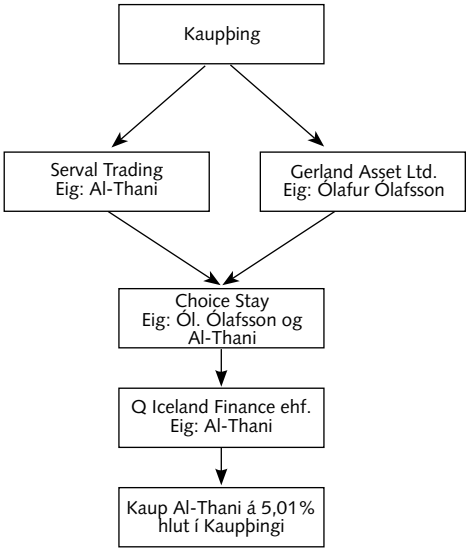
Innborgun:	Choice Stay móttekur 12,8 ma.kr. frá Serval.
Innborgun:	Choice Stay móttekur 12,8 ma.kr. frá Gerland.
Eigandi:	Félagið er í eigu Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani og Ólafs Ólafssonar. Félagið er skráð á Kýpur.
Millifærsla:	Choice Stay flytur 25,7 ma.kr. yfir á reikning Q Iceland Finance ehf.

Q Iceland Finance ehf. (dótturfélag Q Iceland Holding ehf.)

Innborgun:	Q Iceland Finance ehf. móttekur 25,7 ma.kr. frá Choice Stay.
Eigandi:	Félagið er í eigu Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani.
Ráðstöfun:	Q Iceland Finance kaupir 37.100.000 hluti í Kaupþingi á genginu 690, samtals 25,6 ma.kr. Þóknun banka er 128 milljónir kr.

Samtals greitt 25,7 ma.kr.

Lánveitingum Kaupþings og hvaða leið peningarnir fara þegar kemur að sjálfum hlutabréfakaupunum verður best lýst á eftirfarandi hátt:



Á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings, dags. 24. september 2008, er samþykkt lán að fjárhæð 50 milljónir USD til félagsins Brooks Trading Ltd. en það félag er í eigu Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani. Lánið er án ábyrgðar. Þetta lán er greitt út sem peningamarkaðslán 19. september og

síðan framlengt 30. september 2008. Hinn 8. október skiptir Brooks Trading rétt rúmlega 50 milljónum USD í krónur í Kaupþingi í Lúxemborg á 250 ISK/USD. Brooks Trading Ltd. sendir greiðslufyrirmæli þann sama dag um að greiddir verði 12,5 milljarðar kr. inn á lán Serval Trading. Greiðsla Brooks Trading er fjármögnuð með andvirði ofangreinds 50 milljóna USD láns. Þann 21. október 2008 greiðir Ólafur Ólafsson 401,9 milljónir kr. inn á sama lán. Þar með er Serval Trading lánið uppgreitt.

Lánið til Brooks Trading Ltd. (Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani) að fjárhæð 50 milljónir USD var enn ógreitt í lok október 2008. Lánið til Gerland Asset Ltd. (Ólafur Ólafsson) að fjárhæð 12,9 milljarðar kr. var enn ógreitt í janúar 2009. Lánið er án ábyrgðar. Við mat á stórum áhættuskuldbindingum Kaupþings er Gerland Asset Ltd. ekki talið tengjast Ólafi Ólafssyni og því er ekki tekið tillit til skuldbindinga Gerland Asset í kafla 8.0 við mat á heildarskuldbindingum Ólafs Ólafssonar. Við mat á tengdum aðilum/félögum er notast við víðustu skilgreiningu fjármálafyrirtækjanna sjálfra á því hvaða aðilar teljast tengdir og hverjir ekki.

Eins og fram kom hér að framan finnst engin ákvörðun í fundargerðum lánanefnda Kaupþings um lán til hlutafjárkaupa til þeirra félaga sem koma við sögu, þ.e. Q Iceland Holding ehf., Q Iceland Finance ehf., Serval Trading Group Corp. og Gerland Asset Ltd.

Afborgun af láni Serval Trading í eigu Al-Thani er sérkennileg. Brooks Trading greiðir 12,5 milljarða kr. en jafnframt greiðir Ólafur Ólafsson 401,9 milljónir kr. af láninu þó svo að hann sé ekki skuldari á láninu.

Samkvæmt ofangreindu er ljóst að Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani hefur ekki keypt hlutafé í Kaupþingi fyrir eigin fjármuni.

Þá vekur það athygli hvers vegna félag í eigu Ólafs Ólafssonar, Gerland Asset Ltd., er að taka lán hjá Kaupþingi til að auðvelda þriðja aðila að kaupa hlutafé í bankanum.

Ólafur Ólafsson greiðir af láni Serval Trading en ekki af láni Gerland Asset Ltd. sem hann er þó eigandi að.

Þegar bankarnir féllu var Q Iceland Finance ehf. þriðji stærsti hluthafi Kaupþings með 5,01% eignarhlut.

Í ljósi þess að Sheikh Mohamed Bin Khalifa Al-Thani fékk allt kaupverðið að láni, er fróðlegt að sjá hvað Kaupþingsmenn sögðu þegar kaup Sheiksins á 5,01% í bankanum voru frágengin.

Í fréttatilkynningu Kaupþings frá 22. september 2008 segir m.a.:

> Sigurður Einarsson, stjórnarformaður: „Okkur er mikil ánægja að bjóða hans hátign Sheikh Mohamed Bin Kalifa Al-Thani velkominn í hluthafahóp Kaupþings. Það hefur lengi verið stefna okkar að laða nýja fjárfesta að bankanum og því er ánægjulegt að sjá að við höfum nú náð að breikka hluthafahópinn enn frekar. Við hlökkum til að vinna með hans hátign Sheikh Mohamed í framtíðinni.“

Í viðtali við Hreiðar Má Sigurðarson í RÚV dags. 22. september 2008 kemur m.a. fram:

> „Staða Kaupþings banka á alþjóðlegum fjármálamörkuðum styrktist mjög við kaup Mohameds prins frá Katar á 5% hlut í bankanum“

Rannsóknarnefnd Alþingis getur ekki séð að kaup á hlutabréfum í bankanum fjármögnuð af bankanum sjálfum án neinnar áhættu þess er kaupir hlutinn styrki stöðu bankans.

Gift fjárfestingarfélag ehf. (áður Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga)

Gift fjárfestingarfélag ehf. er stofnað í júní 2007 með yfirfærslu eigna og skulda frá Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga sem þá var í slitameðferð. Tilgangur félagsins er að vera eignarhaldsfélag um hluti í öðrum félögum, kaup og sala hlutabréfa, kaup og sala fasteigna, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur. Eigandi Giftar fjárfestingarfélags ehf. er Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga gt. sem á 100% í Gift fjárfestingarfélagi ehf. Dótturfélög Giftar fjárfestingarfélags ehf. eru Eignarhaldsfélagið Andvaka, 50,11%, Fjárfestingarfélagið EST ehf. 100% og Löngusker ehf. 100%. Eignarhlutur í hlutdeildarfélagi er 33,33% hlutur í Langflugi ehf. Þá átti félagið hlutabréf í fjölmörgum skráðum og óskráðum félögum.

Hinn 9. maí 2007 er félagið Bank ehf. stofnað. Stofnandi Bank ehf. er Kristinn Hallgrímsson. Í stjórn félagsins eru Kristinn Hallgrímsson, formaður, og Sigrún Helga Jóhannsdóttir í varastjórn.

Á hluthafafundi í Bank ehf. hinn 15. júní er nafni félagsins breytt í Gift fjárfestingarfélag ehf. Jafnframt er stjórnarmönnum fjölgað í fimm og varamönnum í þrjá. Þá er samþykkt að hækka hlutafé félagsins úr 0,5 milljónum kr. í 4 milljónir kr. Í stjórn Giftar fjárfestingarfélags ehf. voru kjörnir Þórólfur Gíslason, formaður, Ólafur Friðriksson, Benedikt Sigurðarson, Guðsteinn Einarsson og Helgi S. Guðmundsson. Framkvæmdastjóri var ráðinn Benedikt Sigurðarson sem jafnframt var með prókúruumboð fyrir félagið.

Með bréfi til Fyrirtækjaskrár dags. 3. mars 2008 tilkynnir Gift fjárfestingarfélag ehf. að Þórólfur Gíslason hafi sagt sig úr stjórn félagsins.

Á aðalfundi Giftar fjárfestingarfélags ehf. dags. 10. apríl 2008 var félaginu kjörin ný stjórn. Í stjórninni eru: Sigurjón Rúnar Rafnsson, formaður, Guðsteinn Einarsson, Hjörleifur Jakobsson, Jafet Ólafsson og Jóhann Ásgeir Baldurs. Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa Giftar fjárfestingarfélags ehf. í bönkunum:

Tafla 31. Viðskipti Giftar fjárfestingarfélags með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	17. september 2007	Kaup	Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga[3]	1.395	1.341.651	1.040
KAUP	21. nóvember 2007	Kaup	Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga[3]	1.059	1.178.133	899[2]
KAUP	11. desember 2007	Kaup	Gnúpur[1]	20.000	23.068.051	867
KAUP	29. janúar 2008	Kaup	Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga[3]	879	1.149.119	765[2]
KAUP	28. maí 2008	Sala[4]	GLB Hedge	5.907	7.621.862	775
	Samtals	Kaup		23.334	26.736.954	
		Sala		5.907	7.621.862	
	Alls			17.427	19.115.092	
Lánsheimild frá Kaupþing				20.700		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					3.045[3]	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					19.115.092	

1. Gnúpur fjárfestingafélag seldi 22.680.663 af hlutunum á 19.664 m. kr.
2. Markaðsvirði dagsins.
3. Eign Eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga.
4. Breytt yfir í framvirkan samning.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Giftar fjárfestingarfélags ehf. hinn 1. janúar 2007 var engin. Á hinn bóginn átti Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga um 2,7 milljónir hluta í Kaupþingi. Á tímabilinu fær Gift fjárfestingarfélag ehf. lánsheimildir hjá Kaupþingi að fjárhæð 20,7 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 20 milljörðum kr., ef undanskilin eru kaup frá Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga. Salan sem fram kemur í töflunni er í raun yfirfærsla yfir í framvirkan samning við Glitni banka. Það þýðir að fjármögnun hlutabréfanna flyst yfir í framvirkan samning. Fjármögnunaráhættan flyst þá frá Kaupþingi yfir til Glitnis, en hlutabréfin eru í raun enn í eign Giftar fjárfestingarfélags ehf. Það vekur athygli að lánið hjá Kaupþingi er ekki greitt upp samtímis því sem framvirki samningurinn tekur gildi.

Á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings hinn 20. desember 2007 er samþykkt að lána Gift fjárfestingarfélagi ehf. samtals 20 milljarða kr. Andvirði lánsins á allt að fara til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi. Gift fjárfestingarfélag kaupir hlutabréfin 11. desember 2007 að stærstum hluta af fjárfestingarfélaginu Gnúpi ehf.

Lánveitingin var tvískipt: Annars vegar er lán að fjárhæð 16 milljarðar kr. til fjögurra ára og hins vegar lán að fjárhæð 4 milljarðar kr. til sex mánaða. Athygli vekur að lánveitingunni er skipt í tvennt. Annars vegar eru 80% af láninu til fjögurra ára og hins vegar eru 20% skammtímalán fyrir jaðrinum. Í rauninni er Kaupþing hér að lána 100% fyrir hlutabréfakaupum í bankanum en tryggingar aðeins teknar fyrir 80% af heildarlánsfjárhæðinni. Á fundi lánanefndar Kaupþings hinn 7. ágúst 2008 er samþykkt að framlengja lán að fjárhæð 4 milljarðar kr. sem tekið var í desember 2007 og getið er um hér að ofan. Áfallnir vextir eru að fjárhæð 0,7 milljarðar kr. sem bætast við lánið. Lánið er framlengt til febrúar 2010. Eftir hlutabréfakaupin í Kaupþingi er Gift fjárfestingarfélag ehf. orðið níundi stærsti hluthafi bankans með 2,58% eignarhluta.

Tryggingar fyrir 16 milljarða kr. láninu eru verðbréf sem Kaupþing metur tryggingarhæf en engar sérstakar tryggingar eru fyrir 4 milljarða kr. láninu. Þau verða hins vegar bæði gjaldfelld ef eigið fé fer niður fyrir 30%. Við framlengingu síðara lánsins er ekki kveðið á um tryggingar en samþykkt að það verði gjaldfellt ef eigið fé félagsins fari niður fyrir 20%. Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 nemur eigið fé félagsins samtals 19,3 milljörðum kr., hlutafé er 31,4 milljarðar kr. Annað eigið fé en hlutafé er því neikvætt um 12,1 milljarð kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 12,1 milljarður kr.

Sund ehf. (IceCapital ehf.)

Hér á eftir verður fjallað samhliða um lántökur og hlutabréfakaup Sunds ehf. og IceCapital ehf. Bæði þessi félög voru í eigu sömu aðila og eignarhlutur hvers eiganda fyrir sig var sá sami í báðum félögunum. Samrunaáætlun Sunds ehf. og IceCapital ehf. var samþykkt á hluthafafundum í báðum félögunum í júlí 2008. Samþykktir Sunds ehf. giltu óbreyttar fyrir hið sameiginlega félag. Eftir sameininguna var síðan óskað eftir að IceCapital yrði afskráð úr skrám Fyrirtækjaskrár.

Eigendur Sunds ehf. eru: Jón Kristjánsson, Gabríela Kristjánsdóttir og Gunnþórunn Jónsdóttir. Hvert þeirra um sig á 33,33% í félaginu. Stjórn félagsins skipa Jón Kristjánsson, Gunnþórunn Jónsdóttir og Páll Þór Magnússon.

Megintilgangur einkahlutafélagsins Sunds ehf. er umboðs- og heildverslun, eignarhald og viðskipti með verðbréf, rekstur og eignarhald fasteigna, svo og lánastarfsemi. Meðal helstu eigna Sunds ehf. má nefna hlutabréf í skráðum félögum, s.s. FL Group, Kaupþingi, Straumi, Bakkavör og fleiri félögum.

Helstu dótturfélög Sunds ehf. eru Eignarhaldsfélagið Sævarhöfði ehf. (eignarhluti 69% en það félag á Bifreiðar og landbúnaðarvélar hf., Ingvar Helgason hf. og fleiri félög, Sund Holding ehf. (síðar ICH 2009)), Sund Global, IceProperties ehf. Þá á Sund ehf. verðbréf í bæði skráðum og óskráðum félögum svo og ýmis hlutdeildarfélög.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 32. Viðskipti Sunds og Sund Holding með hlutabréf í Glitni, Kaupþingi og Landsbankanum frá áramótum 2006/2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Glitnir						
GLB[1]	5. apríl 2007	Kaup		16.642	595.228.052	27,82
GLB[1]	1. júní 2007	Sala[2]	LI-Hedge	16.559	595.228.052	27,82
GLB	31. mars 2008	Kaup[3]	LI-Hedge	3.961	131.710.899	30,07
GLB	29. maí 2008	Kaup		2.138	125.375.068	17,05
Önnur viðskipti samtals		Kaup		802	47.014.662	
		Kaup		23.542	899.328.681	
		Sala		16.559	595.228.052	
		Alls		6.983	304.100.629	
Lánsheimild frá Glitni				13.475		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					304.100.629	
Kaupþing						
KAUP	29. desember 2006	Kaup		3.251	3.870.000	840
KAUP	30. júní 2008	Sala		2.289	3.000.000	763
Önnur viðskipti samtals		Kaup		2.280	2.293.015	
		Sala		4.586	4.743.807	
Samtals		Kaup		5.531	6.163.015	
		Sala		6.875	7.743.807	
		Alls		-1.345	-1.580.792	
Lánsheimild frá Kaupþingi				3.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					5.995.906	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					4.415.114	
Landsbankinn						
LAIS	29. desember 2006	Sala		1.848	70.000.000	26,40
LAIS	30. júní 2008	Kaup		2.282	99.008.163	23,05
Önnur viðskipti samtals		Kaup		521	10.275.410	
		Sala		46	1.617.387	
Samtals		Kaup		2.803	109.283.573	
		Sala		1.894	71.617.387	
		Alls		909	37.666.186	
Lánsheimild frá Landsbanka				3.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					71.617.387	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					109.283.573	
Samtals		Kaup		31.876		
		Sala		25.329		
		Alls		6.547		
Lánsheimildir samtals				19.475		

1. Viðskipti Sund Holding ehf, sjá nánar í rammagrein 1 í kafla 6.
2. Breytt yfir í framvirkan samning í Landsbankanum.
3. Keypt út úr framvirkum samningi í Landsbankanum.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Sunds ehf. 1. janúar 2007 er 6,9 milljarðar kr. og voru það að mestu leyti hlutabréf í Kaupþingi en einnig í Landsbankanum. Á tímabilinu fær Sund ehf. lánsheimildir hjá bönkunum að fjárhæð 19,5 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í þeim. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 31,9 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 25,3 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 6,6 milljörðum kr.

Á fundi lánanefndar Kaupþings í apríl 2007 er greint frá því að Sund ehf. eða eitthvert af dótturfélögum Sunds ehf. hafi hug á að kaupa um 4% hlut í Glitni á genginu 27,82. Samtals nemur kaupverðið með kostnaði 16,8 milljörðum kr. Hlutabréfin eru síðan keypt í nafni Sund Holding ehf. en það félag er eitt af dótturfélögum Sunds ehf. Kaupþing samþykkir að lána Sundi ehf. 80% af fjárhæðinni eða sem nemur 13,5 milljörðum kr. Lánstími er tvö ár. Lánið er eingöngu tryggt með veði í hinum keyptu hlutabréfum. Veðkall er við 112,5%. Komi til veðkalls hefur Kaupþing heimild til að fara fram á aukið framlag kaupenda sem nemur 10% af kaupverði hlutabréfanna. Hlutabréfakaup þessi ásamt lánveitingunni þeim tengdri voru hluti af verkefni innan Kaupþings sem gekk undir vinnuheitinu „Project Tornado“. Gerð er sérstök grein fyrir „Project Tornado“-verkefninu annars staðar í þessum kafla. Tveimur mánuðum síðar eru hlutabréfin seld en eins og fram kemur í töflu 5 er sú sala í raun yfirfærsla yfir í framvirkan samning í Landsbankanum. Því hefur fjármögnunin á bréfunum í raun færst yfir á Landsbankann en hlutabréfin eru í raun enn í eigu Sund Holding. Hinn 31. mars 2008 kaupir Sund ehf. svo hluta af bréfunum, alls 131.710.899 hluti, út úr framvirka samningnum. Samkvæmt lánasamningi dags. 25. mars fékk Sund 5 milljarða kr. fjölmynta lán hjá Landsbanka Íslands til að kaupa bréfin og skyldi upphæðinni einnig varið til kaupa á 10.000.000 hlut í Landsbankanum. Samkvæmt upplýsingum úr lánabók Landsbankans í Lúxemborg fá einnig þrjú félög, í eigu eigenda Sunds ehf., lánafyrirgreiðslu frá Landsbankanum í Lúxemborg, hvert að fjárhæð 2,4 milljarðar kr., til þess að kaupa hluti í Glitni. Mun hvert þessara félaga því hafa keypt 115.855.450 hluti.[67] Þessi kaup koma ekki fram í töflunni þar sem þau voru gerð í gegnum Landsbankann í Lúxemborg. Lánin námu rúmum 20 milljónum evra hvert og samkvæmt gögnum frá Lúxemborg voru þau með veð í hlutunum í Glitni, sjálfskuldarábyrgð Sunds ehf. upp á 4 milljónir evra og ábyrgð Landsbanka Íslands upp á 20 milljónir evra. Þar með eru lánin í raun á ábyrgð móðurfélagsins. Þar með voru lánaheimildir Landsbankans til kaupa á Glitnisbréfum samtals 13,2 milljarðar, sem er í raun endurfjármögnun á fyrra láni Kaupþings.

Á fundi lánanefndar Kaupþings í október 2006 er samþykkt að lána Sundi ehf. 3 milljarða kr. Ekki kemur fram hvernig eigi að verja láninu. Um er að ræða eingreiðslulán til tveggja ára. Síðar er lánanefndin upplýst um, að á tímabilinu jan. 2007 - júní 2007 hafi Sund ehf. keypt hlutabréf í Kaupþingi að markaðsvirði 3,5 milljarðar kr. Fundur í lánanefnd Landsbankans samþykkir í maí 2007 reikningslánalínu til Sunds ehf. að fjárhæð 3 milljarðar kr. Lánalínuna á að nota til kaupa á bréfum inn í félagið. Í framhaldinu verður síðan óskað eftir langtímafjármögnun hjá Landsbankanum.

Til tryggingar lánunum voru hlutabréf í Kaupþingi, Landsbanka og Glitni auk sjálfskuldarábyrgðar Sunds ehf. vegna reikningslánalínunnar.

67. Bréf frá starfsmanni Landsbanka Íslands til Fjármálaeftirlitsins 10. desember 2009.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 15,2 milljörðum kr., þar af er hlutafé 4 milljónir kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 1,3 milljarðar kr.

Jötunn Holding ehf.

Jötunn Holding ehf. er stofnað í febrúar 2007. Megintilgangur félagsins er kaup, sala og eignarhald verðbréfa, eign, leiga og rekstur fasteigna, lánastarfsemi, önnur fjármálastarfsemi og skyldur rekstur.

Eigendur Jötuns Holding ehf. eru Baugur Group hf. 47%, Fons hf. 18% og WCC (Iceland) ehf. 35%. Í stjórn félagsins frá febrúar 2007 til nóvember 2007 eru Stefán Hilmar Hilmarsson, fjármálastjóri Baugs, og Rúnar Sigurpálsson. Á hluthafafundi hinn 24. október 2007 var gerð sú breyting á samþykktum Jötuns Holding ehf. að stjórn félagsins skuli skipuð þremur til fimm stjórnarmönnum. Á hluthafafundi voru eftirtaldir kosnir í þriggja manna stjórn félagsins: Paul Richmond Davidson, formaður. Stefán Hilmar Hilmarsson og Pétur Már Halldórsson voru kjörnir meðstjórnendur. Framkvæmdastjóri Jötuns Holding ehf. er Stefán Hilmar Hilmarsson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa Jötuns Holding ehf. í bönkunum:

Tafla 33. Viðskipti Jötuns Holding með hlutabréf í Kauphingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	23. febrúar 2007	Kaup		10.252	350.000.000	29
GLB	5. apríl 2007	Kaup		10.401	372.017.533	27,82
GLB	10. desember 2007	Kaup		1	43.011	26
GLB	30. maí 2008	Kaup		2.386	140.000.000	17,04
GLB	30. maí 2008	Sala	FL Group	14.654	862.017.533	17,3[1]
Samtals		Kaup		23.040	862.060.544	
		Sala		14.654	862.017.533	
		Alls		8.386	43.011	
Lánsheimild frá Kauphingi				18.922		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					43.011	

1. Markaðsvirði dagsins.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kauphing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Jötuns Holding ehf. þann 1. janúar 2007 er engin enda hafði félagið þá ekki verið stofnað. Á tímabilinu fær félagið lánsheimildir hjá Kauphingi að fjárhæð 18,9 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í Glitni banka. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 23 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru 14,7 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 8,4 milljörðum kr. Við fall bankanna var Jötunn Holding ehf. búið að selja nær öll hlutabréf sín í bönkunum til FL Group.

Í mars 2007 hafði Jötunn Holding ehf. keypt hluti í Glitni á genginu 29,0. Verðmæti hlutanna ásamt kostnaði var um 10,5 milljarðar kr. Í framhaldi af þessum kaupum óskar Jötunn Holding ehf. eftir láni hjá Kauphingi að fjárhæð 10,5 milljarðar kr. til að fjármagna ofangreind hlutabréfakaup 100%. Lánsumsóknin var samþykkt af lánanefnd Kauphings í mars 2007 og var lánið til sex mánaða.

Á fundi lánanefndar Kaupþings í apríl 2007 eru kynnt fyrirhuguð kaup Jötuns ehf. á 2,5% hlut í Glitni fyrir samtals 10,5 milljarða kr. Gert er ráð fyrir að Kaupþing láni 8,4 milljarða kr. af kaupverðinu eða 80% og að eigið fé til kaupanna verði 2,1 milljarður kr. Lánsumsóknin var samþykkt af lánanefnd Kaupþings í sama mánuði. Hlutabréfakaup þessi ásamt lánveitingunni þeim tengdri voru hluti af verkefni innan Kaupþings sem gekk undir vinnuheitinu „Project Tornado". Gerð er sérstök grein fyrir „Project Tornado"-verkefninu annars staðar í þessum kafla. FL Group keypti síðan nær öll hlutabréf Jötuns Holding ehf. í maí 2008 á mun lægra verði en Jötunn Holding ehf. hafði keypt þau fyrir áður. Tap Jötuns Holding ehf. á þessum viðskiptum var þegar orðið um 8,4 milljarðar kr. í lok maí 2008.

Tryggingar fyrir lánunum voru í hlutabréfunum sjálfum.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 er eigið fé neikvætt um 7,3 milljarða kr., þar af er hlutafé 1 milljón kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 7,3 milljarðar kr.

Holt Investment Group Ltd.

Holt Investment Group Ltd. er skráð erlendis og er eigandi þess Skúli Þorvaldsson, áður kenndur við Hótel Holt. Engar fjárhagslegar upplýsingar er að finna hjá opinberum aðilum hér á landi um félagið.[68] Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í Kaupþingi:

Tafla 34. Viðskipti Holt Investment Group Ltd með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	8. febrúar 2008	Kaup	EVK[1]	7.100	10.000.000	710
KAUP	12. febrúar 2008	Kaup	EVK[1]	4.900	7.000.000	700
KAUP	29. febrúar 2008	Kaup	EVK[1]	3.615	5.000.000	723
KAUP	11. september 2008	Kaup	EVK[1]	2.553	3.700.000	690
KAUP	22. september 2008	Sala	EVK[1]	2.642	3.700.000	714
Samtals		Kaup		18.168	25.700.000	
		Sala		2.642	3.700.000	
		Alls		15.526	22.000.000	
Lánsheimild hjá Kaupþingi				18.670		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					22.000.000	

1. Deild eigin viðskipta Kaupþings.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Holt Investment Group Ltd. þann 1. janúar 2007 var engin. Á tímabilinu fær félagið lánsheimildir hjá Kaupþingi samtals að fjárhæð 18,7 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 18,2 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 2,6 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 15,6 milljörðum kr. Við fall bankanna var hlutafjáreign Holt Investment Group ehf. í Kaupþingi eins og fram kemur að framan.

Holt Investment Group Ltd. óskar í mars 2008 eftir láni hjá Kaupþingi að fjárhæð 16,1 milljarður kr. til að kaupa hluti í Kaupþingi. Á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings hinn 18. mars 2008 er samþykkt að veita Holt Investment

68. Í gögnum Kaupþings kemur fram að Skúli Þorvaldsson sé eigandi félagsins og að það hafi nýlega verið stofnað.

Group Ltd. ofangreint lán. Í febrúar kaupir Holt Investment Group Ltd. hlutabréf í Kaupþingi að andvirði um 15,5 milljarðar kr. Seljandi þessara bréfa eru eigin viðskipti Kaupþings, sbr. töflu 30 hér framar.

Holt Investment Group Ltd. óskar í september 2008 eftir láni hjá Kaupþingi að fjárhæð 2,6 milljarðar kr. til að kaupa hluti í Kaupþingi. Á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings hinn 24. september 2008 er samþykkt að veita Holt Investment Group Ltd. ofangreint lán. Með þessum hlutabréfakaupum var Holt Investment Group Ltd. komið með um 3% eignarhluta í Kaupþingi og um leið orðið áttundi stærsti hluthafinn í bankanum. Það vekur athygli að þessi hlutabréf eru keypt 11. september af eigin viðskiptum Kaupþings en jafnframt seld til baka til eigin viðskipta Kaupþings ellefu dögum síðar á hærra verði. Hagnaður Holt Investment Group Ltd. af þessum viðskiptum var um 90 milljónir kr.

Til tryggingar fyrra láninu eru hin keyptu hlutabréf í Kaupþingi og einnig hlutabréf í Skiptum hf., sem metin voru á tæplega 1 milljarð kr. Til tryggingar síðara láninu eru hin keyptu hlutabréf í Kaupþingi og einnig hlutabréf í Exista og veðsetningarbann á allar eignir Holt Investment Group Ltd.

Enginn ársreikningur eða aðrar fjárhagslegar upplýsingar liggja fyrir um félagið hér á landi enda félagið nýstofnað þegar það fékk lánið. Samkvæmt upplýsingum frá Kaupþingi var Holt Investment viðskiptavinur í eignastýringu í Lúxemborg.

Saxbygg Invest ehf.

Saxbygg Invest ehf. er stofnað í mars 2007. Megintilgangur félagsins er kaup, sala, rekstur, eignarhald og leiga fasteigna og hvers kyns lausafjár; eignarhald, kaup og viðskipti með hlutabréf, hluti í félögum, önnur verðbréf og hvers kyns önnur fjárhagsleg verðmæti; lánastarfsemi og skyldur rekstur.

Saxbygg Invest ehf. er dótturfélag Saxbygg ehf. Saxbygg ehf. er í eigu Saxhóls ehf. og Byggingarfélags Gylfa og Gunnars hf. Í stjórn Saxbygg Invest ehf. eru: Jón Þorsteinn Jónsson, Einar Örn Jónsson, Gunnar Þorláksson og Gylfi Ómar Héðinsson. Framkvæmdastjóri félagsins er Björn Ingi Sveinsson. Á hluthafafundi í maí 2009 var nafni félagsins Saxbygg Invest ehf. breytt í Icarus Invest ehf.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 35. Viðskipti Saxbygg Invest með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	5. apríl 2007	Kaup	20.699	744.035.065	27,82
Samtals		Kaup	20.699	744.035.065	
Lánsheimild frá Kaupþingi			16.844		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007				–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008				744.035.065	

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Saxbygg Invest ehf. í Glitni þann 1. janúar 2007 er engin. Á tímabilinu fær félagið lánsheimild hjá Kaupþingi að fjárhæð 16,8 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í Glitni. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 20,7 milljörðum kr. Engin hlutabréf eru seld á tímabilinu. Við fall bankanna átti Saxbygg Invest ehf. ennþá öll hlutabréf sín í Glitni.

Á fundi lánanefndar Kaupþings í apríl 2007 er greint frá því að Saxbygg Invest ehf., sem er dótturfélag Saxbygg ehf., hafi hug á að kaupa um 5% hlut í Glitni á genginu 27,82. Samtals nemur kaupverðið með kostnaði 21 milljarði kr. Kaupþing samþykkir að lána Saxbygg Invest ehf. 80% af kaupverðinu eða sem nemur 16,8 milljörðum kr. Eftir þessi hlutabréfakaup var Saxbygg Invest ehf. orðið fimmti stærsti hluthafi í Glitni með 5% eignarhluta. Hlutabréfakaup þessi ásamt lánveitingu þeim tengdum voru hluti af verkefni innan Kaupþings sem gekk undir vinnuheitinu „Project Tornado". Gerð er sérstök grein fyrir "Project Tornado"-verkefninu annars staðar í þessum kafla.

Til tryggingar láninu eru eingöngu hin keyptu hlutabréf í Glitni.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 er eigið fé neikvætt um 5,6 milljarða kr. Hlutafé er 500 þúsund kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 5,6 milljarðar kr.

Egla Invest B.V.

Egla Invest B.V. er eignarhaldsfélag sem skráð er erlendis. Af þeim sökum er litlar sem engar upplýsingar að finna um félagið hjá opinberum aðilum hér á landi. Á lánsbeiðni sem lögð er fyrir lánanefnd Glitnis 23. maí 2008 kemur fram að innan við eitt ár er síðan félagið var stofnað. Egla Invest B.V. er í eigu Kjalars hf. en Kjalar hf. heldur utan um ca. 10% eignarhlut í Kaupþingi. Aðaleigandi Kjalars með 94% eignarhlut er Ólafur Ólafsson, stærsti eigandi Samskipa hf. Óþekktir hluthafar eiga 6%. Megintilgangur Kjalars hf. er að vera eignarhaldsfélag um eignarhluti í öðrum félögum sem stjórn ákveður hverju sinni, ráðgjafastarfsemi, kaup og sala hlutabréfa, eignarhald og rekstur fasteigna og lánastarfsemi.

Stjórn Kjalars hf. skipa eftirtaldir samkvæmt fundi dags. 24. september 2007: Kristinn Hallgrímsson er formaður, Ásbjörn Gíslason og Ólafur Ólafsson eru meðstjórnendur.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa Eglu Invest B.V. í bönkunum:

Tafla 36. Viðskipti Eglu Invest B.V. með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	22. júní 2007	Kaup	Egla	22.160	20.000.000	1.108[1]
KAUP	22. júní 2007	Kaup	Kjalar Inv. B.V.	1.407	1.270.000	1.108[1]
KAUP	22. júní 2007	Kaup	Kjalar Inv. B.V.	57.487	51.883.352	1.108[1]
Samtals		Kaup		81.054	73.153.352	
Lánsheimild frá Glitni				16.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					73.153.352	

1. Markaðsvirði dagsins.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Eglu Invest B.V. í bönkunum hinn 1. janúar 2007 var engin en þann 30. september árið 2008 á félagið 73.153.352 hluti í Kaupþingi og voru þeir hlutir upphaflega í eigu félaganna Eglu hf. og Kjalars Inv. B.V. Tekin lán eru samtals að fjárhæð 16 milljarðar kr. sem ætluð eru til hlutabréfakaupa. Seld hlutabréf eru engin.

Í mars 2008 óskar Egla Invest B.V. eftir láni hjá Glitni að jafnvirði allt að 120 milljónum EUR sem jafngiltu þá um 16 milljörðum kr. Fram kemur að andvirði lánsins eigi að fara til að fjármagna fyrirhuguð hlutabréfakaup í Kaupþingi. Áhættunefnd Glitnis samþykkti ofangreinda lánsbeiðni. Málinu var jafnframt vísað til stjórnar bankans til staðfestingar. Með hlutabréfakaupum sínum í Kaupþingi var Egla Invest B.V. orðin þriðji stærsti hluthafinn í Kaupþingi með 9,88% eignarhlut.

Til tryggingar láninu voru hlutabréf í Kaupþingi. Lánshlutfall verður 70%. Verðmæti trygginga um 22,8 milljarðar kr.

Ársreikningur Eglu Invest B.V. er ekki til staðar enda félagið skráð erlendis eins og fram hefur komið hér að framan. Í gögnum bankans kemur hins vegar fram að við mat á lánveitingu til Eglu Invest B.V. hafi verið lögð áhersla á að skoða fjárhagsupplýsingar um Kjalar hf. og hin skráðu hlutabréf í Kaupþingi, enda voru þessi hlutabréf eina eign Eglu Invest B.V.

„Eina eign félagsins er 9,88% hlutur í Kaupþingi eða 21.708.000 hlutir.“[69]

Á árinu 2007 var tap fyrir skatta á Kjalari hf. um 7,5 milljarðar kr. og hafði eigið fé félagsins lækkað á sama tíma og eignir höfðu aukist um 25%.

Crosslet Vale Limited

Crosslet Vale Limited er fjárfestingarfélag í eigu bræðranna Mendi og Moises Gertner. Samskipti bræðranna við Kaupþing hefjast á árinu 2006 fyrir tilstilli viðskiptafélaga þeirra, Robert Tchenguiz. Gertner-bræður hafa verið umsvifamiklir í fasteignaviðskiptum í Bretlandi. Þá hafa þeir fjárfest í ýmsum verkefnum í Kongó eins og koparnámum og olíuvinnslu. Þá áttu þér námuréttindi í Bólivíu og Chile.[70]

Félagið er skráð erlendis og er því engar upplýsingar um það að hafa hjá opinberum aðilum hér á landi.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur þeim tengdar vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 37. Viðskipti Crosslet Vale Ltd með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	11. júní 2008	Kaup	EVK[1]	13.875	18.500.000	750
Samtals		Kaup		13.875	18.500.000	
Lánsheimild frá Kaupþingi				14.900		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					18.500.000	

1. Deild eigin viðskipta Kaupþings.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Crosslet Vale Ltd. í Kaupþingi 1. janúar 2007 var engin. Í júní árið 2008 fær félagið lánsheimild hjá Kaupþingi að fjárhæð 14,9 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum fyrir 13,9 milljarða kr. og eru þeir hlutir keyptir af deild eigin viðskipta Kaupþings. Engin hlutabréf eru seld. Við fall bankanna átti Crosslet Vale Ltd. því ennþá öll hlutabréfin sem keypt höfðu verið í Kaupþingi en það voru 18.500.000 hlutir að nafnvirði.

69. Fundargerð frá fundi áhættunefndar Glitnis 28.5.2008.
70. Lánaumsókn frá Sigurgeiri Tryggvasyni 11.6.2008

Hinn 18. júní 2008 sendir Bjarki H. Diego, framkvæmdastjóri fyrirtækjasviðs, tölvubréf til lánanefndar stjórnar Kaupþings. Viðtakendur eru Sigurður Einarsson, Hreiðar Már Sigurðsson, Gunnar Páll Pálsson, Bjarnfreður Ólafsson og Steingrímur Kárason, framkvæmdastjóri áhættustýringar. Afrit af skeytinu fengu Áhættustýring á Íslandi og Lánastýring.

„Ágætu meðlimir lánanefndar stjórnar.

Meðfylgjandi er lánsbeiðni vegna fyrirhugaðrar lánveitingar til Crosslet Vale, sem er eignarhaldsfélag í eigu Moises og Mendi Gertner, viðskiptavina bankans.

Í stuttu máli er að ræða lánsbeiðni allt að EUR 120 milljónir vegna kaupa á 18,5 milljónum hluta í Kaupþingi banka. Lánið verður tryggt með sjálfskuldarábyrgð þeirra bræðra, auk krossveðs í hlutabréfum í Katanga Mining [KAT.TO] Congo, sem eru skráð í Kauphöllinni í Toronto í Kanada og landi í Plzen í Tékklandi sem CBRE mat í maí sl. á EUR 120 milljónir, en auk þess verður veðsetningarbann (Negative Pledge) á hinum keyptu hlutabréfum í Kaupþingi.

Fyrrgreindar tryggingar eiga að standa undir skuldbindingum vegna lánsbeiðni og annarra skuldbindinga á hendur Crosslet Vale á hendur bankanum – og er þá ekki tekið tillit til verðmæta hlutabréfa í Kaupþingi, sem eins og áður segir eru háð veðsetningarbanni.

Ágætt væri ef afstaða til lánveitingar þessarar gæti legið fyrir hið fyrsta þar sem ætlunin er að afgreiða viðskipti vegna umræddra hlutabréfakaupa fyrir helgi“.

Ofangreint erindi um lán til Crosslet Vale að fjárhæð 14,9 milljarðar kr. er samþykkt samdægurs og næsta dag af hverjum og einum stjórnarmanni lánanefndar bankans.

Þar sem lánið var upphaflega samþykkt milli funda er það síðar borið upp á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings 24. september 2008. Lántakan er formlega samþykkt og færð til bókar á þeim fundi.

Samþykkt milli funda 11.06.2008

„Beðið er um eingreiðslulán, brúarlán að fjárhæð EUR 120 m í SEK. Tilgangur þess er að kaupa hlutabréf í Kaupþingi. Tryggingarþekja ca. 100%. Til tryggingar er veðsetningarbann á hlutabréfunum auk núgildandi veðs sem eru til tryggingar öðrum skuldbindingum Crosslet Vale.“

Lánið að fjárhæð 120 milljónir EUR á að greiðast út í SEK. Lánið er eingreiðslulán til tveggja ára. Vextir eru Libor + 2,5% og þóknun til banka 1%. Ofangreind hlutabréfakaup námu samtals 2,5% af öllu hlutafé Kaupþings og voru hlutabréfin keypt á genginu 750 kr. pr. hlut sem var markaðsgengi á þeim tíma.

Til tryggingar láninu var sjálfskuldarábyrgð og krossveð í öðrum tryggingum. Að auki var veðsetningarbann sett á hin keyptu hlutabréf. Bankinn tók því ekki beint veð í hlutabréfunum sjálfum.

Það vekur athygli á hve miklum hraða lántakan þarf að samþykkjast, þannig að hlutabréfakaup Crosslet Vale í Kaupþingi geti farið fram fyrir helgi. Tölvubréfið til lánanefndarinnar fer út að kvöldi 18. júní 2008 sem er miðvikudagur. Tveimur klukkustundum síðar er einn stjórnarmaður búinn að samþykkja erindið. Með tölvubréfinu fylgdu jafnframt kynningargögn frá fyrirtækjasviði bankans. Afstaða og mat áhættustýringar bankans hvað varðar lánsbeiðnina fylgdi ekki með útsendum gögnum til stjórnarmanna en ekki er víst hvort það hafi legið fyrir.

Ársreikningur félagsins liggur ekki fyrir enda félagið skráð erlendis.

Desulo Trading Ltd.

Desulo Trading Ltd. er stofnað og skráð í Nikosíu á Kýpur í október 2007. Ekki liggur ljóst fyrir hverjir eru í stjórn Desulo Trading Ltd. Í fundargerð lánanefndar Kaupþings dags. 5. júní 2008 kemur fram að eigandi Desulo Trading Ltd. sé Egill Ágústsson, framkvæmdastjóri Íslensk-Ameríska. Þar sem félagið er skráð á Kýpur er engar opinberar upplýsingar að finna um félagið hér á landi aðrar en beiðni um kennitölu fyrir erlent fyrirtæki vegna bankaviðskipta á Íslandi. Á beiðninni kemur fram að umboðsaðili/tengiliður félagsins hér á landi sé Kaupþing banki hf.

Tilgangur Desulo Trading Ltd. eru viðskipti sem gerð er nánari grein fyrir í samþykktum félagsins í 45 tölusettum greinum. Hlutafé er 1.000 EUR sem skiptist í 1.000 hluti.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur þeim tengdar vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 38. Viðskipti Desulo Trading Ltd með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	16. júní 2008	Kaup	KBLux[1]	4.908	6.500.000	712[3]
KAUP SEK	18. júní 2008	Kaup		1.779	2.349.500	757[4]
KAUP	1. júlí 2008	Kaup	KBLux[1]	763	1.000.000	746[3]
KAUP	12. ágúst 2008	Kaup	KBLux[1]	1.436	2.000.000	712[3]
KAUP	16. september 2008	Kaup	EVK[2]	2.033	3.000.000	675
KAUP	17. september 2008	Kaup	EVK[2]	686	1.000.000	683
KAUP	17. september 2008	Kaup	EVK[2]	688	1.000.000	685
KAUP	18. september 2008	Kaup	EVK[2]	683	1.000.000	680
KAUP	19. september 2008	Kaup	EVK[2]	358	500.000	716
KAUP	22. september 2008	Sala	EVK[2]	356	500.000	714
Samtals		Kaup		13.333	18.349.500	
		Sala		356	500.000	
		Alls		12.977	17.849.500	
Lánsheimild frá Kaupþingi				13.361		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					17.849.500	

1. Kaupthing Bank Luxembourg S.A., Varsla # 54080.
2. Deild eigin viðskipta Kaupþings.
3. Markaðsvirði dags, færslur koma frá Arion safnskráningu.
4. Minnisblað innri endurskoðunar Kaupþings, dags. 7. júní 2009.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Desulo Trading Ltd. í Kaupþingi 1. janúar 2007 var engin. Frá miðju ári 2008 fram að falli Kaupþings fær félagið lánsheimildir hjá Kaupþingi að fjárhæð 13,4 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 13,3 milljörðum kr. Engin hlutabréf eru seld. Við fall bankanna átti Desulo Trading Ltd. því ennþá öll hlutabréfin sem keypt höfðu verið í Kaupþingi. Hlutabréf eru keypt fyrir sem nemur rúmum 7 milljörðum kr. af Kaupþingi banka í Lúxemborg, af vörslureikningi þar svo ómögulegt er að vita hverjir seljendur eru. Athyglisvert er að í september eru öll hlutabréfin keypt af Kaupþingi banka, eigin viðskiptum. Nema þau viðskipti samtals um 4 milljörðum kr.

Á lánanefndarfundi Kaupþings banka þann 4. júní 2008 er veitt lánsheimild upp á 5 milljarða íslenskra króna og 150 milljónir sænskra króna til Desulo Trading Limited til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi banka. Hlutabréfin eru að mestu leyti keypt með milligöngu Kaupþings banka í Lúxemborg. Lánið er tryggt með veði í öllum eignum lántakans, sem eru hlutabréf í Kaupþingi, og negative pledge í öllum eignum Desulo Trading Limited. 16. júní 2008 kaupir Desulo 6.500.000 hluti í Kaupþingi. Jafnframt festir Desulo kaup á 2.349.500 hlutum í Kaupþingi í kauphöllinni í Stokkhólmi.

Á lánafundi Kaupþings banka 19. júní er samþykkt að veita Desulo aukið lán upp á 770 milljónir kr. til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi. Þann 30. júní 2008 kaupir Desulo svo 1 milljón hluta í Kaupþingi. Viðkomandi hlutabréf eru veitt sem handveð til tryggingar láninu.

Enn er aukið við lánveitingar til Desulo Trading Ltd. þann 7. ágúst 2008 með láni upp á 1.500 milljónir kr. til kaupa á 2 milljónum hluta í Kaupþingi. Hlutirnir eru færðir inn á vörslureikning Desulo þann 12. ágúst 2008.

Að lokum er þann 25. september 2008 enn veitt lán til Desulo Trading Ltd. allt að 4.140 milljónum kr. til að fjármagna hlutabréfakaup í Kaupþingi. Fjöldi keyptra hluta er 6,5 milljónir og höfðu þeir verið keyptir dagana 16.–19. september 2008 en raunar voru 500.000 hlutir síðan seldir þann 22. september 2008. Heildarútgjöld vegna viðskiptanna eru því um 4.089 milljónir kr. Fram kemur í fundargerð lánanefndar að lagðar séu að handveði allar eignir Desulo Trading, sem samanstanda af hlutabréfum í Kaupþingi. Eins og áður kemur fram er seljandi bréfanna Kaupþing banki, eigin viðskipti.

Hinn 22. september 2008, þegar öll viðskipti Desulo Trading hafa átt sér stað, á félagið því alls 15.500.000 hluti í Kaupþingi keypta á íslenska markaðnum og 2.349.500 hluti keypta á markaði með hlutabréf í Svíþjóð. Samtals er því um að ræða 17.849.500 hluti eða um 2,41% af heildarhlutafé bankans sem er fjármagnað að fullu af bankanum. Að minnsta kosti 6 milljónir af þessum hlutum voru keyptir af eigin viðskiptum Kaupþings banka.

Einu tryggingar fyrir láninu eru hlutabréfin sjálf sem lögð eru inn í bankann að handveði og kemur fram í fundargerðum lánanefndar Kaupþings að það séu allar eignir félagsins.

Ársreikningur félagsins liggur ekki fyrir enda félagið skráð erlendis.

Elliðahamar ehf./Elliðatindar ehf.

Hlutafélagið Elliðahamar ehf. er stofnað árið 2005. Elliðahamar ehf. er móðurfélag Elliðatinda ehf. sem stofnað er í apríl 2007. Bæði félögin voru í eigu sama eiganda. Viðskipti voru nær eingöngu milli félaganna sjálfra og svo bankanna. Tilgangur beggja félaganna var sá sami sem er: „Kaup, sala, rekstur, eignarhald og leiga fasteigna og hvers kyns lausafjár, eignarhald, kaup og viðskipti með hlutabréf, hluti í félögum, önnur verðbréf og hvers kyns önnur fjárhagsleg verðmæti; lánastarfsemi og skyldur rekstur."

Eigandi Elliðahamars ehf. og Elliðatinda ehf. var Gunnar Sturluson. Stjórn Elliðahamars ehf. og Elliðatinda ehf. skipuðu þau Gunnar Sturluson og Guðrún Margrét Baldursdóttir.

Hinn 29. apríl 2008 segja þau Gunnar Sturluson og Guðrún Margrét Baldursdóttir sig úr stjórn Elliðahamars ehf. og Elliðatinda ehf. Í stjórnir félaganna koma Jakob Bjarnason og Gizur Bergsteinsson. Jafnframt er tilkynnt um breytingu á póstfangi beggja félaganna og verður það framvegis Kaupþing banki hf., Jakob Bjarnason. Hinn 31. október 2008 segir Gizur Bergsteinsson sig úr stjórnum Elliðahamars ehf. og Elliðatinda ehf.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu Elliðahamar ehf. og Elliðatindar ehf. eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 39. Viðskipti Elliðahamars/Elliðatinda með hlutabréf í Glitni, Kaupþingi og Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

	Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Glitnir						
	GLB	23. febrúar 2007	Kaup	4.986	171.925.484	29,00
	GLB	5. apríl 2007	Kaup	4.140	148.807.013	27,82
	GLB	29. maí 2007	Sala	7.252	320.732.497	22,61
Önnur viðskipti samtals						
	GLB		Kaup	772	31.266.811	
	GLB		Sala	793	32.266.811	
Samtals			Kaup	9.897	351.999.308	
			Sala	8.045	352.999.308	
			Alls	1.852	1.000.000	
Lánsheimild frá Kaupþingi			8.569			
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					1.000.000	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					–	
Kaupþing						
	KAUP	13. apríl 2007	Kaup	1.051	1.000.000	1.051
	KAUP	28. nóvember 2007	Sala	913	1.000.000	913[1]
	KAUP	28. nóvember 2007	Kaup	913	1.000.000	913[1]
Önnur viðskipti samtals						
	KAUP		Kaup	182	141.550	
	KAUP		Sala	1.075	1.169.150	
Samtals			Kaup	2.146	2.141.550	
			Sala	1.988	2.169.150	
			Alls	158	27.600	
Lánsheimild				–		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					27.600	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					–	
Landsbanki Íslands						
	LAIS	24. apríl 2007	Kaup	1.348	40.000.000	33,70
	LAIS	28. nóvember 2007	Sala	1.530	42.500.000	36,00
Önnur viðskipti samtals						
	LAIS		Kaup	352	10.710.000	
	LAIS		Sala	264	8.210.000	
Samtals			Kaup	1.700	50.710.000	
			Sala	1.794	50.710.000	
			Alls	-94	–	
Lánsheimild frá Landsbanka				1.115		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					–	
Samtals			Kaup	13.743		
			Sala	11.827		
			Alls	1.916		
Lánsheimildir samtals				9.684		

1. Markaðsvirði dagsins.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Elliðahamars ehf. og Elliðatinda ehf. 1. janúar 2007 var engin. Útgefnar lánsheimildir bankanna nema samtals 9,7 milljörðum kr. Keypt hlutabréf nema samtals 13,7 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði um 11,8 milljarðar kr. Andvirði keyptra hlutabréfa umfram seldra nemur 1,9 milljörðum kr. Við fall bankanna voru bæði félögin búin að selja öll hlutabréf sín í bönkunum þremur.

Í mars 2007 kaupir Elliðahamar ehf. hlutabréf í Glitni fyrir 5,2 milljarða kr. Eigandi Elliðahamars ehf. óskaði eftir því að Kaupþing fjármagnaði hlutabréfakaupin 100%. Lánanefnd Kaupþings samþykkti ofangreinda lánsumsókn á fundi sínum í sama mánuði. Í apríl 2007 kaupir Elliðahamar ehf. hlutabréf í Glitni fyrir 4,2 milljarða kr. Á fundi sínum í apríl 2007 samþykkir lánanefnd stjórnar Kaupþings að lána Elliðahamri 3,4 milljarða kr. eða sem nemur 80% af kaupverði hlutabréfanna. Hlutabréfakaup þessi ásamt lánveitingunni þeim tengdri eru hluti af verkefni innan Kaupþings sem gekk undir vinnuheitinu „Project Tornado“. Gerð er sérstök grein fyrir „Project Tornado“-verkefninu annars staðar í þessum kafla.

Í ársbyrjun 2007 var í gildi afleiðusamningur milli Elliðahamars ehf. og Landsbankans. Í júlí 2007 stóð afleiðuramminn í 1,1 milljarði kr. Á tímabilinu kaupir Elliðahamar ehf. hlutabréf í Landsbankanum fyrir 1,5 milljarða kr. Hlutabréfin sem Elliðahamar ehf. keypti voru síðan flutt yfir á Elliðatinda ehf. Bæði félögin voru í eigu sama aðila.

Engar tryggingar voru teknar fyrir lánunum aðrar en veð í hlutabréfunum sjálfum.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi Elliðahamars ehf. fyrir árið 2007 er eigið fé félagsins í árslok neikvætt um 4,9 milljarða kr., þar af er hlutafé 500 þúsund kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 4,9 milljarðar kr.

Straumborg ehf./Norvest ehf.

Á hluthafafundi sem haldinn var 29. ágúst 2007 í Norvest ehf. og á stjórnarfundi í Straumborg ehf. 30. ágúst 2007 var lögð fram áætlun um samruna félaganna. Samruninn var samþykktur hjá báðum félögunum í samræmi við áður gerða samrunaáætlun. Yfirtekna félaginu, Norvest ehf., var þar með slitið og runnu réttindi og skyldur þess í heild sinni til yfirtökufélagsins, Straumborgar ehf. Hér verður því fjallað sameiginlega um Straumborg ehf. og Norvest ehf. þar sem Straumborg ehf. yfirtók Norvest ehf. á tímabilinu. Í umfjöllun um áhættuskuldbindingar einstakra aðila í kafla 8.0 er Straumborg ehf. hluti af samstæðunni Norvik hf.

Eigandi Norvest ehf. var Straumborg ehf. sem átti 100% í félaginu. Í stjórn Norvest voru Jón Helgi Guðmundsson og Brynja Halldórsdóttir varamaður. Brynja var jafnframt í framkvæmdastjórn Norvikur hf.

Tilgangur Straumborgar ehf. er eignarhald á hlutum í öðrum félögum, verðbréfum, alhliðaþjónusta á sviði bókhalds, fjármála og annar skyldur rekstur. Straumborg á eignarhlut í fjölmörgum félögum, s.s. Ares fjárfestingarfélagi ehf. 80%, Norvik Banka JSC (Lettlandi) 51%, Norvik hf. 21,9%, Norvik fasteignum ehf. 21,9% og Eyri Invest ehf. 11,9%.

Eigendur Straumborgar ehf. eru: Jón Helgi Guðmundsson 48,6%, Steinunn Jónsdóttir 14,3%, Iðunn Jónsdóttir 14,3%, Guðmundur H. Jónsson 14,3% og aðrir hluthafar eiga 8,5%. Í stjórn félagsins eru Jón Helgi Guðmundsson, formaður, Guðmundur H. Jónsson og Steinunn Jónsdóttir eru meðstjórnendur, framkvæmdastjóri er Hjalti Baldursson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur Norvest ehf. og Straumborgar hf. vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 40. Viðskipti Straumborgar/Norvest með hlutabréf í Kaupþingi og Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

	Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Kaupþing							
	KAUP	26. febrúar 2007	Kaup		1.025	1.000.000	1.025
	KAUP	10. október 2007	Sala		12.903	11.000.000	1.173[1]
	KAUP SEK	11. desember 2007	Kaup	EVK[2]	5.652	6.500.000	867
	KAUP	1. ágúst 2008	Sala	SRTB[3]	2.121	3.000.000	707[1]
	KAUP	7. ágúst 2008	Sala	SRTB[3]	2.473	3.449.752	717[1]
	KAUP	12. ágúst 2008	Sala	SRTB[3]	1.092	1.534.079	712[1]
	Önnur viðskipti samtals						
	KAUP		Kaup		5.138	5.978.910	
	KAUP		Sala		17	22.800	
	KAUP SEK		Kaup		32.300	24	
	KAUP SEK		Sala		32.300	24	
Samtals			Kaup		11.815	13.478.910	
			Sala		18.607	19.006.631	
			Alls		-6.791	-5.527.721	
Lánsheimild frá Kaupþingi					2.000		
Lánsheimild frá Landsbanka					5.800		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						12.027.721	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						6.500.000	
Landsbanki							
Samtals	LAIS		Kaup		2.168	68.100.983	
	LAIS		Sala		2.354	68.100.983	
			Alls		186	–	
Lánsheimild					–		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						–	

1. Markaðsvirði dagsins.
2. Deild eigin viðskipta Kaupþings.
3. Straumur - Burðarás fjárfestingabanki hf.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Straumborgar ehf./Norvest ehf. þann 1. janúar 2007 er samtals 10,1 milljarður kr. og voru það eingöngu hlutabréf í Kaupþingi. Á tímabilinu eru veittar lánsheimildir bankanna samtals að fjárhæð 7,8 milljarðar kr. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 14 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 21 milljarður kr. Seld hlutabréf umfram keypt nema þannig að andvirði 7 milljörðum kr. Við fall bankanna var Straumborg ehf. búin að selja öll hlutabréf sín í bönkunum.

Í desember 2007 heimilar Kaupþing að veita Straumborg ehf. yfirdrátt til 1. júní 2008 að fjárhæð 2 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi. Lánveitingin var samþykkt af lánanefnd stjórnar Kaupþings sama dag. Seljandi bréfanna er Kaupþing banki, eigin viðskipti.

Í maí 2007 samþykkir lánanefnd Landsbanka Íslands hf. lán til Norvest ehf. að fjárhæð 3,8 milljarðar kr. vegna kaupa á hlutabréfum úr framvirkum samn-

ingi í Kaupþingi. Í desember 2007 er samþykkt í Landsbankanum að veita Straumborg ehf. 2 milljarða kr. peningamarkaðslínu til 21. desember 2007. Um er að ræða brúarlán vegna kaupa félagsins á hlutabréfum í Kaupþingi. Síðan er gert ráð fyrir að lánið verði endurfjármagnað af erlendum banka. Lánveitingin var samþykkt af lánanefnd Landsbankans sama dag.

Engar tryggingar voru fyrir yfirdrættinum í Kaupþingi en samþykkt að lánið yrði gjaldfellt ef eigið fé fyrirtækisins færi niður fyrir 30%. Fyrir Landsbankaláninu í maí 2007 var tekið veð í hlutabréfum í Kaupþingi. Ekki var gert ráð fyrir neinum viðbótartryggingum vegna brúarlánsins í desember 2007, þannig að tryggingar urðu þær sömu og þá þegar voru fyrir hendi.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi Straumborgar ehf. 2007 nemur eigið fé samtals 19,5 milljörðum kr., þar af er hlutafé 395,2 milljónir kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 2,4 milljarðar kr.

Salt Investments ehf. og Salt Financials ehf.

Félagið Eilífsfell ehf. er stofnað af Endurskoðunarstofunni Deloitte ehf. í febrúar 2006. Á hluthafafundi sem haldinn er 31. desember 2006 er nafni félagsins breytt í Elkington ehf. Á hluthafafundi í Elkington ehf. sem haldinn er 3. september 2007 er nafni félagsins breytt í Salt Investments ehf. Tilgangur Salt Investments ehf. er kaup, sala og eignarhald á verðbréfum, kaup, sala og rekstur fasteigna og lausafjár ásamt lánastarfsemi tengdri rekstrinum og annar skyldur rekstur.[71] Salt Investments ehf. á í ýmsum félögum, s.s. Lat ehf. 100%, Smáraturni ehf. 100%, Salt Financials ehf. 100%, Salt Constructions ehf. 100%, HBH Framkvæmdum ehf. 50% og Latabæ ehf. 21%.

Salt Financials ehf. er í 100% eigu Salt Investments ehf.

Eigendur Salt Investments ehf. eru Vilhelm Róbert Wessman 94% og óþekktir hluthafar eiga 6%. Í stjórn félagsins eru Vilhelm Róbert Wessman, formaður, Árni Harðarson og Divya C. Patel. Framkvæmdastjóri er Árni Harðarson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum

Tafla 41. Viðskipti Salt Investments með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	21. desember 2007	Kaup	EVG[1]	7.463	341.535.751	21,85
GLB	29. maí 2008	Kaup		67	3.917.889	17,05
GLB[2]	18. september 2008	Kaup	EVG[1]	4.947	370.000.000	13,33
Samtals		Kaup		12.476	715.453.640	
Lánsheimild frá Glitni				12.800		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					715.453.640	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis.
2. Viðskipti Salt Financials ehf, félags að fullu í eigu Salt Investments, í gegnum safnskráningu 2 í Glitni.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

71. Skv. hlutafélagaskrá.

Hlutabréfaeign Salt Investments ehf. og Salt Financials ehf. 1. janúar 2007 er engin. Á tímabilinu fær félagið lánsheimild hjá Glitni að fjárhæð 12,8 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 12,5 milljörðum kr. Engin hlutabréf eru seld. Við fall bankanna var hlutafjáreign Salt Investments ehf. í Glitni eins og fram kemur að framan.

Í desember 2007 er tekið fyrir í lánanefnd Glitnis erindi Salt Investments ehf. þar sem félagið óskar eftir láni hjá Glitni að fjárhæð allt að 7,5 milljarðar kr. til 15 mánaða. Andvirði lánsins á að fara til kaupa á hlutabréfum í Glitni. Lánanefnd Glitnis samþykkti erindið með eftirfarandi bókun:

> „Til tryggingar verði allir hlutir að 1,8 ma.kr. í Salt Generics í Luxemburg og hlutir í Glitni. Áður en lánið verður veitt þarf að skoða hluthafasamkomulag í Novator Pharma s.a.r.l. og ganga úr skugga um það að hlutirnir hafi ekki verið veðsettir öðrum. Auk þess verða eigendaskipti á Salt Invest og Salt Generics óheimil á lánstímanum. Jafnframt verða settir inn covinantar um að ef "Rollin" EBITDA Actavis verði lægri en EUR 250 millj. þá sé það brot á samningnum."

Hinn 17. september 2008 er tekið fyrir í lánanefnd Glitnis erindi Salt Investments ehf. um að óstofnað félag í 100% eigu þess fái 5,3 milljarða kr. að láni til að kaupa 2,5% í Glitni banka hf. eða allt að 370 milljónir hluta. Lánið var kúlulán til 18-24 mánaða. Félögin Salt Investments ehf. og Salt Generics s.a.r.l. gengust í sjálfskuldarábyrgð fyrir allt að 1.200 milljónum kr. Óstofnaða félagið var Salt Financials ehf. Lánabeiðnin var samþykkt.[72]

Í september 2008 var Salt Investments ehf. orðið sjötti stærsti hluthafinn í Glitni með 4,81% eignarhlut.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 9,6 milljörðum kr., þar af er hlutafé 500 þúsund kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 11,5 milljarðar kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Smáey ehf.

Félagið er stofnað í desember 1994 og þá sem Smáey hf. Í maí 1996 er félagið gert að einkahlutafélagi og heitir upp frá því Smáey ehf. Megintilgangur Smáeyjar ehf. er kaup og sala verðbréfa svo og rekstur fasteigna og lánastarfsemi.

Eigendur Smáeyjar ehf. eru hjónin Magnús Kristinsson og Lóa Skarphéðinsdóttir og skipa þau jafnframt stjórn félagsins. Framkvæmdastjóri er Magnús Kristinsson. Í umfjöllun um áhættuskuldbindingar einstakra aðila í kafla 8.0 er Smáey ehf. hluti af samstæðunni Bergur-Huginn ehf.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

72. Hlutabréfin voru keypt inn á safnreikning 2 hjá Glitni banka.

Tafla 42. Viðskipti Smáeyjar með hlutabréf í Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
LAIS	28. desember 2007	Kaup	LI-Hedge	2.130	60.000.000	35,50
LAIS	21. janúar 2008	Kaup	LI-Hedge,frv[1]	3.512	90.000.000	39,03
LAIS	21. janúar 2008	Kaup	LI-Hedge,frv[1]	1.661	42.569.709	39,01
LAIS	6. febrúar 2008	Kaup	LI-Hedge,frv[1]	1.050	30.000.000	35,00
LAIS	18. apríl 2008	Sala		2.419	77.300.000	31,30[2]
LAIS	27. júní 2008	Kaup	LI-Hedge,frv[1]	2.130	79.428.919	26,82
Önnur viðskipti samtals						
LAIS		Kaup		1.113	36.781.402,00	
LAIS		Sala		581	15.702.380,00	
Samtals		Kaup		11.596	338.780.030	
		Sala		3.000	93.002.380	
		Alls		8.596	245.777.650	
Lánsheimild frá Landsbanka				7.182		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					8.223.245	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					254.000.895	

1. LI-Hedge, framvirkt safn.
2. Markaðsvirði dagsins.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Smáeyjar ehf. þann 1. janúar 2007 var að markaðsvirði 217,9 milljónir kr. og voru það eingöngu hlutabréf í Landsbankanum. Á tímabilinu fær Smáey ehf. lánsheimild hjá Landsbankanum að fjárhæð 7,2 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 11,6 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 3 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 8,6 milljörðum kr. Megnið af hlutabréfunum er keypt af LI-Hedge, sem er hlutabréfasafn Landsbanka Íslands sem notað er til að verja framvirka samninga. Þessi kaup voru því fyrst og fremst tilfærsla úr framvirkum samningum milli félagsins og Landsbanka Íslands yfir í skuldsett kaup. Slíkt felur í raun enga breytingu í sér, hvorki fyrir félagið né Landsbankann. Þessu er lýst nánar hér fyrir neðan.

Í október 2007 samþykkir lánanefnd Landsbankans 2,5 milljarða kr. afleiðuramma til 6 mánaða vegna framvirkra kaupa Smáeyjar ehf. á hlutabréfum í Landsbankanum fyrir 5 - 8 milljarða kr. Síðan yrði þessi staða fjármögnuð með öðrum tryggingum frá Smáey, svo sem hlutabréfum í Bergi-Hugin, Bergey eignarhaldsfélagi eða Gnúpi fjárfestingafélagi.

Í nóvember 2007 er síðan ákveðið að í stað afleiðuramma Smáeyjar að fjárhæð 2,5 milljarðar kr. sem samþykktur var í október komi 4 milljarða kr. afleiðurammi til 6 mánaða.

Í febrúar 2008 samþykkir lánanefnd Landsbankans lán til Smáeyjar ehf. að fjárhæð 1 milljarður kr. Lánstími er 1 ár. Tilgangur með láninu er að gera upp framvirkan samning um kaup á hlutabréfum í Landsbankanum. Í júlí 2008 samþykkir lánanefnd Landsbankans lán til Smáeyjar ehf. að fjárhæð 2,1 milljarður kr. til að gera upp framvirkan samning um kaup á hlutabréfum í Landsbankanum (markaðsvirði 1,8 milljarðar kr.). Lánstími er 1 ár.

Áætlað verðmæti trygginga vegna fyrirgreiðslu Landsbankans á árinu 2007 er 15,1 milljarður kr. en vegna lánanna í febrúar og júlí 2008 eru veð í hinum keyptu hlutabréfum. Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 3,1 milljarði kr., þar af er hlutafé 5 milljónir kr. Afkoma

félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 12,6 milljarðar kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Jakob Valgeir ehf.

Jakob Valgeir ehf. er útgerðarfélag í Bolungarvík sem stofnað er árið 1990. Tilgangur félagsins er rekstur alhliða útgerðarfyrirtækis, vinnsla sjávarafurða svo og rekstur fasteigna, lánastarfsemi og skyld starfsemi.

Fyrir árið 2007 kom félagið lítið sem ekkert nálægt verðbréfaviðskiptum en strax í ársbyrjun 2007 fer félagið út í umfangsmikil verðbréfaviðskipti.[73] Eigendur Jakobs Valgeirs ehf. eru: Flosi Valgeir Jakobsson 41,2%, Áll ehf. 50%. Aðrir hluthafar eiga 8,8% í félaginu. Eigandi að Áli ehf. er Jakob Valgeir Flosason og á hann félagið 100%.

Stjórn félagsins skipa: Flosi Valgeir Jakobsson, formaður, Jakob Valgeir Flosason, Ásgeir Guðbjartsson og Guðbjartur Flosason. Framkvæmdastjóri Jakobs Valgeirs ehf. er Jakob Valgeir Flosason.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 43. Viðskipti JV með hlutabréf í Glitni, Kaupþingi og Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

	Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Glitnir							
Samtals	GLB		Kaup		4.328	163.260.394	
	GLB		Sala		3.714	163.517.265	
			Alls		613	-256.871	
Lánsheimild frá Glitni					870		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						612.903	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						356.032	
Kaupþing							
Samtals			Kaup		5.644	5.259.206	
			Sala		5.182	5.259.206	
			Alls		462	–	
Lánsheimild frá Kaupþingi					2.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						–	
Landsbankinn							
	LAIS	9. nóvember 2007	Sala	EVL[1]	1.191	30.000.000	39,70
	Önnur viðskipti samtals						
	LAIS		Kaup		6.155	166.643.879	
	LAIS		Sala		4.682	136.643.879	
Samtals			Kaup		6.155	166.643.879	
			Sala		5.873	166.643.879	
			Alls		282	–	
Lánsheimild frá Landsbanka					3.500		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						–	

1. Deild eigin viðskipta Landsbanka Íslands.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

73. Grunngögn um hlutabréfaeign, verðbréfaskráning og Landsbanki Íslands.

Hlutabréfaeign Jakobs Valgeirs ehf. 1. janúar 2007 er 14,3 milljónir kr. og voru það eingöngu hlutabréf í Glitni. Á tímabilinu fær Jakob Valgeir ehf. lánsheimildir hjá bönkunum að fjárhæð 6,4 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bönkunum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 16,1 milljarði kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 14,8 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 1,3 milljörðum kr. Við fall bankanna var Jakob Valgeir ehf. þannig að mestu búið að selja hlutabréf sín í bönkunum. Félagið átti þó enn hlutabréf í Glitni.

Í febrúar 2007 samþykkir lánanefnd Kaupþings að Jakob Valgeir ehf. fái lán til þriggja ára að fjárhæð 2 milljarðar kr. Af andvirði lánsins eiga 1,4 milljarðar kr. að fara til að fjármagna lokun á framvirkum samningi vegna kaupa á hlutabréfum í Glitni og 600 milljónir kr. eiga að fara til kaupa á skráðum verðbréfum. Lánanefnd Landsbankans samþykkti í maí 2007 beiðni frá Jakobi Valgeiri ehf. um þriggja ára kúlulán að fjárhæð 2,5 milljarðar kr. Andvirði lánsins á að fara til að kaupa hlutabréf í Landsbankanum og Exista.

Lánanefnd Landsbankans samþykkti í október 2007 beiðni frá Jakobi Valgeiri ehf. um þriggja ára kúlulán að fjárhæð 1 milljarður kr. Andvirði lánsins á að fara til að kaupa hlutabréf í Kaupþingi.

Jakob Valgeir ehf. hafði verið með framvirkan hlutabréfasamning við Glitni í rúmt ár. Samningurinn var upp á um 50 milljónir hluta í Glitni. Jakob Valgeir ehf. hafði áhuga á að eiga a.m.k. 35 milljónir hluta í lengri tíma og færa yfir á vörslureikning gegn eingreiðsluláni til þriggja ára. Félagið óskaði því eftir um 870 milljóna kr. láni til kaupa á hlutabréfum í Glitni. Á fundi lánanefndar Glitnis í janúar 2007 var samþykkt að verða við beiðni Jakobs Valgeirs ehf. og yrði lánsfjárhæðin 870 milljónir kr. eins og farið hafði verið fram á.

Til tryggingar fyrir lánunum voru tekin veð í hinum keyptu hlutum í bönkunum, í öðrum skráðum verðbréfum, í handbæru fé og í veiðiheimildum.

Samkvæmt ársreikningi 2007 er eigið fé neikvætt um 234,5 milljónir kr., þar af er hlutafé 42,5 milljónir kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 744,5 milljónir kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Bygg Invest ehf.

Félagið Bygg hf. er stofnað árið 1990. Tilgangur félagsins var „bygginga- og verktakastarfsemi hvers konar, kaup og sala fasteigna, rekstur fasteigna og svo lánastarfsemi“. Árið 1995 er félagið gert að einkahlutafélagi og heitir þá Bygg ehf. Árið 2006 er nafni félagsins aftur breytt og heitir þá Bygg Invest ehf. Jafnframt er tilgangi félagsins breytt og verður „eignarhald á hlutabréfum og öðrum verðbréfum og annar skyldur rekstur“. Í maí 2009 verður aftur nafnabreyting og heitir félagið þá CDG ehf.

Eigandi Bygg Invest ehf. er Byggingarfélag Gylfa og Gunnars hf. sem á 100% í félaginu. Eigendur Byggingarfélags Gylfa og Gunnars hf. eru Gylfi Ómar Héðinsson og Gunnar Þorláksson sem eiga 50% hvor. Stjórn Bygg Invest ehf. skipuðu Gylfi Ómar Héðinsson og Gunnar Þorláksson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 44. Viðskipti Bygg Invest með hlutabréf í Glitni og Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

	Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Glitnir							
	GLB	4. janúar 2007	Kaup	BYGG[2]	152	6.440.249	23,60[3]
	GLB	13. júlí 2007	Kaup	Fjárstýring	2.633	100.000.000	26,33
	GLB	13. mars 2007	Kaup		33	1.330.645	24,80
	GLB	13. mars 2007	Kaup		16	631.548	24,80
	GLB	13. nóvember 2007	Sala		411	16.000.000	25,68
	GLB	13. nóvember 2007	Sala		64	2.500.000	25,75
Samtals			Kaup		2.834	108.402.442	
			Sala		475	18.500.000	
			Alls		2.359	89.902.442	
Lánsheimild frá Landsbanka[1]					5.700		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						41.021.505	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						130.923.947	
Landsbankinn							
	LAIS	4. janúar 2007	Kaup	BYGG[2]	2.326	82.786.332	28,10[3]
	LAIS	13. júlí 2007	Kaup		1.182	29.200.000	40,47
	LAIS	30. apríl 2008	Kaup		92	3.084.216	29,90
Samtals			Kaup		3.600	115.070.548	
Lánsheimild					–		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						115.070.548	

1. Lánið var einnig veitt fyrir FL hlutabréf o.fl.
2. Byggingarfélag Gylfa og Gunnars.
3. Markaðsvirði dagsins.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Bygg Invest ehf. 1. janúar 2007 er um 1 milljarður kr. og er öll í Glitni. Á tímabilinu fær Bygg Invest ehf. lánsheimildir hjá Landsbanka Íslands hf. að fjárhæð 5,7 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bönkunum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 6,4 milljörðum kr. Seld hlutabréf eru að fjárhæð 0,5 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema tæplega 6 milljörðum kr. Við fall bankanna átti Bygg Invest ehf. því mestöll hlutabréf sín ennþá eins og fram kemur hér að framan.

Í júlí 2007 fær Bygg Invest ehf. samþykkt eingreiðslulán hjá Landsbanka Íslands að fjárhæð 4,5 milljarðar kr. Lánið er til 5 ára. Andvirði lánsins á að nýta til að gera upp framvirkan samning í Glitnisbréfum hjá Glitni, framvirkan samning hjá Landsbankanum vegna FL Group og til að fjármagna Boreas Capital Fund (Landsvaki). Ákvörðun um lánveitinguna er tekin á fundi lánanefndar Landsbankans í júlí 2007. Í október 2007 fær Bygg Invest ehf. kúlulán hjá Landsbanka Íslands að fjárhæð 1,2 milljarðar kr. Lánið er til 2 ára. Lánið er veitt til kaupa Bygg Invest ehf. á hlutabréfum í Landsbankanum að markaðsvirði 1,5 milljarðar kr. Ákvörðun um lánveitinguna er tekin af lánanefnd Landsbankans.

Tryggingar fyrir 4,5 milljarða kr. láninu eru handveð í hlutabréfasafni Bygg Invest ehf. sem samanstendur m.a. af hlutabréfum í Glitni, Landsbankanum, FL Group og Boreas Capital Fund, samtals að markaðsvirði 6 milljarðar kr. Til tryggingar 1,2 milljarða kr. láninu eru hin keyptu hlutabréf í Landsbankanum og er veðhlutfall 80%.

Móðurfélag Bygg Invest ehf., Byggingarfélag Gylfa og Gunnars hf., var einn af stærri viðskiptavinum Landsbankans.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 10,5 milljörðum kr., þar af er hlutafé 8 milljarðar kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 2,5 milljarðar kr.

Rákungur ehf.

Einkahlutafélagið Rákungur ehf. er stofnað í ársbyrjun 2008. Megintilgangur félagsins er kaup, sala, rekstur, eignarhald og leiga fasteigna og hvers kyns lausafjár. Eignarhald, kaup og viðskipti með hlutabréf, hluti í félögum, önnur verðbréf og hvers kyns önnur fjárhagsleg verðmæti, lánastarfsemi og skyldur rekstur.

Eigendur Rákungs ehf. eru Guðmundur Ólason 33,4% í gegnum félagið Lokkadís ehf. og Jóhannes Sigurðsson 66,6% í gegnum félögin JS ráðgjöf ehf., Kraflar ehf. og Hrollur ehf. Stjórn Rákungs ehf. skipa Jóhannes Sigurðsson og Arnar Guðmundsson, varamaður. Samanlagt hlutafé félaganna fjögurra sem mynda eigendahóp Rákungs ehf. er lítið eða samtals 3,5 milljónir kr. Þá er afkoma félaganna á árinu 2007 neikvæð um 88,6 milljónir kr.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 45. Viðskipti Rákungs með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	13. febrúar 2008	Kaup	EVG[1]	5.149	297.614.026	17,3
Samtals		Kaup		5.149	297.614.026	
Lánsheimild frá Glitni				5.200		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					297.614.026	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Rákungs ehf. 1. janúar 2007 er engin. Í febrúar 2008 fær Rákungur ehf. lánsheimild hjá Glitni að fjárhæð 5,2 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 5,2 milljörðum kr. Engin hlutabréf eru seld. Eftir hlutafjárkaupin í Glitni er Rákungur ehf. orðinn tólfti stærsti hluthafinn í bankanum með 2,0% eignarhlut. Eigin viðskipti Glitnis banka selja öll hlutabréfin til Rákungs ehf.

Á fundi áhættunefndar Glitnis sem haldinn var í febrúar 2008 kemur fram að fyrirhugað sé að stofna nýtt félag, SPV (e. Special Purpose Vehicle), sem kaupa muni um 2% hlutafjár í bankanum fyrir um 5,2 milljarða kr. Félagið hlaut síðan nafnið Rákungur ehf. Rákungur ehf. óskaði síðan eftir 100% fjármögnun á hlutabréfakaupunum. Áhættunefnd Glitnis samþykkti síðan ofangreinda lánveitingu að því tilskildu að eigið fé yrði á bilinu 300 - 500 milljónir kr.

Til tryggingar láninu yrði annaðhvort um að ræða veðsetningu á VS-reikningi (vörslureikningi) þar sem bréfin yrðu vistuð eða sett yrði veðsetningarbann á eignir félagsins ásamt banni við frekari skuldsetningu. Jafnframt yrði tekið veð í hlutabréfum Rákungs ehf. Félagið yrði jafnframt í skuldastýringu hjá Glitni.

Guðmundur Ólason og Jóhannes Sigurðsson eru jafnframt stjórnarmenn í félaginu Þætti International ehf., sem átti 5,59% hlut í Glitni í september 2008. Þá var Guðmundur einnig framkvæmdastjóri Milestone og Jóhannes aðstoðarframkvæmdastjóri. Milestone er 100% eigandi Þáttar International ehf.

Rákungur ehf. er stofnað í febrúar 2008. Ársreikningur félagsins liggur ekki fyrir. Hlutafé Rákungs ehf. er 500 þúsund kr.

Imon ehf.

Samkvæmt samþykktum félagsins er tilgangur þess fjárfestingar og rekstur. Félagið er stofnað árið 2006 og hefur stundað viðskipti með verðbréf. Eigandi félagsins er Magnús Ármann og á hann 100% í félaginu. Í stjórn Imons ehf. eru Magnús Ármann og Einar Þór Sverrisson, varamaður.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 46. Viðskipti Imons með hlutabréf í Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
LAIS	30. september 2008	Kaup	EVL[1]	5.150	250.000.000	20,60
LAIS	3. október 2008	Kaup	EVL[1]	3.822	200.000.000	19,11
Samtals		Kaup		8.972	450.000.000	
Lánsheimild frá Landsbanka				5.163		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					450.000.000	

1. Deild eigin viðskipta Landsbankans.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Imons ehf. í bönkunum þann 1. janúar 2007 var engin. Imon ehf. fær lánsheimild hjá Landsbankanum í lok september 2008 að fjárhæð 5,2 milljarðar kr. til að kaupa hlutabréf í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf rétt fyrir fall bankanna nema 9 milljörðum kr. Hlutabréfin voru öll keypt af Landsbanka Íslands, eigin viðskiptum.

Hinn 30. september 2008 keypti Imon ehf. hlutabréf í Landsbankanum fyrir 5,2 milljarða kr. og þann 3. október 2008 hlutafé í sama banka fyrir 3,8 milljarða kr. eða samtals 9 milljarða kr. að markaðsvirði.

Þann 8. október 2008 fær Imon ehf. lán í Landsbankanum að fjárhæð 5,2 milljarðar kr. Lánið er kúlulán til 20 mánaða. Ofangreind lánveiting var tekin á óformlegum fundi sem haldinn var þann 8. október 2008 og hana tóku Sigurjón Þ. Árnason, Halldór J. Kristjánsson og Sigríður Elín Sigfúsdóttir. Fundarstaður: Bankastjóragangur: Austurstræti 11.

Þrátt fyrir eftirgrennslan hefur Landsbankanum ekki tekist að hafa uppi á neinum gögnum sem sýna hvernig seinni hlutabréfakaup Imons ehf., sem fram fóru þann 3. október 2008, að fjárhæð 3,8 milljarðar kr., voru fjármögnuð. Helsta eign Imons ehf. í árslok 2007 eru eignarhlutir í Byr sparisjóði sem bókfærðir eru á 3,8 milljarða kr. Helstu skuldir eru vegna verðbréfaviðskipta og nema þær 4,1 milljarði kr.

Tryggingar eru handveð í hlutabréfum Landsbankans að nafnvirði 250 milljónir kr. (kaupverð 5,1 milljarður kr.) auk tryggingar í stofnfjárbréfum í Byr sparisjóði. Heildarveðhlutfall er 86–95%.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 er eigið fé Imons ehf. neikvætt um samtals 314,4 milljónir kr., þar af er hlutafé 10 milljónir kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 319,8 milljónir kr. Í endurskoðuðum ársreikningi fyrir árið 2007 kemur fram svohljóðandi fyrirvari hjá endurskoðanda félagsins:

> „Tap félagsins samkvæmt rekstrarreikningi nam 319,8 millj. kr. á árinu. Skuldir eru 4,1 ma.kr. umfram peningalegar eignir og bókfært eigið fé samkvæmt efnahagsreikningi í árslok var neikvætt um 314,4 millj. kr. Framsetning ársreikningsins er miðuð við áframhaldandi rekstur, en forsendur þess eru að félaginu takist að standa við skuldbindingar sínar í framtíðinni og semja við lánardrottna sína."

IceProperties ehf.

IceProperties ehf. er stofnað í febrúar 2004 og þá undir nafni 3X Holding ehf. Á árinu 2007 var nafni félagsins breytt úr 3X Holding ehf. í IceProperties ehf. Samkvæmt samþykktum IceProperties ehf. er megintilgangur félagsins alhliða fjárfestingar, kaup, sala og rekstur fasteigna og skyldur rekstur. Eignasafn félagsins var fyrst og fremst í formi fasteigna. Í umfjöllun um áhættuskuldbindingar einstakra aðila í kafla 8.0 er IceProperties ehf. hluti af samstæðunni Sund ehf.

Eigandi IceProperties ehf. er Sund ehf. og á það 100% í félaginu. Eigendur Sunds ehf. eru þau Jón Kristjánsson, Gabríela Kristjánsdóttir og Gunnþórunn Jónsdóttir. Hvert þeirra um sig á 33,33% í Sundi ehf. Stjórn IceProperties ehf. skipa Jón Kristjánsson framkvæmdastjóri og Gunnþórunn Jónsdóttir varamaður.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum í milljónum króna:

Tafla 47. Viðskipti IceProperties með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	12. febrúar 2008	Kaup	EVG[1]	4.453	260.412.272	17,10
Samtals		Kaup		4.453	260.412.272	
Lánsheimild frá Glitni				5.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					260.412.272	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis, viðskipti 13.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

IceProperties ehf. átti engin hlutabréf í bönkunum þann 1. janúar 2007. Keypt hlutabréf í febrúar 2008 nema 4,5 milljörðum kr. en engin hlutabréf eru seld. Við fall bankanna voru því hlutabréfin, sem öll voru í Glitni, enn í eigu IceProperties ehf. Seljandi bréfanna var Glitnir banki, eigin viðskipti.

IceProperties ehf. hafði hug á að kaupa hlutabréf í Glitni fyrir 5 milljarða kr. og óskaði eftir að bankinn fjármagnaði kaupin 100%. Lánsbeiðni félagsins var samþykkt á fundi áhættunefndar Glitnis í febrúar 2008. Gert var ráð fyrir að lánið yrði til allt að þriggja ára með árlegri endurskoðun á vaxtakjörum og fjárhagsstöðu félagsins.

Svo virðist sem ekki hafi verið gengið endanlega frá því á fundi áhættunefndarinnar hvernig tryggingum á láninu yrði háttað. Hins vegar kemur fram að annaðhvort verði um að ræða veðsetningu á VS-reikningi þar sem bréfin verði vistuð eða sett verði veðsetningarbann á eignir félagsins, ásamt banni við frekari skuldsetningu. Eignasafn IceProperties ehf. var eins og áður er getið fyrst og fremst í formi fasteigna og má þar m.a. nefna 6. og 7. hæð í Kringlunni 4-6, Austurstræti 20 (Hressingarskálinn) og fleiri eignir. Þá kemur fram að fasteignirnar séu lítið veðsettar og talið að eigið fé inni í félaginu sé um 1,5 milljarðar kr. Engin veð voru hins vegar tekin í fasteignum félagsins.

Eigandi IceProperties ehf., Sund ehf., var einn af stærri eigendum Glitnis en Sund ehf. átti 2,04% í bankanum og var um leið ellefti stærsti hluthafinn þegar lánveitingin og hlutabréfakaupin fóru fram.

Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi 2007 er eigið fé neikvætt um 800 þúsund kr. Hlutafé er 500 þúsund kr. Hagnaður af rekstri félagsins árið 2007 nam samtals 44 milljónum kr.

Soffanías Cecilsson hf.

Soffanías Cecilsson hf. er stofnað í desember 1992. Tilgangur félagsins samkvæmt samþykktum þess er almenn atvinnustarfsemi svo sem fiskverkun, útgerð, kaup og sala hlutabréfa sem og annarra verðbréfa, heildsala, smásala, umboðssala, framleiðsla, rekstur fasteigna, lánastarfsemi svo og nauðsynleg umsvif þessu tengd. Einnig að reisa og reka almennar kaupleiguíbúðir.

Soffanías Cecilsson hf. hefur starfað við útgerð og fiskverkun í Grundarfirði um árabil. Stofnandi þess og aðaleigandi var Soffanías Cecilsson. Núverandi eigendur eru afkomendur Soffaníasar, þau Magnús Soffaníasson, Sóley Soffaníasdóttir og Kristín Soffaníasdóttir. Aðrir eiga minni hlut.

Í stjórn félagsins eru: Rúnar Sigtryggur Magnason, formaður, Sigríður Finsen og Sigurður Sigurbergsson. Framkvæmdastjóri er Sigurður Sigurbergsson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 48. Viðskipti Soffaníasar Cecilssonar með hlutabréf í Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
LAIS	14. mars 2007	Kaup	Landssj.,úrv.br.[1]	159	5.000.000	31,70
LAIS	23. mars 2007	Kaup	LI-Hedge	160	5.000.000	32,00
LAIS	21. ágúst 2007	Kaup	LI-Hedge	500	12.500.000	40,00
LAIS	7. nóvember 2007	Kaup	LI-Hedge	205	5.000.000	41,00
Önnur viðskipti samtals		Kaup		1.535	49.173.033	
Samtals		Kaup		2.558	76.673.033	
Lánsheimild frá Landsbanka				4.900		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					4.401.760	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					81.074.793	

1. Landssjóður hf, úrvalsbréfadeild.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Soffaníasar Cecilssonar hf. 1. janúar 2007 er 116,6 milljónir kr. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 2,6 milljörðum kr. Engin hlutabréf eru seld á tímabilinu sem hér er til umfjöllunar. Við fall bankanna tapaðist því allt það hlutafé sem félagið hafði keypt í Landsbankanum.

Soffanías Cecilsson hf. sótti um og fékk samþykkt nokkur lán í Landsbanka Íslands hf. og er megintilgangur með lántökunum sá að kaupa hlutabréf í Landsbankanum ásamt peningabréfum útgefnum af sama banka. Í mars 2007 (afgreitt milli funda) fær félagið 3 milljarða kr. lán sem verja á til kaupa á peningabréfum og hlutabréfum í Landsbankanum. Lánið var kúlulán til þriggja ára og í erlendri mynt. Í ágúst 2007 (afgreitt milli funda) fær félagið 1,5 milljarða kr. kúlulán og er lánið til þriggja ára. Í apríl 2008 er afleiðurammi félagsins vegna skuldastýringar hækkaður um 400 milljónir kr. og verður 800 milljónir kr. Ástæða hækkunarinnar var veiking ISK og tap á samningum sem félagið hafði gert m.a. vegna hlutabréfakaupa. Samtals nema lánveitingar Landsbankans vegna verðbréfakaupa 4,9 milljörðum kr. Ofangreindar ákvarðanir voru allar teknar af lánanefnd Landsbanka Íslands hf.

Til tryggingar 3 milljarða kr. láninu eru handveð í Peningabréfum og hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. Jafnframt er kveðið á um að ef virði hlutabréfa fari undir 80% af lánsfjárhæð beri félaginu að veita bankanum frekari tryggingar „(þá væntanlega í kvóta)“ auk tryggingabréfa í skipum félagsins. Til tryggingar láninu að fjárhæð 1,5 milljarðar kr. er handveð í Peningabréfum og hlutabréfum Landsbankans. Jafnframt er kveðið á um að ef virði hlutabréfa fari undir 80% af lánsfjárhæð beri félaginu að veita bankanum frekari tryggingar „(þá væntanlega í kvóta)“. Tryggingar á afleiðuramma félagsins voru þáverandi tryggingar í verðbréfum og skipum.

Reikningsár félagsins miðast við fiskveiðiárið. Ársreikningur fyrir tímabilið 1. sept. 2007 - 31. ágúst 2008 hefur ekki enn borist Ársreikningaskrá. Samkvæmt ársreikningi 1. sept. 2006 - 31. ágúst 2007 nam eigið fé félagsins samtals 1,5 milljörðum kr., þar af er hlutafé 50 milljónir kr. Samkvæmt endurskoðuðum ársreikningi var hagnaður framangreint tímabil 1 milljarður kr.

Fjárfestingarfélagið Mata ehf. (áður Nýrækt)

Einkahlutafélagið Nýrækt ehf. er stofnað í desember 1996. Á hluthafafundi í Nýrækt ehf. 28. mars 2008 er nafni félagsins breytt í Fjárfestingarfélagið Mata ehf. Á hluthafafundi 1. október 2008 er nafni félagsins enn breytt og nú í Nýrækt ehf. Í umfjöllun nefndarinnar er notað nafnið Fjárfestingarfélagið Mata ehf. þar sem félagið hét því nafni þegar lánamál félagsins voru til umfjöllunar í Kauphingi. Fjárfestingarfélagið Mata ehf. er dótturfélag Eignarhaldsfélagsins Mata hf. og Sundagarða hf. Hvort félag á 50% eignarhlut í Fjárfestingarfélaginu Mata ehf. Tilgangur félagsins er fjárfesting í verðbréfum og verslunarrekstur.

Eigendur Fjárfestingarfélagsins Mata ehf. í gegnum Eignarhaldsfélagið Mata hf. og Sundagarða hf. eru Gísli V. Einarsson og fjölskylda með 84,5% eignarhlut. Óþekktir hluthafar eiga 15,5% í félaginu. Í stjórn Fjárfestingarfélagsins Mata ehf. eru Eggert Árni Gíslason og Gunnar Þór Gíslason. Enginn framkvæmdastjóri er skráður fyrir félaginu.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 49. Viðskipti Nýræktar með hlutabréf í Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
KAUP	25. mars 2008	Kaup	EVK[1]	3.575	5.000.000	715
Samtals		Kaup		3.575	5.000.000	
Lánsheimild frá Kaupþingi				3.800		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					354	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					5.000.354	

1. Deild eigin viðskipta Kaupþings.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf .og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Fjárfestingarfélagsins Mata ehf. (áður Nýræktar ehf.) 1. janúar 2007 er 300 þúsund kr. Í mars 2008 fær félagið lánsheimild hjá Kaupþingi að fjárhæð 3,8 milljarðar kr. 25. mars 2008 kaupir félagið hlutabréf í Kaupþingi fyrir 3,6 milljarða kr. af Kaupþingi banka, eigin viðskiptum. Við fall bankanna átti Fjárfestingarfélagið Mata ehf. hlutabréf í Kaupþingi að nafnvirði 5 milljónir kr.

Hinn 5. júní 2008 sækir Fjárfestingarfélagið Mata ehf. um lán að fjárhæð 3,8 milljarðar kr. til eins árs hjá Kaupþingi. Lánanefnd bankans samþykkir erindið. Andvirði lánsins á að fara til að gera upp tvö bráðabirgðalán í bankanum sem tekin höfðu verið vegna kaupa Fjárfestingarfélagsins Mata ehf. á hlutum í Kaupþingi.

Til tryggingar láninu eru hin keyptu hlutabréf í Kaupþingi og/eða veðsetningarbann á eignir félagsins.

Samkvæmt ársreikningi 2007 er eigið fé neikvætt að fjárhæð 37,6 milljónir kr., þar af er hlutafé 1 milljón kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 27,3 milljónir kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Hrómundur ehf.

Einkahlutafélagið Hrómundur ehf. er stofnað árið 1990. Samkvæmt samþykktum félagsins er megintilgangur þess fjárfestingarstarfsemi, bygging og rekstur fasteigna, verslun, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur. Meðal helstu eigna Hrómundar ehf. má nefna 32,9% eignarhluta í Fjárfestingarfélaginu Mætti ehf., 17,1% í Skeggja ehf. Þá á Hrómundur ehf. 11,6% hlut í félaginu Þætti International ehf. í gegnum Fjárfestingarfélagið Mátt ehf. og Skeggja ehf. (skv. upplýsingum úr Fyrirtækjaskrá).

Eigendur Hrómundar ehf. eru Einar Sveinsson og fjölskylda. Í stjórn félagsins eru hjónin Einar Sveinsson og Birna Hrólfsdóttir, varamaður.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 50. Viðskipti Hrómundar með hlutabréf í Glitni og Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september 2008

	Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
Glitnir							
	GLB	5. apríl 2007	Sala		7.617	273.783.292	27,82
Samtals			Sala		7.617	273.783.292	
Lánsheimild frá Glitni					1.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						273.783.292	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						–	
Kaupþing							
	LKAUP	19. febrúar 2008	Sala	EVK[1]	582	784.300	742
Önnur viðskipti samtals			Kaup		974		
Samtals			Kaup		974	784.300	
			Sala		582	784.300	
			Alls		392	–	
Lánsheimild frá Kaupþingi					2.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007						–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008						–	

1. Deild eigin viðskipta Kaupþings.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Hrómundar þann 1. janúar 2007 er 6,4 milljarðar kr. Hrómundur fær lánsheimildir til hlutabréfakaupa að fjárhæð 3 milljarðar kr. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 1 milljarði kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 8 milljarðar kr. Seld hlutabréf umfram keypt nema þannig samtals 7 milljörðum kr. Við fall bankanna var Hrómundur ehf. búið að selja öll hlutabréf sín bæði í Kaupþingi og Glitni.

Á fundi áhættunefndar Glitnis 26. febrúar 2007 óskar Hrómundur ehf. eftir láni að fjárhæð 1 milljarður kr. Andvirði lánsins á að fara til kaupa á verðbréfum í skráðum hlutafélögum og BNT hf. Erindið var samþykkt á sama fundi. Lánið er eingreiðslulán til þriggja ára með vaxtagreiðslum á 6 mánaða fresti.

Á fundi lánanefndar Kaupþings 27. september 2007 er samþykkt að veita Hrómundi ehf. lán að fjárhæð 2 milljarðar kr. til að kaupa hlutabréf í Kaupþingi. Lánið er eingreiðslulán til þriggja ára.

Tryggingar vegna Glitnislánsins eru handveð í vörslusafni félagsins. Lánaþekja, veðkall og ábyrgð á veðkalli verði á sama grunni og fyrri lánveitingar til Hrómundar ehf. Tryggingar vegna Kaupþingslánsins eru hlutabréf Hrómundar ehf. í Kaupþingi, Exista og PMSJ (peningamarkaðssjóði Kaupþings, e. Kaupþing Bond Investment Fund).

Einar Sveinsson sat um árabil í stjórn Glitnis og var formaður stjórnar félagsins í nokkur ár eða allt til 30. apríl 2007.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 3,9 milljörðum kr., þar af er hlutafé 2,7 milljónir kr. Afkoma félagsins árið 2007 var hagnaður að fjárhæð 748,5 milljónir kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf.

Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf. er stofnað í janúar 2004. Samkvæmt samþykktum félagsins er tilgangur þess kaup, sala og eignarhald verðbréfa; eign,

leiga og rekstur fasteigna; lánastarfsemi, önnur fjármálastarfsemi og skyldur rekstur. Í árslok 2007 á félagið eitt dótturfélag en það er Oddaflug BV og er það 100% í eigu Eignarhaldsfélagsins Oddaflugs ehf. Eignarhluturinn er bókfærður á 18,6 milljarða kr. í ársreikningi Eignarhaldsfélagsins Oddaflugs ehf. í árslok 2007. Engar aðrar upplýsingar er að finna um Oddaflug BV þar sem félagið er ekki skráð á Íslandi.

Aðaleigandi Eignarhaldsfélagsins Oddaflugs ehf. er Hannes Smárason í gegnum Fjárfestingarfélagið Primus ehf., 86,1%, og Eignarhaldsfélagið Sveipur ehf. 13,9%. Í stjórn félagsins eru Hannes Smárason, formaður, skráður í Bretlandi, og Smári Sigurðsson, varamaður.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur þeim tengdar vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 51. Viðskipti EO eignarhaldsfélags með hlutabréf í Landsbankanum 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
LAIS	18. apríl 2007	Kaup	EVL[1], FL Group	1.247	36.212.800	34,44
LAIS	4. október 2007	Kaup	LI-Hedge	127	3.000.000	42,30
LAIS	17. apríl 2008	Sala	EVL[1]	1.240	40.000.000	31,00
Önnur viðskipti samtals		Kaup		1.584	41.543.960	
		Sala		489	13.000.000	
Samtals		Kaup		2.959	80.756.760	
		Sala		1.729	53.000.000	
		Alls		1.230	27.756.760	
Lánsheimild frá Landsbanka				2.000		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					27.756.760	

1. Deild eigin viðskipta Landsbankans.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign Eignarhaldsfélagsins Oddaflugs ehf. í bönkunum þann 1. janúar 2007 var engin. Á tímabilinu fær félagið lánsheimild hjá Landsbankanum að fjárhæð 2 milljarðar kr. til kaupa á hlutabréfum í bankanum sjálfum. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 3 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 1,7 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 1,3 milljörðum kr. Við fall bankanna var Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf. búið að selja sem nemur tveimur þriðju hlutum af hlutabréfum sínum í Landsbanka Íslands, að nafnvirði. Í apríl 2008 kaupir Landsbanki Íslands, eigin viðskipti, hlutabréf af félaginu fyrir um 1,2 milljarða kr.

Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf. sækir í apríl 2007 um 2 milljarða kr. reikningslánalínu til Landsbanka Íslands hf. til eins árs. Yfirlýstur tilgangur með lántökunni er að kaupa hlutabréf í Landsbankanum. Lánveitingin er samþykkt á fundi lánanefndar bankans í apríl 2007 og eru hlutabréfin keypt í kjölfarið.

Til tryggingar láninu eru hlutabréf í FL Group auk keyptra hlutabréfa í Landsbankanum. Heildarveðhlutfall verður allt að 48,5%.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 11 milljörðum kr., þar af er hlutafé 6,7 milljarðar kr. Í endurskoðuðum ársreikningi kemur fram að tap á rekstri félagsins árið 2007 var að fjárhæð 18,8 milljarðar kr. Í framan-

greindum ársreikningi kemur fram svohljóðandi fyrirvari frá endurskoðanda félagsins:

> „Tap félagsins samkvæmt rekstrarreikningi nam 18,8 ma.kr. á árinu. Skuldir eru 1,8 ma.kr. umfram peningalegar eignir og bókfært eigið fé samkvæmt efnahagsreikningi í árslok var 11 ma.kr. Framsetning ársreikningsins er miðuð við áframhaldandi rekstur, en forsendur þess eru að félaginu takist að standa við skuldbindingar sínar í framtíðinni."

AB 76 ehf.

AB 76 ehf. er stofnað í mars 2007. Samkvæmt samþykktum félagsins er tilgangur þess fjárfesting í hlutabréfum og öðrum verðbréfum svo og kaup og rekstur fasteigna og annar skyldur rekstur.

Aðaleigendur AB 76 ehf. eru Jón Halldórsson og fjölskylda. Í skýrslu stjórnar AB 76 ehf. með ársreikningi fyrir árið 2007 kemur fram að hluthafar í félaginu séu samtals 16 og að enginn þeirra eigi 10% eða meira í félaginu. Þrátt fyrir eftirgrennslan fengust ekki upplýsingar um hverjir aðrir hluthafar í félaginu væru.

Í stjórn félagsins eru Halldór H. Jónsson og Jón Gunnar Jónsson. Halldór er jafnframt framkvæmdastjóri félagsins.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í bönkunum:

Tafla 52. Viðskipti AB 76 með hlutabréf í Landsbankanum og Kaupþingi 1. janúar 2007 til 30. september2008

	Auðkenni	*Tegund viðskipta*	*Verð m. kr.*	*Nafnverð*
Kaupþing				
Samtals	KAUP	Kaup	1.744	1.665.905
	KAUP	Sala	1.389	1.565.905
		Alls	355	100.000
Lánsheimild frá Kaupþingi			1.500	
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007				–
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008				100.000
Landsbankinn				
Samtals	LAIS	Kaup	1.055	27.318.547
	LAIS	Sala	1.008	27.318.547
		Alls	47	–
Lánsheimild			–	
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007				–
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008				–

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hlutabréfaeign AB 76 ehf. í bönkunum 1. janúar 2007 var engin. Á tímabilinu fær AB 76 ehf. lánsheimild hjá Kaupþingi að fjárhæð 1,5 milljarðar kr. Keypt hlutabréf á tímabilinu nema 2,8 milljörðum kr. og seld hlutabréf eru að andvirði 2,4 milljarðar kr. Keypt hlutabréf umfram seld nema þannig 0,4 milljörðum kr. Við fall bankanna var AB 76 ehf. búið að selja öll hlutabréf sín í Kaupþingi að undanskildum 100.000 hlutum að nafnvirði. Einnig hafði félagið selt öll hlutabréf sín í Landsbankanum er bankarnir féllu.

Á fundi lánanefndar Kaupþings sem haldinn var í apríl 2007 er samþykkt að lána 1 milljarð kr. til „hins nýstofnaða félags AB 76 ehf.“. Lánið á að nota til kaupa á hlutabréfum, að langmestu leyti í Kaupþingi. Lánanefndin samþykkti að lánið yrði til þriggja ára.

Á fundi lánanefndar Kaupþings sem haldinn var í maí 2007 var kynnt ný beiðni frá AB 76 ehf. um að bankinn hækkaði útlánamörk félagsins um 0,5 milljarða kr. og að þau yrðu sett í 1,5 milljarða kr. Lánanefndin samþykkti erindið og að lánakjör á viðbótarláninu yrðu þau sömu og á fyrra láninu.

Tryggingar voru við í bréfunum sjálfum. Upphafsþekja var á bilinu 150%-180%. Veðkall við 130%.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nemur eigið fé samtals 554,1 milljón kr. Hlutafé er 1,1 milljarður kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 545,9 milljónir kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

KÞG Holding ehf.

KÞG Holding ehf. er stofnað í júní 2004. Megintilgangur félagsins er eignarhald á hlutabréfum, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur. KÞG Holding ehf. á 15,5% hlut í Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. en það félag á m.a. Ingvar Helgason, Bifreiðar og landbúnaðarvélar og hlut í ALP bílaleigu.

Eigandi KÞG Holding ehf. er Kristinn Þór Geirsson og með honum í stjórn er Thelma Víglundsdóttir, bæði búsett á sama stað. Framkvæmdastjóri er Kristinn Þór Geirsson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa í Glitni:

Tafla 53. Viðskipti KÞG Holding með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	14. apríl 2008	Kaup	EVG[1]	994	58.824.475	16,90
Samtals		Kaup		994	58.824.475	
Lánsheimild frá Glitni				1.150		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					58.824.475	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis ásamt fleiri aðilum.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

KÞG Holding ehf. átti engin hlutabréf í bönkunum í janúar 2007. Í apríl 2008 fær félagið lánsheimild hjá Glitni að fjárhæð 1,15 milljarðar kr. Keypt eru hlutabréf sem nema 1 milljarði kr. í sama mánuði. Hlutabréfin eru keypt af Glitni banka, eigin viðskiptum.

KÞG Holding ehf. sækir í apríl 2008 um lán hjá Glitni að fjárhæð 1,15 milljarðar kr. Megintilgangur með lántökunni er tvíþættur. Annars vegar að kaupa hlutabréf í Glitni fyrir 1 milljarð kr. og hins vegar að greiða arð til eiganda KÞG Holding ehf. að fjárhæð 150 milljónir kr. Félagið hafði hins vegar verið rekið með 51 milljónar kr. tapi árið 2007. Lánveitingin er samþykkt samdægurs af Lárusi Welding bankastjóra og (hin undirskriftin er ólæsileg). Samþykktin fór fram milli funda lánanefndar Glitnis. Ákvörðun um lánveitinguna virðist síðan ekki koma til formlegrar staðfestingar í lánanefnd bankans samkvæmt fundargerðum nefndarinnar.

Fyrir er Glitnir með veð í öllum hlutabréfum KÞG Holding ehf. í Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. Til viðbótar þessum tryggingum setur lántaki vörslureikning sinn í Glitni að handveði. Samhliða lánveitingunni samþykkir Glitnir að fella niður sjálfskuldarábyrgðir Kristins Þórs og Sunds ehf. á skuldbindingum KÞG Holding ehf. við bankann.

Á aðalfundi Glitnis banka hf. 20. febrúar 2008 er Kristinn Þór Geirsson kosinn í stjórn Glitnis og er frá þeim tíma orðinn fruminnherji í bankanum. Einkahlutafélag Kristins Þórs, KÞG Holding ehf., er um leið orðið aðili fjárhagslega tengdur fruminnherja. Hinn 14. apríl 2008 er tilkynnt að Kristinn fari úr stjórn bankans enda var þá búið að ráða hann framkvæmdastjóra fjármála- og rekstrarsviðs Glitnis og var hann í því starfi fram að falli bankans. Í stað Kristins í stjórn bankans kemur Haukur Guðjónsson. Þeir Kristinn og Haukur voru viðskiptafélagar í Ingvari Helgasyni hf., Bifreiðum og landbúnaðarvélum hf., Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. og fleiri félögum.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nam eigið fé samtals 211,4 milljónum kr., þar af er hlutafé 500 þúsund kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 51 milljón kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

HG Holding ehf.

HG Holding ehf. er stofnað árið 2004. Samkvæmt samþykktum félagsins er megintilgangur þess eignarhald á hlutabréfum, lánastarfsemi og annar skyldur rekstur. HG Holding ehf. á 15,5% hlut í Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. en það félag á m.a. Ingvar Helgason, Bifreiðar og landbúnaðarvélar og hlut í ALP bílaleigu. Einnig á HG Holding ehf. 16,0% í Fasteignafélaginu Sævarhöfða ehf. en það félag á m.a. fasteignirnar Sævarhöfða 2, Sævarhöfða 2A og Íshellu 7.

Eigandi HG Holding ehf. er Haukur Guðjónsson. Í stjórn félagsins eru þau Haukur Guðjónsson og Guðbjörg Guðmundsdóttir, bæði búsett á sama stað. Framkvæmdastjóri er Haukur Guðjónsson.

Á tímabilinu 1. janúar 2007 til falls bankanna áttu sér stað eftirfarandi viðskipti með hlutabréf og lántökur vegna hlutabréfakaupa:

Tafla 54. Viðskipti HG Holding með hlutabréf í Glitni 1. janúar 2007 til 30. september 2008

Auðkenni	*Viðskiptadagur*	*Tegund viðskipta*	*Mótaðili*	*Verð, m. kr.*	*Nafnverð*	*Gengi*
GLB	14. apríl 2008	Kaup	EVG[1]	328	19.397.254	16,90
Samtals		Kaup		328	19.397.254	
Lánsheimild frá Glitni				480		
Nafnverð eignarhluta 1. janúar 2007					–	
Nafnverð eignarhluta 30. september 2008					19.397.254	

1. Deild eigin viðskipta Glitnis ásamt fleiri aðilum.

Heimildir: Verðbréfaskráning Íslands, Glitnir banki hf., Kaupþing banki hf. og Landsbanki Íslands hf.

HG Holding ehf. átti engin hlutabréf í bönkunum í janúar 2007. Í apríl 2008 fær félagið lánsheimild hjá Glitni að fjárhæð 480 milljónir kr. Kaupir félagið hlutabréf í Glitni fyrir sem nemur 328 milljónum kr. Seljandi bréfanna er Glitnir banki, eigin viðskipti.

HG Holding ehf. sækir í apríl 2008 um lán hjá Glitni að fjárhæð 480 milljónir kr. Megintilgangur með lántökunni er tvíþættur. Annars vegar að

kaupa hlutabréf í Glitni fyrir 330 milljónir kr. og hins vegar að greiða arð til eiganda HG Holding ehf. að fjárhæð 150 milljónir kr. Félagið hafði hins vegar verið rekið með 50,8 milljóna kr. tapi árið 2007. Lánveitingin er samþykkt samdægurs af Lárusi Welding bankastjóra og (hin undirskriftin er ólæsileg). Samþykktin fór fram milli funda lánanefndar Glitnis. Ákvörðun um lánveitinguna virðist síðan ekki koma til formlegrar staðfestingar í lánanefnd bankans samkvæmt fundargerðum nefndarinnar.

Fyrir er Glitnir með veð í öllum bréfum HG Holding ehf. í Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. Til viðbótar þessum tryggingum setur lántaki vörslureikning sinn í Glitni að handveði. Samhliða lánveitingunni samþykkir Glitnir að fella niður sjálfskuldarábyrgðir Hauks Guðjónssonar og Sunds ehf. á skuldbindingum HG Holding ehf. við bankann.

Á aðalfundi Glitnis banka hf. 20. febrúar 2008 er Haukur Guðjónsson kjörinn sem varamaður í stjórn Glitnis. Þann 14. apríl 2008 kemur Haukur Guðjónsson inn í aðalstjórn Glitnis þegar Kristinn Þór Geirsson (KÞG Holding ehf.) fer úr stjórn Glitnis, þar sem hann var að taka við starfi sem framkvæmdastjóri fjármála- og rekstrarsviðs Glitnis. Þeir Haukur og Kristinn voru viðskiptafélagar í Ingvari Helgasyni, Bifreiðum og landbúnaðarvélum, Eignarhaldsfélaginu Sævarhöfða ehf. og fleiri félögum. Frá 14. apríl 2008 er Haukur Guðjónsson skráður sem fruminnherji í Glitni og HG Holding ehf. skráð sem fjárhagslega tengdur aðili.

Samkvæmt ársreikningi 2007 nam eigið fé HG Holding ehf. samtals 210,7 milljónum kr., þar af nam hlutafé 500 þúsund kr. Afkoma félagsins árið 2007 var tap að fjárhæð 50,8 milljónir kr. Ársreikningurinn er ekki endurskoðaður en endurskoðandi aðstoðaði við gerð hans.

Project Tornado

Á fundi lánanefndar stjórnar Kaupþings 5. apríl 2007 er lánanefndinni kynnt verkefni sem unnið hefur verið að innan bankans og hlotið vinnuheitið „Project Tornado“. Verkefnið gekk út á að hópur fjárfesta væri tilbúinn til að kaupa umtalsverðan hlut í Glitni eða um 19,4% af öllu hlutafé bankans og væri kaupverðið um 80 milljarðar kr. Væntanlegir fjárfestar væru: Saxbygg ehf. (5,0%), Sund ehf. (4,0), Jötunn Holding ehf. (2,5%), Elliðahamar ehf. (1,0%), Glitnir banki hf. (4,2%) og Kaupþing (2,7%).

Glitnir og Kaupþing voru síðan ekki í hinum endanlega kaupendahópi, þannig að aðeins fjögur fyrsttöldu félögin tóku þátt í kaupunum, sbr. yfirlit hér síðar.

Helstu eigendur og stjórnendur félaganna fjögurra, sem tóku þátt í hlutafjárkaupunum, voru:

Saxbygg ehf.

Eigendur eru Bygg Invest ehf. og Saxhóll ehf. Í stjórn félagsins eru Jón Þorsteinn Jónsson, Einar Örn Jónsson, Gunnar Þorláksson og Gylfi Ómar Héðinsson.

Sund ehf.

Eigendur eru Jón Kristjánsson, Gabríela Kristjánsdóttir og Gunnþórunn Jónsdóttir. Hvert þeirra um sig á 33,33% í félaginu. Stjórn félagsins skipa Jón Kristjánsson, Gunnþórunn Jónsdóttir og Páll Þór Magnússon.

Jötunn Holding ehf.

Eigendur eru Baugur Group hf. 47%, Fons hf. 18% og WCC (Iceland) ehf. 35%. Í stjórn félagsins eru Stefán Hilmar Hilmarsson, fjármálastjóri Baugs, og Pálmi Haraldsson, aðaleigandi Fons hf.

Elliðahamar ehf.

Eigandi er Gunnar Sturluson. Í stjórn félagsins voru hjónin Gunnar Sturluson og Guðrún Margrét Baldursdóttir.

Tafla 55. Yfirlit yfir kaup á hlutabréfum í Glitni

M. kr.	*Saxbygg ehf.*	*Sund ehf.*	*Jötunn Hold.*	*Elliðahamar*	*Samtals*
% af hlutafé Glitnis	5,0	4,0	2,5	1,0	12,5
Fj. hluta í Glitni	744.035.065	595.228.052	372.017.533	148.807.013	1.860.087.663
Verð pr. hlut	27,82	27,82	27,82	27,82	
Kaupverð	20.699,10	16.559,20	10.349,50	4.139,80	51.747,60
Söluþóknun 0,5%	103,5	82,8	51,7	20,7	258,7
Umsýslugjald 1,5%	252,7	202,1	126,3	50,5	631,7
Samtals m.kr.	21.055,20	16.844,20	10.527,60	4.211,00	52.638,00
Fjármögnun					
Lán frá Kaupþingi 80%	16.844,20	13.475,30	8.422,10	3.368,80	42.110,40
Framlag kaupanda 20%	4.211,00	3.368,80	2.105,50	842,2	10.527,60
Samtals m.kr.	21.055,20	16.844,20	10.527,60	4.211,00	52.638,00
Lánshlutfall, %	80	80	80	80	80

Heimild: Kaupþing banki hf.

Kaupverð, lánskjör, þóknanir og annað fyrirkomulag sem tengdist kaupunum var það sama hjá öllum félögunum.

Samtals kaupa félögin fjögur 12,5% af öllu hlutafé í Glitni. Heildarkaupverð er 53 milljarðar kr., þ.a. er söluþóknun og umsýslugjald til Kaupþings 890,4 milljónir kr. Kaupþing lánar félögunum 80% af kaupverðinu eða 42 milljarða kr. Lánstími er tvö ár. Framlag kaupenda átti að vera 20% af kaupverðinu eða 10,5 milljarðar kr.

Lánin voru eingöngu tryggð með veði í hlutabréfunum sjálfum. Veðkall er við 112,5%. Komi til veðkalls hefur Kaupþing heimild til að fara fram á aukið framlag kaupenda sem nemur 10% af heildarkaupverðinu hjá hverju fyrirtæki um sig.

Lánanefnd stjórnar Kaupþings samþykkti á sama fundi hinn 5. apríl 2007 að fjármagna hlutafjárkaupin eins og að ofan greinir. Ekki hefur fengist skýring á því hvers vegna bæði Kaupþing og Glitnir hættu við hin áformuðu hlutafjárkaup sín í Glitni. Eins og fram kemur hér framar var reiknað með að þau næmu samtals 6,9% af hlutafé Glitnis eða 29 milljörðum kr.

13. kafli
Gjaldeyrismarkaður

13.1 Inngangur

Í þessum kafla verður leitast við að lýsa viðskiptum með íslensku krónuna í aðdragandanum að falli bankanna í byrjun október 2008. Í því augnamiði verður íslenski millibankamarkaðurinn með gjaldeyri kannaður, sem og viðskipti með tengdar afurðir svo sem afleiðusamninga sem gerðir voru um gjaldmiðla.

Í byrjun árs 2001 var íslenska krónan sett á flot, samhliða því að Seðlabanki Íslands fékk aukið sjálfstæði og tók upp verðbólgumarkmið eins og greint er nánar frá í kafla 4.0. Fram að því hafði markaðurinn einkennst af inngripum Seðlabanka Íslands, sem vann að því að halda krónunni innan settra vikmarka. Í lok árs 2001 hófust svo viðskipti á óformlegum millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga.[1] Markaðurinn með gjaldeyri stækkaði ört þó að smæð undirliggjandi hagkerfis hafi gert það að verkum að markaðurinn náði ekki þeirri virkni sem markaðir með gjaldmiðla þróaðra ríkja ná almennt, enda var krónan gjarnan nefnd „minnsti fljótandi gjaldmiðill heims“.

Íslenska krónan tók að styrkjast fljótlega eftir að hún var sett á flot. Raungengi styrktist stöðugt frá því í lok árs 2001 fram í nóvember 2005 þegar það náði sínu hæsta gildi frá árinu 1988. Á um fjórum árum hafði raungengið styrkst um nærri 50%.[2] Á sama tímabili styrktist nafngengi krónunnar um 30%. Krónan veiktist nokkuð eftir þetta, þá sérstaklega í lok febrúar og í mars 2006 þegar hin svokallaða mini-krísa gekk yfir en á því tímabili féll krónan um 30% á nokkrum vikum. Um sumarið 2006 byrjaði krónan að styrkjast aftur en náði þó aldrei sama styrk og í lok árs 2005. Flöktið á krónunni jókst einnig á þessum tíma og var yfir meðallagi á tímabilinu 2006–2008 í kjölfar mikils ójafnvægis í hagkerfinu.[3]

Í lok árs 2007 byrjaði krónan að veikjast og hélst sú þróun nær sleitulaust fram að falli bankanna. Sérstaklega var gengisfallið skarpt um miðjan mars þegar krónan féll um rúmlega 15% á einni viku. Þetta tímabil verður því sérstaklega til skoðunar í kaflanum hér á eftir.

13.2 Umgjörð gjaldeyrisviðskipta

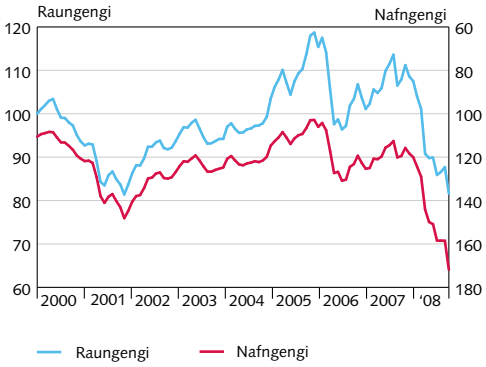
Gengi íslensku krónunnar var frá því árið 1993 ákvarðað á millibankamarkaði fyrir gjaldeyri. Viðskiptavakar á þeim markaði skuldbinda sig til þess að vera

Nafngengi og raungengi

Þegar fjallað er um gengi gjaldmiðla er iðulega átt við nafngengi, nema annað sé tekið fram. Nafngengi er mælikvarði á virði eins gjaldmiðils, í einingum annars gjaldmiðils. Sem dæmi, nafngengi evru gegn íslensku krónunni sýnir fjölda króna sem þarf til þess að kaupa eina evru (miðað við þá framsetningu sem notuð er á Íslandi). Hækki nafngengi evru mælt í krónum er því krónan að veikjast – þ.e. verðmæti krónunnar mælt í evrum er að minnka.

Raungengi hefur á hinn bóginn verið leiðrétt fyrir verðlagsbreytingum í þeim löndum þar sem gjaldmiðlarnir eru notaðir. Raungengi er því eins konar mælikvarði á það hversu mikið af vöru og þjónustu fæst á einu myntsvæði í samanburði við það sem fæst fyrir sömu upphæð á öðru myntsvæði. Þróun raungengis er m.a. notuð sem mælikvarði á það hvort gjaldmiðill sé vanmetinn eða ofmetinn. Að öðru jöfnu getur hátt raungengi gefið til kynna að viðkomandi gjaldmiðill sé ofmetinn.

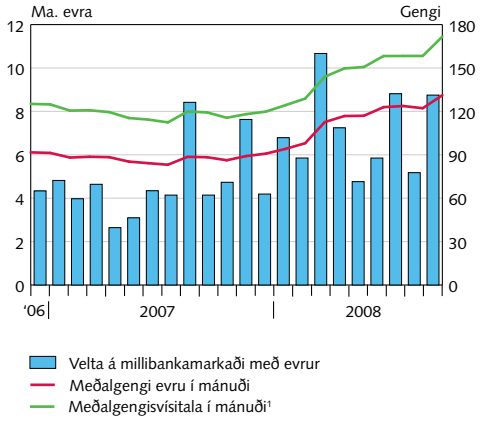
Mynd 1
Krónan



Heimild: Seðlabanki Íslands.

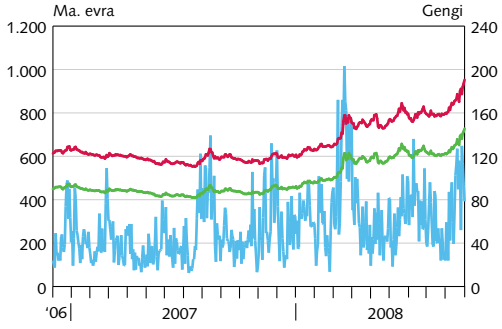
1. Gerður Ísberg: „Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga.“ *Peningamál* 2002/3, bls. 32–35.
2. Finnur Oddsson, Frosti Ólafsson og Haraldur I. Birgisson: Íslenska krónan: Byrði eða blóraböggull? Viðskiptaráð, febrúar 2008.
3. Rene Kallestrup: „Flökt íslensku krónunnar.“ *Peningamál* 2008/1.

Mynd 2
Velta á millibankamarkaði



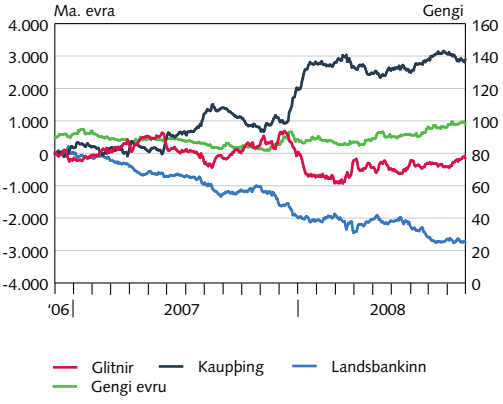
1. Með meðalgengisvísitölu á mánuði er átt við meðaltal vísitölu gengisskráningar í hverjum mánuði.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Dagleg velta á millibankamarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Uppsafnað flæði gjaldeyris á millibankamarkaði



Heimild: Seðlabanki Íslands.

stöðugt með kaup- og sölutilboð í krónum. Á seinni árum hafa tilboð verið sett fram í evrum, en síðan ákvarðast gengi krónu gagnvart öðrum gjaldmiðlum út frá gengi evru gagnvart þeim á alþjóðlegum gjaldeyrismörkuðum.[4] Árin 2004–2008 voru Landsbanki Íslands, Kaupþing og Glitnir viðskiptavakar á millibankamarkaðnum. Einungis viðskiptavakar auk Seðlabankans höfðu aðgang að markaðnum og var því öðrum aðilum gert að eiga viðskipti í gegnum bankana þrjá.

Stóru bankarnir þrír áttu í viðskiptum á millibankamarkaði í tvennum tilgangi. Annars vegar fyrir eigin reikning til að mæta eigin viðskipta- og fjárfestingaþörfum og til að stýra gjaldeyrisjöfnuði sínum, og hins vegar sem milliliðir fyrir viðskiptavini sína. Viðskiptavinir bankanna stunduðu svo annars vegar gjaldeyrisviðskipti til að afla gjaldeyris sem þeir þurftu að standa skil á í viðskiptum sínum og hins vegar til að hagnast á gengishreyfingum, óháð öðrum viðskiptum, þ.e. taka stöðu með eða á móti krónunni til skamms eða langs tíma. Síðarnefndu viðskiptin flokkast undir spákaupmennsku sem viðskiptavinir stunda vegna þess að þeir telja líklegt að virði krónunnar eigi eftir að aukast eða minnka í náinni framtíð. Ef slíkur viðskiptavinur telur að krónan eigi eftir að lækka að virði kýs hann, með einum eða öðrum hætti, að eiga erlendar eignir umfram skuldir. Ef hins vegar spákaupmaðurinn telur að íslenska krónan eigi eftir að styrkjast í framtíðinni kýs hann að auka við eignir sínar í innlendri mynt umfram skuldir í erlendri mynt. Nátengd slíkum viðskiptum eru svo vaxtamunarviðskipti, sem byggja í stuttu máli á því að fjárfestar innan myntsvæðis þar sem vextir eru lágir kjósa að ávaxta fjármuni sína í öðrum gjaldmiðli, þar sem vextir eru hærri. Í ljósi þess að vextir á Íslandi voru taldir háir á alþjóðavísu yfir tímabilið sem um ræðir (sjá umfjöllun um jöklabréf í kafla 4.0) sóttu erlendir fjárfestar lengi vel í að kaupa íslenskar krónur til þess að ávaxta fjármuni sína á hærri vöxtum, en ætla verður að það hafi leitt til styrkingar krónunnar þegar þessi viðskipti voru að aukast.

Í viðskiptum sínum með gjaldeyri þurfa bankarnir að hafa í huga gjaldeyrisjöfnuð sinn, þar sem reglur gilda um leyfilegt hámark gjaldeyriseigna fjármálastofnana.[5] Gjaldeyrisjöfnuður lánastofnana er skilgreindur sem mismunur á gengisbundnum eignum og skuldum og eru þá bæði taldar með skuldbindingar innan sem og utan efnahagsreiknings. Seðlabanki Íslands setur reglur um það hversu miklar eignir í erlendri mynt fjármálastofnun má eiga umfram skuldir sem hlutfall af eigin fé, þ.e. hversu stór gjaldeyrisjöfnuðurinn má vera í hlutfalli við eigið fé. Einnig eru takmörk sett á hið gagnstæða, það er skuldir í erlendri mynt umfram eignir. Þar með er fjármálastofnunum gert að vera með nokkra jöfnun milli eigna og skulda í erlendum myntum. Markmið þessara reglna er að koma í veg fyrir of mikla gengisáhættu hjá innlendum fjármálastofnunum og því gilda þessar reglur einungis um móðurfélögin. Samkvæmt reglum nr. 318/2006 um gjaldeyrisjöfnuð mátti heildargjaldeyrisstaðan hvorki vera jákvæð né neikvæð um meira en 30% af eigin fé samkvæmt síðasta birta uppgjöri. Í júní 2008 var þessu breytt í 10% með reglum nr. 577/2008.[6] Í báðum tilvikum gat Seðlabanki Íslands einnig

4. „Gjaldeyrismarkaður á Íslandi." *Peningamál* 2001/3, bls. 54–59.
5. Heimild: //www.sedlabanki.is/?pageid=419.
6. Í 4. gr. reglna nr. 318/2006 um gjaldeyrisjöfnuð kemur fram:
   1) Opin gjaldeyrisstaða stofnunar í einstökum erlendum myntum skal hvorki vera jákvæð né neikvæð um meira en nemur 20% af eigin fé stofnunar (móðurfélags) samkvæmt síðasta birta uppgjöri.

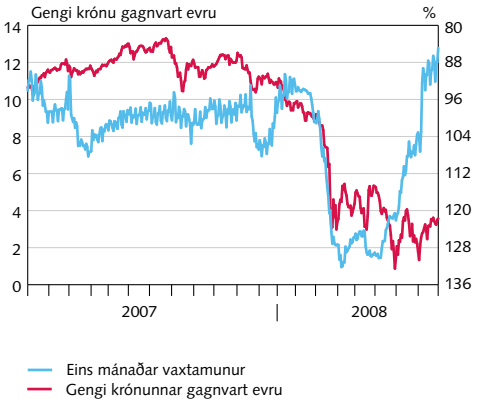
veitt fjármálafyrirtækjum „heimild til að hafa sérstakan jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð utan við almennan gjaldeyrisjöfnuð […] til varnar áhrifum af breytingum á gengi krónunnar á eiginfjárhlutfall“. Til að fá þessa heimild þurfti að leggja fram greinargerð með forsendum og útreikningum á hversu mikill gjaldeyrisjöfnuðurinn þyrfti að vera.

Seðlabanki Íslands flokkar gjaldeyriseignir og skuldir eftir nústöðu, framvirkri stöðu og valréttum. Með nústöðu er átt við gengisbundna eigna- og skuldaliði í viðkomandi gjaldmiðli og þar með talin stundarviðskipti sem gerð eru upp innan þriggja daga frá viðskiptadegi.[7] Til framvirkrar stöðu í gjaldmiðli teljast, skv. flokkun Seðlabankans, gjaldeyrisskiptasamningar (e. FX swap), skiptasamningar og framvirkir samningar.

Í framvirkum samningi felst skuldbinding tveggja aðila til þess að skiptast á tveimur gjaldmiðlum á ákveðnum tímapunkti í framtíðinni og á ákveðnu gengi. Framvirkir gjaldmiðlasamningar eru í miklum mæli notaðir til að verja viðskiptavini bankans fyrir gengishreyfingum. Ef viðskiptavinur gerir til að mynda samning um að selja vöru eftir þrjá mánuði fyrir evrur, en framleiðslukostnaður er í íslenskum krónum, þá getur viðskiptavinurinn varið sig fyrir gengisbreytingum með því að gera framvirkan samning þar sem evrum verður skipt fyrir krónur á fyrirfram ákveðnu gengi. Þannig er engin gengisáhætta af viðskiptasamningnum. Spákaupmenn nota einnig framvirka samninga. Ef fjárfestir telur til dæmis að íslenska krónan muni veikjast gagnvart evru í nánustu framtíð getur hann gert samning við banka um að kaupa evrur framvirkt á núverandi gengi, að viðbættu vaxtaálagi, og hagnast þannig gangi spá hans eftir um að fleiri krónur fáist fyrir hverja evru í framtíðinni. Vilji bankastofnun ekki að framvirkur samningur sem hún gerir við viðskiptavin sinn hafi áhrif á gjaldeyrisjöfnuð bankans þá þarf hún að kaupa sömu upphæð af gjaldeyri í stundarviðskiptum, og þá mögulega á millibankamarkaði, til þess að verja sig þegar kemur að gjalddaga samningsins. Á þann hátt getur stöðutaka viðskiptavina bankanna í framvirkum samningum haft áhrif á gjaldeyrisflæði á millibankamarkaði með gjaldeyri.

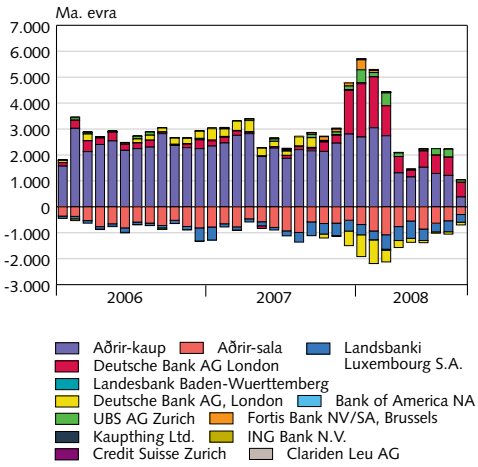
Gjaldeyrisskiptasamningar eru samsettir úr tvennum viðskiptum, stundarviðskiptum, þar sem kveðið er á um kaup og sölu á gjaldeyri á stundargengi, og framvirkum gjaldeyrissamningi þar sem fyrrgreind kaup eða sala á gjaldeyri gengur til baka á fyrirfram ákveðnu gengi (framvirku gengi). Gjaldeyrir er m.ö.o. keyptur (seldur) með loforði um að selja (kaupa) hann á ný á fyrirfram ákveðnu gengi. Gjaldeyrisskiptasamningur felur því í raun í sér að annar aðili samningsins veitir hinum lán í einni mynt og fær á móti lán í annarri mynt en með samningnum tryggja aðilarnir sér tiltekin vaxtakjör. Gjaldeyrisskiptasamningur einn og sér felur því ekki gengisáhættu í sér en skiptasamningar geta verið notaðir til þess að framlengja gjaldeyrisstöður,

Mynd 5
Mismunur afleiddra krónuvaxta á skiptasamningum og evrópskra millibankavaxta og gengi krónunnar gagnvart evru
Daglegur vaxtamunur og gengi



Heimild: Genius.

Mynd 6
Gjaldeyrisskiptasamningar erlendra aðila



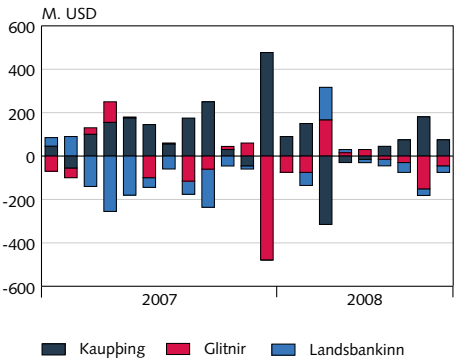
Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

2) Heildargjaldeyrisjöfnuður stofnunar skal hvorki vera jákvæður né neikvæður umfram 30% af eigin fé stofnunar samkvæmt síðasta birta uppgjöri.
3) Seðlabankinn getur veitt stofnun, sem reglur þessar taka til, heimild til að hafa sérstakan jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð utan við heildargjaldeyrisjöfnuð, sbr. 2) tl., til varnar gengisáhrifum á eiginfjárhlutfall, enda leggi hún fram greinargerð þar sem fram koma forsendur og útreikningar til ákvörðunar á stærð hans og sýni hann sérstaklega í skýrslum til Seðlabankans.

Fari gjaldeyrisjöfnuður umfram þau mörk sem hér eru tilgreind skulu stofnanir þegar grípa til aðgerða til að laga hann, og skal hann vera innan tilskilinna marka eigi síðar en innan þriggja viðskiptadaga.

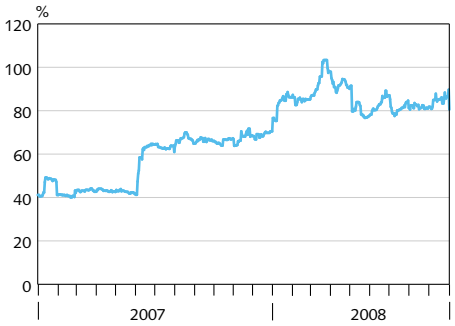
7. Sjá reglur nr. 577/2008 um gjaldeyrisjöfnuð.

Mynd 7
Gjaldeyrisskiptasamningar milli viðskiptabankanna þriggja (USD/ISK)



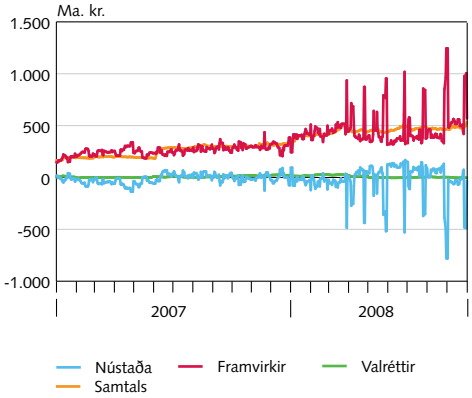
Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 8
Gjaldeyrisjöfnuður Kaupþings sem hlutfall af eigin fé



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Skipting gjaldeyrisjafnaðar Kaupþings



Heimild: Seðlabanki Íslands.

til dæmis vegna framvirkra samninga. Skiptasamningar aftur á móti fela í sér að aðilar skiptast á framtíðargreiðsluflæði lána sinn í hvorri myntinni. Starfræktur var millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga og voru viðskiptavakar hinir sömu og á millibankamarkaði með gjaldeyri.[8]

Valréttur veitir svo kaupanda valréttarins rétt, en ekki skyldu, til að kaupa eða selja gjaldeyri af seljanda valréttarins á ákveðnum tímapunkti í framtíðinni á ákveðnu gengi. Seljandi valréttarins verður hins vegar að eiga viðskiptin, kjósi kaupandinn svo.[9]

13.3 Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri

Í þessum kafla verður varpað ljósi á viðskipti viðskiptavaka á millibankamarkaði með gjaldeyri í aðdraganda hrunsins árið 2008. Greint verður flæði gjaldeyris á markaði og reynt að setja það í samhengi við þá gengisþróun sem varð á tímabilinu. Hafa verður í huga að viðskipti viðkomandi viðskiptavaka endurspegla ekki endilega kaup þeirra og sölu fyrir eigin reikning, heldur endurspegla þau einnig viðskipti viðskiptavina viðkomandi bankastofnana. Fjallað verður sérstaklega um gjaldeyrisstöðu bankanna og einnig gjaldeyrisviðskipti einstakra aðila á markaðnum síðar í kaflanum.

Mynd 2 sýnir mánaðarlega veltu á millibankamarkaði með evrur borið saman við gengi evru gagnvart íslensku krónunni. Einnig sýnir mynd 3 daglega veltu ásamt gengi evrunnar, líkt og fyrri myndin. Myndirnar sýna glögglega að velta á markaði hefur aukist heldur yfir tímabilið samfara því að gengi krónunnar hefur veikst. Mælt í krónum hefur veltuaukningin því verið meiri. Aukin velta í júlí 2007, desember 2007 og mars 2008 samhliða umtalsverðri veikingu krónunnar vekur þar sérstaklega athygli. Í byrjun ágúst 2007 hófst lausafjárkreppan en í lok desember og mars lýkur fjórða og fyrsta ársfjórðungi miðað við hefðbundið reikningsár og miða árshlutareikningar fyrirtækja, þar á meðal fjármálafyrirtækja, því almennt við fjárhagsstöðu þeirra á þeim tíma. Í mars 2008 var veiking krónunnar veruleg eins og fram hefur komið.

Vert er að kanna flæði gjaldeyris milli viðskiptavakanna þriggja á millibankamarkaði með evrur. Á mynd 4 má sjá nettó inn- eða útflæði hjá viðskiptavökunum frá 1. desember 2006 og fram til 30. september 2008. Þetta flæði er svo borið saman við gengisþróun íslensku krónunnar gagnvart evru. Athygli vekur að þegar staðan er skoðuð í lok tímabilsins hefur Landsbankinn veitt inn á markaðinn nettó nánast öllum þeim gjaldeyri sem kom inn á tímabilinu og mun sá gjaldeyrir nánast allur hafa flætt út í gegnum Landsbankann og inn í gegnum Kaupþing. Sérstaklega kaupir Kaupþing banki mikinn gjaldeyri nettó í desember 2007 og janúar 2008. Glitnir kaupir og selur gjaldeyri nokkuð jafnt yfir þetta tímabil. Nokkur fylgni virðist vera á milli kaupa Kaupþings í júlí og ágúst 2007, og að sama skapi sölu hinna bankanna, og veikingar krónunnar gagnvart evru. Ennfremur virðist styrking krónunnar í kjölfarið að miklu leyti fara saman við sölu Kaupþings á gjaldeyri. Undir lok ársins 2007 og í upphafi árs 2008 er svo umtalsvert magn af evrum keypt af Kaupþingi eða í gegnum Kaupþing, eða tæpir 2 milljarðar evra, á einungis um einum og hálfum mánuði. Seljandi gjaldeyris á sama tíma virðist aðallega vera

8. Sjá nánar: Gerður Ísberg: „Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga.“ *Peningamál* 2002/3, bls. 32–35.
9. Sjá nánar á: http://www.sedlabanki.is/?pageid=419.

Glitnir en einnig veitir Landsbankinn, sem viðskiptavaki, töluverðu magni af gjaldeyri inn á markaðinn. Þessi miklu kaup virðast þó ekki hafa umtalsverð áhrif á gengi krónunnar umfram þá veikingu sem átti sér stað á nálægum tímabilum. Mest verður gengisfallið á krónunni nokkru síðar eða frá síðari hluta febrúar og fram til loka mars árið 2008. Í skýrslu Sturlu Pálssonar, forstöðumanns alþjóða- og markaðssviðs Seðlabanka Íslands, fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom raunar fram að þessi miklu kaup Kaupþings á gjaldeyri hefðu valdið töluverðum titringi innan Seðlabanka Íslands og sendi Seðlabankinn beiðni til Fjármálaeftirlitsins um að það kannaði ástæðu viðskiptanna. „[Í] desember 2007 að þá breytist hegðun Kaupþings á millibankamarkaði með gjaldeyri algjörlega. Þeir hætta að selja svo mikið sem evru og þeir verða bara svona svarthol. Frá desember 2007, janúar 2008, febrúar 2008, þá kaupa þeir 2,3 milljarða evra á millibanka-markaði með gjaldeyri.“[10] Rannsóknarnefnd Alþingis hefur undir höndum bréf Seðlabanka Íslands til Fjármálaeftirlitsins, dagsett 2. apríl 2008, er varðar mögulega markaðsmisnotkun Kaupþings og Exista á gjaldeyrismarkaði.[11] Fjármálaeftirlitið svaraði erindinu í bréfi 7. ágúst 2008 á þann hátt að við athugun þess hefðu ekki komið fram vísbendingar um brot á þeirri löggjöf sem Fjármálaeftirlitið hefði eftirlit með.[12]

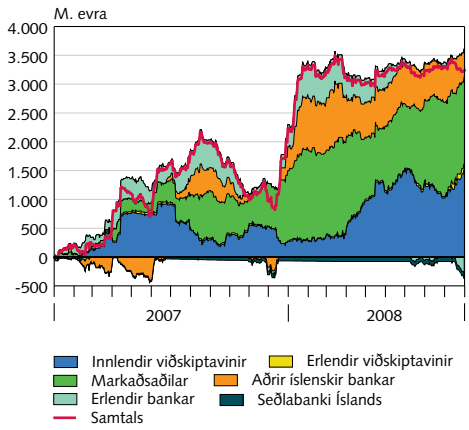
13.4 Viðskipti á markaði með gjaldeyrisskiptasamninga

Eins og áður segir var starfræktur á Íslandi millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga. Viðskiptavakar á þeim markaði voru Kaupþing, Landsbankinn og Glitnir en að auki var Seðlabanka Íslands heimilt, en ekki skylt, að eiga viðskipti á markaðnum. Markaðnum var ætlað að auðvelda fjárstýringu viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði og styrkja vaxtamyndun.[13] Eins og áður segir má líta svo á að gjaldeyrisskiptasamningar séu samsettir úr stundarviðskiptum og framvirkum samningum þar sem stundarviðskiptin ganga til baka, að viðbættu svokölluðu framvirku álagi (eða frádragi).

Út frá því álagi ásamt millibankavöxtum í krónum má reikna út afleidda vexti þess að sækja erlent fjármagn, t.d. evrur (e. FX implied euro rates), í gegnum markað með gjaldeyrisskiptasamninga og bera saman við evrópska millibankavexti. Í 1. tölublaði Peningamála Seðlabanka Íslands árið 2008 kemur fram að eins mánaðar afleiddir evruvextir á skiptasamningamarkaði hafi jafnan fylgt náið eins mánaðar millibankavöxtum með evrur (LIBOR) árið 2007 og allt fram til loka janúar 2008 og að bilið milli þeirra hafi verið innan við 0,5% á árinu 2007. Þá kemur fram að jafnframt hafi vaxtamunur á innlendum og evrópskum eins mánaðar millibankavöxtum að jafnaði verið um 10–11%.[14]

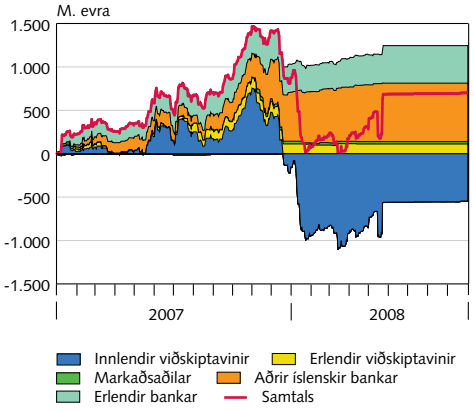
Þegar líða tók á fyrsta ársfjórðung ársins 2008 tóku hins vegar afleiddir evruvextir að hækka og þar með fór munurinn á þeim og LIBOR milli-

Mynd 10
Stundarviðskipti Kaupþings
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

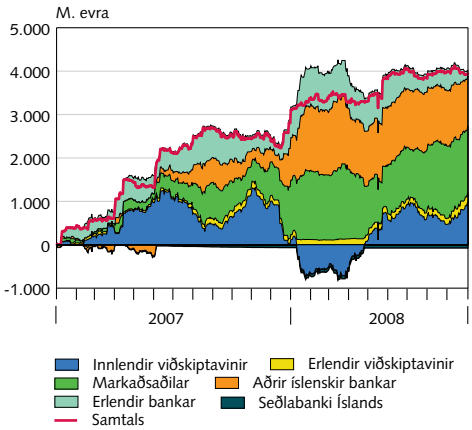
Mynd 11
Framvirk gjaldeyriskaup Kaupþings
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

10. Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. júlí 2009, bls. 26.
11. Bréf Seðlabanka Íslands, undirritað af Davíð Oddssyni, formanni bankastjórnar, og Eiríki Guðnasyni, bankastjóra, til Fjármálaeftirlitsins, 2. apríl 2008.
12. Bréf Fjármálaeftirlitsins, undirritað af Jónasi Fr. Jónssyni og Guðrúnu Jónsdóttur, til Seðlabanka Íslands, 7. ágúst 2008.
13. Gerður Ísberg: „Millibankamarkaður með gjaldeyrisskiptasamninga.“ *Peningamál* 2002/3, bls. 32–35.
14. Nýlegar sviptingar á innlendum markaði með gjaldmiðlaskiptasamninga.“ *Peningamál* 2008/1, bls. 26–29.

Mynd 12
Stundarviðskipti og framvirk viðskipti Kaupþings
Evrur

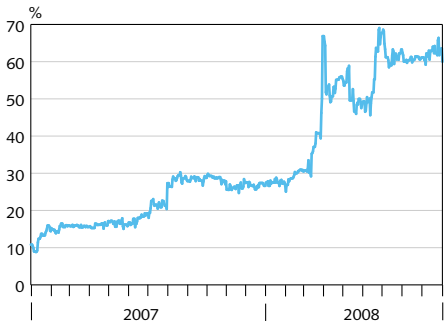


Heimild: Seðlabanki Íslands.

„Það sem við gerðum […] var í rauninni var að gefa út innstæðubréf af því að það vantaði „risk free instrument", ríkið skuldaði svo lítið að það voru engir víxlar útistandandi og nánast engin stutt bréf, víxlaútgáfurnar voru svo smáar að erlendir aðilar, sem þurftu að kaupa sér varnir, höfðu bara ekkert aðgang að þessum pappírum. Þess vegna gefum við út þessi innstæðubréf og til þess að bankarnir springi ekki á lausafjár […] af því að við gefum út innstæðubréf þá ryksugum við 75 milljarða króna inn í Seðlabankann og við verðum að koma þeim aftur út, þannig að við lánuðum þá bara aftur út um bakdyrnar og þetta er bara gert til þess að „stabilisera" krónuna og það tókst í bili. Krónan „stabiliserast" þarna í apríl og hangir á því svona fram í sumarlok þegar síðan endageimið byrjar."

Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. júlí 2009, bls. 74.

Mynd 13
Gjaldeyrisjöfnuður Glitnis sem hlutfall af eigin fé



Heimild: Seðlabanki Íslands.

bankavöxtum með evrur að aukast. Í mars 2008 var bilið orðið það verulegt að nánast enginn munur var á eins mánaðar afleiddum evruvöxtum og millibankavöxtum með íslenskar krónur, sjá mynd 5. Þetta endurspeglaði verulegan lausafjárskort innlendra banka í erlendum gjaldmiðlum sem kominn var til vegna viðvarandi þröngrar stöðu á erlendum fjármagnsmörkuðum. Bankarnir vildu ekki missa frá sér evrur, jafnvel ekki í stutta gjaldeyrisskiptasamninga, og því voru slíkir samningar verðlagðir þannig að enginn fjárfestir vildi gera þá. Þetta fól í sér að boðið var upp á evruvexti á krónur. Erlendir fjárfestar sem höfðu verið að endurnýja skammtímaskiptasamninga sem skiluðu krónum til þeirra í lokin en bundu evrur bankanna á samningstímanum lokuðu samningum án endurnýjunar. Þannig myndaðist verulegur þrýstingur á krónuna því þessir fjárfestar tóku að skipta krónum yfir í evrur jafnvel þó það þýddi aukna gjaldeyrisáhættu fyrir þá. Gera má ráð fyrir að margir þessara fjárfesta hafi verið jöklabréfaútgefendur sem hafi verið að verja þá stöðu að þurfa að skila krónum á gjalddaga bréfanna. Seðlabankinn greip inn í þetta ferli með því að bjóða innstæðubréf, þar sem hægt var að koma krónunum í ávöxtun. Þrátt fyrir þetta inngrip Seðlabankans féll krónan verulega á tímabilinu frá byrjun mars til loka apríl en nánar er vikið að þessu hér á eftir. Mynd 6 sýnir hvernig dró verulega úr umfangi gjaldmiðlaskiptasamninga milli íslensku bankanna og erlendra banka frá því í lok mars 2008 og til loka apríl 2008. Dró úr samningum þar sem íslensku bankarnir skipta út krónum fyrir evrur við gjalddaga eða úr um 4,5 milljörðum evra í 2 milljarða evra.

Við skýrslutöku fyrir rannsóknarnefnd Alþingis nefndi Hreiðar Már Sigurðsson, forstjóri Kaupþings, meðal annars að Glitni hefði augljóslega bráðvantað gjaldeyri: „Svo sáum við seinna á árinu, þá sáum við að þeir voru byrjaðir að gefa rosalega há verð í allan gjaldeyri, þá greinilega vantaði gjaldeyri, voru tilbúnir til að fórna öllum vaxtamun á milli íslensku krónunnar erlendis til þess að fá gjaldeyri í hús. Þannig má segja að erfiðleikar bankanna við endurfjármögnun erlendra lána, útflæði af erlendum innlánsreikningum þeirra hafi valdið verulegum skorti á erlendum gjaldeyri þarna um vorið."[15]

Það er athyglisvert að þetta ástand skyldi viðgangast vegna þess að á hinum endanum myndast hagnaðarmöguleiki þar sem hægt er að fá krónuvexti á evrur. En eins og sjá má á mynd 6 þá verður ekki aukning í gerð gjaldmiðlaskiptasamninga þar sem bankarnir skila evrum í lok tímans fyrir krónur, heldur dregur einnig úr umfangi slíkra samninga frá lokum mars til loka apríl 2008, eða úr rúmum 2 milljörðum evra í 1,5 milljarða evra. Þetta mætti hugsanlega skýra með því að eigendur evra hafi ekki haft áhuga á að leggja evrurnar sínar inn hjá bönkunum, jafnvel ekki til skamms tíma, vegna mótaðilaáhættu. Það er að segja að þeir hafi litið svo á að líkurnar á gjaldþroti bankanna innan skamms tíma væru allverulegar. Hins vegar gæti þetta verið möguleg afleiðing hinnar alþjóðlegu lausafjárkreppu þar sem allir héldu í þær evrur og þá dollara sem þeir voru með óháð mögulegum skammtímahagnaði.

Mynd 7 sýnir stöðu gjaldeyrisskiptasamninga með íslenskar krónur og Bandaríkjadali milli viðskiptabankanna þriggja árin 2007 og 2008. Öll gildi eru í milljónum dollara og miða formerki upphæðanna við hvort viðkomandi fjármálafyrirtæki átti að afhenda eða fá afhenta dollara á gjalddaga viðskiptanna. Þannig táknar jákvæð tala að viðkomandi viðskiptaaðili hafi afhent

15. Skýrsla Hreiðars Más Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. júlí 2009, bls. 27.

dollara við upphaf samningsins og fengið í staðinn íslenskar krónur frá mótaðila sínum.

Myndin sýnir glögglega að allt árið 2007 og fyrstu tvo mánuði ársins 2008 er það jafnan Kaupþing, með nokkrum undantekningum, sem lánar hinum bönkunum tveimur, Glitni og Landsbankanum, erlendan gjaldeyri á samningstímanum. Sérstaka athygli vekur há staða bankans á móti Glitni í desember árið 2007, eða um 477 milljónir dollara sem samsvaraði á þeim tíma um 324 milljónum evra, en segja má að þannig hafi Glitnir fengið aftur frá Kaupþingi nokkurn hluta af því lausafé í gjaldeyri sem Kaupþing keypti á millibankamarkaði með gjaldeyri. Í mars árið 2008, þegar vaxtamunur á evru og íslenskri krónu er að þurrkast út, er svo töluverður umsnúningur á viðskiptum á skiptasamningamarkaði og þá sækir Kaupþing til sín gjaldeyri frá hinum bönkunum tveimur. Í kjölfarið verður svo nokkurs konar hrun á markaðnum þar sem afar fáir skiptasamningar eru gerðir næstu mánuði. Í skýrslu Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kemur fram mjög ákveðin skoðun á viðskiptaháttum Kaupþings en eins og áður segir óskaði Seðlabankinn eftir því við Fjármálaeftirlitið að það kannaði ástæður þessa hátternis. „Þeir ryksuguðu gjaldeyrismarkaðinn og svo þegar þeir eru búnir að því þá hætta þeir að kvóta inn á swap-markaðinn sem gerir það að verkum að í mars 2008 bara hrynur krónan og við stóðum náttúrulega algjörlega ráðþrota í málinu því að þegar þetta gerist fara CDS-in á bankann upp og það eru komnar alls konar áhyggjur af þeim þannig að erlendir aðilar sem eiga krónur þeir bara fara í panik að selja.“[16]

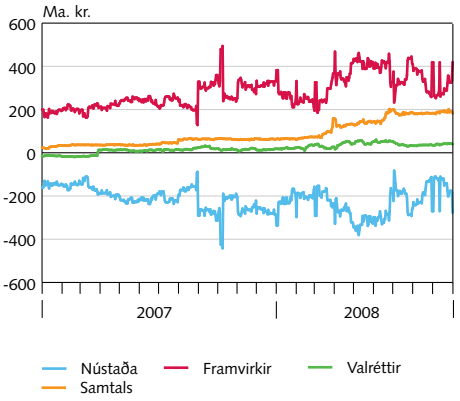
13.5 Greining á gjaldeyrisviðskiptum bankanna

Eins og áður segir er gjaldeyrisjöfnuður lánastofnana skilgreindur sem mismunur á öllum eignum í erlendri mynt og öllum skuldum í erlendri mynt og setur Seðlabanki Íslands reglur um það hve mikið misvægi megi vera milli eigna og skulda í erlendum myntum. Seðlabankinn gat síðan heimilað lánastofnunum að hafa sérstakan jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð utan við heildargjaldeyrisjöfnuð til þess að verja eiginfjárhlutfall (svokallað CAD hlutfall) sitt gagnvart gengisbreytingum á íslensku krónunni. Þar sem eignir bankanna voru að miklu leyti í erlendri mynt en eigið fé í íslenskum krónum hafði veiking krónunnar þær afleiðingar að eignir hækkuðu í krónum talið á meðan eigið fé stóð í stað með þeim afleiðingum að eiginfjárhlutfall bankanna lækkaði. Ef banki skilgreindi hins vegar gjaldeyrisjöfnuð sinn sem áhættuvörn þá var honum heimilt samkvæmt alþjóðlegu endurskoðunarstöðlunum IRFS að færa hagnað sem af honum hlaust beint á eigið fé og því eru neikvæð áhrif gengisfalls á eiginfjárhlutfallið takmörkuð.

13.5.1 Kaupþing

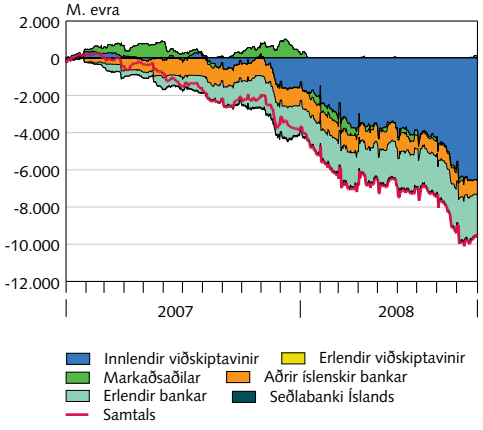
Mynd 8 sýnir gjaldeyrisjöfnuð Kaupþings sem hlutfall af eiginfjárgrunni bankans. Glögglega sést að þetta hlutfall vex með tímanum og skýrist það meðal annars af aukinni þörf bankans til þess að verja eigið fé sitt fyrir sveiflum í gengi íslensku krónunnar. Seðlabanki Íslands mun hafa veitt sérstakt leyfi fyrir þessari stöðutöku á grundvelli fyrrgreindrar heimildar í reglum um

Mynd 14
Skipting gjaldeyrisjafnaðar Glitnis



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15
Stundarviðskipti Glitnis
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

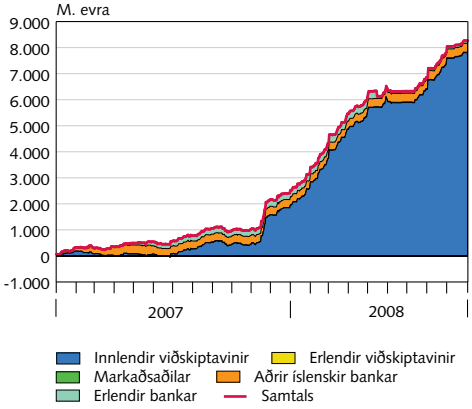
16. Skýrsla Sturlu Pálssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. júlí 2009, bls. 26.

gjaldeyrisjöfnuð. Hlutfallið vex um mitt árið 2007 úr rúmum 40% af eigin fé að jafnaði í rúmlega 60% af eigin fé og verður að lokum á bilinu 80% til 100% frá seinni hluta ársins 2007 og fram að falli bankans. Aðspurður hvenær Kaupþing hefði fyrst sóst eftir því að auka eign sína í erlendum gjaldeyri til varnar eiginfjárhlutfalli sagði Hreiðar Már Sigurðsson, forstjóri Kaupþings, við skýrslutöku að það hefði verið haustið 2005 og að beiðnin til Seðlabankans hefði algjörlega stýrst af því hver þörfin var á því að verja eiginfjárhlutfall bankans.

Aðspurður hvernig Kaupþing hefði byggt upp gjaldeyrisjöfnuð sinn og hvernig bankinn hefði varið honum sagði Hreiðar Már Sigurðsson að það hefði fyrst og fremst verið gert í framvirkum samningum: „[…] við færðum jöfnuðinn aðallega með því að gera framvirka samninga við útflutningsfyrirtæki, lífeyrissjóði og jöklabréfaeigendur, svo það voru þeir sem voru að taka áhættuna á krónunni og við vorum að fara út úr áhættunni á krónunni […] þetta voru þá aðilar sem vildu komast í háu vexti, eins og lífeyrissjóðirnir íslensku, þeir vildu komast í háa íslensku vextina, eða eins og þeir kölluðu það að verja erlendu eignina sína, af því að þeir áttu erlend verðbréf og þau mynduðu skuld með þessum hætti í erlendri mynt, sjávarútvegsfyrirtækin, þau vildu selja gjaldeyrinn sinn framvirkt. […] það er tvennt sem þú getur valið um þegar þú ert að stýra gjaldeyrisjöfnuði í banka. Þú getur ákveðið að reyna að tryggja bara, bara að stilla eignum og skuldum þannig af að þú sért alltaf búinn bara að tryggja kaupmátt í viðkomandi mynt, eins og íslensku krónunni, þú getur stillt það þannig af, eða þá þú getur stillt jöfnuðinn þannig af að þú tryggir að það sé alltaf sama eiginfjárhlutfall í bankanum. Verja eiginfjárhlutfallið. Og það var svolítið það sem við fórum að gera, að við sáum að ef að krónan mundi falla. Við vorum aldrei, eitthvað svona tölur eins og hún féll, en hún mundi falla um 20–30% og þá mundu eignir og skuldir nokkurn veginn hækka um 20–30% en eigið fé yrði óbreytt. Svo við fórum að setja meira og meira eignirnar í erlenda mynt til þess að verja okkur fyrir falli, verja eiginfjárhlutfall bankans.“[17]

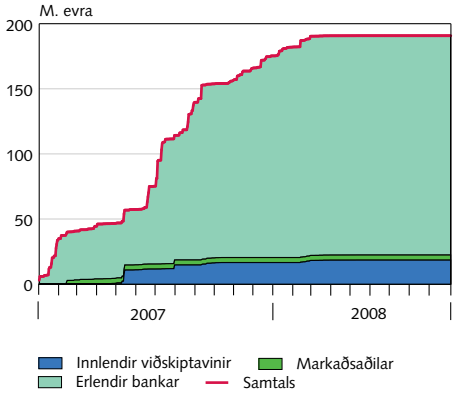
Á mynd 9 gefur að líta uppbyggingu gjaldeyrisjöfnuðar Kaupþings árin 2007 og 2008. Sú mynd sýnir að nústaða Kaupþings var að jafnaði lítil og jöfnuðurinn bundinn í framvirkum samningum með einum eða öðrum hætti. Þó fer nústaðan heldur vaxandi þegar líður á árið 2008 og lausafjárþurrðin ágerist. Á árinu 2008 má einnig sjá miklar en skammlífar sveiflur í nústöðunni niður á við á meðan framvirk staða sveiflast samtímis upp um svipaða upphæð þannig að samtalan tekur litlum sem engum breytingum. Slíkar sveiflur höfðu því ekki raunveruleg áhrif á gjaldeyriseign bankans og má hugsanlega skýra þær t.a.m. með stuttum skiptasamningum.

Mynd 16
Framvirk gjaldeyriskaup Glitnis
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 17
Valréttir Glitnis
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

13.5.1.1 Gjaldeyrisviðskipti Kaupþings

Eins og fram hefur komið var mikið innflæði gjaldeyris í gegnum Kaupþing óháð því hvort bankinn sjálfur hafi verið að kaupa gjaldeyri eða hvort um kaup fyrir hönd viðskiptavina hafi verið að ræða. Í þessum kafla verður farið yfir viðskipti bankans sjálfs. Á mynd 10 má sjá nettó kaup bankans á erlendum gjaldeyri í stundarviðskiptum, uppsöfnuð frá árslokum 2006, þ.e. kaup bankans umfram sölu á gjaldeyri frá þeim tímapunkti. Jafnframt eru viðskiptin

17. Skýrsla Hreiðars Más Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. júlí 2009, bls. 90–91.

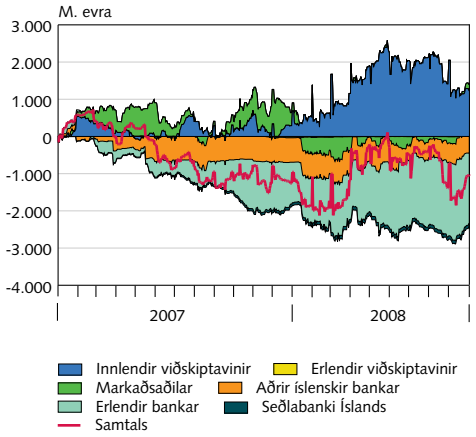
greind eftir mótaðilum Kaupþings. Sjá má að samtals kaupir Kaupþing um 2 milljarða evra í stundarviðskiptum fram á mitt árið 2007 en selur svo samtals um 1 milljarð evra fram til loka þess árs. Um áramótin 2007/2008 verður svo stórt stökk í kaupum bankans í stundarviðskiptum þegar um 2,5 milljarðar evra eru keyptar á tiltölulega stuttu tímabili og fer stór hluti þeirra viðskipta fram á millibankamarkaði með gjaldeyri eins og áður hefur komið fram. Eftir það haldast stundarviðskiptin nokkurn veginn í jafnvægi fram til hruns bankans í október árið 2008. Frá því um vorið 2008 kaupir Kaupþing í auknum mæli gjaldeyri af innlendum viðskiptavinum sínum og einnig af innlendum bönkum öðrum en Landsbanka og Glitni. Eins og áður hefur verið nefnt kunna stundarviðskipti bankans annars vegar að stafa af þörfum hans fyrir gjaldeyri til þess að standa við skuldbindingar sínar en einnig geta viðskiptin stafað af vörnum bankans vegna framvirkra samninga viðskiptavina hans. Þannig má segja að óbeint geti verið um viðskipti fyrir hönd viðskiptavinar bankans að ræða. Geri bankinn framvirkan samning við viðskiptavin sinn um að afhenda honum tiltekið magn af gjaldeyri á ákveðnum degi og á ákveðnu gengi mun bankinn kaupa þá þegar þá upphæð af gjaldeyri á markaði til þess að verja sig gagnvart gengisbreytingum gjaldmiðlanna fram að gjalddaga, vilji hann ekki að samningurinn hafi áhrif á gjaldeyrisjöfnuð bankans. Þannig ber bankinn sjálfur enga áhættu af gengisbreytingum en hagnast á þeim þóknunum sem viðskiptavinurinn greiðir fyrir samninginn.

Á myndinni má einnig sjá að stærstu mótaðilar Kaupþings í viðskiptum á heildina litið eru innlendir viðskiptavinir bankans og markaðsaðilar (þ.e. Glitnir og Landsbankinn) auk annarra íslenskra banka, sérstaklega þegar líður á tímabilið.

Á mynd 11 gefur að líta yfirlit yfir framvirk gjaldeyriskaup Kaupþings árin 2007 og 2008. Þar sést að á síðari hluta ársins 2007 eða fram til loka nóvember það ár hefur bankinn í auknum mæli keypt gjaldeyri framvirkt einkum af innlendum viðskiptavinum sem hafa þar með keypt íslenskar krónur framvirkt. Þetta þýðir að bankinn eykur eign sína í erlendum gjaldmiðlum á meðan viðskiptavinir auka eign sína í íslenskum krónum. Á sama tíma selur bankinn svipað magn af gjaldeyri í stundarviðskiptum með krónur og því verða nettó áhrif viðskiptanna á gjaldeyrisjöfnuð bankans lítil. Hið stóra stökk sem verður á kaupum Kaupþings í stundarviðskiptum um áramót 2007/2008 (sjá mynd 10) skýrist að hluta til af framvirkum gjaldeyriskaupum viðskiptavina bankans, eins og sést glögglega á mynd 11, stundarviðskiptin eru því vörn gegn þessum framvirku samningum. Þetta er viðsnúningur á stöðu innlendra viðskiptavina úr því að vera nettó seljendur erlends gjaldeyris í framvirkum viðskiptum erlends gjaldeyris í að vera nettó kaupendur erlends gjaldeyris.

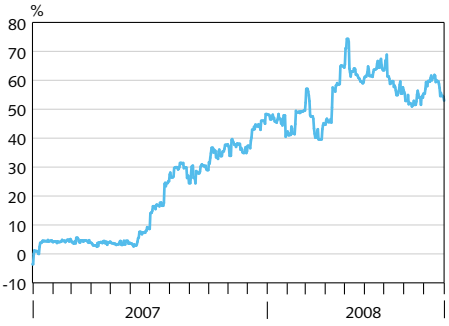
Til að fá gleggri mynd af breytingunni á stöðu Kaupþings sjálfs á gjaldeyrismarkaði má leggja saman stundarviðskipti bankans og framvirk viðskipti og er það gert á mynd 12.[18] Þar sést að viðskipti bankans eru almennt nokkurn veginn í jafnvægi fyrir utan fjögur stutt tímabil þar sem heildargjaldeyriseignin er aukin, í mars, maí og undir lok ársins 2007 og einnig í apríl 2008. Þetta

Mynd 18
Stundarviðskipti, framvirkir samningar og valréttir Glitnis
Evrur



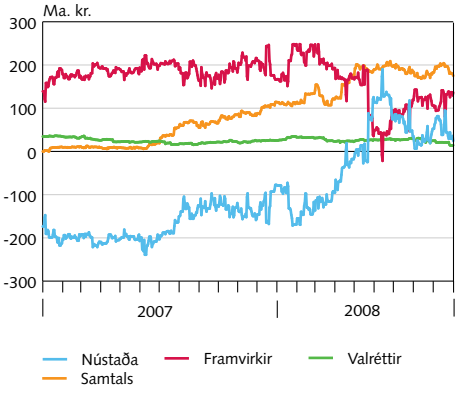
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 19
Gjaldeyrisjöfnuður Landsbankans sem hlutfall af eigin fé



Heimild: Seðlabanki Íslands.

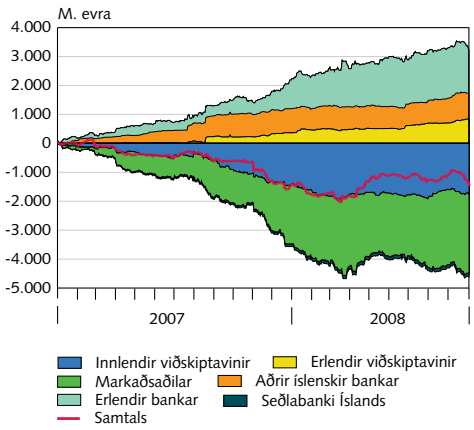
Mynd 20
Skipting gjaldeyrisjafnaðar Landsbankans



Heimild: Seðlabanki Íslands.

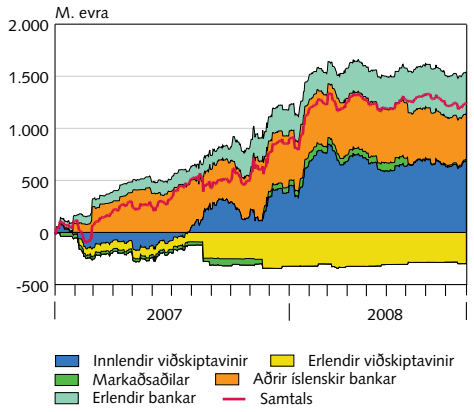
18. Raunar ætti að öllu jöfnu að taka tillit til stöðubreytingar vegna valréttarsamninga einnig en samkvæmt þeim gögnum sem rannsóknarnefndin hefur undir höndum, og Seðlabanki Íslands afhenti, voru engir valréttarsamningar í Kaupþingi þar sem skipt var á íslenskum krónum og erlendum gjaldeyri.

Mynd 21
Stundarviðskipti Landsbankans
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 22
Framvirk gjaldeyriskaup Landsbankans
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

„…öll þessi álitamál um hvort við værum að veikja krónuna og allt þetta, það snerist ekkert um það. Þetta snerist bara um það að það þurfti að borga – Glitnir tók sex milljarða evra lán 2005, þetta var allt á gjalddaga þegar ég kom þarna inn. Hvar átti ég að fá peningana til að borga þetta til baka þegar lánsfjármarkaðir voru lokaðir? Þú leitar bara allra ráða til að gera það."

Skýrsla Lárusar Welding fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 24. mars 2009, bls. 21.

tengist meðal annars viðskiptum stærstu viðskiptavina Kaupþings sem fjallað verður um nánar í kafla 13.6.

13.5.2 Glitnir

Mynd 13 sýnir gjaldeyrisjöfnuð Glitnis sem hlutfall af eigin fé bankans frá ársbyrjun 2007 til septemberloka 2008. Líkt og í tilfelli Kaupþings vex jákvæð gjaldeyrisstaða Glitnis töluvert yfir tímabilið sem hlutfall af eigin fé bankans. Mest verður aukningin í upphafi ársins 2008 en þá vex gjaldeyrisjöfnuðurinn úr því að vera að jafnaði um 30% af eigin fé bankans í það að vera 50–70% af eigin fé. Eins og hjá Kaupþingi er staðan að mestu bundin í framvirkum samningum með einum eða öðrum hætti en athygli vekur að nústaða bankans er að jafnaði neikvæð. Þetta kann að mega skýra með því að bankinn hafi að miklu leyti varið gjaldeyri sínum í gjaldeyrisskiptasamninga en eins og áður segir samanstendur slíkur samningur af stundarviðskiptum og gagnstæðum framvirkum samningi. Sé þetta raunin færist hinn framvirki leggur samningsins eignamegin í gjaldeyrisjöfnuðinn en stundarviðskiptin skuldamegin en nettó áhrif á gjaldeyrisjöfnuð eru engin.

13.5.2.1 Gjaldeyrisviðskipti Glitnis

Á mynd 15 má sjá nettó kaup Glitnis á erlendum gjaldeyri í stundarviðskiptum, uppsafnað frá árslokum 2006, þ.e. kaup bankans umfram sölu á gjaldeyri frá þeim tímapunkti. Jafnframt eru viðskiptin greind eftir mótaðilum Glitnis. Þegar stundarviðskipti bankans eru skoðuð sést að samtals er töluvert útflæði af gjaldeyri frá Glitni á tímabilinu og munar þar mest um sölu til innlendra viðskiptavina bankans í stundarviðskiptum. Erlendir bankar kaupa einnig mikið af erlendum gjaldeyri af Glitni.

Framangreint flæði skýrist nánast að öllu leyti af framvirkum samningum innlendra viðskiptavina, sem tóku stöðu með krónunni, þar sem Glitnir hefur selt viðskiptavinum sínum erlendan gjaldeyri og gert framvirkan samning um kaup á gjaldeyri. Þá þróun má glögglega sjá á mynd 16, en framvirk staða Glitnis vex talsvert þegar líður á tímabilið samhliða sölu í stundarviðskiptum.

Einnig mun bankinn hafa gert nokkuð af valréttarsamningum um kaup á erlendum gjaldeyri fyrir íslenskar krónur árið 2007, en eins og sjá má á mynd 17 er umfang þeirra mun minna. Valréttarsamningarnir voru nær eingöngu gerðir við erlenda banka.

Til að fá gleggri mynd af raunverulegri breytingu á gjaldeyriseign Glitnis má leggja saman breytingar í stundarviðskiptum, framvirkum viðskiptum og valréttarviðskiptum og er niðurstaðan sýnd á mynd 18. Þar sést að heildareign bankans í erlendum gjaldeyri helst nokkurn veginn í jafnvægi allt árið 2007 en eykst heldur á fyrri hluta ársins 2008 þegar eftirspurn eftir lausafé á mörkuðum er að aukast og aðstæður taka að þrengjast á lánsfjármörkuðum. Þegar líða tekur á sumarið 2008 dregur aftur úr heildargjaldeyriseign bankans.

13.5.3 Landsbankinn

Líkt og hinir bankarnir jók Landsbankinn jákvæða stöðu sína í erlendum gjaldeyri töluvert árin 2007 og 2008. Eins og sjá má á mynd 19 voru eignir bankans í erlendum gjaldeyri umfram skuldir hans um mitt ár 2007 rétt um 5% af eigin fé bankans. Hlutfallið óx svo jafnt og þétt þaðan í frá og sveiflaðist

í kringum 60% af eigin fé á árinu 2008 fram til hruns bankans. Þegar skipting gjaldeyrisjöfnuðarins er skoðuð sést að aukningin verður samfara því að úr neikvæðri nústöðu bankans dregur og er nústaðan orðin jákvæð á fyrri hluta ársins 2008. Þetta kann að endurspegla að bankinn hafi kosið í auknum mæli að eiga gjaldeyriseignir sínar í erlendu lausafé og þannig leitast við að draga úr gjaldeyrisskiptasamningum við önnur félög, en með gjaldeyrisskiptasamningum er erlendur gjaldeyrir látinn af hendi í skiptum fyrir íslenskar krónur og er þar með bundinn út samningstímann.

13.5.3.1 Gjaldeyrisviðskipti Landsbankans

Á mynd 21 má sjá nettó kaup bankans á erlendum gjaldeyri í stundarviðskiptum, uppsafnað frá árslokum 2006, þ.e. kaup bankans umfram sölu á gjaldeyri frá þeim tímapunkti. Jafnframt eru viðskiptin greind eftir mótaðilum Landsbankans. Þegar stundarviðskipti bankans eru skoðuð sést, eins og áður hefur komið fram, að bankinn veitir töluverðu magni af gjaldeyri inn á innlendan millibankamarkað með krónur. Einnig vekur athygli að bankinn kaupir gjaldeyri fyrst og fremst af erlendum aðilum og er það í töluvert meira mæli heldur en hinir bankarnir. Því má leiða að því líkur að flæði gjaldeyris inn í landið hafi að miklu leyti verið í gegnum Landsbankann. Fyrir því gætu verið ýmsar ástæður, t.a.m. að útflutningsfyrirtæki hafi í nokkrum mæli verið í viðskiptum við bankann og selt honum hluta af erlendum tekjum sínum fyrir íslenskar krónur.

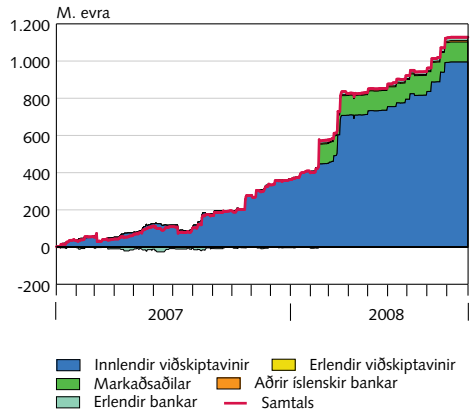
Önnur ástæða gæti svo verið innlánasöfnun bankans erlendis, þá bæði söfnun heildsöluinnlána og söfnun smásöluinnlána, það er á hinum svokölluðu Icesave reikningum. Aðspurður um ráðstöfun þess erlenda gjaldeyris sem bankinn safnaði á erlendum innlánsreikningum sagði Jón Þorsteinn Oddleifsson, forstöðumaður fjárstýringar Landsbankans, í skýrslu sinni fyrir rannsóknarnefnd Alþingis: „[…] það mun væntanlega koma þér á óvart því að það fer mikið út í gegnum gjaldeyrismarkað.“[19] Þannig mun sá gjaldeyrir sem Landsbankinn safnaði í innlánum að miklu leyti hafa verið seldur fyrir íslenskar krónur á innlendum gjaldeyrismarkaði og þannig mætt hluta af þörf bankakerfisins fyrir erlendan gjaldeyri.

Þegar samanlögð stundarviðskipti bankans eru svo skoðuð sést að stöðugt útflæði er á gjaldeyri allt fram til fyrstu mánaða ársins 2008 þegar um 1 milljarður evra er keyptur á nokkurra mánaða tímabili. Stundarviðskiptin haldast svo nokkurn veginn í jafnvægi fram að falli bankanna í október árið 2008.

Eins og áður segir er nauðsynlegt að bera stundarviðskiptin saman við framvirk gjaldeyriskaup bankans og valréttarsamninga. Á mynd 22 sést að bankinn er nettó kaupandi að erlendum gjaldeyri framvirkt allt árið 2007 en frá upphafi ársins 2008 haldast bæði kaup og sala nær óbreytt. Sömuleiðis aukast valréttarviðskipti yfir allt tímabilið eins og sést á mynd 23. Landsbankinn gerði nær eingöngu valréttarsamninga við innlenda viðskiptavini sína.

Mynd 24 sýnir svo heildarstöðubreytingu Landsbankans á gjaldeyrismarkaði, þ.e. samanlögð stundarviðskipti, framvirk viðskipti og valréttarviðskipti. Þar má glögglega sjá að jafnvægi er á milli kaupa og sölu bankans á gjaldeyri allt árið 2007. Við upphaf ársins 2008, þegar lausafjárkreppan ágerist og þörf bankanna fyrir gjaldeyri til þess að standa við skuldbindingar sínar eykst, fer

Mynd 23
Valréttir Landsbankans
Evrur

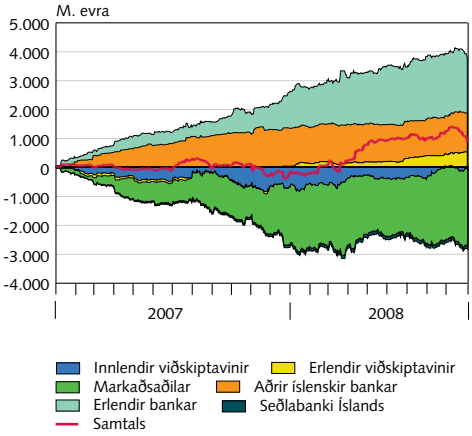


Heimild: Seðlabanki Íslands.

„Flæðið hjá okkur er alltaf þannig að flæðið er alltaf út. Ef þú skoðar flæðið frá Landsbankanum þá erum við alltaf „nettó-providers“ [veitendur] á gjaldeyri, alveg endalaust.“

Skýrsla Sigurjóns Þ. Árnasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. ágúst 2009, bls. 21.

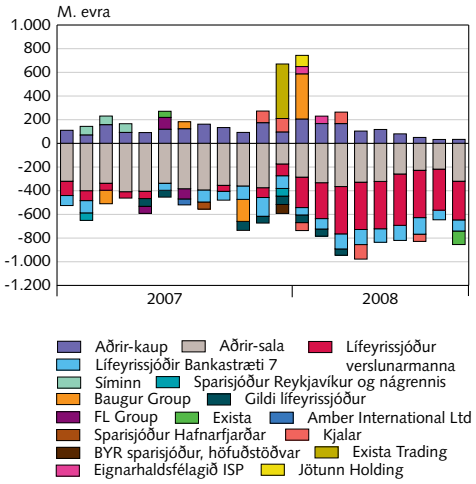
Mynd 24
Stundarviðskipti, framvirkir samningar og valréttir Landsbankans
Evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

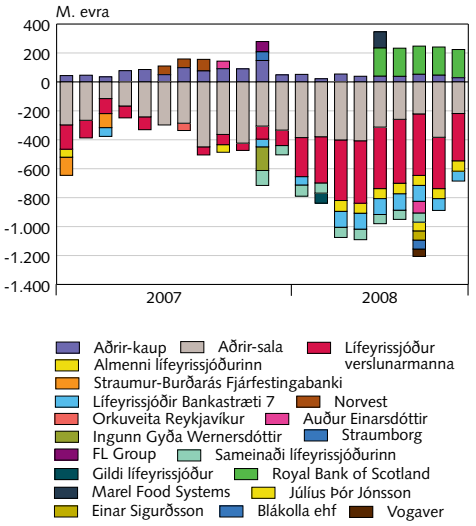
19. Skýrsla Jóns Þorsteins Oddleifssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. ágúst 2009, bls. 80–81.

Mynd 25
Framvirkir gjaldeyrissamningar viðskiptavina Kaupþings



Heimild: Kaupþing banki hf.

Mynd 26
Framvirkir gjaldeyrissamningar viðskiptavina Glitnis



Heimild: Glitnir banki hf.

bankinn hins vegar að auka kaup sín á markaði talsvert og kaupir samtals um 1 milljarð evra fram til október 2008.

13.6 Viðskipti annarra aðila

Hér verður veitt yfirsýn yfir gjaldeyrisviðskipti íslensku viðskiptabankanna við stærstu viðskiptavini sína á athugunartímabilinu og jafnframt verður metin hlutdeild þessara viðskiptavina í veltu á innlendum gjaldeyrismarkaði. Myndir 25–27 sýna stöðu allra framvirkra gjaldeyrissamninga, í lok mánaðar, sem bankarnir gerðu við viðskiptavini sína þar sem erlendum gjaldeyri var skipt fyrir íslenskar krónur (þ.e. ekki eru teknir með samningar þar sem ein erlend mynt er seld fyrir aðra erlenda mynt). Jákvætt gildi á myndunum táknar að viðskiptavinur bankans skuli afhenda íslenskar krónur á gjalddaga samningsins og fá í staðinn erlendan gjaldeyri, þ.e. viðskiptavinurinn kaupir gjaldeyri framvirkt. Að sama skapi táknar neikvætt gildi að viðskiptavinurinn skuli afhenda erlendan gjaldeyri á gjalddaga og fá í staðinn afhentar íslenskar krónur (viðskiptavinur tekur stöðu með innlendum gjaldmiðli). Sú leið var valin að umreikna allar upphæðir yfir í evrur óháð því hvaða gjaldmiðlakrossa var um að ræða og var við þann útreikning tekið mið af gengi þess dags er samningurinn var gerður. Það viðmið var haft að nafngreina þá aðila sem höfðu heildarstöðu framvirkra samninga jákvæða, eða neikvæða, um 50 milljónir evra eða meira.

Þegar framvirkir gjaldeyrissamningar Kaupþings eru skoðaðir sést að á heildina litið er neikvæð staða viðskiptavina bankans jafnan öllu hærri heldur en jákvæð staða, þ.e. viðskiptavinir Kaupþings eru heldur að taka stöðu með krónunni. Þegar staða einstakra aðila er skoðuð sést að það eru fyrst og fremst íslenskir lífeyrissjóðir sem selja gjaldeyri framvirkt en á kauphliðinni eru stærstu aðilarnir Exista Trading ehf., Kjalar hf., Baugur Group hf., Jötunn Holding ehf. og Eignarhaldsfélagið ISP ehf. Samningar þessara félaga eru gerðir í desember 2007 og janúar 2008 og kunna þeir, a.m.k. að hluta til, að skýra umsvifamikil kaup Kaupþings á gjaldeyri í stundarviðskiptum á þessu tímabili. Bankinn hefur því líklega verið að kaupa erlendan gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði til að verja gjaldeyrisjöfnuð sinn gagnvart þessum framvirku samningum. Nánar verður fjallað um viðskipti þessara félaga hér á eftir.

Staða framvirkra gjaldeyrissamninga viðskiptavina Glitnis er birt á mynd 26 og svipar um margt til stöðunnar í Kaupþingi. Eins og áður eru það íslenskir lífeyrissjóðir sem eru umsvifamestir í sölu á gjaldeyri framvirkt auk nokkurra fyrirtækja og einstaklinga, t.d. FL Group. Kauphliðin er svo talsvert lægri en söluhliðin. Stærsti kaupandi gjaldeyris framvirkt er Royal Bank of Scotland sem keypti um 200 milljónir evra framvirkt í maí 2008.

Á mynd 27 er að lokum birt yfirlit yfir framvirka gjaldeyrissamninga viðskiptavina Landsbankans. Á söluhliðinni er Gildi - lífeyrissjóður með hæstu stöðuna að jafnaði en einnig eru Stapi lífeyrissjóður og Lífeyrissjóðir Bankastræti 7 með talsverð viðskipti. Á kauphliðinni má helst nefna viðskipti hinna viðskiptabankanna tveggja, Kaupþings og Glitnis, sem og viðskipti Landsbankans í Lúxemborg.

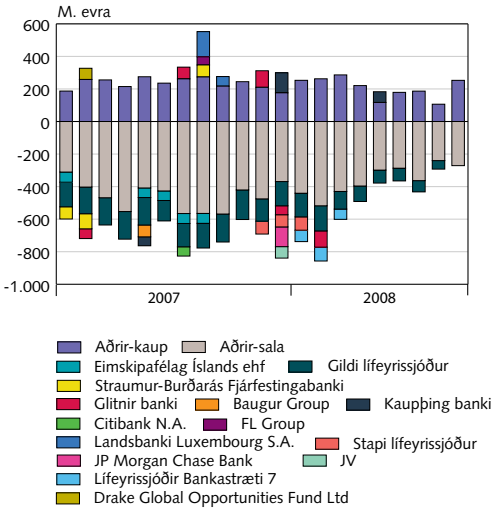
Yfirlitsmyndir 25–27 hafa leitt tvennt í ljós sem vert er að kanna nánar. Annars vegar voru lífeyrissjóðir landsins í umsvifamiklum gjaldeyrisviðskiptum, og voru þá jafnan að selja gjaldeyri framvirkt. Hins vegar sjást aukin

umsvif í framvirkum gjaldeyriskaupum nokkurra viðskiptavina Kaupþings um áramót 2007/2008. Nánar er fjallað um gjaldeyrisviðskipti lífeyrissjóðanna í kafla 13.6.1 en hér á eftir verða greind gjaldeyrisviðskipti þeirra fimm félaga sem voru umsvifamest í framvirkum gjaldeyriskaupum í Kaupþingi um áramótin 2007/2008. Félögin fimm eru Exista hf., Kjalar hf., Baugur Group hf., Jötunn Holding ehf. og Eignarhaldsfélagið ISP ehf. Exista og Kjalar voru meðal stærstu eigenda Kaupþings. Myndir 28–32 sýna gjaldeyrisviðskipti fyrrgreindra félaga. Farin er sú leið að leggja saman fyrir hvern mánuð öll kaup, eða sölur, á gjaldeyri í framvirkum samningum eða stundarviðskiptum og sýnir vinstri ás myndarinnar heildarupphæð þessara viðskipta. Dagsetning kaupa, eða sölu, í framvirkum samningum miðast við upphafsdag samningstímabilsins og því gefa þessar myndir ekki yfirlit yfir tímalengd þessara framvirku samninga. Á hægri ás má aftur á móti lesa stöðu allra gjaldeyrisskiptasamninga sem félagið gerði við íslensku bankana í lok hvers mánaðar sem og uppsöfnuð kaup, eða sölu, félagsins á gjaldeyri í gegnum framvirk viðskipti og stundarviðskipti frá ársbyrjun 2007. Leiða má að því líkur að gjaldeyrisskiptasamningar hafi í mörgum tilvikum verið gerðir til að framlengja áður gerða framvirka samninga og því gæti staða gjaldeyrisskiptasamninga félags gefið góða mynd af stöðu félagsins í erlendum gjaldeyri.

Á mynd 28 gefur að líta yfirlit yfir gjaldeyrisviðskipti Exista hf.[20] Athygli vekur að félagið kaupir umtalsvert magn af gjaldeyri, eða samtals rúmlega milljarð evra, í framvirkum viðskiptum í apríl 2007.[21] Þessi upphæð nam á þeim tíma um fjórðungi af mánaðarlegri veltu á gjaldeyrismarkaði. Svo virðist sem þessi staða hafi verið framlengd í gjaldeyrisskiptasamningum allt fram til október 2008 þegar félagið seldi um 1,3 milljarða evra í stundarviðskiptum við Kaupþing. Einnig vekur athygli að félagið kaupir jafnvirði um 500 milljóna evra af gjaldeyri í desember 2007 í gegnum framvirk viðskipti við Kaupþing. Mun það að stórum hluta skýra mikil viðskipti Kaupþings á millibankamarkaði með gjaldeyri þann mánuðinn en bankinn mun hafa þurft að sækja sér varnir gagnvart stöðu Exista í framvirka samningnum. Þegar kemur fram í október 2008 selur svo Exista sem nemur rúmlega öllum þeim gjaldeyri sem félagið hafði keypt frá ársbyrjun 2007 og fer stærstur hluti þeirra viðskipta fram 21. október 2008 þegar um 1.244 milljónir evra eru seldar á genginu 150,5 kr., 1.135 milljónir japanskra jena seldar á genginu 1,176 kr. og tæpar 52 milljónir Bandaríkjadala á genginu 114,02 kr. Þegar litið er til afkomu félagsins vegna þeirra gjaldeyrisviðskipta sem það átti við Kaupþing frá upphafi árs 2007 og fram til loka október 2008 metur rannsóknarnefnd Alþingis hagnað Exista af viðskiptunum upp á tæpa 90 milljarða íslenskra króna og er þá miðað við skráð gengi hverra viðskipta í gagnasafni Kaupþings og miðað við að gjaldeyriseign félagsins sé engin við upphaf og lok tímabilsins.

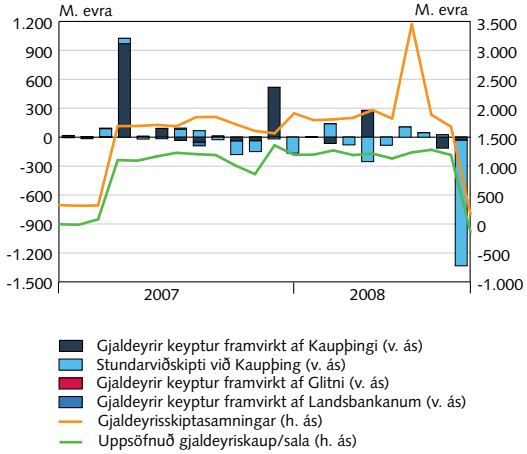
Mynd 29 sýnir gjaldeyrisviðskipti Kjalars hf. frá ársbyrjun 2007 og fram til loka september 2008. Þar má sjá að félagið selur töluvert magn af gjaldeyri bæði í framvirkum viðskiptum og stundarviðskiptum í júní og september 2007. Í nóvember 2007 kaupir félagið hins vegar gjaldeyri framvirkt að jafn-

Mynd 27
Framvirkir gjaldeyrissamningar viðskiptavina Landsbankans



Heimild: Landsbanki Íslands hf.

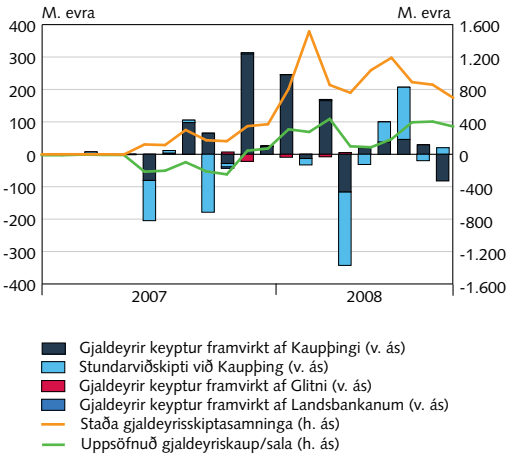
Mynd 28
Gjaldeyrisviðskipti Exista



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

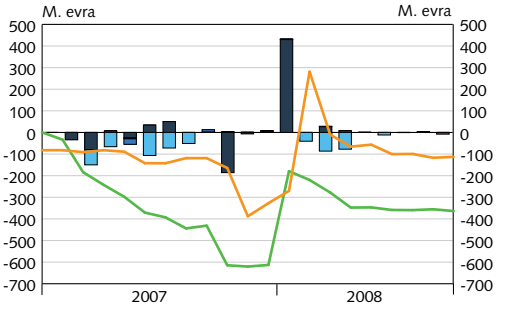
20. Raunar er ekki greint á milli gjaldeyrisviðskipta Exista hf. og dótturfélagsins Exista Trading ehf. sem er að fullu í eigu Exista hf. skv. hluthafaskrá RSK. Litið er á viðskipti þessara félaga sem eina heild.
21. Rannsóknarnefnd Alþingis kannaði hvort þessi stóri framvirki samningurinn gæti verið framlenging á eldri samningum, en þar sem engin stundarviðskipti áttu sér stað sama dag að þessu magni má gera ráð fyrir að svo sé ekki.

Mynd 29
Gjaldeyrisviðskipti Kjalar



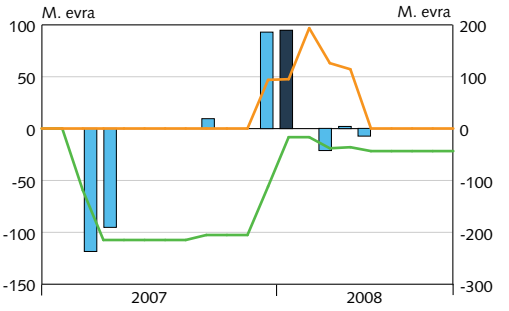
Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 30
Gjaldeyrisviðskipti Baugs



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 31
Gjaldeyrisviðskipti Jötuns Holding



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

virði 309 milljóna evra, í janúar 2008 kaupir það jafnvirði 245 milljóna evra framvirkt og í mars kaupir Kjalar gjaldeyri sem nemur um 165 milljónum evra. Á tímabilinu frá nóvember 2007 og fram til mars 2008 eykur Kjalar því gjaldeyriseignir sínar um sem nemur um 682 milljónum evra í viðskiptum sínum við íslensku bankana. Í apríl 2008 selur Kjalar svo samtals um 342 milljónir evra í framvirkum viðskiptum og stundarviðskiptum við Kaupþing en byggir svo aftur upp stöðu sína næstu mánuði á eftir og allt fram til hruns bankanna. Við lok tímabilsins hafði Kjalar því keypt samtals um 352 milljónir evra í gjaldeyrisviðskiptum sínum við íslensku bankana og staða gjaldeyrisskiptasamninga var þá tæpar 705 milljónir evra. Þessir samningar voru á gjalddaga í fyrri hluta október. Sé litið til afkomu félagsins í íslenskum krónum vegna gjaldeyrisviðskipta þess við Kaupþing einvörðungu, en Kjalar átti umfangsmestu viðskipti sín við þann banka, metur rannsóknarnefnd Alþingis það svo að félagið hafi varið tæpum 53 milljörðum króna til gjaldeyrisviðskipta í Kaupþingi á tímabilinu öllu en virði gjaldeyriseigna félagsins við lok september 2008 er metið á rúman 51 milljarð króna. Því hefur hlotist tap af viðskiptunum upp á tæpa tvo milljarða íslenskra króna í lok september en gera má ráð fyrir að hagnaður hafi aukist heldur í kjölfar falls krónunnar sem átti sér stað í október 2008. Til samanburðar við gjaldeyriseignir félagsins má nefna að erlendar skuldir Kjalars hf. við íslensku bankana námu um 515 milljónum evra þann 30. september 2008 og því mun uppgjör á útistandandi gjaldeyrissamningum þeim sem félagið átti í Kaupþingi við hrun hafa mikil áhrif á afkomu félagsins.[22]

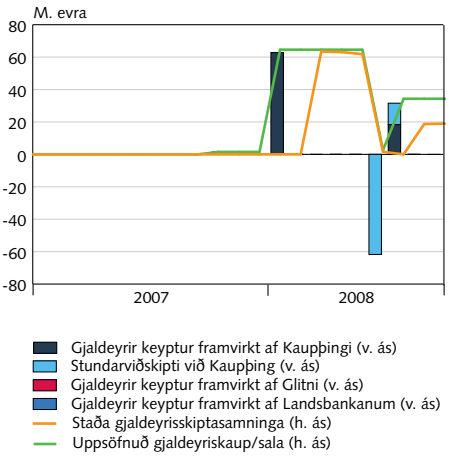
Myndir 30–32 sýna gjaldeyrisviðskipti Baugs Group hf., Jötuns Holding ehf. og Eignarhaldsfélagsins ISP ehf. Jötunn Holding var að 47% í eigu Baugs, 35% í eigu WCC Iceland og 18% í eigu Fons. Eignarhaldsfélagið ISP ehf. var árið 2007 að fullu í eigu Ingibjargar Stefaníu Pálmadóttur.[23] Sérstaka athygli rannsóknarnefndar Alþingis vekja kaup þessara félaga á gjaldeyri í framvirkum viðskiptum eða stundarviðskiptum á tímabilinu frá nóvember 2007 til janúar 2008. Á því tímabili keyptu þessi félög samtals um 680 milljónir evra. Þar af keypti Eignarhaldsfélagið ISP ehf. um 62,8 milljónir evra í framvirkum viðskiptum við Kaupþing í janúar 2008 eða fyrir um 6 milljarða íslenskra króna. Í júní sama ár selur félagið svo megnið af þeim gjaldeyri sem keyptur hafði verið, eða jafnvirði um 61,7 milljóna evra, í stundarviðskiptum við sama banka. Þar sem gengi krónunnar hafði þá fallið verulega var mikill hagnaður af viðskiptunum í íslenskum krónum en stundarviðskiptin voru upp á um 7,9 milljarða króna. Því metur rannsóknarnefnd Alþingis hagnað Eignarhaldsfélagsins ISP ehf. af umræddum viðskiptum á um 1,9 milljarða íslenskra króna.

Greining sú sem fram fór hér að ofan á gjaldeyrisviðskiptum fimm íslenskra félaga hefur leitt í ljós umfangsmikil gjaldeyriskaup þeirra á tímabilinu frá nóvember 2007 til janúar 2008. Á umræddu tímabili keyptu þessi félög samtals um 1.392 milljónir evra í framvirkum viðskiptum og stundarviðskiptum við íslensku bankana og kemur fram að mikill meirihluti þess gjaldeyris var keyptur af Kaupþingi. Áður hefur komið fram í þessum kafla að Kaupþing keypti umtalsvert magn af erlendum gjaldeyri á innlendum

22. Heimild: Lánabók Kaupþings.
23. Heimild: Hluthafaskrá RSK.

gjaldeyrismarkaði og urðu þau viðskipti tilefni þess að Seðlabanki Íslands fór fram á það við Fjármálaeftirlitið að það kannaði ástæður umræddra viðskipta. Gera má ráð fyrir að stór hluti þessara viðskipta bankans hafi verið ætlaður til varna gagnvart framvirkum samningum ofangreindra félaga en þó kemur fram í umfjöllun um viðskipti Kaupþings hér að ofan að bankinn bætti einnig heldur við eigin stöðu. Það vekur athygli rannsóknarnefndar Alþingis hversu miklar stöður gegn íslensku krónunni umræddir viðskiptavinir bankans tóku á tiltölulega stuttu tímabili miðað við fyrri viðskipti þeirra flestra. Þegar litið er til lánabókar Kaupþings virðist einungis eitt af þessum félögum, það er Exista, hafa aukið erlenda skuldastöðu sína á sama tíma og þessir framvirku samningar voru gerðir. Ekki er þó hægt að útiloka að hin félögin hafi gert það á öðrum vettvangi.

Mynd 32
Gjaldeyrisviðskipti Eignarhaldsfélags ISP



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

13.6.1 Gjaldeyrisvarnir stærstu lífeyrissjóða landsins

Við skoðun á gjaldeyrisviðskiptum bankanna þriggja hefur komið í ljós að umsvif íslenskra lífeyrissjóða voru talsverð í slíkum viðskiptum. Lífeyrissjóðirnir hafa allir heimild til þess að verja ákveðnum hluta af fjármunum sínum í erlendar fjárfestingar, svo sem til kaupa á erlendum hlutabréfum eða skuldabréfum. Kjósi sjóðstjórar viðkomandi lífeyrissjóðs að nýta þessa heimild ber sjóðurinn, eðli málsins samkvæmt, áhættu vegna hugsanlegra gengisbreytinga íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Styrkist gengi krónunnar lækka viðkomandi eignir í verði í krónum talið en hækka í verði ef krónan veikist. Þar sem tekjur og útgjöld lífeyrissjóða eru í íslenskum krónum getur þótt æskilegt að minnka þessa áhættu án þess þó að draga úr möguleikum sjóðsins til að ná fram ákjósanlegri áhættudreifingu á erlendum fjármálamörkuðum. Lífeyrissjóðir hafa því í auknum mæli gert framvirka gjaldeyrissamninga þar sem skuldbindingin er að ákveðið magn af gjaldeyri er selt fyrir íslenskar krónur á gjalddaga samningsins. Þannig tryggðu lífeyrissjóðirnir sér ákveðið verð á íslenskum krónum fram í tímann, án þess að selja erlend verðbréf sín, og því hafa gengisbreytingar íslensku krónunnar ekki áhrif á afkomu sjóðsins að því er varðar þá upphæð sem samningurinn kveður á um. Það er svo matsatriði að hve miklu leyti heppilegt er að verja erlendar eignir á þennan hátt og þarf það mat að taka mið af útgjöldum sjóðsins til sjóðfélaga sinna sem og langtímafjárfestingastefnu sjóðsins.

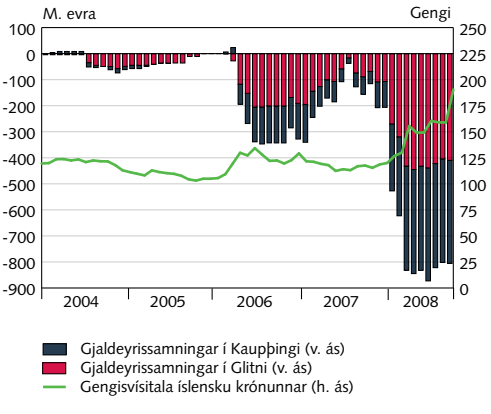
Rannsóknarnefnd Alþingis tók til skoðunar gjaldeyrisviðskipti þriggja stærstu lífeyrissjóða landsins, þ.e. Lífeyrissjóðs verslunarmanna, Gildis - lífeyrissjóðs og Lífeyrissjóða Bankastræti 7, en Lífeyrissjóðir Bankastræti 7 er sameiginlegt rekstrarfélag Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga.

Mynd 33 sýnir stöðu framvirkra gjaldeyrissamninga Lífeyrissjóðs verslunarmanna (hér eftir LV) við Kaupþing, Glitni og Landsbankann. Glögglega sést að þegar krónan veikist gagnvart erlendum gjaldmiðlum eykst staða framvirkra samninga sjóðsins í kjölfarið en minnka svo aftur þegar krónan tekur að styrkjast. Sérstaklega er aukningin mikil í upphafi ársins 2008 þar sem lífeyrissjóðurinn fjórfaldar skuldbindingar sínar um að skila inn evrum fyrir krónur á fyrsta ársfjórðungnum. Þar sem samningarnir eru sýndir í evrum þá á þessi aukning ekki rætur að rekja til gengislækkunar krónunnar, heldur er lífeyrissjóðurinn að auka gjaldmiðlavarnir sínar á þessum tíma. Staðan nær þannig hámarki í um 870 milljónum evra í lok júní árið 2008 en

„[…] þetta er svona, ég held að þetta sé svona eitt mesta leyndarmálið inni á íslenskum markaði í dag, hvað þarna … hvað þessi, hver staðan raunverulega er. En ég held að t.d. staða þessara íslensku lífeyrissjóða sé, þeir séu ekki að reikna rétt þær skuldbindingar sem þeir eru með og það séu einhverjir draumar í gangi um að það sé samið um gengið […].“

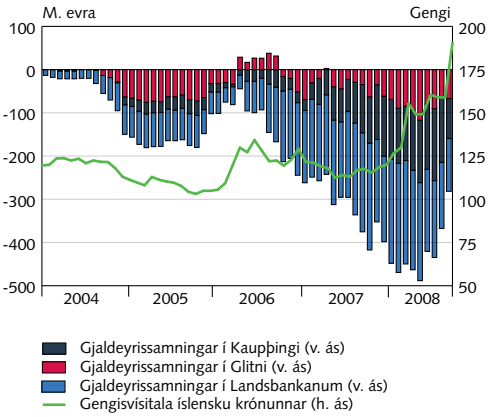
Skýrsla Hreiðars Más Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. júlí 2009, bls. 90–94.

Mynd 33
Framvirkir gjaldeyrissamningar
Lífeyrissjóðs verslunarmanna



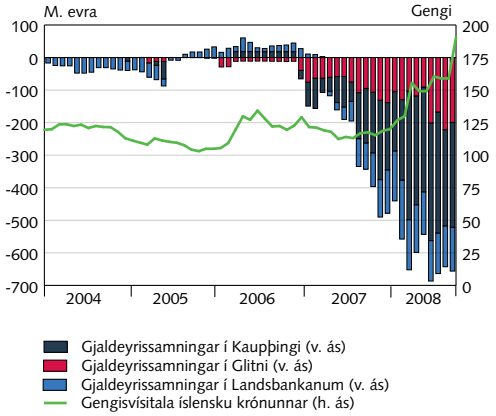
Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 34
Framvirkir gjaldeyrissamningar Gildis lífeyrissjóðs



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

Mynd 35
Framvirkir gjaldeyrissamningar
Lífeyrissjóða Bankastræti 7



Heimild: Kaupþing banki hf, Glitnir banki hf, Landsbanki Íslands hf.

„Okkar markmið var það að vera með þetta að jafnaði 50% en þó þannig að þegar krónan er sterk þá minnkar hlutfallið og þegar hún er veik þá eykurðu það. Síðan er það líka þannig í þessum viðskiptum að þar sem þú raunverulega selur gjaldeyrinn framvirkt og kaupir krónur þá hagnastu líka á vaxtamun milli Íslands og annarra landa og auðvitað spilaði það líka inn í þessa ákvörðun okkar. Þetta gekk ágætlega frá 2001 til 2007, og raunverulega fram í mars 2008 þegar forsendur fyrir skráningu krónunnar, að okkar mati, bara brustu. Sjálfsagt hefur það ýmislegt með hegðun bankanna frá þeim tíma að gera."

Skýrsla Hauks Hafsteinssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 22. september 2009, bls. 24.

stendur í um 805 milljónum evra við hrun bankanna. Til samanburðar voru erlendar fjárfestingar LV um 920 milljónir evra í upphafi árs 2008.[24] Forstjóri LV lýsir tilgangi samninganna þannig:

„[…] hugsunin var sú að verja bara þeim mun meiri, stærri hluta stabbans eftir því sem að krónan veiktist. Þannig að varnirnar voru auknar eftir því sem að krónan veiktist. Varnirnar voru sáralitlar þegar krónan var sterkust. Þannig að menn vildu festa inni gengisávinninginn þegar að erlendu eignirnar voru að hækka vegna veikingar krónu."[25]

Mynd 34 sýnir stöðu gjaldeyrissamninga Gildis - lífeyrissjóðs frá ársbyrjun 2004 og fram að hruni bankanna. Líkt og í tilfelli LV breytist staðan nokkuð með breytingum á gengisvísitölu krónunnar. Framvirk staða Gildis virðist almennt hækka þegar gengi íslensku krónunnar tekur að styrkjast gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Neikvæð framvirk staða sjóðsins nær þannig hámarki í lok október 2007 og í lok febrúar 2008 og er þá um 285 milljónir evra, en við hrun er staðan í rúmlega 100 milljónum evra. Sé einnig litið til stöðu gjaldeyrisskiptasamninga, sem geta í sumum tilfellum verið notaðir til þess að framlengja framvirka samninga, nær staðan hámarki í um 488 milljónum evra í lok maí árið 2008. Í árslok 2007 námu erlendar fjárfestingar Gildis -lífeyrissjóðs um 700 milljónum evra.[26]

Staða gjaldeyrissamninga Lífeyrissjóða Bankastræti 7 er birt á mynd 35. Þar sést að staða samninganna helst tiltölulega lág allt fram til ársins 2007 þegar staða framvirkra samninga og skiptasamninga hækkar talsvert. Þannig nær neikvæð heildarstaða framvirkra samninga sjóðsins hámarki í lok mars 2008 og er hún þá neikvæð upp á um 300 milljónir evra en við hrun bankanna er hún neikvæð um tæplega 179 milljónir evra. Sé einnig lögð við neikvæð staða gjaldeyrisskiptasamninga sjóðsins þá nær staðan hámarki í lok júní 2008 og er þá neikvæð um tæplega 687 milljónir en var neikvæð um rúmlega 656 milljónir evra við fall bankanna. Í sameinuðum ársreikningi Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga fyrir árið 2007 kemur fram að um áramótin hafi erlendar eignir sjóðsins numið rétt rúmum 700 milljónum evra.

Framkvæmdastjóri hjá Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins sagði að gerð samninga til að verja erlendar eignir gegn gjaldmiðlahreyfingum hefði verið hluti af stefnu sjóðsins. „Stefna okkar var að vera með varnarhlutfallið um 50% en við vorum hins vegar með svigrúm niður í núll og upp í 70% og við sérstakar aðstæður þess vegna alveg upp í 100%."[27]

13.7 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis

Allir stóru bankarnir þrír tóku að verja eiginfjárhlutfall sitt gagnvart gengisbreytingum íslensku krónunnar í auknum mæli síðustu tvö árin fyrir hrun bankanna, enda var æ stærri hluti af bæði eignum og skuldum þeirra í erlendum gjaldmiðlum. Má ætla, samanber gögn sem birt eru í kafla 8.0, að erlendar eignir bankanna hafi að miklu leyti verið lánveitingar til innlendra fyrirtækja í erlendum myntum. Auknar lánveitingar til einstaklinga í erlend-

24. Ársreikningur Lífeyrissjóðs verslunarmanna fyrir árið 2007.
25. Skýrsla Þorgeirs Eyjólfssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 31.
26. Ársreikningur Gildis – lífeyrissjóðs.
27. Skýrsla Hauks Hafsteinssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 22. september 2009, bls. 23.

um myntum komu þar líka við sögu, og var breytingin í raun meiri á þeim markaði eins og fram kemur í kafla 8.0, þar sem lánveitingar í erlendum myntum til einstaklinga jukust allverulega á tímabilinu frá 2006 og fram að falli bankanna. Með þessu var í raun verið að flytja myntáhættu, sem skapaðist vegna fjármögnunar bankanna erlendis, frá þeim yfir á einstaklinga. Ef svo horfði við að þessir einstaklingar voru ekki með tekjur í erlendri mynt er hætta á að gengisáhættan hafi í raun enn verið til staðar hjá bönkunum en þá sem útlánaáhætta.

Framvirkir samningar voru einnig mikið nýttir til að auka erlenda eign bankanna umfram erlendar skuldir. Þá má helst nefna samninga við jöklabréfaútgefendur og lífeyrissjóði sem hvorir tveggja gerðu framvirka samninga sem skila áttu krónum á gjalddaga.

Það vakti athygli rannsóknarnefndarinnar að á því tæpa tveggja ára tímabili sem hér var til skoðunar var Kaupþing stór nettó kaupandi gjaldeyris á millibankamarkaði á meðan Landsbanki Íslands veitti miklu magni gjaldeyris út á markaðinn. Eins og fram kemur í kaflanum var Kaupþing ekki eingöngu að kaupa fyrir eigin reikning heldur einnig í miklum mæli fyrir hönd stærstu viðskiptavina sinna.

Frá því í nóvember 2007 og fram í janúar 2008 keyptu fimm innlend fyrirtæki, það er Exista, Kjalar, Baugur og tvö félög tengd Baugi, 1.392 milljónir evra í framvirkum samningum og stundarviðskiptum við íslensku bankana. Meirihluti þess gjaldeyris var keyptur af Kaupþingi. Þetta vekur óneitanlega athygli sérstaklega í ljósi þess að viðskiptin voru mjög umfangsmikil miðað við fyrri viðskipti flestra þessara fyrirtækja.

Sú staðreynd að afleiddur vaxtamunur á gjaldmiðlaskiptamarkaðnum fór niður í núll í mars 2008 var skýrt merki um þann verulega skort á erlendum gjaldeyri sem til staðar var hér á landi. Boðið var upp á að ávaxta evrur nánast á krónuvöxtum sem hefði undir öllum venjulegum kringumstæðum átt að leiða til mikils innflæðis gjaldeyris. Þetta varð ekki. Krónan féll á hinn bóginn þegar erlendir aðilar tóku krónur sínar í auknum mæli út úr bönkunum þar sem afleiddir vextir á þeim voru orðnir þeir sömu og evruvextir. Þessum krónum var síðan skipt í evrur, sem leiddi til falls íslensku krónunnar. Seðlabanki Íslands reyndi að stemma stigu við þessari þróun með útgáfu innstæðubréfa og telja má líklegt að það hafi að einhverju leyti spornað við frekara falli krónunnar.

Lífeyrissjóðir landsins voru vel varðir fyrir hreyfingum krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Það vekur athygli að þessar varnir jukust þegar krónan veiktist sem gefur til kynna að þessu hafi verið stýrt á virkan hátt í stað þess að ákveðið fast hlutfall erlendu eignarinnar hafi verið varið. Ummæli stjórnenda sjóðanna skjóta einnig stoðum undir þá ályktun. Það er því ljóst að þessir lífeyrissjóðir væntu þess að íslenska krónan ætti eftir að styrkjast. Gildi og Lífeyrissjóður verslunarmanna höfðu allt að 90% af erlendum eignum sínum varin á árinu 2008. Það er vert að benda á að lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar og þessir varnarsamningar, hvort sem þeir voru framvirkir gjaldeyrissamningar eða gjaldmiðlaskiptasamningar, voru yfirleitt til skamms tíma. Við slíkar aðstæður myndast mótaðilaáhætta meðal annars, sem getur falið í sér að lífeyrissjóðirnir verða að innleysa samningana þegar þeir eru ekki að flytja erlendan gjaldeyri inn í landið. Þetta var í raun það sem gerðist í október 2008 en þá stóðu lífeyrissjóðirnir frammi fyrir því að þeir gætu neyðst til að gera upp gjaldmiðlaskiptasamninga á mjög óhagstæðu gengi án þess að tímabært væri að leysa inn stóra hluta erlendu eignanna.

„If the risk is to be hedged it should be done in the long term - that is multiple year. However the fund is mad if it takes the credit risk of a financial institution at these horizons. So the optimal route for the fund is to replicate the put option by trading arrangements. Short term hedging which is rolled over regularly is actually very expensive."

Con Keating, sérfræðingur hjá Brighton Rock Insurance sem býður lífeyrissjóðslausnir.

„The current value of future contributions far exceeds the value of the present fund or endowment. You have to be concerned with future prices at which you can invest - and you prefer those (contra-intuitively) to be low. If the foreign currency goes up and foreign investments become more expensive then you buy domestic ISK investments. If the foreign currency goes down, then you are buying more of the foreign. This rebalances the portfolio rather well over time. The short term fluctuations in the scheme's current values really don't matter."

Con Keating, sérfræðingur hjá Brighton Rock Insurance sem býður lífeyrissjóðslausnir.

„If you hedge and nothing happens you have incurred a cost for no gain. If you hedge and the foreign currency goes down, you win twice over - the hedge pays off and you have lower prices at which to invest new funds. If you hedge and the foreign currency goes up - you have a cost incurred again and you have worse terms on which to invest new money. Hedging is actually leveraging you."

Con Keating, sérfræðingur hjá Brighton Rock Insurance sem býður lífeyrissjóðslausnir.

Rannsóknarnefnd Alþingis aflaði álits erlends sérfræðings á því hvort lífeyrissjóðir ættu almennt að verja erlendar eignir sínar. Svar sérfræðingsins má sjá hér til hliðar. Það felur í sér að almennt sé ekki hægt að mæla með skammtímavörnum á langtímaeignir. Þegar litið væri til þess að íslensku lífeyrissjóðirnir væru enn að auka við eignir sínar, bæði innlendar og erlendar, benti erlendi sérfræðingurinn á að mikilvægt væri að horfa til þess hvort erlendu fjárfestingarnar væru „ódýrar" í krónum talið. Það er ef virði krónunnar eykst þá yrði erlend fjárfesting ódýr í krónum og þá ætti að auka við hana, en öfugt ef virði krónunnar minnkar. Því ætti að auka erlendar fjárfestingar þegar krónan er sterk. Sú stefna næst fram t.d. með því að hafa fast hlutfall eigna í erlendum myntum. Benti hann á að skammtímasveiflur á verðmæti eignanna skipti í raun ekki máli. Skoðanir á því hvort lífeyrissjóðir eigi að verja erlendar eignir sínar fyrir gjaldeyrissveiflum eru mismunandi, en hvað sem því líður telur rannsóknarnefnd Alþingis það umhugsunarvert að þeir þrír lífeyrissjóðir sem kannaðir voru hafi aukið varnir þegar krónan tók að veikjast sem bendir til þess að sjóðirnir, sem eiga að vera með langtímafjárfestingarmarkmið, hafi verið að vonast eftir skjótfengnum ágóða á gjaldeyrismarkaði.

14. kafli
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir

14.1 Inngangur

Fjárfestingarsjóðir og verðbréfasjóðir eru sjóðir sem taka við fé frá almenningi, fyrirtækjum og fagfjárfestum til sameiginlegrar fjárfestingar. Sjóðunum er ætlað að fjárfesta í fjármálagerningum og öðrum eignum á grundvelli áhættudreifingar samkvæmt fyrirfram kunngerðri fjárfestingarstefnu. Fyrirkomulagið er í meginatriðum þannig að sérstakt rekstrarfélag sér um rekstur sjóðanna en félagið gefur út hlutdeildarskírteini til eigenda að sjóðunum.

Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn áttu allir rekstrarfélög sem voru dótturfélög þeirra, þ.e. Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf. og Landsvaki hf. Við fall bankanna voru verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir rekstrarfélaganna þriggja samtals 94. Á árunum 2004–2008 jókst heildarverðmæti eigna þeirra sjóða sem rekstrarfélögin þrjú stýrðu um rúm 400%, eða úr 173 milljörðum króna (18,6% af vergri landsframleiðslu 2004) í 893 milljarða króna (60,5% af vergri landsframleiðslu 2008), sbr. mynd 3 í kafla 14.2.3.1. Rannsóknarnefnd Alþingis skoðaði innlenda skuldabréfasjóði sem flestum var slitið eftir fallið, þ. á m. svokallaða peningamarkaðssjóði. Með peningamarkaðssjóðum (e. money market funds) er almennt átt við verðbréfa- eða fjárfestingarsjóði sem fjárfesta í ríkisvíxlum, innstæðum, traustum fyrirtækjaskuldabréfum og öðrum áhættulitlum, auðseljanlegum verðbréfum enda er markmiðið yfirleitt stöðug og áhættulítil ávöxtun. Erlendis hafa slíkir sjóðir jafnan lánshæfiseinkunn.

Nefndin tók alls níu sjóði til sérstakrar athugunar. Hjá hverju rekstrarfélaganna voru valdir stærstu sjóðirnir fyrir almenna fjárfesta sem einkum voru markaðsettir almenningi. Í lok árs 2007 nam heildarverðmæti sjóðanna sem teknir voru til athugunar um 66% af heildarverðmæti allra verðbréfa- og fjárfestingarsjóða undir stjórn rekstrarfélaganna þriggja. Sjóðirnir voru allir skuldabréfasjóðir sem fjárfestu að meginstefnu í innlendum skuldabréfum og víxlum. Hjá Landsvaka voru skoðaðir tveir sjóðir, Peningabréf ISK og Fyrirtækjabréf. Hjá Glitni sjóðum voru skoðaðir þrír sjóðir, Sjóður 1, Sjóður 9 og Sjóður 11. Hjá Rekstrarfélagi Kaupþings voru skoðaðir fjórir sjóðir, Peningamarkaðssjóður, Hávaxtasjóður, Skuldabréf Stutt og Skammtímasjóður. Nánar er fjallað um starfsemi sjóðanna síðar í kaflanum. Flestir þessara sjóða voru fjárfestingarsjóðir í skilningi laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði en eins og nánar greinir síðar felst meiri áhætta í því að fjárfesta í fjárfestingarsjóðum en verðbréfasjóðum.

Úttekt rannsóknarnefndar Alþingis tók m.a. mið af mánaðarlegum gögnum um eignir framangreindra sjóða á árunum 2005–2008, skýrslum

Fjármálaeftirlitsins og skýrslum sem rekstrarfélögin sendu eftirlitinu og gögnum sem fjárfestar í sjóðunum fengu (útboðslýsingar sjóðanna og einblöðungar). Einnig bárust nefndinni upplýsingar um hlutdeildarskírteinishafa sjóðanna og eignir þeirra í sjóðunum á sama tímabili. Þá voru tekin viðtöl við starfsmenn, þ. á m. sjóðstjóra rekstarfélaganna. Nefndin fékk einnig skýrslur endurskoðunarfyrirtækja um verðmat á eignum eftir slit sjóðanna.

Rétt er að taka fram að upplýsingar þær sem liggja til grundvallar töflum og myndum í þessum kafla eru í flestum tilfellum fengnar frá rekstrarfélögunum þremur.

14.2 Yfirlit um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði

14.2.1 Lagaumhverfi

Um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði gilda samnefnd lög nr. 30/2003. Meginmarkmiðið með setningu laganna var að skapa hagstætt umhverfi til reksturs sjóða, auka fjölbreytni sjóðaúrvals, auka neytendavernd, bæta skattalega stöðu og að innleiða breytingar á tilskipun 85/611 EBE (UCITS tilskipun). Aðalatriði tilskipunarinnar voru að setja sameiginleg skilyrði um skipulag, stjórnsýslu og fjárfestingarheimildir, að heimila sjóðum sem starfa samkvæmt tilskipuninni að markaðssetja sig á Evrópska efnahagssvæðinu, að samræma neytendavernd og auðvelda viðskipti milli aðildarríkjanna.[1]

Sjóðir sem falla undir lög nr. 30/2003 skiptast í verðbréfasjóði annars vegar og fjárfestingarsjóði hins vegar. Helsti munurinn á þessum sjóðum er sá að fjárfestingarsjóðir hafa mun rýmri fjárfestingarheimildir en verðbréfasjóðir. Það lýtur einkum að því að fjárfestingarsjóður getur fjárfest í meira mæli í óskráðum verðbréfum og ekki er krafist jafnmikillar áhættudreifingar. Þá er heimilt að markaðssetja verðbréfasjóði á Evrópska efnahagssvæðinu en fjárfestingarsjóði er einungis heimilt að markaðssetja innanlands.

Hlutdeildarskírteini eru gefin út til eigenda í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum sem staðfesting á hlutdeild eigenda í verðbréfaeign viðkomandi sjóðs. Meginreglan er sú að hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum eru ætíð innleysanleg að kröfu eiganda. Aftur á móti gera lög ekki ráð fyrir því að hlutdeildarskírteini fjárfestingarsjóða séu ætíð innleysanleg að kröfu eiganda. Ástæðan er m.a. sú að fjárfestingarstefna fjárfestingarsjóða getur verið áhættusamari en verðbréfasjóða þar sem kröfur um áhættudreifingu eru minni og fjárfestingarsjóðir geta átt meira af óskráðum verðbréfum sem eru ekki eins auðseljanleg og skráð verðbréf. Það þjónar því ekki hagsmunum eigenda fjárfestingarsjóðs að geta ætíð innleyst hlutdeildarskírteini sín í sjóðnum.[2] Samkvæmt 1. mgr. 53. gr. laga nr. 30/2003 eru hlutdeildarskírteini fjárfestingarsjóða innlausnarskyld en um innlausn fjárfestingarsjóða fer samkvæmt reglum viðkomandi sjóðs. Rekstrarfélagi er skylt að vekja sérstaka athygli viðskiptavinar á þeim reglum sem gilda um innlausnarskyldu sjóðs. Þrátt fyrir þetta er fjárfestingarsjóðum heimilt samkvæmt ákvæðum reglna sjóðsins að fresta innlausn hlutdeildarskírteina, sbr. 2. mgr. 53. gr. laganna. Frestun skal vera almenn og taka til allra hlutdeildarskírteina og verður einungis beitt ef sérstakar ástæður mæla með því og hagsmunir eigenda hlutdeildarskírteina krefjast þess. Frestun á innlausn skal þegar tilkynnt Fjármálaeftirlitinu.

1. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3583–84.
2. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3614.

Jafnframt skal frestun auglýst opinberlega. Þá getur Fjármálaeftirlitið krafist þess að innlausn hlutdeildarskírteina verði frestað krefjist hagsmunir eigenda skírteinanna eða almennings þess, sbr. 3. mgr. 53. gr.

Samkvæmt 1. mgr. 15. gr. laga nr. 30/2003 er skylt að greina milli reksturs og vörslu verðbréfasjóða. Fjármálafyrirtæki sem hafa umsjá og varðveislu fjármálagerninga verðbréfa- og fjárfestingarsjóða nefnast *vörslufyrirtæki*. Rekstrarfélag má ekki jafnframt vera vörslufyrirtæki. Þá má stjórnarmaður í rekstrarfélaginu ekki vera í stjórn vörslufyrirtækis. Rekstrarfélag semur við vörslufyrirtæki um umsjá og varðveislu fjármálagerninga verðbréfa- og fjárfestingarsjóða á vegum rekstrarfélags. Fjármunum verðbréfasjóðs skal haldið aðgreindum frá fjármunum vörslufyrirtækis. Þá skal vörslufyrirtæki vera óháð í störfum sínum og ætíð hafa hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi.

Þess skal gætt að í *auglýsingum* og annarri kynningarstarfsemi sjóða komi fram réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þeirra. Þá skal þess gætt að skýrt komi fram hvort sjóður sé verðbréfasjóður eða fjárfestingarsjóður, sbr. 1. mgr. 51. gr. Enn fremur skal í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi vísað í útboðslýsingu eða útdrátt úr útboðslýsingu og hvar megi nálgast þau gögn. Það er hlutverk rekstrarfélaga að sjá til þess að viðskiptavinir geri sér grein fyrir mun á áhættu fjárfestingar í verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum.[3] Eins og síðar verður rakið virðist ekki við kynningu peningamarkaðssjóðanna hafa verið gerð nægileg grein fyrir því að um fjárfestingarsjóði væri að ræða og hvaða munur væri á þeim og verðbréfasjóðum.

Lagareglur um rekstrarfélög er að finna í lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Rekstrarfélög eru lögum samkvæmt sjálfstæð fjármálafyrirtæki sem eiga að vera óháð móðurfélögunum. Hlutverk rekstrarfélaga er að reka verðbréfa- og fjárfestingarsjóði og aðra sjóði um sameiginlega fjárfestingu. Rekstur sjóða er starfsleyfisskyld starfsemi og leyfi til þeirrar starfsemi verður ekki veitt öðrum en rekstrarfélögum, sbr. 7. tölul. 1. mgr. 7. gr. laga nr. 161/2002. Rekstrarfélög fá starfsleyfi Fjármálaeftirlitsins og geta á grunni þess starfsleyfis opnað útibú eða veitt þjónustu alls staðar á Evrópska efnahagssvæðinu.[4] Rekstrarfélög þurfa að uppfylla ýmis skilyrði til þess að hljóta leyfi, m.a. um hlutafé, stjórn félagsins o.fl., auk lágmarkskröfu um eiginfjárgrunn rekstrarfélaga. Starfsheimildir rekstrarfélaga taka ávallt til reksturs verðbréfasjóða, reksturs fjárfestingarsjóða og reksturs fagfjárfestasjóða. Þá er rekstrarfélögum heimilt að sækja um útvíkkun á starfsleyfi til að stunda eignastýringu, fjárfestingarráðgjöf og vörslu og stjórnun fjármálagerninga í sameiginlegri fjárfestingu.

Rekstur sjóða felst m.a. í fjárfestingum í samræmi við fjárfestingarstefnu, ýmiss konar umsýslu og markaðssetningu. Þó er rekstrarfélagi heimilt að fela öðrum aðilum viss verkefni að fengnu samþykki Fjármálaeftirlitsins. Slíkt hefur þó engin áhrif á ábyrgð rekstrarfélags gagnvart eigendum hlutdeildarskírteina.[5]

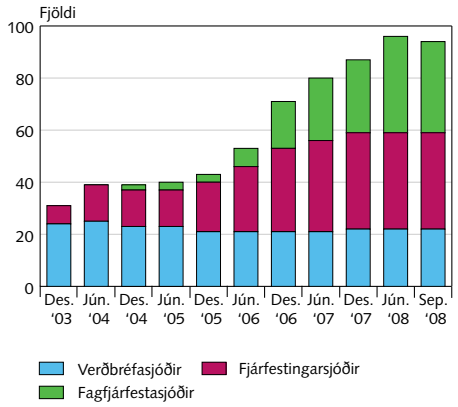
Rekstrarfélag skal í samræmi við 19. gr. laga nr. 30/2003 starfrækja verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði í samræmi við góða viðskiptahætti og venjur

3. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3613.
4. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3604.
5. Nánari reglur um útvistun verkefna rekstrarfélaga eru í reglugerð nr. 792/2003.

með trúverðugleika markaðarins og hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi. Í athugasemdum með frumvarpi til laganna segir meðal annars: „Með hugtökunum góðir viðskiptahættir og venjur er bæði átt við fyrirmæli sem leiða af settum lögum, eins og t.d. 11. gr. tilskipunar 93/22/EB um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfaviðskipta, og eins almennari siðareglur og viðteknar venjur í fjármálastarfsemi eða einstökum undirgreinum hennar. Sambærilegt ákvæði er í lögum um fjármálafyrirtæki og frumvarpi til laga um verðbréfaviðskipti.“[6]

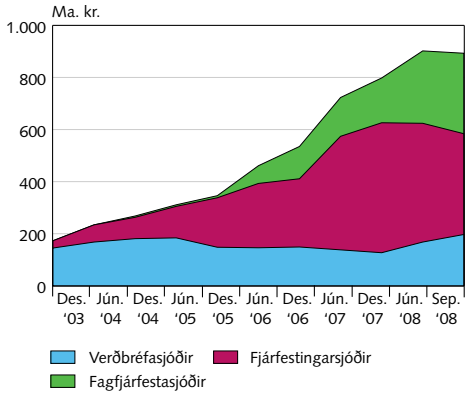
Rekstrarfélög skulu vera óháð í störfum sínum og ætíð hafa hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi, sbr. 2. mgr. 15. gr. laga nr. 30/2003. Ráða má af athugasemdum með frumvarpi til laganna, þar sem vitnað er til óopinberrar greinargerðar með UCITS-tilskipuninni frá 1988, að óhæði sé afar mikilvægt. Þar sem rekstrarfélag annast rekstur verðbréfa- og fjárfestingarsjóða verður að tryggja sjálfstæði sjóðanna gagnvart móðurfélagi rekstrarfélagsins, eða bankanum í tilviki íslensku rekstrarfélaganna.

Mynd 1
Fjöldi sjóða rekstrarfélaga bankanna þriggja
Eftir sjóðsformi



Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 2
Eignir sjóða bankanna þriggja eftir sjóðsformi



Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

14.2.2 Starfsemi rekstrarfélaga

Rekstrarfélag er félag sem stofnað er um rekstur sjóða og eignastýringu. Rekstrarfélagið sjálft er ekki hluti af sjóðunum heldur rekur það einungis þjónustu við eigendur hlutdeildarskírteina með rekstri sjóða og eignastýringu.

Í eðli sínu eru rekstrarfélög ekki stórar einingar þar sem félögin sjálf eiga ekki verðbréf sem eru í sjóðum þeirra heldur eru verðbréfin í eigu hlutdeildarskírteinishafa. Rekstrarfélög eiga gjarnan litlar sem engar eignir sjálf og starfa ekki á inn- og útlánamarkaði. Helsti kostnaður rekstrarfélaga er að jafnaði launagjöld og þóknunarkostnaður til vörslufyrirtækja. Því má líta á rekstrarfélögin sem eins konar skel um rekstur sjóða og eignastýringu.

Fjöldi starfsmanna rekstrarfélaga bankanna þriggja var almennt á bilinu 10 til 20, allt eftir fjölda sjóða í rekstri. Rekstrarfélög eru alla jafna ekki mjög skuldsett og hafa lítið eigið fé, en ágætt eiginfjárhlutfall.

14.2.3 Fjöldi og heildarverðmæti verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða 2005–2008

14.2.3.1 Almennt

Heildarfjöldi verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóða þrefaldaðist frá upphafi árs 2004 til loka september 2008, úr 31 sjóði í 94. Eins og sést á mynd 1 var aukningin mest á árinu 2006. Það ár juku bankarnir verulega fjölda fjárfestingar- og fagfjárfestasjóða en þeir síðarnefndu lutu ekki eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Fjöldi verðbréfasjóða stóð nánast í stað á sama tímabili. Fjöldi fjárfestingarsjóða jókst úr 14 sjóðum í upphafi árs 2005 í 37 sjóði í lok september 2008. Heildarverðmæti sjóða eftir sjóðsformi jókst nokkurn veginn í réttu hlutfalli við fjölda sjóða, þ.e. heildareignir fjárfestingarsjóða jukust mun meira á tímabilinu, sbr. mynd 2. Áhugavert er að bera saman fjölgun sjóða eftir sjóðsformi, sbr. mynd 1 og heildareignir sjóða eftir sjóðsformi, sbr. mynd 2.

Á árunum 2004–2008 jókst heildarverðmæti eigna þeirra sjóða sem rekstrarfélögin þrjú stýrðu um rúm 400%, eða úr 173 milljörðum króna

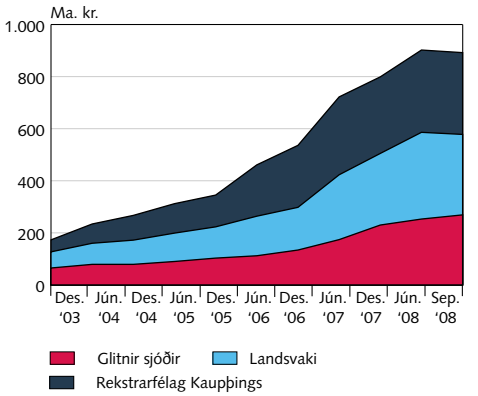
6. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3605.

í 893 milljarða, sbr. mynd 3. Mest var aukning heildarverðmætis sjóða hjá Rekstrarfélagi Kaupþings eða 590%, heildarverðmæti sjóða Landsvaka jókst um tæp 400% en heildarverðmæti sjóða Glitnis sjóða jókst um rúm 300%. Eins og síðar verður rakið voru stöðugildi starfsmanna Fjármálaeftirlitsins sem höfðu eftirlit með sjóðunum um 2–3 allt fram í mars 2008 þegar starfsmönnum á sjóðasviði eftirlitisins var fjölgað.

Þróunin síðustu árin fyrir fallið var sú að rekstrarfélögin stofnuðu fleiri fjárfestingarsjóði en verðbréfasjóði á árunum 2005 til 2008. Fjárfestingarsjóðir stækkuðu einnig miklu meira en sjóðir með annað sjóðsform á tímabilinu. Að einhverju leyti kann það að helgast af umframávöxtun eigna í þessum sjóðum en að mestu leyti stafar það af auknu innstreymi í þessa sjóði. Afleiðing þess að beina fjárfestum fremur í fjárfestingarsjóði en verðbréfasjóði var sú að áhætta fjárfesta jókst. Þrátt fyrir hlutfallslega aukningu fjárfestingarsjóða umfram verðbréfasjóði virðist eftirlit með sjóðunum ekki hafa aukist en eins og áður er getið fela fjárfestingarsjóðir í sér aukna áhættu fyrir fjárfesta. Ekki voru heldur sett nein takmörk af hálfu rekstrarfélaga eða Fjármálaeftirlitsins fyrir því hverjir mættu fjárfesta í slíkum sjóðum eða fyrir stofnun slíkra sjóða.

Athygli vekur að vöxtur heildarverðmætis og fjölgun fjárfestingarsjóða hófst á vormánuðum 2006, um sama leyti og evrópskir fjármagnsmarkaðir lokuðu á fjármögnun íslenskra fyrirtækja vegna neikvæðrar umfjöllunar um íslensku bankana, eins og rakið er t.d. í kafla 4 og víðar í skýrslunni.

Mynd 3
Heildareignir sjóða rekstrarfélaga bankanna þriggja

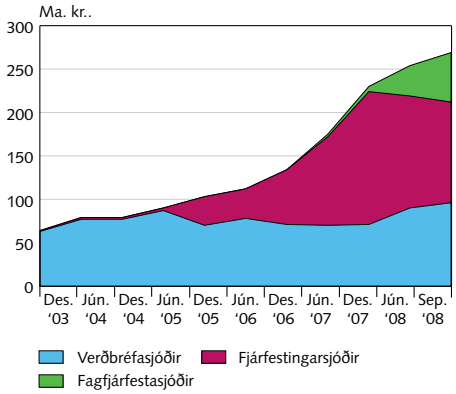


Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

14.2.3.2 Glitnir sjóðir

Heildarverðmæti verðbréfasjóða Glitnis sjóða dróst saman á tímabilinu 2004 til 2008 en heildarverðmæti fjárfestingarsjóða jókst á sama tíma. Fjárfestingarsjóðum fjölgaði úr einum upp í fimm á þessu tímabili. Eignir fjárfestingarsjóða Glitnis sjóða, sbr. mynd 4, jukust úr 33 milljörðum króna í 130 milljarða eða um 400% frá lokum árs 2005 þar til um mitt ár 2008. Athyglisvert er að sjá aukningu á heildarverðmæti verðbréfasjóða í lok árs 2007 á sama tíma og heildarverðmæti fjárfestingarsjóða dróst saman. Því má leiða líkur að því að eitthvað hafi verið um flutning milli sjóðsforma, þ.e. úr áhættumeiri fjárfestingarsjóðum í hlutfallslega áhættuminni verðbréfasjóði.

Mynd 4
Eignir sjóða Glitnis sjóða hf eftir sjóðsformi

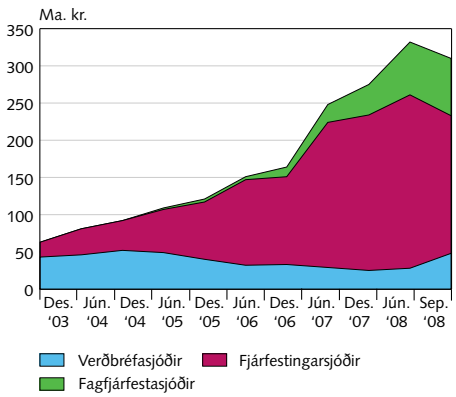


Heimild: Glitnir sjóðir hf.

14.2.3.3 Landsvaki

Val á sjóðsformi við stofnun nýrra sjóða Landsvaka virðist hafa tekið mest mið af fjárfestingarsjóðum, en fjöldi slíkra sjóða fjórfaldaðist á tímabilinu 2004 til 2008, úr þremur í 12. Heildarverðmæti eigna fjárfestingarsjóða, sbr. mynd 5, jókst úr 20 milljörðum króna í 233 milljarða eða um 1200% frá upphafi árs 2004 fram á mitt ár 2008 þegar verðmæti sjóðanna var sem mest. Heildarverðmæti verðbréfasjóða minnkaði á tímabilinu allt fram á mitt ár 2008 þegar verðmæti þeirra jókst töluvert. Á sama tíma dróst heildarverðmæti fjárfestingarsjóða saman og því má leiða líkur að því að eitthvað hafi verið um flutning milli sjóðsforma, þ.e. úr áhættumeiri fjárfestingarsjóðum í hlutfallslega áhættuminni verðbréfasjóði.

Mynd 5
Eignir sjóða Landsvaka hf eftir sjóðsformi

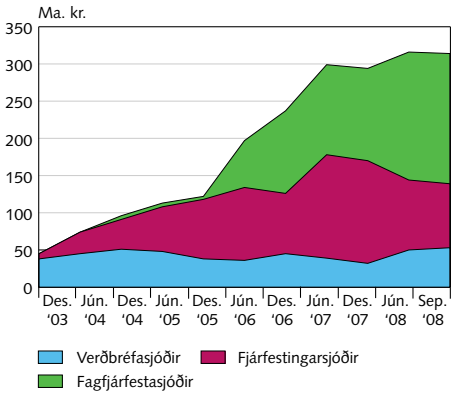


Heimild: Landsvaki hf.

14.2.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Heildarverðmæti sjóða Rekstrarfélags Kaupþings, miðað við sjóðsform, var eilítið frábrugðið heildarverðmæti sjóða Glitnis sjóða og Landsvaka að því leyti að Rekstrarfélag Kaupþings banka starfrækti mun fleiri fagfjárfestasjóði en hin tvö rekstrarfélögin. Engu að síður má sjá álíka þróun; heildarverðmæti

Mynd 6
Eignir sjóða Rekstrarfélags Kaupþings hf eftir sjóðsformi



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings hf.

fjárfestingarsjóða jókst. Fjöldi fjárfestingarsjóða tvöfaldaðist úr 10 í 20 á tímabilinu, en heildarverðmæti sjóðanna jókst úr 30 milljörðum króna í 94 milljarða eða um 225% frá ársbyrjun 2004 þar til um mitt ár 2008. Í ársbyrjun 2004 var einn fagfjárfestasjóður á vegum Rekstrarfélags Kaupþings banka en í september 2008 voru þeir orðnir 22. Heildarverðmæti fagfjárfestasjóða jókst einnig verulega á tímabilinu, sbr. mynd 6, nánar tiltekið úr 5 milljörðum króna í 175 milljarða sem þýðir að eignir fagfjárfestasjóða voru 40 sinnum meiri um mitt ár 2008 en í árslok 2005.

14.3 Fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða

14.3.1 Almennt

Allir peningamarkaðssjóðirnir voru fjárfestingarsjóðir. Fjárfestingarheimildir þeirra eru rýmri en verðbréfasjóða þar sem fjárfestingarsjóðir geta fjárfest í meira mæli í óskráðum verðbréfum og ekki er krafist jafnmikillar áhættudreifingar.[7] Þannig er unnt að stofna blandaða sjóði skráðra og óskráðra verðbréfa eða sjóði sem fjárfesta aðallega í óskráðum verðbréfum. Þó að fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða séu rýmri en verðbréfasjóða gilda að meginstofni til sömu reglur um fjárfestingarheimildir þessara tveggja sjóðstegunda, t.d. fyrirmæli um eftirlitskerfi með áhættu, viðskipti með afleiður og takmarkanir á eignasafni.[8] Þegar vitnað er til sjóða í umfjöllun þessa kafla er bæði átt við verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Umfjöllunin miðast við þær reglur sem voru í gildi frá miðju ári 2003 og þar til peningamarkaðssjóðunum var slitið.

Í þeirri umfjöllun sem hér fer á eftir verður gefið stutt yfirlit um fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða samkvæmt lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Rakið verður í hvers konar eignum sjóðum er heimilt að binda fé sitt, hvert sé hámark fjárfestingar í einum útgefanda og hvernig eftirliti með áhættu sé háttað.

14.3.2 Í hvers konar eignum er sjóðum heimilt að binda fé sitt?

Í 1.–7. tölul. 30. gr. laga nr. 30/2003 er mælt fyrir um hvers konar *fjármálagerningum* og *innlánum* sjóðum er heimilt að binda fé sitt í. Nánar tiltekið eru það:

1. Verðbréf og peningamarkaðsskjöl sem hafa verið skráð eða tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði en með peningamarkaðsskjölum er í lögunum átt við greiðsluhæf skjöl sem verslað er með á peningamarkaði og ætíð er hægt að meta til verðs.
2. Nýútgefin verðbréf, enda sé í skilmálum vegna útgáfu þeirra skuldbinding um að sótt verði um skráningu verðbréfanna á skipulegum verðbréfamarkaði eigi síðar en einu ári frá útgáfu þeirra.

7. Í lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði er gerður greinarmunur á verðbréfum *skráðum* í kauphöll og *óskráðum* verðbréfum. Það er til samræmis við þá orðnotkun sem lögð var til grundvallar við setningu laganna og verður stuðst við hana í þessum kafla. Með lögum nr. 108/2007 um verðbréfaviðskipti leysti orðalagið *taka fjármálagerninga til viðskipta*, þ.e. samþykki kauphallar á að viðskipti með fjármálagerninga hefjist á skipulegum verðbréfamarkaði að uppfylltum reglum hennar, af hólmi hugtakið *skráð verðbréf*.
8. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3615.

3. Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða og skírteini annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu, að uppfylltum tilteknum skilyrðum.[9]
4. Innlán fjármálafyrirtækja.
5. Afleiður sem skráðar eru á skipulegum verðbréfamarkaði samkvæmt nánar tilgreindum viðmiðum.
6. Afleiður utan skipulegra verðbréfamarkaða samkvæmt nánar tilgreindum viðmiðum.
7. Peningamarkaðsskjöl sem viðskipti eru með utan skipulegra verðbréfamarkaða.

Í 1. mgr. 31. gr. laga nr. 30/2003 kemur fram að þrátt fyrir ákvæði 30. gr., sem að framan er rakin, sé *verðbréfasjóði* heimilt að binda sem svarar allt að 10% af eignum sínum í öðrum verðbréfum og peningamarkaðsskjölum en þar getur. Samkvæmt 2. tölul. 54. gr. laganna gildir aftur á móti sú regla að *fjárfestingarsjóðum* er heimilt að fjárfesta í óskráðum verðbréfum og peningamarkaðsskjölum án tillits til 1. mgr. 31. gr.

14.3.3 Hvert er hámark fjárfestingar í einum útgefanda?

Samkvæmt 3. tölul. 54. gr. laga nr. 30/2003 er *fjárfestingarsjóðum* heimilt að binda allt að 20% af eignum sínum í verðbréfum og peningamarkaðsskjölum útgefnum af sama útgefanda. Þó er heimilt að binda allt að 35% af eignum sjóðs í skráðum verðbréfum í kauphöll og peningamarkaðsskjölum útgefnum af sama útgefanda enda sé ekki fjárfest yfir 20% í neinum öðrum útgefanda.

Ákvæði 35. gr. laga nr. 30/2003 felur aftur á móti í sér meiri takmarkanir á heimildum *verðbréfasjóða* til að fjárfesta í verðbréfum, peningamarkaðsskjölum eða innlánum sama útgefanda en ákvæðinu er ætlað að tryggja eðlilega áhættudreifingu í fjárfestingu þeirra. Þá eru sérstakar reglur um heimildir sjóðanna til að fjárfesta í vísitölusjóðum, sbr. 36. gr., traustum verðbréfum, sbr. 37. gr. og um fjárfestingar í verðbréfasjóðum og öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, sbr. 38. gr. laganna.

14.3.4 Frekari takmarkanir á eignasafni sjóða

Í 39. gr. laga nr. 30/2003 er að finna frekari takmarkanir á eignasafni verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða. Í athugasemdum frumvarps til laganna segir að ákvæðinu sé ætlað að tryggja enn frekar áhættudreifingu í fjárfestingu sjóða. Þó að fjárfesting sé innan þeirra marka sem önnur ákvæði laganna setja gætu sjóðir fjárfest í jafnvel öllum verðbréfum eða öðrum fjármálagerningum tiltekins útgefanda. Slíkt væri í andstöðu við grundvallarsjónarmið um áhættudreifingu í rekstri sjóða. Samkvæmt framansögðu eru þær takmarkanir gerðar á samsetningu eignasafns verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða, sbr. 39. gr., að sjóði er óheimilt að eignast meira en:

9. Verðbréfasjóðum er óheimilt að fjárfesta í verðbréfasjóðum og öðrum sjóðum um sameiginlega fjárfestingu, sem fjárfesta, samkvæmt reglum sínum, meira en 10% eigna sinna í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða eða hlutdeildarskírteinum eða hlutabréfum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu. Aftur á móti gildir sú regla um fjárfestingarsjóði samkvæmt 1. tölul. 54. gr. laga nr. 30/2003 að þeim er heimilt að fjárfesta í hlutdeildarskírteinum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu en verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða án tillits til 3. tölul. 30. gr. en þó má heildarfjárfesting fjárfestingarsjóðs í öðrum sjóðum en verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum ekki fara yfir 20% af eignum fjárfestingarsjóðs.

1. 10% af hlutabréfum án atkvæðisréttar í einstöku hlutafélagi.
2. 10% af skuldaskjölum einstakra útgefenda verðbréfa.
3. 25% af hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóðs og annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu.
4. 10% af peningamarkaðsskjölum einstakra útgefenda.

14.3.5 Lán og aðrar ábyrgðir

Samkvæmt 1. mgr. 40. gr. laga nr. 30/2003 er verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum óheimilt að veita lán eða ganga í ábyrgð fyrir aðra. Í þessu felst ekki bann við því að verðbréfasjóður veiti fé þeim aðilum sem gefa út fjármálagerninga skv. 30. gr.[10] Samkvæmt 2. mgr. sömu greinar er *verðbréfasjóði* óheimilt að taka önnur lán en skammtímalán til að standa straum af innlausn hlutdeildarskírteina en slík lán mega ekki vera hærri en sem svarar 10% af eignum sjóðsins eða einstakra deilda innan hans. Um *fjárfestingarsjóði* gildir aftur á móti sú regla að þeim er heimilt að taka að láni allt að 25% af verðmæti eigna sjóðs.

14.3.6 Skortsala

Verðbréfasjóði er samkvæmt 41. gr. laga nr. 30/2003 óheimilt að skortselja fjármálagerninga, þ.e. honum er óheimilt að taka verðbréf að láni tímabundið til að selja þau. Fjárfestingarsjóður má hins vegar skortselja en metið hámarkstap af viðskiptum með verðbréf sem fjárfestingarsjóður á ekki í fórum sínum má ekki nema meiru en 20% af endurmetnu innra virði sjóðsins. Þá er skortsala á óskráðum verðbréfum heimil.

14.3.7 Ráðstafanir til úrbóta

Meginreglan er sú að annmarka í fjárfestingum verður að lagfæra án ástæðulauss dráttar nema annað sé réttlætanlegt með tilliti til hagsmuna verðbréfasjóðsins og viðskiptamanna hans. Um ráðstafanir til úrbóta er svo fyrir mælt í 42. gr. laga nr. 30/2003 að fari fjárfesting sjóðs fram úr leyfilegum mörkum samkvæmt lögunum skuli þegar gerðar ráðstafanir til úrbóta og skal lögmæltu hámarki í síðasta lagi náð innan sex mánaða. Fjármálaeftirlitið getur þó í einstökum tilvikum mælt fyrir um lengri frest enda sé það augljóslega í þágu eigenda hlutdeildarskírteina.

14.3.8 Eftirlit með áhættu

Samkvæmt lögum skulu rekstrarfélög hafa yfir að ráða eftirlitskerfi sem gerir þeim kleift að vakta, meta og stýra áhættu einstakra eigna og eignasafns sjóða á hverjum tíma.[11] Um *afleiðuviðskipti* eru sérstakar reglur sem ætlað er að takmarka áhættu af slíkum viðskiptum, auk þess sem sjóðir skulu gera Fjármálaeftirlitinu reglulega grein fyrir afleiðuviðskiptum sínum á því formi sem Fjármálaeftirlitið ákveður.[12]

14.4 Fjárfestingarstefnan

14.4.1 Almennt

Eins og nánar verður rakið hér á eftir voru fjárfestingarstefnur fjárfestingarsjóða mjög almenns eðlis. Þótt um hafi verið að ræða takmarkanir á fjárfest-

10. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3612.
11. Sbr. 33. gr. laga nr. 30/2003.
12. Sbr. 34. gr. laga nr. 30/2003.

ingum í einstökum flokkum verðbréfa má í mörgum tilfellum draga í efa að um raunverulega fjárfestingarstefnu hafi verið að ræða.

14.4.2 Glitnir sjóðir

Samkvæmt bréfi frá Glitni sjóðum til rannsóknarnefndar Alþingis[13] mótuðu starfsmenn félagsins (sjóðstjórar) fjárfestingarstefnu og endurskoðun hennar. Fjárfestingarstefna var síðan lögð fyrir stjórn rekstrarfélagsins. Þá munu útboðslýsingar og reglur sjóða hafa verið samþykktar í stjórn rekstrarfélagsins og síðan staðfestar af Fjármálaeftirlitinu.

Fjárfestingarstefnan mun hafa verið endurskoðuð árlega samhliða uppfærslu útboðslýsinga sem lögum samkvæmt ber að endurskoða árlega. Ef breyting á fjárfestingarstefnu var veruleg mun fjárfestum hafa verið sent bréf þar sem grein var gerð fyrir breytingunum og þeim gefinn kostur á að innleysa eign sína í sjóðunum áður en breytingarnar tækju gildi. Mun þetta hafa verið í samræmi við kröfur Fjármálaeftirlitsins. Enn fremur mun fjárfestingarstefna hafa verið endurskoðuð í tengslum við veruþróun og þegar samkeppnisstaða á markaði gaf tilefni til.

Samkvæmt skýrslum innri endurskoðunar á Glitni sjóðum var það handvömm að endurskoða ekki útboðslýsingar og útdrætti útboðslýsinga árlega. Var það ítrekað í skýrslum frá árunum 2007 og 2008 og rætt um að upplýsingar varðandi útboðslýsingar á heimasíðu rekstrarfélagsins væru í sumum tilfellum villandi, rangar eða úreltar. Þetta stangast á við upplýsingar Glitnis sjóða sem nefndinni voru sendar í byrjun mars 2009 og gerð er grein fyrir í málsgreininni hér á undan.

Við endurskoðun á fjárfestingarstefnu sjóða var höfð hliðsjón af mörgum ólíkum þáttum, t.d. breytingum á markaðsaðstæðum, minna framboði af ríkisskuldabréfum og ríkisvíxlum og stærri markaði með skuldabréf og víxla fyrirtækja. Mun rekstrarfélagið hafa reynt að nýta þá fjárfestingarkosti sem voru í boði á markaði hverju sinni.

Sjóðstjórar höfðu umsjón með fjárfestingum sjóða samkvæmt reglum stjórnar um starfsheimildir sjóðstjóra sem og að fjárfestingar væru innan fjárfestingarstefnu. Dagleg stýring var í höndum sjóðstjóra. Framkvæmdastjóri rekstrarfélagsins hafði svo aftur eftirlit með sjóðstjórum.

14.4.3 Landsvaki

Samkvæmt bréfi frá Landsvaka til rannsóknarnefndar Alþingis[14] mótaði framkvæmdastjóri fjárfestingarstefnu einstakra sjóða ásamt fjárfestingarráði. Fjárfestingarráð var samsett af sjóðstjórum, framkvæmdastjóra Landsvaka, stjórnarformanni Landsvaka og deildarstjóra áhættugreiningar hjá Landsbankanum.

Tillaga að breytingum á fjárfestingarstefnu mun hafa verið lögð fyrir stjórn Landsvaka ef talið var að hagsmunum sjóðsfélaga væri best borgið með breytingu. Ef stjórn Landsvaka samþykkti breytingartillögu var reglum og útboðslýsingu breytt og þær síðan sendar Fjármálaeftirlitinu til samþykktar.[15] Fjárfestingarstefna gaf verulegt svigrúm innan hvers verðbréfaflokks. Einnig var það ákvörðun fjárfestingarráðs hvar sjóður staðsetti sig innan þeirra marka.

13. Sjá bréf Glitnis sjóða til rannsóknarnefndar Alþingis, dags. 12. mars 2009.
14. Bréf Landsvaka til rannsóknarnefndar Alþingis dags. 11. mars 2009.
15. Tekið skal fram að breytingar á reglum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða öðlast ekki gildi fyrr en að fenginni staðfestingu Fjármálaeftirlitsins, sbr. 2. mgr. 12. gr. laga nr. 30/2003.

Endurskoðun fjárfestingarstefnu mun hafa farið þannig fram að farið var yfir reglur og útboðslýsingar allra sjóða einu sinni á ári og afstaða tekin til þess hvort ástæða væri til breytinga. Fjárfestingarráð sá svo um endurskoðun stefnunnar. Stjórn Landsvaka þurfti síðan að samþykkja allar breytingar á reglum sjóðsins.

Sjóðstjóri hafði yfirumsjón með fjárfestingum viðkomandi sjóðs. Ef fjárfesting nam hærri fjárhæð en 500 milljónum króna var hún háð samþykki fjárfestingarráðs. Eins gat fjárfestingarráð sett einstökum félögum sem fjárfest var í hámarksramma sem sjóðstjóra bar að halda sig innan. Þá var varasjóðstjóri skipaður með hverjum sjóði.

14.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Samkvæmt upplýsingum Rekstrarfélags Kaupþings banka mun fjárfestingarstefna hafa verið mótuð í samræmi við markmið hvers sjóðs fyrir sig. Tekið var tillit til meðallíftíma hvers sjóðs, helstu fjárfestingarkosta sem voru í boði og framboðs þeirra á markaði til að viðhalda fjárfestingarstefnu. Fjárfestingarstefna verðbréfa- og fjárfestingarsjóða var að öllu jöfnu ekki endurskoðuð. Engri fjárfestingarstefnu mun hafa verið breytt enda lagt upp með að til þess kæmi ekki. Fjárfestingarheimildir sjóðanna voru almennt mjög rúmar samkvæmt þeirri stefnu sem samþykkt hafði verið í upphafi og þannig var það meðan sjóðirnir störfuðu.

Sjóðstjórar höfðu yfirumsjón með öllum fjárfestingum sjóða. Þá voru svokallaðir teymisfundir haldnir reglulega þar sem farið var yfir þróun á markaði og helstu tækifæri á hverjum tíma.

14.5 Samsetning eigna í peningamarkaðssjóðunum 2005–2008

14.5.1 Almennt

Í þessum kafla verður skoðað hvernig samsetningu eigna var háttað í þeim sjóðum sem teknir voru til sérstakrar athugunar. Í þessu sambandi þarf að skoða hverjar séu fjárfestingarheimildir verðbréfa- og fjárfestingarsjóða lögum samkvæmt, hver fjárfestingarstefna þeirra var og hvernig útboðslýsingum og öðru kynningarefni var háttað.

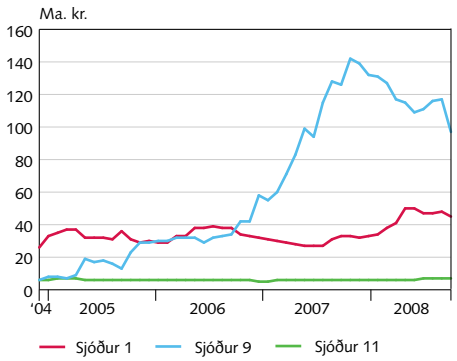
Við þá athugun sem lýst verður hér á eftir á fjárfestingum sjóðanna og þar með skuldurum þeirra verður sjónum m.a. sérstaklega beint að aðilum sem kunna að hafa tengst móðurfélagi viðkomandi sjóðs með þeim hætti að rannsóknarnefndin telur ástæðu til að draga þau tengsl fram í þessu sambandi. Tekið skal fram að þegar talað verður um aðila tengda bönkunum hér á eftir vegna eigna sjóðanna er ekki alfarið fylgt sömu mælikvörðum og stuðst er við í reglum um stórar áhættur innan bankanna. Þannig er ekki einvörðungu horft til þess hvaða áhrif greiðsluhæfni og þar með greiðsluþrot eins aðila kann að hafa á annan. Heldur er líka horft til þess hvort fyrir hendi séu veruleg eignatengsl eða viðskiptatengsl viðkomandi við hlutaðeigandi banka eða milli slíkra aðila innbyrðis og þá með tilliti til hættu á að slík tengsl kunni að hafa haft áhrif við ákvarðanir um fjárfestingar sjóðanna. Þetta er m.a. gert í ljósi þess sem síðar verður rakið um náin tengsl milli rekstrarfélaganna og bankanna. Það er svo jafnframt athugað hvernig þau félög sem talin eru tengd tilteknum banka í þessu sambandi koma við sögu í viðskiptum sjóða hjá hinum tveimur bönkunum.

14.5.2 Glitnir sjóðir

14.5.2.1 Inngangur

Hjá Glitni Sjóðum voru skoðaðir þrír sjóðir, Sjóður 1, Sjóður 9 og Sjóður 11. Á mynd 7 má sjá þróun heildarverðmætis sjóðanna frá janúar 2005 til loka septembermánaðar 2008.

Mynd 7
Þróun heildarverðmætis Sjóða 1, 9 og 11



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Sjóður 1 var stærstur af sjóðunum þremur allt fram í september 2006 og var stærð hans tiltölulega stöðug mest allt tímabilið. Framan af ári 2005 var stærð Sjóðs 9 einnig fremur stöðug en sjóðurinn stækkaði hins vegar hratt á seinni hluta ársins. Heildarverðmæti hans í árslok 2005 var um 29 milljarðar króna en var 5,7 milljarðar í upphafi árs. Hlutfallslega var vöxtur Sjóðs 9 mestur árið 2005, alls um 402%. Eftirtektarvert er að sjóðurinn tók að stækka ört eftir að sjóðsformi hans var breytt úr verðbréfasjóði yfir í fjárfestingarsjóð. Stærð sjóðsins hélst svo nokkuð stöðug framan af ári 2006 en heildarverðmæti hans jókst hins vegar mikið á síðasta ársfjórðungi eða alls um rúmlega 24 milljarða króna og var orðið tæplega 58 milljarðar í árslok 2006. Mest varð heildarverðmæti sjóðsins í lok október 2007, alls um 141,6 milljarðar sem samsvarar um 11% af áætlaðri vergri landsframleiðslu þess árs. Eftir að stærð sjóðsins náði hámarki í október 2007 dróst heildarverðmæti hans saman milli mánaða allt fram á mitt ár 2008, alls um rúmlega 32 milljarða króna. Athyglisvert er að á sama tímabili stækkaði Sjóður 1 hins vegar um rúma 17,5 milljarða. Frá lokum maímánaðar 2008 fram í lok ágúst stækkaði Sjóður 9 á ný milli mánaða, alls um rúma 7,5 milljarða króna eða 7%. Stærð Sjóðs 11 var mjög stöðug allt tímabilið.

Í greiningunni var mest áhersla lögð á að athuga fjárfestingar stærsta sjóðsins, Sjóðs 9. Fjárfestingar sjóðanna voru m.a. athugaðar m.t.t. fjárfestinga í verðbréfum eiganda Glitnis sjóða, þ.e. Glitni banka og félögum tengdum honum. Skoðuð var eignasamsetning sjóðanna, stöðutaka í einstökum útgáfum verðbréfa, þróun eignasamsetningar á tímabilinu og að lokum sérstök mál sem komu upp við athugunina. Einnig voru viðskipti milli sjóðanna skoðuð með tilliti til þess hvort um væri að ræða umfangsmiklar hreyfingar. Verðlagning verðbréfa inn í sjóðina í samanburði við markaðsverð var ekki könnuð sérstaklega þar sem stór hluti eigna sjóðanna voru verðbréf sem höfðu grunna eða jafnvel enga virka verðmyndun á markaði. Þá voru ekki skoðuð verð í viðskiptum milli sjóða. Það er þó einsýnt að verðmyndun í viðskiptum með óskráð bréf var afar óljós.

14.5.2.2 Sjóður 9 - Peningamarkaðsbréf

Almennt

Sjóður 9 var fjárfestingarsjóður. Sjóðurinn var ein fimm sjóðsdeilda Fjárfestingarsjóðs Glitnis sem stofnaður var í desember 2003 undir heitinu Fjárfestingarsjóður Íslandsbanka. Auk Sjóðs 9 voru sjóðsdeildirnar:

- Sjóður 9.1 – Peningamarkaðsbréf EUR (stofnaður í mars 2007)
- Sjóður 9.2 – Peningamarkaðsbréf NOK (stofnaður í mars 2007)
- Sjóður 9.3 – Peningamarkaðsbréf USD (stofnaður í mars 2007)
- Sjóður 10 – Úrval innlendra hlutabréfa (stofnaður í desember 2003)

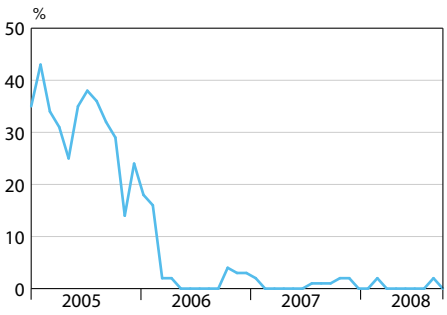
Upphaflega heyrði Sjóður 9 undir Verðbréfasjóð Glitnis en í kjölfar breytingar á fjárfestingarstefnu sjóðsins í september 2005 var sjóðsdeildin flutt yfir í Fjárfestingarsjóð Glitnis. Fjárfestingarsjóðir Glitnis voru vaxtarsjóðir

sem felur í sér að vextir, arðgreiðslur og aðrar tekjur leggjast við höfuðstól viðkomandi.

Fjárfestingarstefna

Tafla 1 lýsir fjárfestingarmörkum sjóðsins í einstaka flokkum verðbréfa, þ.e. lágmarks- og hámarkshlutfalli bréfa í viðkomandi flokkum miðað við heildarverðmæti verðbréfasafnsins. Samkvæmt viðmiðunum var sjóðnum ekki skylt að fjárfesta sérstaklega í neinum einstökum flokki verðbréfa og eins mátti sjóðurinn fjárfesta allt að 100% í ríkistryggðum verðbréfum, bankabréfum, víxlum og innstæðum. Hins vegar mátti sjóðurinn ekki fjárfesta meira en 30% af heildarverðmæti verðbréfasafnsins í skráðum bréfum fyrirtækja og 25% í óskráðum bréfum. Í maí 2007 var gerð breyting á fjárfestingarstefnu sjóðsins sem fólst í því að hámarksheimild til fjárfestinga í skráðum skuldabréfum fyrirtækja var hækkuð úr 30% í 50% af heildareignum sjóðsins. Í töflunni má einnig sjá *fjárfestingarstefnu* sjóðsins, þ.e. að hvaða hlutfalli var stefnt í einstökum eignaflokkum að jafnaði. Þessi stefna var hins vegar ekki bindandi því sjóðstjórum var einungis skylt að halda sig innan hámarks viðmiðanna þar sem engin lágmarksviðmið voru í einstökum flokkum. Sjaldgæft var að mánaðarlokastaða sjóðsins væri í samræmi við yfirlýsta fjárfestingarstefnu. Frá árinu 2006 var eign sjóðsins í skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs að jafnaði langt undir yfirlýstri fjárfestingarstefnu sjóðsins, sjá mynd 8. Í raun má því segja að frá og með árinu 2006 hafi raunverulegt eignasafn sjóðsins aldrei endurspeglað svokallaða „fjárfestingarstefnu“. Framkvæmdastjóri rekstrarfélagsins og sjóðstjóri sögðu það skýrast af litlu framboði af bréfum í þessum flokki.[16] Einnig kom fram í skýrslu sjóðstjóra Sjóðs 9 fyrir rannsóknarnefnd Alþingis að þau kjör sem í boði voru á ríkisverðbréfum hafi ekki verið í samræmi við það sem sjóðfélagar áttu von á.[17] Þrátt fyrir það var ekki talin ástæða til að leiðrétta yfirlýsta fjárfestingarstefnu í samræmi við raunverulega eignasamsetningu sjóðsins þar sem hún rúmaðist innan fjárfestingarheimilda hans.

Mynd 8
Eignir Sjóðs 9 í ríkistryggðum verðbréfum
Hlutfall af heildarverðbréfaeign



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 1. Fjárfestingarstefna Sjóðs 9 – Peningamarkaðsbréf

Tegund verðbréfa og sjóða	*Stefna (%)*	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	20	0	100
Bankabréf, víxlar, innlán	70	0	100
Skráð skuldabréf fyrirtækja	10	0	30/50
Önnur skuldabréf	0	0	25

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Samkvæmt útboðslýsingu Sjóðs 9 var markmið sjóðsins að „skila jafnri og stöðugri hækkun eigna með fjárfestingu í víxlum, innlánum eða öðrum skammtímaverðbréfum“.[18] Í útboðslýsingu var fjárfestingarstefnunni lýst þannig að eignir sjóðsins skyldu ávaxtaðar í víxlum, innlánum eða öðrum

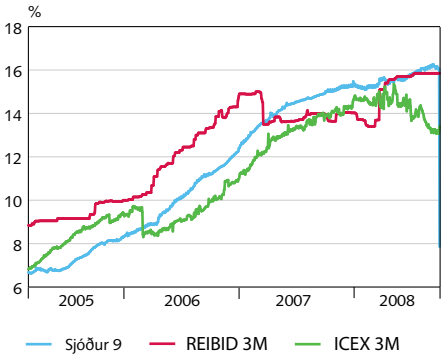
16. Skýrsla Öglu Elísabetar Hendriksdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 28. september 2009, bls. 43.
17. Skýrsla Þórdísar Geirsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 18.
18. Sjóður 9 – Peningamarkaðsbréf. Útdráttur úr útboðslýsingu (mars 2007).

skammtímaverðbréfum útgefnum af íslenskum eða erlendum útgefendum. Jafnframt var vísað til þess að samkvæmt lögum væri sjóðnum heimilt til skamms tíma að eiga allt að 10% í lausu fé væru markaðsaðstæður ekki heppilegar til fjárfestinga vegna fjár sem fengist hefði með sölu hlutdeildarskírteina eða vegna sölu eigna sjóðsins. Framangreint væri þó ekki hluti af fjárfestingarstefnu sjóðsins. Þá væri sjóðnum heimilt að taka skammtímalán, að upphæð allt að 10% af heildareignum sjóðsins, til að mæta innlausnum. Sjóðnum var jafnframt heimilt að fjárfesta allt að 10% af heildarverðmæti sjóðsins í afleiðum.

Ávöxtunarviðmið

Yfirlýst ávöxtunarviðmið sjóðsins var þriggja mánaða skuldabréfavísitala Kauphallar Íslands (ICEX-3M-NI). Þessi vísitala byggist á ávöxtun á ríkistryggðum víxlum og skuldabréfum með þriggja mánaða líftíma. Áætlaður líftími bréfa í eignasafni sjóðsins var hins vegar óljóst skilgreindur, eða „0–1 ár“. Eins og sjá má á mynd 8 voru ríkistryggð bréf að jafnaði afar lágt hlutfall af heildarverðbréfasafni sjóðsins. Í ljósi þess að samsetning undirliggjandi eigna í vísitölunni var frábrugðin fjárfestingarstefnu sjóðsins var þetta ávöxtunarviðmið fremur óheppilegt. Ávöxtunarviðmið sjóða er alla jafna ákveðin vísbending fyrir fjárfesta um áhættustig viðkomandi sjóðs.

Mynd 9
Samanburður á ársávöxtun ICEX 3M, REIBID 3M og Sjóðs 9
Dagleg gögn, 1. mars 2005 – 30. september 2008



Heimild: Glitnir sjóðir hf., Seðlabanki Íslands og Kauphöll Íslands.

Áhættulýsing sjóðsins

Í útboðslýsingu sagði að „[…] þar sem sjóðurinn fjárfestir að mestum hluta í íslenskum skuldabréfum þá er íslenska ríkið og viðskiptabankarnir hér á landi með besta lánshæfismatið sem er í dag Aaa skv. lánshæfisfyrirtækinu Moody‘s. Aðrir útgefendur skuldabréfa á Íslandi eru verðlagðir út frá þeim kjörum sem íslenska ríkið fær á íslenskum markaði […]“.

Umræða um áhættu sjóðsins í útboðslýsingu var mjög almenns eðlis. Ekki var tilgreint sérstakt áhættustig. Með tilliti til víðra fjárfestingarheimilda var því nánast ómögulegt fyrir fjárfesta að mynda sér raunhæfa skoðun á áhættu sjóðsins út frá útboðslýsingu. Í mánaðarlegum einblöðungum um gengi sjóðsins var engin lýsing á áhættu sjóðsins, né heldur því hvernig eða hvort breyting hefði orðið á áhættu í sambandi við breytingar á samsetningu eignasafnsins, stöðu einstakra skuldara eða vegna breyttra markaðsaðstæðna.

Yfirferð yfir einblöðunga rekstrarfélagsins allt frá janúar 2005 leiddi í ljós að nokkrar staðlaðar málsgreinar var að finna í mánaðaryfirlitunum, til dæmis:

> „Gengi sjóðsins getur lækkað jafnt sem hækkað, en fjárfesting í sjóðnum felur í sér litla vaxtaáhættu þar sem meðaltími skuldabréfaeignar er mjög lágur. Hins vegar er skuldaraáhætta til staðar eins og í flestum öðrum sjóðum, áhætta sem tengist því að skuldarar greiði ekki sjóðnum skuldir sínar.“

Í yfirlitunum mátti einnig lesa á áberandi stað að „ávöxtun sjóðsins er mjög stöðug milli vikna“ og „tapsáhætta af fjárfestingu er því mjög lítil“. Einnig var þar að finna nöfn þriggja til fimm stærstu skuldara sjóðsins ásamt upplýsingum um heildarfjölda skuldara, hlutfallslega eignaskiptingu eftir verðbréfaflokkum, ávöxtun og gengisþróun. Einblöðungunum var breytt

talsvert í júní 2008. Textinn um mjög lága tapsáhættu var tekinn út og þess í stað settur inn kafli „*Tölfræði*“ þar sem gerð var grein fyrir staðalfráviki ávöxtunar síðastliðin þrjú ár, VaR (value at risk) mælikvarða og Sharpe hlutfalli.

Yfirlýsingu um að ávöxtunarviðmið sjóðsins tæki mið af skammtímaskuldabréfavísitölu ríkistryggðra víxla og skuldabréfa mætti túlka sem vísbendingu um að áhætta sem fólst í verðbréfaeign sjóðsins væri sambærileg við bréf í viðmiðunarvísitölunni. Viðtöl við sjóðstjóra og framkvæmdastjóra rekstrarfélagsins benda hins vegar til þess að ávöxtun sjóðsins hafi einkum verið borin saman við ávöxtun annarra sjóða sem Sjóður 9 átti í samkeppni við.[19] Algengt ávöxtunarviðmið sambærilegra sjóða var ávöxtunarkrafa á millibankamarkaði, svokallaðir REIBID vextir, sjá mynd 9.

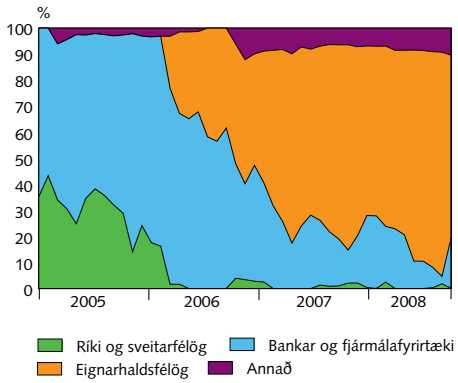
Útboðslýsingin greindi frá helstu áhættuþáttum sem gætu haft áhrif á verðmæti eignarhlutar í sjóðnum. Tilgreindir voru sömu þættir og fram komu í leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004 um útdrætti úr útboðslýsingum verðbréfasjóða, þ.e. markaðsáhætta, seljanleikaáhætta/lausafjáráhætta, vaxtaáhætta, greiðsluáhætta, uppgjörsáhætta, vörsluáhætta og áhætta tengd smæð markaðar eða eignatengslum útgefanda verðbréfa. Þessi hugtök voru almennt útskýrð í útboðslýsingunni en ekki var gerð grein fyrir því hvernig mati á þessum áhættuþáttum væri háttað. Einnig kom fram í útboðslýsingu:

> „Sjóðurinn leitast við að halda skuldaraáhættu og vaxtaáhættu í lágmarki, sem gæti komið lítillega niður á ávöxtun en á móti er eignasafnið traustara.“

Yfirlýsing sem þessi gefur sterklega til kynna að um sé að ræða fjárfestingarsjóð sem leitast við að lágmarka áhættu, sérstaklega í ljósi þess að ekki er gerð nánari grein fyrir áhættu fjárfestinga sjóðsins.

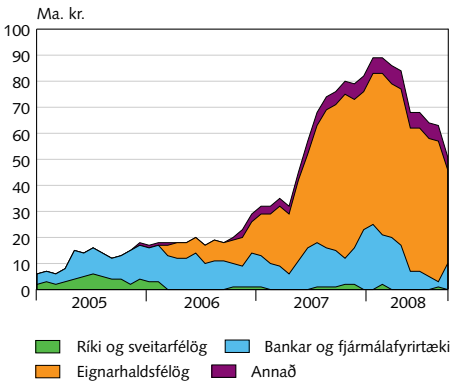
Einnig kom fram í útboðslýsingu að Glitnir banki ynni *innanhússmat* á helstu skuldurum bankans og það mat lægi til grundvallar við mat á fjárfestingum sjóðsins þegar um viðskiptavini Glitnis banka væri að ræða. Ekki var útskýrt hvernig áhættumat á öðrum fjárfestingarkostum sem ekki tengdust helstu skuldurum Glitnis banka færi fram. Útboðslýsing sjóðsins ásamt útdrætti úr útboðslýsingu uppfyllti öll skilyrði leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004.

Mynd 10
Sjóður 9
Hlutfallsleg skipting eigna – án innlána



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 11
Sjóður 9
Skipting eigna – án innlána



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Eignasamsetning sjóðsins

Árið 2005 samanstóð eignasafn Sjóðs 9 aðallega af ríkistryggðum verðbréfum og verðbréfum útgefnum af bönkum og sparisjóðum. Engin verðbréf eignarhaldsfélaga voru í sjóðnum. Veruleg breyting varð á eignasamsetningunni árið 2006 þegar sjóðurinn fjárfesti lítið sem ekkert í ríkistryggðum verðbréfum en vægi verðbréfa eignarhaldsfélaga jókst stórlega. Frá og með árslokum 2006 kom vöxtur sjóðsins að langmestu leyti fram í auknum fjárfestingum í verðbréfum eignarhaldsfélaga. Þessi þróun kemur skýrt fram á myndum 10 og 11. Athyglisvert er að hlutfall verðbréfa eignarhaldsfélaga í verðbréfasafninu hélt áfram að aukast á árinu 2008 þrátt fyrir að ráða mætti af sjóðstjórum

19. Skýrsla Öglu Elísabetar Hendriksdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 28. september 2009, bls. 25.

rekstrarfélaganna þriggja að verulegar efasemdir hafi skapast um lánshæfi þess háttar félaga í ljósi þess hvernig fór fyrir Gnúpi fjárfestingafélagi ehf.

Árið 2006 jukust verðbréfaeignir Sjóðs 9 um 9,7 milljarða króna (52%) og nam heildarverðmæti verðbréfasafnsins 28,1 milljarði króna í lok ársins en heildarstærð sjóðsins með innlánum var 58 milljarðar. Veruleg breyting varð á eignasamsetningu verðbréfasafnsins á árinu. Verðbréfaeign í eignarhaldsfélögum jókst um sem nam 12 milljörðum eða 124% af heildarauknингu verðbréfasafnsins, þ.e. meira en sem nemur stækkun verðbréfasafnsins í heild. Fjárfesting í verðbréfum annarra fyrirtækja jókst um sem nam 2,2 milljörðum króna, sem var 23% aukningarinnar, en á móti dróst verðmæti verðbréfaeignar í ríkistryggðum bréfum saman um 3,7 milljarða og bréf fjármálafyrirtækja um 900 milljónir króna. Í lok árs 2006 voru ríkistryggð verðbréf aðeins 2,8% af verðbréfasafninu.

Alls nam verðmæti verðbréfasafns sjóðsins 81,7 milljörðum króna í lok árs 2007. Verðbréfasafnið jókst því um rúma 53,5 milljarða sem var ríflega fimmfaldur vöxtur sjóðsins á fyrra ári, í krónum talið. Hlutfall verðbréfa eignarhaldsfélaga jókst enn frekar í safninu frá fyrra ári, úr 43% í 65%. Fjárfesting í ríkistryggðum bréfum dróst aftur verulega saman milli ára og var í árslok aðeins um 0,4% af heildarverðbréfasafninu.

Í lok ágústmánaðar[20] 2008 var eign sjóðsins í verðbréfum eignarhaldsfélaga 86% af heildarverðbréfaeign sjóðsins.

Á árunum 2006 og 2007 voru að jafnaði 46% heildarverðmæta sjóðsins bundin í innlánum. Fyrstu níu mánuði ársins 2008 voru að jafnaði um 35% eigna sjóðsins í innlánum.

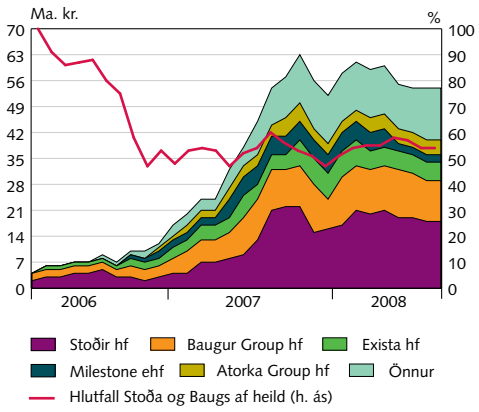
Af fjárfestingum Sjóðs 9 í eignarhaldsfélögum skera fjárfestingar í tveimur félögum sig sérstaklega úr, þ.e. Baugi Group og FL/Stoðum. Eignir sjóðsins í verðbréfum útgefnum af þessum tveimur félögum voru að jafnaði yfir 50% af heildareignum sjóðsins í eignarhaldsfélögum.

Eignasamsetning sjóðsins eftir skráningarformi

Mynd 13 sýnir samsetningu eignasafns Sjóðs 9 eftir skráningarformi. Sjóðurinn fjárfesti nánast eingöngu í skráðum verðbréfum og innlánum allt fram í mars 2006 þegar sjóðurinn hóf fjárfestingar í óskráðum verðbréfum. Í upphafi voru fjárfestingar í óskráðum bréfum einkum bundnar við verðbréf útgefin af Baugi Group, FL/Stoðum og Straumborg ehf. Fjárfestingar í óskráðum verðbréfum jukust ört allt fram í apríl 2008 þegar heildarverðmæti óskráðra bréfa náði hámarki í tæplega 36 milljörðum króna. Hæst var hlutfall óskráðra bréfa af heildarverðmæti sjóðsins hins vegar 30% í lok mars 2008. Mynd 14 sýnir sex stærstu útgefendur óskráðra bréfa í eigu Sjóðs 9 í lok apríl en alls voru bréf þessara aðila 94% af heildarverðmæti óskráðra bréfa í sjóðnum. Tafla 3 sýnir yfirlit yfir verðbréfaeign sjóðsins í óskráðum bréfum á tímabilinu frá 2006 til loka september 2008.

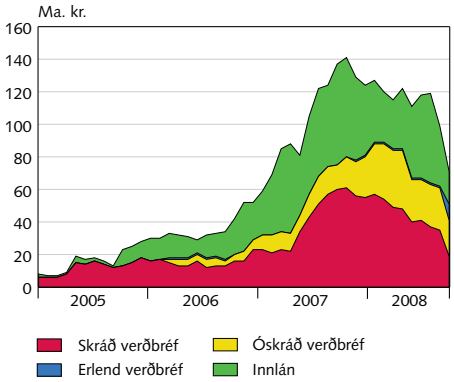
20. Ástæða þess að hér er miðað við stöðu í lok ágúst en ekki lok septembermánaðar, eins og í umfjöllun um flesta hina sjóðina, er að eftir að tilkynnt var um aðkomu ríkisins að eignarhaldi á Glitni 29. september fara fram viðskipti hinn 30. september sem hafa veruleg áhrif á eignarsamsetningu sjóðsins. Þessi viðskipti fólust í því að eignarhaldsfélag í eigu Glitnis banka keypti öll skuldabréf Stoða á 50% af skráðu virði bréfanna. Á þessum tíma voru Stoðir hf. í greiðslustöðvun og því ekki um eðlileg markaðsviðskipti að ræða. Eignasamsetning sjóðsins í lok september gefur því ekki rétta mynd af fjárfestingarstefnu sjóðsins.

Mynd 12
Eignir Sjóðs 9 í eignarhaldsfélögum



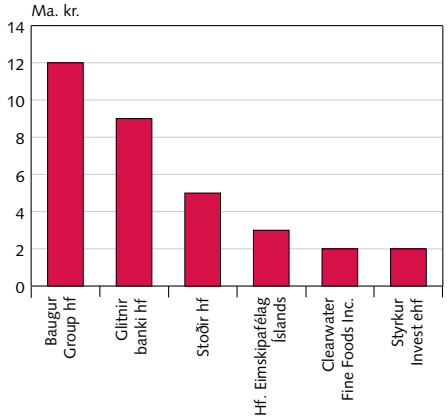
Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 13
Eignir Sjóðs 9
Eftir skráningarformi



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 14
Sex stærstu útgefendur óskráðra bréfa í eigu Sjóðs 9
30. apríl 2008



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 2. Greining á þróun og samsetningu verðbréfasafns Sjóðs 9

	2005	*2006*	*2007*	*Jan.-ág. 2008*
Milljónir króna				
Staða í lok árs:				
Ríki/Sveitarfélög	4.453	787	314	1.129
Bankar og fjármálafyrirtæki	13.412	12.503	22.589	1.820
Eignarhaldsfélög	0	12.020	53.163	54.062
Annað	567	2.780	5.590	5.809
Heildarverðmæti verðbréfa:	18.432	28.091	81.655	62.821
Milljónir króna				
Meðalstaða:				
Ríki/Sveitarfélög	3.636	713	561	448
Bankar og fjármálafyrirtæki	8.135	11.577	13.047	12.770
Eignarhaldsfélög	0	6.322	39.698	56.952
Annað	316	763	4.161	6.251
Heildarverðmæti verðbréfa:	12.087	19.375	57.467	76.421
Breyting á stöðu í lok árs				
Breyting á heildarverðmæti (m.kr.):	–	9.659	53.564	-18.834
Hlutfallsleg breyting:	–	52	191	-23
Breyting milli ársmeðaltala				
Breyting á heildarverðmæti (m.kr.)	–	7.289	38.092	18.954
Hlutfallsleg breyting	–	60	197	28
Breytingar á flokkum verðbréfa:				
Breyting á stöðu í lok árs (m.kr.)				
Ríki/Sveitarfélög	–	-3.666	-473	816
Bankar og fjármálafyrirtæki	–	-909	10.085	-20.768
Eignarhaldsfélög	–	12.020	41.143	899
Annað	–	2.213	2.810	219
Hlutfallslegt vægi breytinga á fjárfestingum í einstökum verðbréfaflokkum á heildar-breytingu í samsetningu verðbréfasafnsins, miðað við stöðu í árslok				
Ríki/Sveitarfélög	–	-38	-1	-4
Bankar og fjármálafyrirtæki	–	-9	19	110
Eignarhaldsfélög	–	124	77	-5
Annað	–	23	5	-1
Samtals	–	100	100	100
Breytingar á flokkum verðbréfa:				
Breyting á meðalstöðu milli ára (m.kr.)				
Ríki/Sveitarfélög	–	-2.922	-153	-113
Bankar og fjármálafyrirtæki	–	3.442	1.470	-277
Eignarhaldsfélög	–	6.322	33.376	17.253
Annað	–	447	3.398	2.090
Hlutfallslegt vægi breytinga á fjárfestingum í einstökum verðbréfaflokkum á heildar-breytingu á samsetningu verðbréfasafnsins, miðað við meðalstöðu				
Ríki/Sveitarfélög	–	-40	-0,40	-1
Bankar og fjármálafyrirtæki	–	47	4	-1
Eignarhaldsfélög	–	87	88	91
Annað	–	6	9	11
Samtals	–	100	100	100

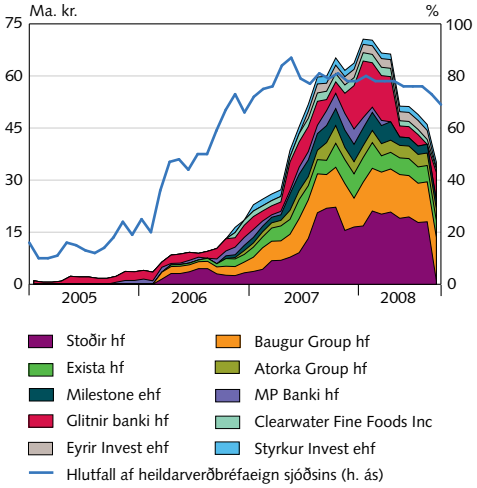
Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 3. Yfirlit yfir verðbréfaeign Sjóðs 9 í óskráðum verðbréfum, eftir útgefendum

	2006		2007		(Jan.-sept.) 2008	
Upphæðir í milljónum kr.	*Meðalst.*	*Hámarksst.*	*Meðalst.*	*Hámarksst.*	*Meðalst.*	*Hámarksst.*
Alls	3.505	6.478	15.062	25.122	29.995	35.855
Baugur Group hf	1.878	3.109	8.583	13.465	12.076	12.603
Byr-sparisjóður	–	–	122	495	–	–
Clearwater Fine Foods Inc.	257	1.548	2.023	2.391	1.926	2.392
Eignarhaldsfélagið Fasteign hf	–	–	–	–	361	749
Geysir Green Energy ehf	–	–	–	–	248	1.000
Glitnir banki hf	–	–	751	9.011	4.656	9.476
Gnúpur fjárfestingafélag ehf	–	–	414	854	–	–
Hf Eimskipafélag Íslands	–	–	509	2.060	2.636	2.714
Kirkjuhvoll sf	–	–	68	410	432	455
Milestone ehf	–	–	–	–	260	544
Moderna Finance AB	–	–	–	–	261	544
MP Banki hf	–	–	172	695	–	–
Norðurturninn ehf	–	–	–	–	255	1.044
Norvik Banka	–	–	–	–	62	248
Sjóklæðagerðin hf	–	–	28	53	–	–
Sparisjóður Mýrasýslu	–	–	–	–	5	40
Sparisjóðurinn í Keflavík	81	490	41	496	–	–
Stoðir hf	925	2.467	–	–	4.884	5.695
Straumborg ehf	240	366	171	672	–	–
Styrkur Invest ehf	125	1.506	1.923	2.071	1.623	1.719
Sparisjóðabanki Íslands hf	–	–	–	–	62	497
Nýsir hf	–	–	251	294	235	528
Frjálsi fjárfestingarbankinn hf	–	–	4	53	14	54

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 15
Tíu stærstu verðbréfaeignir Sjóðs 9
Eftir útgefendum



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

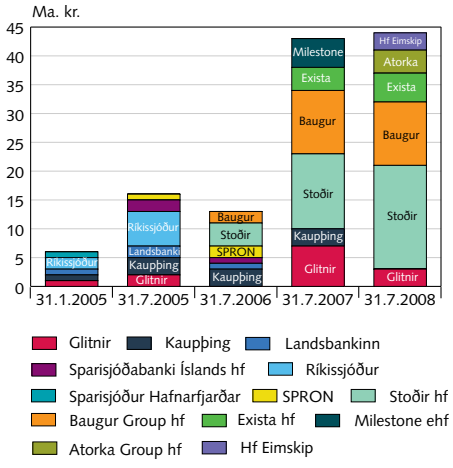
Fjárfestingar í erlendum verðbréfum voru óverulegar allt undir lok starfstímabils sjóðsins. Framan af tímabilinu fjárfesti sjóðurinn fyrir allt að 1,4 milljarða króna í erlendum verðbréfum útgefnum af Kaupþingi banka en í september 2008 fjárfesti sjóðurinn fyrir 8 milljarða króna í erlendum skuldabréfum Glitnis banka, útgefnum í íslenskum krónum.

Stærstu eignir og skuldarar sjóðsins

Rannsóknarnefndin kannaði hverjir væru stærstu útgefendur verðbréfa sem Sjóður 9 fjárfesti í, þ.e. hverjir væru stærstu skuldarar sjóðsins. Samsetning hóps stærstu skuldara sjóðsins breyttist umtalsvert á tímabilinu sem er til skoðunar. Í töflu 4 er listi yfir 15 stærstu skuldara sjóðsins í lok október 2007 þegar stærð sjóðsins náði hámarki. Mynd 15 sýnir þróun eignastöðu sjóðsins í verðbréfum 10 stærstu skuldara sjóðsins í október 2007. Röðun stærstu skuldara breyttist nokkuð á tímabilinu en á mynd 16 má sjá sex stærstu skuldara sjóðsins á mismunandi rekstrartímabilum sjóðsins.

Stór hluti stærstu skuldara sjóðsins var jafnframt tengdur Glitni banka, móðurfélagi Glitnis sjóða, gegnum eignatengsl og/eða stórar áhættuskuldbindingar. Þannig má flokka eftirfarandi félög með Glitni banka:

Mynd 16
Sex stærstu verðbréfaeignir Sjóðs 9
á hverjum tíma



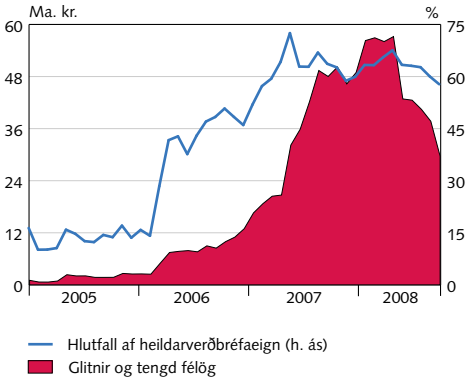
Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 4. Stærstu skuldunautar Sjóðs 9 í október 2007

	Ma. kr.
Stoðir hf	22,2
Baugur Group hf	11,5
Exista hf	6,9
Atorka Group hf	5,1
Milestone ehf	4,9
MP Banki hf	4,4
Glitnir banki hf	3,3
Clearwater Fine Foods Inc	2,4
Eyrir Invest ehf	2,4
Styrkur Invest ehf	2,1
Hf Eimskipafélag Íslands	2,0
Samson eignarhaldsfélag ehf	2,0
N1 hf	1,8
Straumborg ehf	1,7
Nýsir hf	1,4

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 17
Eignir Sjóðs 9
Verðbréf Glitnis og tengdra félaga



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Glitnir banki hf. og tengd félög

- Atorka Group hf.[21]
- Baugur Group hf.[22]
- Gnúpur fjárfestingafélag ehf.[23]
- Landic Property hf.[24]
- Milestone ehf.[25]
- Stoðir hf.[26]
- Styrkur Invest ehf.[27]
- Hagar hf.[28]

Þegar heildarverðbréfaeign Sjóðs 9 í Glitni banka og félögum tengdum honum er skoðuð nánar kemur í ljós að sláandi hátt hlutfall eigna sjóðsins var bundið þessum félögum. Í maí 2007, um það leyti sem stærð sjóðsins náði hámarki, fór fjárfesting sjóðsins í verðbréfum þessara félaga í 73% af heildarverðbréfaeign sjóðsins og eru þá innlán í Glitni banka ekki meðtalin. Í sjóðnum varð því gríðarleg samþjöppun eigna í félögum sem voru augljóslega nátengd hvort sem er rekstrarlega og/eða gegnum eignarhald. Það mátti því ætla að það hefði marktæk áhrif á greiðslugetu félaganna ef kæmi til gjaldþrots eins aðila. Nánar er fjallað um fjárfestingar sjóðanna í nokkrum þessara félaga síðar í kaflanum.

14.5.2.3 Sjóður 1 - Skuldabréf

Almennt

Sjóður 1 var verðbréfasjóður. Sjóðurinn var ein sex sjóðsdeilda Verðbréfasjóðs Glitnis sem stofnaður var í júlí 2003 á grunni Verðbréfasjóða Íslandsbanka hf. í kjölfar gildistöku nýrra laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Auk Sjóðs 1 voru sjóðsdeildirnar:

- Sjóður 5 – Íslensk ríkisskuldabréf
- Sjóður 6 – Aðallistinn
- Sjóður 7 – Löng ríkisskuldabréf
- Sjóður 11 – Fyrirtækjabréf
- Sjóður 12 – Heimssafn

Nánar er fjallað um Sjóð 11 síðar í kaflanum. Samkvæmt útdrætti úr útboðslýsingu var yfirlýst markmið Sjóðs 1 „langtíma hækkun eigna með því

21. Atorka var flokkuð meðal 25 stærstu áhættuskuldbindinga Glitnis og Landsbankans. Sjá nánar yfirlit um stærstu áhættuskuldbindingar bankanna sem fylgir kafla 8. Lánveitingar Glitnis banka til félagsins jukust verulega eftir aðkomu Stoða að rekstri bankans.
22. Félagið átti í lok árs 2007 um 14% eignarhlut í Glitni banka ásamt því að félagið var einnig í eigu Gaums og tengdra aðila sem var önnur stærsta áhættuskuldbinding Glitnis við fall bankans.
23. Að stærstum hluta í eigu Magnúsar Kristinssonar og Kristins Björnssonar. Félagið var á tímabili meðal stærstu hluthafa í FL Group og Kaupþingi. Í lok júní 2007 átti félagið yfir 20% í FL Group og yfir 5% í Kaupþingi.
24. Félagið var í meirihlutaeigu Baugs, FL/Stoða, Gaums og félaga Ingibjargar Pálmadóttur. Félagið var flokkað sem stór áhættuskuldbinding hjá öllum þremur bönkunum.
25. Félagið átti rúm 5% í Glitni banka en var jafnframt, ásamt tengdum félögum, stærsta áhættuskuldbinding bankans.
26. Félagið átti í lok árs 2007 um 33% eignarhlut í Glitni banka ásamt því að félagið var einnig í eigu Gaums og tengdra aðila sem var önnur stærsta áhættuskuldbinding Glitnis við fall bankans.
27. Áður BG Capital ehf. Það var 100% í eigu Baugs Group hf. til 8. apríl 2008. Þar eftir að fullu í eigu hluthafa Baugs Group hf., þar á meðal Gaums ehf. (24%), Kaldbaks ehf. (33,6%), Haga hf. (11,6%), ISP ehf./101 Capital ehf. (11,5%).
28. Baugur Group hf. var stærsti einstaki eigandi Haga með yfir 95% eignarhald. Skuldir félagsins við bankana þrjá voru rúmir 4,5 milljarðar króna í lok september 2008, þar af rúmur helmingur hjá Landsbanka Íslands.

að fjárfesta í skuldabréfum eða öðrum fjármálagerningum tengdum skuldabréfum“.

Fjárfestingarstefna

Í kaflanum um fjárfestingarstefnuna í útboðslýsingu var áréttað að eignir sjóðsins skyldu ávaxtaðar í skuldabréfum en einnig væri heimilt að fjárfesta í innlánum banka. Tafla 5 sýnir fjárfestingarmörk sjóðsins í einstökum flokkum verðbréfa, þ.e. lágmarks- og hámarkshlutfall bréfa í viðkomandi flokkum miðað við heildarverðmæti verðbréfasafnsins. Í töflunni má einnig sjá fjárfestingarstefnu sjóðsins, þ.e. að hvaða hlutfalli var stefnt í einstökum eignaflokkum að jafnaði. Þessi stefna var hins vegar ekki bindandi því sjóðstjórum var einungis skylt að halda sig innan lágmarks- og hámarksviðmiðanna í einstökum flokkum.

Tafla 5. Fjárfestingarstefna Sjóðs 1 – Skuldabréf

Tegund verðbréfa og sjóða	*Stefna (%)*	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	10	10	30
Bankabréf banka og sparisjóða	30	20	50
Skuldabréf fyrirtækja	45	25	70
Önnur skuldabréf	15	5	30
Laust fé	0	0	10

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Athyglisvert er að í útdrætti úr útboðslýsingu frá því í maí 2006 má sjá að eign sjóðsins í ríkisskuldabréfum í lok apríl var aðeins 4% af heildarverðbréfasafninu og var því langt undir yfirlýstu lágmarkshlutfalli samkvæmt fjárfestingarstefnu og þar með fjárfestingarheimildum sjóðsins.

Eignasamsetning

Eignasamsetning sjóðsins var ágætlega dreifð ef tekið er mið af fjölda útgefenda verðbréfa sem sjóðurinn fjárfesti í. Á tímabilinu janúar 2005 til september 2008 fjárfesti sjóðurinn í verðbréfum 104 mismunandi útgefenda skuldabréfa. Til samanburðar fjárfesti Sjóður 9, sem var mun stærri sjóður, alls í verðbréfum 48 mismunandi útgefenda á sama tímabili.

Eins og sjá má á mynd 19 lækkaði hlutfall skuldabréfa ríkis og sveitarfélaga verulega á kostnað aukinnar fjárfestingar í skuldabréfum eignarhaldsfélaga á tímabilinu. Stærð sjóðsins náði hámarki í lok ágúst 2008 en þá nam heildarverðmæti eignasafnsins 46,8 milljörðum króna. Tafla 6 sýnir 10 stærstu skuldunauta sjóðsins á þeim tíma, en samtals námu lán til þessara aðila 62% af heildarverðmæti sjóðsins.

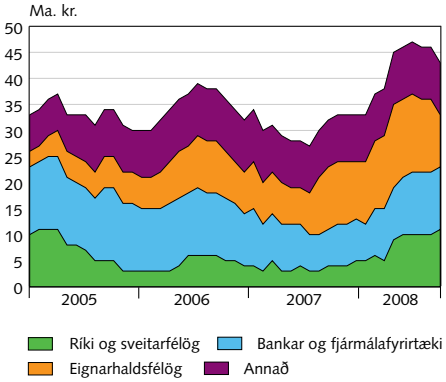
Eins og fjallað er um hér að framan eru nokkur þessara félaga bæði beint og óbeint tengd Rekstrarfélagi Glitnis sjóða í gegnum móðurfélag þess Glitni banka. Samanlögð fjárfesting sjóðsins í FL/Stoðum, Glitni banka, Baugi Group, Landic Property og Styrk Invest nam alls um 13,9 milljörðum króna eða um 30% af heildarverðmæti sjóðsins.

14.5.2.4 Sjóður 11 – Fyrirtækjabréf

Almennt

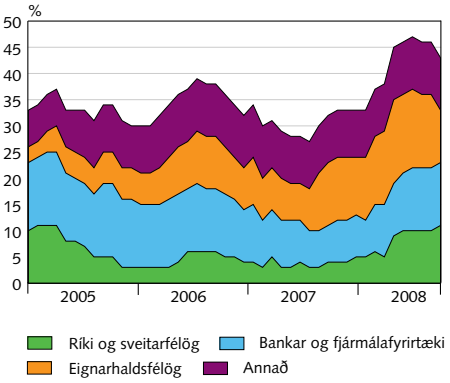
Sjóður 11 var verðbréfasjóður. Samkvæmt útdrætti úr útboðslýsingu var yfirlýst markmið sjóðsins „langtíma hækkun eigna með fjárfestingum í skuldabréfum eða fjármálagerningum tengdum skuldabréfum“.

Mynd 18
Sjóður 1
Skipting eigna



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 19
Sjóður 1
Hlutfallsleg skipting eigna



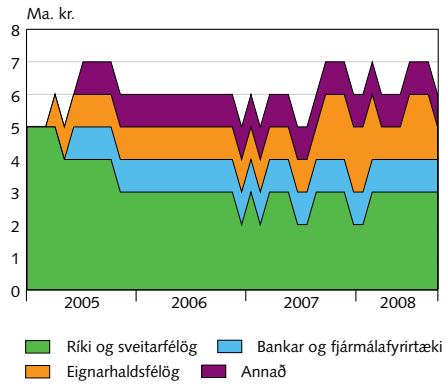
Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 6. 10 stærstu skuldunautar Sjóðs 1 í ágúst 2008

	M. kr.
Íbúðalánasjóður	8.151
Stoðir hf	4.463
Glitnir banki hf	4.073
Baugur Group hf	2.463
Bakkavör Group hf	2.442
Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf	2.202
Landic Property hf	1.800
Kaupþing banki hf	1.469
Styrkur Invest ehf	1.131
Sparisjóður Hafnarfjarðar/Byr	1.023

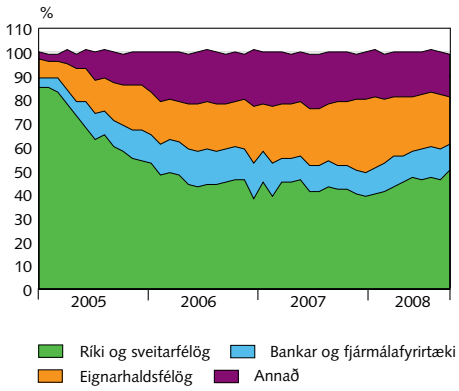
Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 20
Sjóður 11
Skipting eigna



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 21
Sjóður 11
Hlutfallsleg skipting eigna



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Tafla 8. 10 stærstu skuldunautar Sjóðs 11 í september 2008

	M. kr.
Íbúðalánasjóður	2.496
Landsvirkjun	369
Exista hf	326
Stoðir hf	261
Baugur Group hf	238
Síminn hf	227
Akureyrarkaupstaður	215
Kaupþing banki hf	206
Landic Property hf	194
Landsbanki Íslands hf	194

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Fjárfestingarstefna

Í útdrætti úr útboðslýsingu var áréttað að eignir sjóðsins skyldu ávaxtaðar í skuldabréfum fyrirtækja, banka, sveitarfélaga eða skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs. Að jafnaði skyldu skuldabréf fyrirtækja, banka og sveitarfélaga vera 80% af eignum sjóðsins en heimilt væri að víkja tímabundið frá því vegna markaðsaðstæðna. Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs skyldu að jafnaði vera 20% af eignum sjóðsins. Sjóðnum var heimilt að fjárfesta í öllum tímalengdum skuldabréfa en meðaltími skuldabréfasafnsins skyldi vera á bilinu fimm til tíu ár. Sjóðurinn hafði jafnframt aflað heimildar Fjármálaeftirlitsins til að fjárfesta allt að 50% eigna sinna í skuldabréfum útgefnum af ríkissjóði eða með ábyrgð hans.

Tafla 7 lýsir fjárfestingarmörkum sjóðsins í einstökum flokkum verðbréfa, þ.e. lágmarks- og hámarkshlutfalli verðbréfa í viðkomandi flokkum miðað við heildarverðmæti verðbréfasafnsins. Í töflunni má einnig sjá fjárfestingarstefnu sjóðsins, þ.e. að hvaða hlutfalli var stefnt í einstökum eignaflokkum að jafnaði. Þessi stefna var hins vegar ekki bindandi því sjóðstjórum var einungis skylt að halda sig innan lágmarks- og hámarksviðmiðanna í einstökum flokkum.

Tafla 7. Fjárfestingarstefna Sjóðs 11 – Fyrirtækjabréf

Tegund verðbréfa og sjóða	*Stefna (%)*	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf með ábyrgð ríkissjóðs	20	0	50
Bankabréf banka og annarra fyrirtækja	80	50	100
Laust fé	0	0	10

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Eignasamsetning sjóðsins

Á tímabilinu janúar 2005 til september 2008 fjárfesti Sjóður 11 í bréfum 40 mismunandi skuldabréfaútgefenda. Svipaða þróun má sjá í samsetningu eignasafnsins á tímabilinu og hjá hinum sjóðunum, þ.e. lækkandi hlutfall ríkistryggðra verðbréfa á kostnað aukinnar fjárfestingar í skuldabréfum eignarhaldsfélaga. Hlutfall skuldabréfa ríkis og sveitarfélaga fór þó sjaldan mikið niður fyrir 40% af heildarverðmæti sjóðsins og fór vaxandi á árinu 2008. Stærð sjóðsins náði hámarki í lok september 2008, en þá nam heildarverðmæti eignasafnsins 7 milljörðum króna. Tafla 8 hér að neðan sýnir 10 stærstu skuldara sjóðsins á þeim tíma en samtals nam eign sjóðsins í verðbréfum útgefnum af þessum aðilum 68% af heildarverðmæti sjóðsins.

14.5.2.5 Helstu eignir sjóðanna

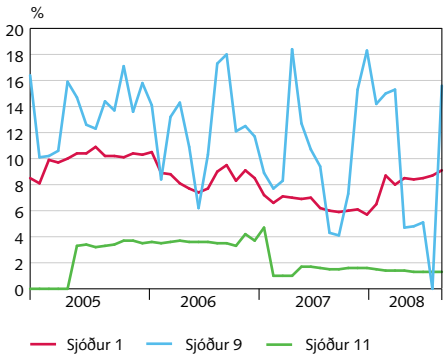
Glitnir banki

Sjóður 9

Frá upphafi árs 2005 til loka september 2008 var eign Sjóðs 9 í verðbréfum útgefnum af Glitni banka að meðaltali um 12% af heildarverðbréfaeign sjóðsins. Fjárfesting sjóðsins í verðbréfum Glitnis banka sveiflaðist verulega á tímabilinu eins og sjá má á mynd 22. Hæst fór hlutfallið í 18,4% í lok maí 2007 sem er vel innan við leyfilegt 35% hámark í einum útgefanda. Frá upphafi árs 2005 til loka aprílmánaðar 2007 átti sjóðurinn að jafnaði 2,2 milljarða króna í verðbréfum útgefnum af Glitni banka. Í maí 2007 jók sjóðurinn við eign í Glitnisbréfum úr 2,7 milljörðum króna í 8,2 milljarða. Fjárfestingar í bréfum

Glitnis banka jukust hins vegar markvert um það leyti sem aðgangur íslensku bankanna að fjármögnun á erlendum lánsfjármörkuðum þrengdist verulega á seinni hluta árs 2007. Í lok janúar 2008 hafði sjóðurinn aftur næstum tvöfaldað eign sína í bréfum Glitnis banka í 16,3 milljarða króna. Athyglisvert er að í ágústmánuði 2008 var síðasta bréf Glitnis banka í eign Sjóðs 9 á gjalddaga og í lok mánaðarins átti sjóðurinn engin verðbréf útgefin af bankanum. Í september 2008 jók Sjóður 9 aftur stöðu sína í bréfum Glitnis banka með 8 milljarða króna fjárfestingu. Fjárfest var í skuldabréfi með breytilegum vöxtum er tóku mið af þriggja mánaða REIBOR að viðbættu 1% álagi (100 punkta). Í lok ágúst 2008 var skuldatryggingarálag á Glitni banka 867 punktar. Samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum atvikuðust viðskiptin þannig að ákveðið hafði verið að lengja í hluta innláns sem var á gjalddaga í lok október hjá Glitni banka. Jafnframt bentu starfsmenn rekstrarfélagsins á að kjörin á bréfinu hefðu verið sambærileg innlánskjörum sem rekstrarfélaginu buðust á sama tíma. Innlán Sjóðs 9 í Glitni banka í lok september 2008 námu 22,2 milljörðum króna sem voru um 60% af heildarinnlánum sjóðsins á þeim tíma.

Mynd 22
Eignir Sjóða 1, 9 og 11
Verðbréf Glitnis – hlutfall af heildarverðbréfaeign

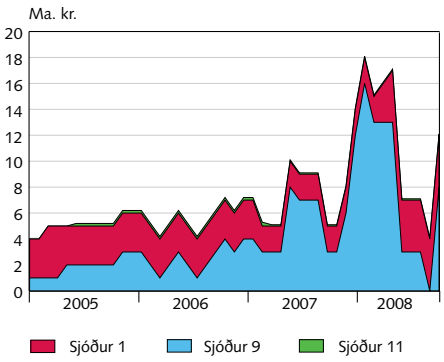


Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Sjóður 1

Eign Sjóðs 1 í verðbréfum útgefnum af Glitni banka var nokkuð stöðug á tímabilinu. Að meðaltali námu bréfin 8,4% af heildarverðbréfaeign Sjóðs 1 en hæst fór hlutfallið í 10,9% í lok ágústmánaðar 2005. Sjóðurinn fjárfesti talsvert meira í Glitni banka á tímabilinu apríl til september 2008 samanborið við sama tímabil fyrra árs, eða að jafnaði 3,8 milljarða króna miðað við 1,9 milljarða. Í hlutfalli við heildarverðbréfaeign sjóðsins á þessum tímabilum var aukningin þó ekki jafn áberandi, fór í 8,6% árið 2008 miðað við 6,6% á sama tímabili 2007.

Mynd 23
Eignir Sjóða 1, 9 og 11
Verðbréf Glitnis



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Sjóður 11

Fjárfestingar Sjóðs 11 í verðbréfum útgefnum af Glitni banka voru áberandi minni að umfangi en hjá hinum sjóðunum. Nam eign í þessum bréfum að meðaltali um 2,2% af heildarverðbréfaeign sjóðsins en hæst fór hlutfallsleg eign sjóðsins í bréfunum í 4,7% í febrúarlok 2007.

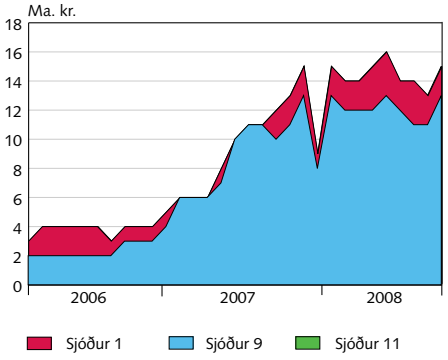
Baugur Group hf.

Sjóður 9 og Sjóður 1 hófu fjárfestingar í verðbréfum útgefnum af Baugi í mars 2006. Sjóður 9 fjárfesti í upphafi fyrir um 2 milljarða króna í verðbréfaútgáfu sem auðkennd var BAUG 06 1 en bréfin voru til eins árs. Sjóður 1 fjárfesti í sömu útgáfu fyrir um 1,5 milljarða króna. Heildarútgáfan nam 3,5 milljörðum og saman áttu sjóðirnir því alla útgáfuna. Útgáfan var í umsjón Glitnis banka. Í lok febrúar 2007, rétt fyrir gjalddaga bréfanna, keypti Sjóður 9 umrædd bréf af Sjóði 1 og átti eftir það alla útgáfuna fram að gjalddaga. Á gjalddaga bréfanna var staða sjóðsins í Baugi framlengd með kaupum á nýrri víxlaútgáfu (BAUG 08 0329) og í framhaldi af því virðist kerfisbundið hafa verið endurfjárfest í verðbréfum útgefnum af Baugi á gjalddaga.

Áréttað skal að allar fjárfestingar Sjóða 1, 9 og 11 í Baugsbréfum voru í óskráðum skuldabréfum og víxlum.

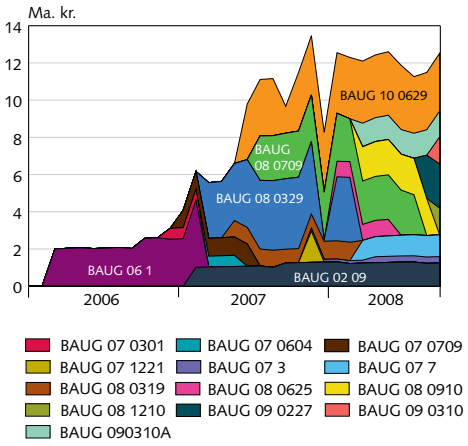
Frá apríl 2007, eftir að Baugur varð stór hluthafi í Glitni banka, jukust fjárfestingar Sjóðs 9 í Baugi jafnt og þétt fram undir lok þess árs. Mest átti sjóðurinn af verðbréfum útgefnum af félaginu í lok nóvember 2007 eða jafnvirði 13,5 milljarða króna (9,7% af heildareignum sjóðsins). Fjárfesting Sjóðs

Mynd 24
Eignir Sjóða 1, 9 og 11
Baugur Group



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 25
Eignir Sjóðs 9
Baugur Group



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

1 í Baugi náði hámarki í maí 2008 en þá átti sjóðurinn bréf að andvirði 3,3 milljarða króna (6,6% af heildareignum sjóðsins). Í lok september 2008 átti Sjóður 9 Baugsbréf fyrir 12,5 milljarða (12,9% af heildareignum sjóðsins), Sjóður 1 fyrir 1,8 milljarða (4% af heildareignum sjóðsins) og Sjóður 11 fyrir 238 milljónir króna (3,4% af heildareignum sjóðsins).

Dæmi eru um að sjóðir innan Glitnis sjóða hafi átt viðskipti sín á milli með óskráð og illseljanleg verðbréf. Eitt athyglisvert dæmi um viðskipti þar sem Baugsbréf koma við sögu er frá lokum desembermánaðar 2007. Hinn 28. desember 2007 seldi Sjóður 9 víxlaútgáfuna BAUG 08 0329 í heild sinni til fagfjárfestasjóðsins GLB FX, 820 nafnverðseiningar, alls að nafnvirði 4,1 ma. kr. Sjóðurinn keypti svo aftur stærsta hluta útgáfunnar eftir áramótin, fyrst 620 einingar 7. janúar og svo 180 einingar 9. janúar 2008. Samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum var ástæða sölunnar í desember 2007 að útstreymi hefði verið úr sjóðnum í mánuðinum. Sjóðstjóri hefði því ákveðið að auka seljanleika en um leið að lengja líftíma eignasafnsins og draga úr fyrirtækjaáhættu með því að fjölga útgefendum í sjóðnum. Í framhaldinu hefðu verið fest kaup á víxlum og skuldabréfum útgefnum af Icelandair (IAIR 09 0123), Straumi (STRB 08 0701), Landsbanka (LAIS 98 3) og Glitni banka (GLB 08 0728). Ástæða þess að Baugsvíxlarnir voru keyptir til baka í janúar 2008 hefði verið sú að Sjóður 9 hefði byrjað að vaxa að nýju (það athugast að aðeins 2½ viðskiptadagur var á milli sölunnar og fyrstu endurkaupanna). Í útskýringum sjóðstjóra til rannsóknarnefndarinnar kom jafnframt fram að á þessum tíma hefði verið umframeftirspurn eftir fyrirtækjavíxlum. Þar sem sveiflur hefðu gert vart við sig í inn- og útstreymi í desember 2007 og byrjun janúar 2008 hefði sjóðstjóri ákveðið að taka tilboði í umræddan fyrirtækjavíxil til þess að ná fram hámarksávöxtun með tilliti til áhættu.[29]

Þegar framangreindur víxill kom á gjalddaga 29. mars 2008 var skuld samkvæmt honum framlengd með kaupum á þremur nýjum víxlaútgáfum, þ.e. 1 ma. kr. í BAUG 07 7; 1,8 ma. kr. í BAUG 08 0910 og 1,3 ma. kr. í BAUG 09 0310 A, alls um 4,2 milljarðar króna. Alls voru Baugsbréf í eigu sjóðsins að verðmæti 4,5 milljarðar króna á gjalddaga í mánuðinum en sjóðurinn endurfjárfesti um 4,2 ma. kr. af þeirri upphæð. Fjárfest var fyrir mismuninn í Sjóði 1 og ríflega það því sjóðurinn fjárfesti fyrir 636 milljónir í BAUG 08 0910. Í apríl 2008 gerði Sjóður 1 gott betur og lánaði Baugi 1 milljarð króna til viðbótar með kaupum á BAUG 07 7.

Ofangreind viðskipti eru sérstaklega athyglisverð í ljósi þess að á tímabilinu sem skoðað var voru vísbendingar um að Baugur hefði þegar átt í alvarlegum greiðsluerfiðleikum. Samkvæmt upplýsingum sem rannsóknarnefndin aflaði hafði Baugur ekki staðið skil á greiðslu á víxli (BAUG 08 0319) í eigu Peningamarkaðssjóðs Kaupþings á gjalddaga 19. mars 2008. Viðkomandi skuld var sett í innheimtu skömmu síðar.[30] Sjóður 9 átti einnig um 1 milljarð króna í sömu útgáfu en ekki reyndi á greiðslugetu Baugs í því tilfelli því skuldinni var einfaldlega velt áfram með kaupum á nýrri víxlaútgáfu. Því má spyrja hversu vel Glitnir sjóðir hafi raunverulega kynnt sér lausafjárstöðu og greiðslugetu Baugs almennt þegar ákveðið var að framlengja 4,2 milljarða króna skuld félagsins við Sjóð 9 á gjalddaga í mars 2008. Að auki jukust

29. Tölvubréf frá Öglu Elísabetu Hendriksdóttur til rannsóknarnefndar Alþingis 9. október 2009.
30. Skýrsla Rúnu Malmquist fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. október 2009, bls. 9.

heildarskuldir Baugs við Sjóð 1 um 1 milljarð króna í mánuðinum sem þá fór í hönd.

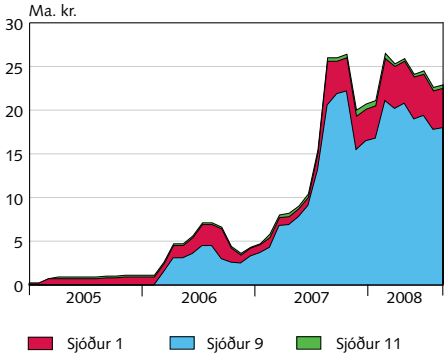
Hinn 9. júlí 2008 náðu hins vegar fréttir um slæma stöðu Baugs eyrum Glitnis sjóða þegar Baugur stóð ekki skil á greiðslu á víxli (BAUG 08 0709). Að sögn sjóðstjóra hjá Glitni sjóðum var þetta fyrsta vísbendingin sem rekstrarfélagið fékk um slæma stöðu Baugs. Að sögn sjóðstjórans hafði miðlari hjá Kaupþingi, sem upphaflega sá um útgáfu og sölu víxilsins, samband nokkru fyrir gjalddaga hans með tilboð um að sjóðurinn endurfjárfesti fyrir sömu upphæð. Sjóðstjórinn hafnaði því tilboði. Þrátt fyrir það fékk sjóðurinn ekki greiddan fyrrgreindan víxil á gjalddaga. Þegar grennslast var fyrir um greiðsluna hjá miðlara Kaupþings fengust þau svör að samkvæmt upplýsingum frá Baugi hygðist sjóðurinn endurfjárfesta andvirði víxilsins í nýjum víxlum. Því hafi ekki þótt ástæða til að ganga frá uppgjöri á víxlinum til Glitnis sjóða. Sjóðstjórinn sagðist ekki hafa viljað una því og hefði óskað eftir því við Kaupþing að þeirri greiðslu sem Baugur hafði greitt öðrum handhöfum sömu víxlaútgáfu yrði skipt hlutfallslega jafnt á alla eigendur víxilsins en úr því varð ekki.[31]

Í framhaldinu var haft samband við Baug og óskað eftir skýringum og upplýsingum um það hvenær víxillinn fengist greiddur. Sjóðstjóri mun hafa gert Baugi grein fyrir því að til stæði að gjaldfella víxilinn. Síðar í mánuðinum óskaði aðstoðarforstjóri Baugs eftir fundi með sjóðstjóra Sjóðs 9 og framkvæmdastjóra Glitnis sjóða til að fara yfir stöðu Baugs. Farið var yfir upplýsingar og kynningu þar sem eiginfjárstaða félagsins var sögð ennþá sterk og að unnið væri að sölu eigna. Í framhaldinu var tekin sú ákvörðun að framlengja víxilinn í stuttan tíma gegn allsherjarveði til að tryggja betur möguleika á endanlegum endurheimtum allra skuldabréfa í eigu sjóðsins sem Baugur hafði gefið út. Umrætt veð reyndist vera allsherjarveð á 3. og 4. veðrétti í hlutum Baugs Group í einkahlutafélaginu BG Holding ehf. en veðskjöl eru dagsett og undirrituð 27. ágúst 2008. Það er því ljóst að tryggingarréttindi þau sem felast í veðinu eru í besta falli óljós enda stendur veðið aftarlega í kröfuröðinni, veðandlagið er hlutafé í eignarhaldsfélagi, en eignir þess voru þegar veðsettar Landsbankanum og Landsvaki, rekstrarfélag sjóða Landsbankans, var með fyrsta veðrétt í sjálfu eignarhaldsfélaginu.[32] Þrátt fyrir að með vanskilum útgefanda verðbréfanna sem hér um ræðir væru fram komnar alvarlegar vísbendingar um aukna skuldaraáhættu, var skráð virði bréfanna í sjóðnum ekki fært niður í samræmi við líklegt markaðsverð í ljósi fram kominna upplýsinga.

Í september 2008 fjárfesti Sjóður 9 áfram í víxlum útgefnum af Baugi þrátt fyrir að félagið hefði skömmu áður ekki getað staðið í skilum með skuldbindingar sínar við sjóðinn. Í lok ágúst 2008 var skráð markaðsvirði Baugsbréfa í sjóðnum 11,5 milljarðar króna. Í lok septembermánaðar hafði staða sjóðsins í Baugsbréfum aukist um rúman milljarð króna í 12,5 milljarða (alls um 12% af heildarverðmæti sjóðsins eða 18% fyrir utan innlán). Því var ekki aðeins um að ræða framlengingu á ógreiddum víxlum útgefnum af Baugi heldur jókst heildarfjárfesting sjóðsins um rúman milljarð króna milli mánaða. Sjóðstjóri sjóðsins kvað þetta skýrast af því að Baugur hefði verið í endurteknum vanskilum. Við það hefðu safnast upp dráttarvextir

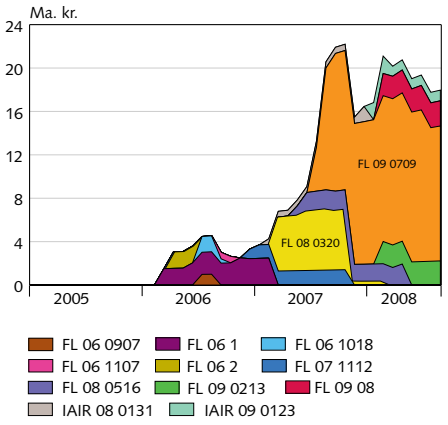
31. Tölvubréf frá Öglu Elísabetar Hendriksdóttur til rannsóknarnefndar Alþingis 7. október 2009.
32. Skv. veðlýsingu dags. 27. desember 2007.

Mynd 26
Eignir Sjóða 1, 9 og 11
Stoðir



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Mynd 27
Eignir Sjóðs 9
Stoðir



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

sem bætt var við höfuðstól nýrra víxlaútgáfa auk þess sem ávöxtunarkrafan var hækkuð.[33] Skráð virði bréfanna í sjóðnum tók hins vegar ekki mið af því að raunverulegt markaðsvirði þeirra væri mögulega mun lægra ef sjóðurinn neyddist til að selja bréfin á markaði.

FL Group/Stoðir

Mynd 26 sýnir eign Sjóða 1, 9 og 11 í verðbréfum útgefnum af FL/Stoðum. Framan af tímabilinu fjárfestu Sjóðir 1 og 11 lítillega í bréfum Icelandair og FL/Stoðum en samanlögð eign sjóðanna í lok febrúar 2006 var um 1,1 milljarður króna. Sjóður 9 hóf að fjárfesta í bréfum FL/Stoða í mars 2006, í upphafi fyrir um 1,5 milljarða, en í ágústmánuði sama ár hafði sjóðurinn aukið fjárfestingarnar í ríflega 4,5 milljarða. Upp úr því dró hins vegar talsvert úr fjárfestingum Sjóðs 9 í bréfum FL/Stoða og átti sjóðurinn bréf fyrir um 3,3 milljarða króna í árslok. Fjárfestingar í verðbréfum útgefnum af félaginu jukust nokkuð framan af ári 2007, verðbréfum á gjalddaga var bætt við nýjar útgáfur verðbréfa og staðan aukin jafnt og þétt fram á mitt ár 2007 þegar umtalsverð stefnubreyting virtist eiga sér stað varðandi fjárfestingar í félaginu.

Í júlí 2007 fjárfesti Sjóður 9 í skuldabréfi útgefnu af FL/Stoðum FL 09 0709 fyrir ríflega 4 milljarða króna. Í útboðslýsingu útgáfunnar sagði að heildarútgáfuheimild samkvæmt samningi væri 15 milljarðar króna en upphaflega yrðu gefin út bréf að andvirði 7 milljarða. Sjóður 1 fjárfesti einnig í sömu bréfum fyrir 1 milljarð króna. Umrædd bréf voru eingreiðslubréf til tveggja ára með árlegum vaxtagreiðslum (14,6%). Eftir fjárfestinguna átti Sjóður 9 verðbréf útgefin af FL/Stoðum að andvirði 13,2 milljarða króna. Fjárfesting Sjóðs 9 í þessu bréfi var óvenjuleg að því leyti að bréfið var til tveggja ára en samkvæmt útboðslýsingu var markmið sjóðsins að „skila jafnri og stöðugri hækkun eigna með fjárfestingu í víxlum, innlánum eða öðrum skammtímaverðbréfum“. Auk þess var líftími verðbréfa sjóðsins skilgreindur á bilinu 0 til 1 ár samkvæmt útboðslýsingu og ávöxtunarviðmið sjóðsins var skuldabréfavísitala með þriggja mánaða líftíma. Sjóðirnir létu þó ekki þar við sitja því í ágúst 2007 jók FL/Stoðir útgáfuna upp í 15 milljarða króna og sjóðstjórar Sjóðs 1 og 9 keyptu alla viðbótina. Auk þess virðist sem sjóðirnir hafi keypt það sem út af stóð frá fyrri útgáfunni því að í lok mánaðarins áttu sjóðirnir FL 09 0709 bréf að andvirði 15 milljarða króna sem samkvæmt útboðslýsingunni var hámarksútgáfa í flokknum. Samkvæmt verðbréfalýsingunni áttu viðskipti að hefjast með bréfin í Kauphöllinni 29. október 2007. Í ljósi þess að einn og sami aðilinn átti svo til alla útgáfuna er ólíklegt að lífleg viðskipti hafi verið með bréfin á markaði. Umsjónaraðili útgáfunnar var Glitnir banki.

Framangreind fjárfesting í FL 09 0709 verður að teljast sérstaklega athyglisverð í ljósi eftirfarandi þátta:

1. Fjárfestingin er mjög stór.
2. Útgefandinn er eignarhaldsfélag.
3. Útgefandi skuldabréfanna er stærsti einstaki eigandinn í Glitni banka, móðurfélagi Glitnis sjóða.
4. Móðurfélag rekstrarfélagsins er stór eignaraðili í útgefandanum.

33. Skýrsla Öglu Elísabetu Hendriksdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 28. september 2009, bls. 6.

5. Vikið er frá almennri fjárfestingarstefnu Sjóðs 9 að fjárfesta einkum í skammtímabréfum.
6. Keypt er öll útgáfan sem lækkar verulega líkurnar á því að raunhæft markaðsverð myndist með bréfin og eykur seljanleikaáhættu á eftirmarkaði.

Þegar umrædd skuldabréf voru gefin út átti Glitnir banki 6,52% hlut í FL/Stoðum og FL/Stoðir áttu 30,23% hlut í Glitni banka. Eftir þessi viðskipti áttu Sjóður 1, 9 og 11 26 milljarða króna í verðbréfum útgefnum af FL/Stoðum en þar af voru 22 milljarðar í Sjóði 9. Í lok ágúst 2009 áttu sjóðirnir þrír bréf útgefin af FL/Stoðum að andvirði um 22,8 milljarða króna.

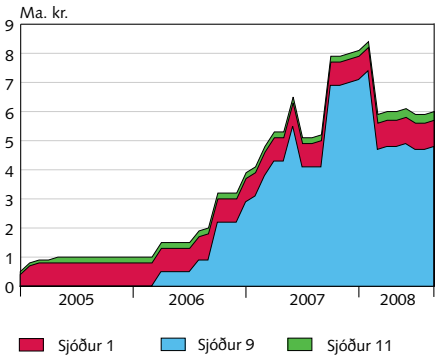
Exista

Allir þrír sjóðirnir, Sjóðir 1, 9 og 11, fjárfestu í verðbréfum útgefnum af Exista. Sjóður 9 byrjaði þó ekki að fjárfesta í Exista bréfum fyrr en í apríl 2006, þá fyrir um 508 milljónir króna, en eign sjóðsins í bréfum Exista jókst hratt eftir því sem leið á árið. Í árslok 2006 átti sjóðurinn verðbréf útgefin af Exista fyrir um 2,2 milljarða króna. Ári síðar hafði eign sjóðsins í bréfum félagsins aukist í rúma 7 milljarða. Fjárfestingar sjóðsins í Exista bréfum bera þess skýrt merki að stöðum í bréfum á gjalddaga er haldið og skuldum útgefanda samkvæmt bréfunum velt inn í nýjar útgáfur samhliða því að heildarskuld Exista við sjóðinn eykst jafnt og þétt.

Sjóður 1 fjárfesti fyrst í MEID 04 1, sem er sjö ára kúlubréf, fyrir um 800 milljónir króna. Í janúar 2008 virðist sjóðurinn hafa selt bréfið, eða skipt því út, fyrir sömu upphæð í EXISTA 04 1 á sama gjalddaga árið 2011. Þetta eru einu Exista bréfin í eigu sjóðsins á tímabilinu janúar 2005 til september 2008.

Eign Sjóðs 11 í bréfum Exista var stöðug mestallt tímabilið, að meðaltali um 176 milljónir króna frá maí 2005 til febrúar 2008. Þá skipti sjóðurinn út sömu bréfum og að ofan greinir (MEID 04 1 fyrir EXISTA 04 1). Sjóðurinn fjárfesti hins vegar fyrir 150 milljónir króna til viðbótar í nýju bréfi (EXISTA 06 3) í mars 2008 sem jók heildareign sjóðsins í verðbréfum Exista um 300 milljónir króna.

Mynd 28
Eignir Sjóða 1, 9 og 11
Exista



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

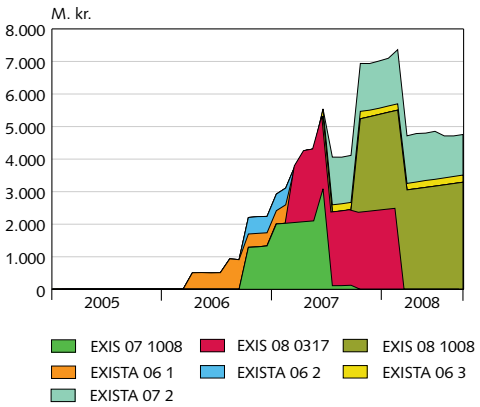
14.5.2.6 Viðbrögð Glitnis sjóða vegna greiðslufalls/erfiðleika skuldara

Gnúpur fjárfestingafélag ehf.

Hinn 9. janúar 2008 tilkynnti Gnúpur fjárfestingafélag ehf. að fyrirtækið væri komið í greiðsluerfiðleika en samkomulag hefði náðst um endurfjármögnun eftirstandandi skulda félagsins hjá viðskiptabönkum ásamt því að samið hefði verið um aðrar skuldir. Í árslok 2007 var skráð markaðsverðmæti fjárfestingar Sjóðs 9 í víxlum útgefnum af Gnúpi (GNUP 08 0728) 854 milljónir króna. Ekki virðist sem Sjóðir 1 og 11 hafi fjárfest í Gnúpsbréfum. Hér að neðan er fjárfestingu Sjóðs 9 í Gnúpi lýst:

- Nafnverð: kr. 900.000.000
- Kaupverð: kr. 800.632.350
- Markaðsverð: kr. 857.452.932
- Söluandvirði þann 14. janúar 2008: kr. 663.859.408
- Tap af fjárfestingunni nam kr. 136.772.942 miðað við kaupverð
- Tap af fjárfestingunni nam kr. 193.593.524 miðað við markaðsverð 11. janúar 2008.

Mynd 29
Eignir Sjóðs 9
Exista



Heimild: Glitnir sjóðir hf.

Samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum voru áhrif þessa á gengi sjóðsins óveruleg en rekstrarfélagið lækkaði tímabundið umsjónarlaun Sjóðs 9 til félagsins til þess að tryggja hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa og lágmarka tjón þeirra. Þar sem um minniháttar tap var að ræða, að mati rekstrarfélagsins, sá félagið ekki ástæðu til að upplýsa hlutdeildarskírteinishafa um fjárfestingar í Gnúpi og tapið sem þeim fylgdi. Engar breytingar voru gerðar á stefnu sjóðsins en samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum var áhersla lögð á að auka innlán til að mæta hugsanlegum innlausnum og reynt að draga úr fyrirtækjaáhættu, t.d. með því að taka tryggingar samhliða endurfjárfestingum í skuldabréfum og víxlum fyrirtækja.

FL / Stoðir

Hinn 19. september 2008 óskaði fjármálastjóri FL/Stoða eftir fundi með Glitni sjóðum til að fara yfir stöðu félagsins og kanna vilja hjá verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum Glitnis sjóða til endurfjárfestinga vegna víxla sem voru á gjalddaga í nóvember 2008. Á þeim fundi var farið yfir hálfsársuppgjör FL/Stoða og horfur. Eiginfjárhlutfall félagsins var 24,7%, en það hafði lækkað úr 36,9% frá því í árslok 2007 og stóðst ennþá þau viðmið sem Glitnir sjóðir hafa. Hins vegar lét framkvæmdastjóri Glitnis sjóða forsvarsmenn félagsins vita að stefnan væri að minnka vægi FL/Stoða í sjóðum félagsins. Enginn áhugi væri á endurfjárfestingum en félaginu væri velkomið að funda með öðrum starfsmönnum Glitnis sjóða og fara yfir uppgjör félagsins og framtíðarsýn. Af þeim fundi varð ekki vegna tilkynningar hinn 29. september 2008 um inngrip og hugsanleg kaup ríkisins á 75% hlutafjár í Glitni. Þetta hafði veruleg áhrif á rekstrarmöguleika Stoða og leiddi til þess að félagið óskaði eftir greiðslustöðvun. Að morgni þess dags var ljóst að rekstrarhæfi FL/Stoða var afar takmarkað enda átti félagið um þriðjungshlut í Glitni banka. Gífurleg óvissa ríkti því um verðmæti skuldabréfa útgefinna af FL/Stoðum í eigu verðbréfa- og fjárfestingarsjóða Glitnis sjóða. Ákveðið var að loka fyrir viðskipti tímabundið þar sem FL/Stoðir voru meðal stærstu útgefenda skuldabréfa í eigu Sjóðs 9 og leita leiða til að koma bréfunum í verð og selja þau út úr sjóðnum ef þess væri nokkur kostur. Ljóst var þá að bréfin yrðu seld með verulegu tapi. Nánar er vikið að sölu bréfanna úr sjóðnum í kafla 14.13.3 hér á eftir.

14.5.2.7 Önnur tilvik

Í þremur öðrum tilvikum bera gögn frá Glitni sjóðum með sér að sérstakra trygginga hafi verið aflað vegna bréfa í eigu sjóða rekstrarfélagsins. Ástæðan fyrir því að fjallað er um þessi viðskipti hér er sú að svo virðist sem rekstrarfélagið hafi verið farið að starfa fremur í ætt við banka en rekstrarfélag verðbréfasjóða. Þess ber einnig að geta að í fyrstu tveimur dæmunum hér að neðan er um að ræða nýja útgáfu á verðbréfum en í síðasta dæminu var aflað trygginga vegna verðbréfa sem sjóðir rekstrarfélagsins áttu þegar.

Eignarhaldsfélagið Fasteign hf.

Hinn 23. maí 2008 undirritaði eignarhaldsfélagið Fasteign samkomulag við Glitni sjóði sem fól í sér að Glitnir sjóðir skuldbundu sig til að kaupa víxil útgefinn af viðkomandi fyrirtæki að upphæð allt að einum milljarði króna gegn því að andvirði kaupverðsins yrði endurfjárfest í Sjóði 9. Víxlinum fylgdi jafnframt tryggingarbréf með allsherjarveði í fasteign í eigu félagsins. Eignarhaldsfélagið skuldbatt sig jafnframt til þess að innleysa ekki hlutdeild-

arskírteini sín í Sjóði 9 fyrir hluta eða öllu söluandvirði víxilsins nema eftir því sem þörf krefði til að mæta kostnaði vegna fyrirfram skilgreindra atriða í samkomulaginu. Í skilmálum samkomulagsins kom jafnframt fram að Glitnir sjóðir gætu neitað viðkomandi eignarhaldsfélagi um innlausn hlutdeildarskírteina í Sjóði 9 ætti eignarhaldsfélagið í verulegum greiðsluerfiðleikum þannig að vafi léki á um getu félagsins til að mæta skuldbindingum sínum samkvæmt víxlinum.

Norðurturninn ehf.

Hinn 4. júlí 2008 gaf Norðurturninn ehf. út skuldabréf til Glitnis sjóða að fjárhæð allt að 2 milljörðum króna með 1. veðrétti í fasteign í eigu félagsins. Í mánaðarlok var uppgefið markaðsvirði Sjóðs 9 í viðkomandi skuldabréfum 1.012 milljónir króna.

Eignarhaldsfélagið Kirkjuhvoll ehf.

Hinn 3. október 2008 gaf eignarhaldsfélagið Kirkjuhvoll ehf. út tryggingarbréf með veði í fasteign til tryggingar greiðslu á fjárskuldbindingum í tengslum við ákveðinn skuldabréfaflokk og aðrar skuldbindingar við Glitni banka. Í lok september 2008 var skráð eign Sjóðs 9 í viðkomandi skuldabréfaflokki 455 milljónir króna.

14.5.2.8 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um starfsemi sjóða Glitnis sjóða

Stærsti sjóður rekstrarfélagsins, Sjóður 9, stækkaði mjög hratt á skömmum tíma. Vöxtur sjóðsins var hraðari en svo að unnt væri að skapa sjóðnum eðlileg starfsskilyrði miðað við smæð innlenda verðbréfamarkaðarins og takmarkað framboð af traustum auðseljanlegum verðbréfum. Áhættudreifingu m.t.t. skuldaraáhættu var verulega ábótavant og það vekur sérstaka athygli hversu hlutfall ríkistryggðra verðbréfa í eignasafninu var lágt. Fjárfestingar sjóðsins í eignarhaldsfélögum voru langt umfram það sem gæti talist eðlilegt í vel dreifðu eignasafni. Lánveitingar Sjóðs 9 til Glitnis banka og tengdra félaga voru mjög umsvifamiklar og vekja alvarlegar spurningar um óhæði rekstrarfélagsins gagnvart eiganda sínum.

Undir lok tímabilsins voru sjóðirnir farnir að starfa meira eins og bankar en fjárfestingarsjóðir. Þetta kemur meðal annars fram í því að farið var að krefjast trygginga gagnvart einstökum útgefendum og fjárfestingar í verðbréfum háðar sérstökum skilmálum um ráðstöfun andvirðis bréfanna.

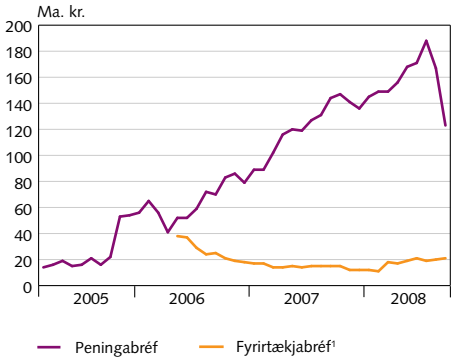
Rannsóknarnefnd Alþingis gerir líka athugasemd við það að sjóðir sem þessir skuli hafa keypt útgáfur skuldabréfa í heild, eins og Sjóður 9 gerði t.d. með skuldabréfaflokkinn FL09 0709. Erfitt er að meta markaðsvirði slíkra bréfa og einnig má efast um seljanleika þeirra. Rannsóknarnefnd Alþingis bendir einnig á að Sjóður 1 fór niður fyrir yfirlýst lágmarkshlutfall, samkvæmt fjárfestingarheimildum sjóðsins, í ríkistryggðum verðbréfum fyrstu mánuði ársins 2006.

14.5.3 Sjóðir Landsvaka

14.5.3.1 Inngangur

Í kaflanum er fjallað um eignir tveggja fjárfestingarsjóða á vegum Landsvaka, Peningabréfa ISK og Fyrirtækjabréfa. Sjóðirnir voru báðir innlendir skuldabréfasjóðir, þ.e. fjárfestu nánast eingöngu í skuldabréfum útgefnum af

Mynd 30
Þróun heildarverðmætis Peningabréfa ISK og Fyrirtækjabréfa



1. Eignaskipting hjá Fyrirtækjabréfum fyrir 30. maí 2006, barst ekki rannsóknarnefnd Alþingis.
Heimild: Landsvaki hf.

innlendum útgefendum í krónum. Peningabréf ISK voru langstærsti sjóður Landsvaka og stærsti peningamarkaðssjóður í rekstri innlendra rekstrarfélaga en í lok júní 2008 voru eignir hans tæplega 190 milljarðar króna, tæplega 13% af áætlaðri landsframleiðslu þess árs. Fyrirtækjabréf voru mun minni sjóður og var heildarverðmæti hans um 20 milljarðar króna. Þróun heildarverðmætis þessara sjóða má sjá á mynd 30.

Í þessum hluta eru fjárfestingar sjóðanna athugaðar, m.a. í því skyni að kanna hversu stóran hluta fjárins sjóðirnir veittu aðilum sem voru tengdir helstu eigendum Landsbankans og stórum viðskiptavinum. Skoðuð var eignasamsetning sjóðanna, stöðutaka í einstökum útgáfum, þróun eignasamsetningar á tímabilinu sem til skoðunar var og einnig voru athuguð sérstök mál sem komu upp við skoðunina. Auk þessa voru viðskipti milli sjóðanna skoðuð í því augnamiði að kanna hvort um væri að ræða umfangsmiklar hreyfingar.

Verðlagning bréfa við kaup sjóðanna í samanburði við markaðsverð var ekki athuguð nákvæmlega þar sem stór hluti eigna sjóðanna voru verðbréf sem höfðu grunna eða jafnvel enga virka verðmyndun á markaði. Ekki voru skoðuð verð í viðskiptum milli sjóða en athygli vekur hve slík viðskipti voru umfangsmikil.

14.5.3.2 Peningabréf Landsvaka

Almennt

Peningabréf ISK voru fjárfestingarsjóður. Sjóðurinn var stofnaður árið 1995 og samkvæmt útboðslýsingu hans frá apríl 2008 fjárfesti hann í „vel tryggðum[34] skammtímaverðbréfum, einkum ríkis- og bankatryggðum víxlum og skuldabréfum, víxlum og skuldabréfum sveitarfélaga og öðrum vel tryggðum verðbréfum að mati stjórnar Landsvaka hf.“[35] Tilgangur sjóðsins, sem og annarra sjóða Landsvaka, var að „veita viðtöku fé frá almenningi til sameiginlegrar fjárfestingar í fjármálagerningum og öðrum eignum á grundvelli áhættudreifingar […]“. Markmið sjóðsins var að ná stöðugri og öruggri ávöxtun og að fjárfesta í óverðtryggðum bréfum með skamman líftíma, þ.e. með gjalddaga innan árs.

Í útboðslýsingu sjóðsins var sérstaklega fjallað um alla þá áhættuþætti sem sjóðurinn gat verið næmur fyrir, svo sem mótaðilaáhættu, gjaldmiðlaáhættu og vaxtaáhættu. Því var ekki lýst hvernig sjóðurinn drægi úr hverjum áhættuþætti sérstaklega nema að því leyti að sjóðurinn verði sig gegn gjaldmiðlaáhættu með afleiðuviðskiptum. Í útboðslýsingu var fjárfestum skýrlega gerð grein fyrir því að ekki væri áhættulaust að fjárfesta í sjóðnum. Bæði voru áhættuþættir taldir upp og greint frá því að áhættusamara væri að fjárfesta í fjárfestingarsjóðum en verðbréfasjóðum þar sem heimildir þeirra fyrrgreindu væru mun víðtækari.

Í útboðslýsingunni var birt tafla yfir áhættukvarða sem notaðir voru til viðmiðunar. Áhætta var metin út frá staðalfráviki ávöxtunar og skiptist hún í sjö stig. Slík áhættumæling er í samræmi við viðauka leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004. Hún er aftur á móti mjög einföld og engan

34. Þetta orðalag útboðslýsingar er villandi þar sem almennt eru ekki teknar tryggingar í tilefni kaupa á skuldabréfum.
35. Samkvæmt skýrslu sem tekin var af fyrrum stjórnarmanni Landsvaka er ekki hægt að draga þá ályktun að stjórnin hafi metið verðbréf sérstaklega heldur var það í höndum fjárfestingarráðs og sjóðstjóra. Skýrsla Þóris Arnar Ingólfssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 6. nóvember 2009, bls. 2.

veginn lýsandi fyrir heildaráhættu fjárfestis. Peningabréf ISK voru samkvæmt útboðslýsingu skammtímasjóður og líftími eigna sjóðsins var 0–1 ár. Slíkar eignir hafa almennt lægra staðalfrávik en eignir með lengri líftíma. Mælikvarðinn innihélt ekkert mat á öðrum áhættuþáttum, s.s. gjaldfallsáhættu, seljanleikaáhættu eða samþjöppunaráhættu. Þar af leiðandi var sjóðurinn flokkaður í áhættuminnsta flokkinn, þ.e. áhættustig 1 af 7.

Útboðslýsingu sjóðsins var breytt í apríl 2008 þegar sett var inn ávöxtunarviðmið sjóðsins en það hafði ekki áður verið til staðar. Þá varð einnig markverð breyting á fjárfestingum sjóðsins því sjóðurinn seldi allar eignir sínar í bréfum ríkis og sveitarfélaga. Þrátt fyrir það var hvorki fjárfestingarstefnu né útboðslýsingu breytt og gátu fjárfestar því illa áttað sig á að engin af bréfum sjóðsins voru ríkistryggð á þeim tíma þegar útboðslýsingin var gerð. Fjárfestar gátu hins vegar séð eignaskiptingu í einblöðungum sem birtir voru mánaðarlega. Þá uppfyllti útdráttur úr útboðslýsingu öll skilyrði leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004.

Fjárfestingarstefnu sjóðsins er lýst í töflu 9.

Tafla 9. Fjárfestingarstefna Peningabréfa ISK

Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Verðbréf með ríkisábyrgð	0	100
Verðbréf með ábyrgð sveitarfélaga	0	100
Bankavíxlar	0	100
Peningamarkaðsskjöl	0	100
Innlán	0	100
Skuldabréf fjármálafyrirtækja	0	80
Önnur skuldabréf	0	50

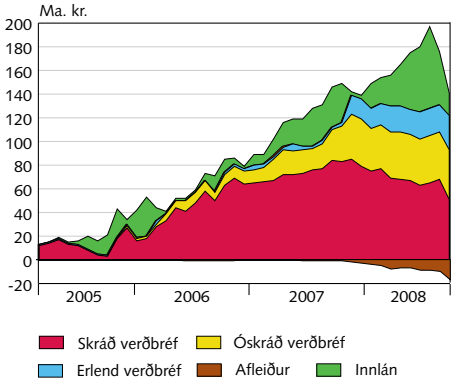
Heimild: Landsvaki hf.

Taflan sýnir að fjárfestingarstefna Peningabréfa ISK var mjög rúm. Raunar er erfitt að túlka fjárfestingarstefnu sem hefur svo víð vikmörk sem stefnu af nokkru tagi. Sjóðstjóra eru lítil takmörk sett með svo rúmri stefnu og draga verður þá ályktun að líklega hafi verið fremur einfalt að framfylgja henni. Ávöxtunarviðmið sjóðsins voru þriggja mánaða REIBID vextir skráðir af Seðlabanka Íslands.[36]

Lýsing eigna Peningabréfa ISK 2005–2008

Eignir Peningabréfa ISK jukust gríðarlega á árunum 2005–2008, úr rúmum 13 milljörðum króna árið 2005 í 123 milljarða þegar sjóðnum var slitið. Hæst fóru eignir sjóðsins í tæpa 188 milljarða í lok júní 2008. Peningabréf ISK voru því langstærsti sjóður Landsvaka á því tímabili eða með um 80% af öllum eignum fjárfestingarsjóða hjá rekstrarfélaginu. Sjóðurinn fjárfesti aðallega í skráðum verðbréfum framan af viðmiðunartímabilinu en fjárfesting í óskráðum bréfum og innlánum til fjármálafyrirtækja jókst frá áramótum 2006/2007 og að miklum mun í september 2007 þegar erlendir fjármagnsmarkaðir lokuðust. Á svipuðum tíma hóf sjóðurinn fjárfestingu í erlendum verðbréfum, þ. á m. bréfum sem gefin voru út af innlendum aðilum.

Mynd 31
Eignir Peningabréfa
Eftir skráningarformi



Heimild: Landsvaki hf.

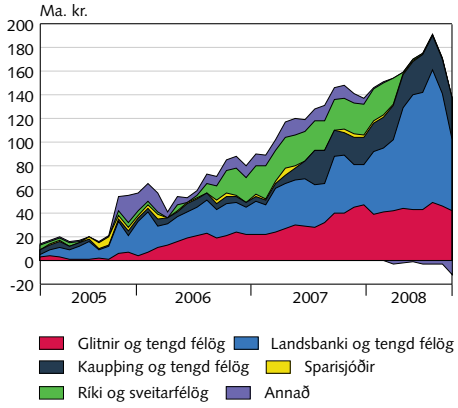
36. REIBID eru vextir á innlendum millibankamarkaði.

Tafla 10. Stærstu skuldarar Peningabréfa 31. júlí 2008

	Ma. kr.
Landsbanki Íslands hf m. innlánum	77
Kaupþing banki hf	26
Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf	18
Stoðir hf	17
Baugur Group hf	13
Hf Eimskipafélag Íslands	9
Samson eignarhaldsfélag ehf	8
Glitnir banki hf	8
Atorka Group hf	6
Hagar hf	3
Samtals:	185
Hlutfall af heild:	98,5

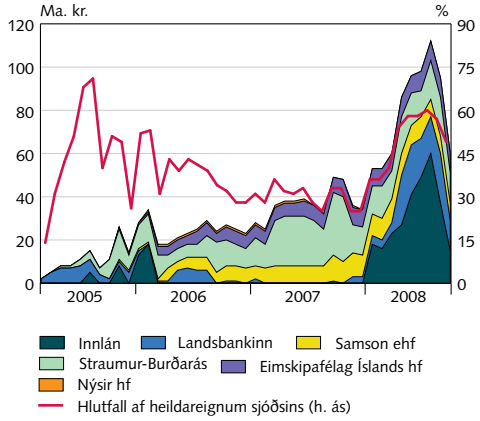
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 32
Peningabréf
Skipting eigna – án innlána



Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 33
Eignir Peningabréfa
Landsbankinn og tengd félög



Heimild: Landsvaki hf.

Stærstu eignir og skuldarar sjóðsins

Í lok júlí 2008 voru tíu stærstu skuldarar sjóðsins þeir sem greint er frá í töflu 10. Eins og þar sést eru kröfur á þessa tíu skuldara stærsti hluti sjóðsins.

Flokka má stærstu útgefendur verðbréfa í eigu sjóðsins í hópa eftir eignatengslum og/eða stórum áhættuskuldbindingum Landsbankans, móðurfélags Landsvaka. Þannig má flokka stærstu skuldarana í eftirfarandi flokka tengdra aðila:[37]

1. *Landsbankinn og tengd félög*
   a. Samson ehf.[38]
   b. Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf.[39]
   c. Eimskipafélag Íslands hf.[40]
2. *Glitnir og tengd félög*
   a. Stoðir hf.
   b. Baugur Group hf.[41]
   c. Hagar hf.
   d. Atorka Group hf.
   e. Mosaic Fashions
3. *Kaupþing og tengd félög*
   a. Kaupþing banki hf.
   b. Exista hf.[42]

Á mynd 32 má sjá að miðað við þessa flokkun átti sjóðurinn mikið í Landsbankanum og tengdum félögum og eru þá innlán ekki meðtalin. Jókst þetta á árinu 2008 og varð því samþjöppun eigna allveruleg.

Fjárfestingar tengdar Landsbankanum

Stærstur hluti bréfa sem tengdust Landsbankanum voru skráð bréf eða innlán hjá fjármálafyrirtækjum tengdum bankanum eins og sést á mynd 33. Ef einstök bréf Landsbankans og tengdra félaga eru skoðuð eftir flokkuninni hér að ofan sést að framan af skoðunartímabilinu fjárfesti sjóðurinn lítið í bréfum Landsbankans en meira í bréfum Straums og Samsonar eignarhaldsfélags en hluti af fjárfestingum í Straumi voru innlán. Í lok árs 2007 jók sjóðurinn hlut sinn í Straumi með innlánum til bankans. Jók sjóðurinn fjárfestingar sínar í skuldabréfum Landsbankans í marsmánuði 2008. Þá seldi sjóðurinn öll ríkistryggð bréf í sinni eigu að andvirði um 21 milljarðs króna og jók eign sína í bréfum tengdum Landsbankanum um sömu upphæð. Þar af keypti sjóðurinn

37. Sjá um afmörkun á flokkun aðila tengdum bönkunum í kafla 14.5.1.
38. Félagið var stærsti einstaki eigandi Landsbankans. Annar eigandi Samsonar, Björgólfur Guðmundsson, var stjórnarmaður Landsbankans og var hann og félög honum tengd meðal stærstu áhættuskuldbindinga Landsbankans við fall bankans. Hinn eigandi Samsonar, Björgólfur T. Björgólfsson, var stærsta áhættuskuldbinding Landsbankans við fall bankans.
39. Samson Global Holdings S.a.r.l. og Landsbankinn Lúxemborg voru stærstu eigendur bankans í árslok 2007 með um 55% eignarhald. Björgólfur T. Björgólfsson var stjórnarformaður bankans til ársloka 2008.
40. Félagið var að stærstum hluta í eigu fjárfestingarfélagsins Grettis, Samsonar, Ólafsfells og Hansa, sem öll voru í eigu Björgólfsfeðga. Félagið var einnig í hópi stærstu áhættuskuldbindinga Landsbankans sem og Straums-Burðaráss, sjá nánar yfirlit sem fylgir kafla 8.
41. Baugur er hér ekki flokkaður sem aðili tengdur Landsbankanum þrátt fyrir að bankinn hafi verið helsti innlendi viðskiptabanki félagsins.
42. Félagið var stærsti eigandi Kaupþings banka með um 23% eignarhlut í árslok 2007. Exista og tengd félög var önnur stærsta áhættuskuldbinding Kaupþings banka í lok september 2008.

víxla útgefna af bankanum, LAIS 08 0603, fyrir 17 milljarða króna og jók innlán hjá bankanum um 4 milljarða. Þannig jukust margvíslegar áhættur sjóðsins, þ.m.t. mótaðilaáhætta. Að sögn sjóðstjóra var tekin ákvörðun um að selja ríkisbréf þar sem ávöxtunarkrafa þeirra var langt frá markmiðum sjóðsins en við þá ákvörðun var horft til þess að Landsbankinn hafði alþjóðlegt lánshæfismat sem ekki var langt frá lánshæfismati ríkisins.[43] Það er þó ljóst að sjóðstjórinn jók með þessu ávöxtun á kostnað áhættudreifingar því ríkisbréf teljast ávallt tryggari fjárfesting en bankabréf, sérstaklega þegar lánshæfismat bankans byggir að einhverju leyti á því að ríkisstuðnings er vænst, eins og var reyndin með innlendu bankana. Það vekur hins vegar athygli að um svipað leyti og Peningabréf ISK seldi öll ríkisbréf úr sjóðnum keypti Landsbankinn umtalsvert magn af ríkisbréfum, þ. á m. hluta bréfa sjóðsins. Þau voru svo notuð í veðlánum hjá Seðlabanka Evrópu, svonefndum AVENS. Á skoðunartímabilinu jók sjóðurinn innlán hjá Landsbankanum umtalsvert, úr engum innlánum upp í hæst 60 milljarða króna. Á sama tíma jókst hlutfall eigna sem tengdust bankanum miðað við heildareignir, úr tæplega 25% í rúm 60%. Má því segja að meira en helmingur eigna sjóðsins hafi verið tengdur einum aðila, Landsbankanum, móðurfélagi Landsvaka.

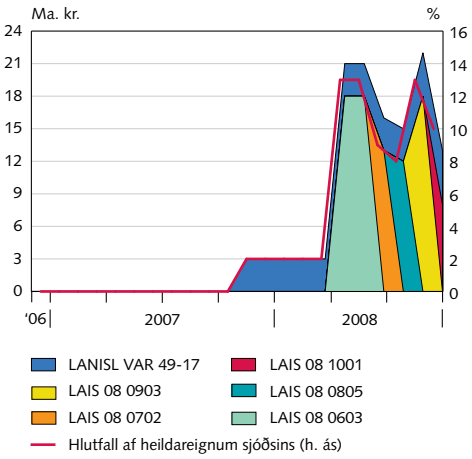
Áhugavert er að skoða hversu stóran hluta sjóðurinn átti í einstökum flokkum verðbréfa sem gefin voru út af stærstu skuldunautum sjóðsins sem tengdust Landsbankanum.[44] Þar er fyrst að telja Landsbankann, sbr. mynd 34. Sjóðurinn jók fjárfestingu í bréfum Landsbankans í lok mars 2008 þegar hann keypti fyrir 17 milljarða króna í víxilútgáfu, LAIS 08 0603, sem var tveggja mánaða víxill að nafnvirði 30 milljarðar króna. Af þeirri útgáfu keypti sjóðurinn fyrir 18 milljarða að nafnverði eða 60% allrar útgáfunnar. Á gjalddaga þess víxils fékk sjóðurinn endurgreidda 18 milljarða en keypti samdægurs LAIS 08 0702 að nafnvirði 12 ma. kr., þ.e. framlengdi í raun og veru stóran hluta skuldarinnar. Sjóðurinn endurtók leikinn allt til falls bankanna, fjárfesti í skammtímavíxlum Landsbankans fyrir 12–17 milljarða króna að nafnvirði eða fyrir um 10% af heildarverðmæti sjóðsins í hvert skipti.

Ef eignir tengdar Samson eru skoðaðar nánar má sjá á mynd 35 að sjóðurinn hélt að jafnaði um 9 milljörðum króna í bréfum útgefnum af Samson. Af stærstu útgáfunum eftir október 2007, þegar fyrri útgáfur voru framlengdar, má sjá þrjár stórar útgáfur, SAMS 07 3, SAMS 07 5 og SAMS 07 6, þar sem Peningabréf keyptu alla frumútgáfu bréfanna. Því má segja að Samson hafi átt vísan aðgang að endurfjármögnun að hluta hjá sjóðnum.[45]

Svipaða sögu er að segja af fjárfestingum tengdum Straumi-Burðarás, sbr. mynd 36, en sjóðurinn átti að jafnaði um 17 milljarða króna í útgáfum og innlánum hjá bankanum. Þar voru þrjár útgáfur stærstar eftir upphaf árs 2007, STRB 06 2, STRB 07 1 og STRB 07 3. Peningabréf ISK keyptu frumútgáfur þessara bréfa í heild og héldu til slita sjóðsins.

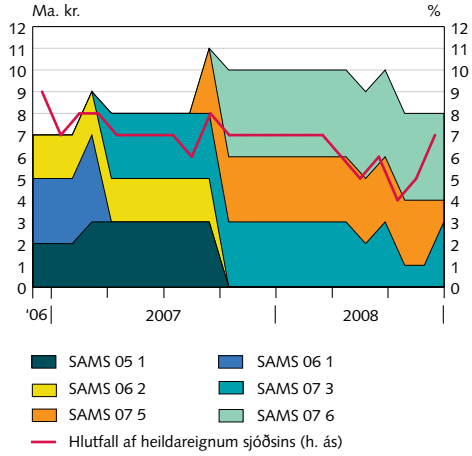
Stærstu eignir í Eimskipafélagi Íslands frá upphafi árs 2007 og til slita sjóðsins voru tvær, HFEIM 07 2 og AVION 06 2. Peningabréf ISK áttu helming útgáfu AVION frá upphafi en einungis hluta í útgáfu Eimskipafélagsins. Fjárfestingar í þessum bréfum voru að jafnaði um 8 milljarðar króna.

Mynd 34
Eignir Peningabréfa
Landsbankinn



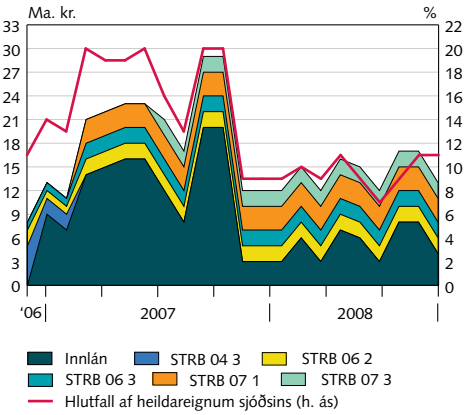
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 35
Eignir Peningabréfa
Samson



Heimild: Landsvaki hf.

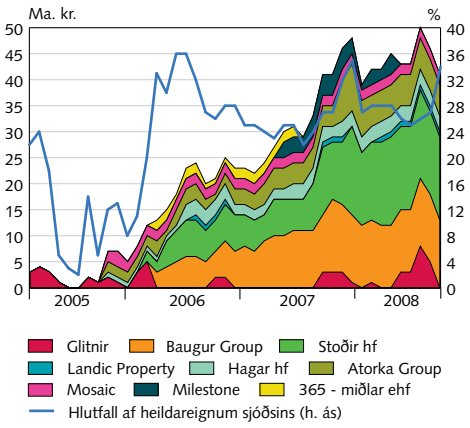
Mynd 36
Eignir Peningabréfa
Straumur



Heimild: Landsvaki hf.

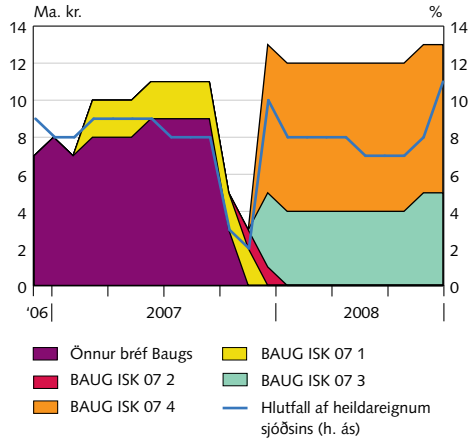
43. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 13.
44. Þær eignir sem hér eru skoðaðar eru að jafnaði yfir 90% af eignum tengdum Landsbankanum að undanskildum innlánum.
45. Sjá þó umfjöllun um tryggingatöku vegna bréfa Samsonar í umfjöllun um Fyrirtækjabréf. SAMS 08 1 er ekki sýnt á mynd 35, en nafnverð eignar sjóðsins var um 400 m. kr.

Mynd 37
Eignir Peningabréfa
Glitnir og tengd félög



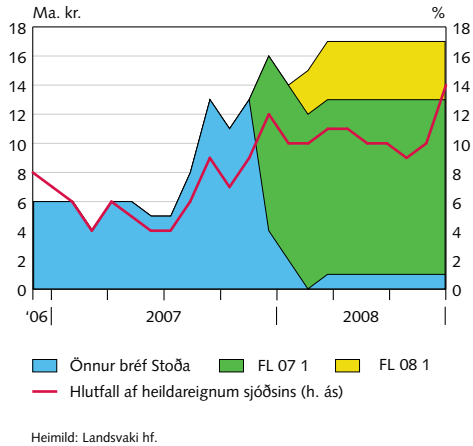
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 38
Eignir Peningabréfa
Baugur Group



Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 39
Eignir Peningabréfa
Stoðir



Heimild: Landsvaki hf.

Allar ofangreindar fjárfestingar rúmuðust innan fjárfestingarstefnu sjóðsins og laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Hins vegar er álitamál hversu eðlilegt það er, m.t.t. góðra viðskiptahátta og hagsmuna hlutdeildarskírteinishafa og eins út frá áhættu, sérstaklega seljanleikaáhættu og verðmyndun, að kaupa útgáfu í heilu lagi inn í sjóðinn.

Fjárfestingar tengdar Glitni

Peningabréf ISK fjárfestu lítið í verðbréfum Glitnis banka. Sjóðurinn var hins vegar með innlán hjá bankanum.

Fjárfestingar tengdar Baugi og FL/Stoðum

Landsbankinn var einn helsti viðskiptabanki Baugs og FL Group (síðar Stoðir). Samtals fjárfestu Peningabréf ISK fyrir u.þ.b. 20–30 milljarða króna í Baugi og Stoðum sem var að jafnaði um 25% eigna sjóðsins. Eign í félögunum tveimur jókst markvert frá miðju ári 2007 eða á sama tíma og lausafjárþurrð gerði vart við sig á erlendum mörkuðum. Ef eignir tengdar Baugi[46] eru skoðaðar nánar frá ársbyrjun 2007, sbr. mynd 38, sést að Peningabréf ISK juku fjárfestingu sína úr rúmum 6 milljörðum króna í rúma 11 milljarða á árinu 2007. Fjárfestingin var í þremur bréfum sem svo komu á gjalddaga í árslok 2008. Fjárfestingar sjóðsins í Baugi jukust enn með kaupum á BAUG ISK 07 2, 3 og 4 sem voru skuldabréf útgefin af Baugi til Landsbankans. Sjóðurinn keypti alla útgáfu þessara bréfa en flokkarnir voru allir jafnframt óskráðir. Við skýrslutöku af sjóðstjóra Peningabréfa ISK kom fram að starfsmönnum og stjórnendum Landsvaka hafi verið ljóst í desember 2007 að Baugur gat ekki endurgreitt fyrri víxla.[47] Sjóðstjórum hafi því verið ljóst að á þessum tíma var Baugur kominn í greiðsluvanda. Þrátt fyrir það var ákveðið að framlengja víxlana með nýjum útgáfum, BAUG ISK 07 3 og BAUG ISK 07 4 og krefjast tryggingа. Til tryggingar fékk Landsvaki allt hlutafé Baugs í BG Holding ehf. að nafnvirði GBP 1.273.374.[48]

Sama þróun sést þegar skoðuð er eign Peningabréfa ISK í FL/Stoðum, sbr. mynd 39, en þar kemur í ljós að sjóðurinn endurfjármagnaði skuldabréf tengd félaginu í lok árs 2007 með heildarkaupum á tveimur skuldabréfaútgáfum félagsins, FL 07 1 og FL 08 1. Flokkarnir voru báðir óskráðir þrátt fyrir að skráningarlýsing kveði á um að þeir skuli skráðir í kauphöll. Ljóst var að Landsvaki mat stöðu FL/Stoða ekki trausta á tímabilinu, sem kemur fram í því að í lok árs 2007 óskaði sjóðurinn eftir tryggingum vegna skuldabréfaeignar sinnar. Til tryggingа fékk Landsvaki öll hlutabréf í Tryggingamiðstöðinni að nafnverði 1 ma. kr. og skuldabréfaútgáfuna LANDIC 08 5 sem átti að innihalda rétt til breytinga í hlutabréf í félaginu.

Samkvæmt skýringum sjóðstjóra var tekin ákvörðun í stjórn Landsvaka um að framlengja ofangreind bréf í FL/Stoðum og Baugi þar sem ekki var talið að félögin gætu endurgreitt víxla í eigu sjóðsins í árslok 2007.[49] Stjórnarmaður Landsvaka sagði hins vegar í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni að stjórnin hefði ekki haft vitneskju um töku tryggingа eða framlengingu bréfa í eigu sjóða Landsvaka.[50]

46. Bréfin á myndinni eru að jafnaði 80–100% af heildareignum Peningabréfa ISK í Baugi.
47. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 10.
48. Í handveðsyfirlýsingu er auðkenni bréfanna ranglega skráð sem BAUG 07 3 og BAUG 07 4.
49. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 10.
50. Skýrsla Þóris Arnar Ingólfssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 6. nóvember 2009, bls. 7.

Á fundi lánanefndar Landsbankans 9. janúar 2008 var m.a. lagt fram erindi um tvær stórar lánveitingar sem samþykktar voru milli funda. Annars vegar var um að ræða 28 milljarða króna kúlulán til BG Holding ehf., dótturfélags Baugs. Viðkomandi lán var veitt með veði í ýmsum hlutabréfum í eigu félagsins, þ. á m. Iceland verslunarkeðjunni, House of Fraiser, Jane Norman o.fl. Það er sérstakt við þessa lánveitingu að í greinargerð með lánveitingunni kemur fram að lántakandi óski eftir umræddu láni til endurfjármögnunar á útistandandi lánum Baugs en jafnframt er óskað eftir því að „Landsbankinn taki þátt í 12 ma. kr. skuldabréfaútboði og að sjóðir bankans taki þátt sem fjárhæðinni nemur“.[51] Jafnframt kom fram í greinargerðinni að Landsbankinn tæki veð í eignum BG Holding og að sjóðirnir færu á annan veðrétt á eftir Landsbankanum. Alls væri því verið að lána BG Holding 40 milljarða króna. Á öðru fylgiskjali með lánveitingunni, svokölluðu Terms sheet, sem dagsett var 6. desember 2007, kemur fram að Landsbankinn fallist á að endurfjármagna umrædd lán og að 12 milljarðar króna muni koma frá sjóðunum. Í bókun lánanefndar 9. janúar 2008 er fallist á umræddu lánveitingu en þó var ekki minnst á þá 12 milljarða króna sem koma áttu frá sjóðunum. Í bókuninni sagði: „Lán ráðstafist alfarið til greiðslu van/eða ótryggðra skammtímaskulda Baugssamstæðunnar í LÍ (á Baug Group, BG Holding og Unity Investments).“

Annað sem vakti athygli rannsóknarnefndarinnar var 18 milljarða króna kúlulán Landsbankans til FL/Stoða. Í bókun fundargerðar lánanefndarinnar[52] kom fram að til tryggingar yrðu 99,05% hlutafjár í Tryggingamiðstöðinni. Einnig kemur fram „skilyrði um skuldafjárútboð“ eins og það er kallað í fundargerð. Skuldabréfið FL 07 1 birtist í eignasafni Peningabréfa ISK í eignastöðu sjóðsins í lok desember 2007. Umrædd bréf eru skráð að andvirði 12 milljarða króna og með handveði á öðrum veðrétti í ofannefndum eignarhlut í Tryggingamiðstöðinni. Í handveðsyfirlýsingunni kemur fram að um sé að ræða veð fyrir „skuldabréfum upphaflega útgefnum til Landsbanka Íslands hf. en sem síðar hafa verið framseld til verðbréfa- og fjárfestingarsjóða Landsvaka hf.“ Jafnframt kemur fram í yfirlýsingunni að framselji Landsvaki bréfin til þriðja aðila falli veðréttur niður. Samkvæmt útgáfulýsingu skuldabréfanna voru bréfin gefin út 20. desember 2007. Landsbanki Íslands annaðist útgáfu bréfanna og virðist samkvæmt handveðslýsingunni jafnframt hafa verið kaupandi allra bréfa í útboðinu. Peningabréf ISK fjárfestu því í 12 milljarða króna skuldabréfum til tveggja ára með veði á öðrum veðrétti sem félli niður væru bréfin seld. Rannsóknarnefndin hefur ekki fengið nákvæmar upplýsingar um hvenær og hvernig umrædd bréf komust í eigu Peningabréfa ISK í desember 2007.

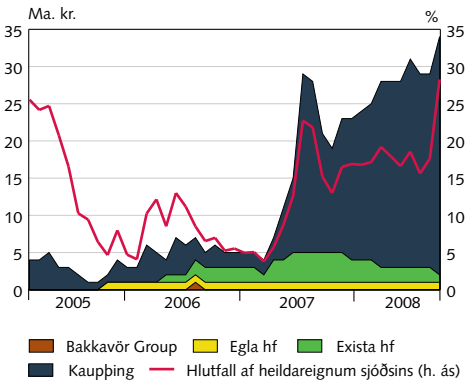
Fjárfestingar tengdar Atorku

Peningabréf ISK juku einnig við eign sína í Atorku í árslok 2007 en þá keypti sjóðurinn skuldabréfaútgáfu félagsins, ATOR 07 6, í heild, upp á rúma 3 milljarða króna, og jók þannig stöðu sína í félaginu um 100%.

Fjárfestingar tengdar Kaupþingi og Exista

Fjárfestingar Peningabréfa ISK tengdar Kaupþingi voru mjög takmarkaðar fram á mitt ár 2007, sbr. mynd 40, en þá jókst fjárfestingin verulega í bréfum

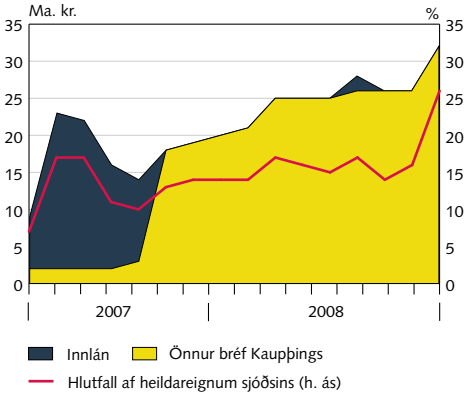
Mynd 40
Eignir Peningabréfa
Kaupþing og tengd félög



Heimild: Landsvaki hf.

51. Greinargerð með lánsbeiðni BG Holding, dags. 19. desember 2007, og undirrituð m.a. af Sigurjóni Þ. Árnasyni bankastjóra Landsbankans.
52. Fundargerð lánanefndar Landsbankans, dags. 9. janúar 2008.

Mynd 41
Eignir Peningabréfa
Kaupþing



Heimild: Landsvaki hf.

útgefnum af Kaupþingi og eilítið í skuldabréfum Exista. Í upphafi tímabilsins var um að ræða innlán hjá Kaupþingi, en við lok árs 2007 vék sjóðstjórinn frá þeirri stefnu sinni og fjárfesti í skammtímabréfum útgefnum af bankanum eins og sést glöggt á mynd 41. Sjóðurinn átti einungis lítinn hluta af heildarútgáfu þeirra og voru almennt regluleg markaðsviðskipti með bréfin. Við skýrslutöku af fyrrum sjóðstjóra Peningabréfa kom fram að mörkuð hefði verið stefna við lok árs 2007 og í upphafi árs 2008 um að hætta fjárfestingum í innlánum og skuldabréfum útgefnum af smærri fjármálafyrirtækjum, svo sem VBS, Saga Capital og sparisjóðum, þar sem fjárfestingarráð taldi rekstur þeirra ekki traustan. Í stað bréfa þessara fyrirtækja ætti fremur að fjárfesta í bréfum Landsbankans og Kaupþings.[53]

Eign sjóðsins í Exista samanstóð aðallega af einu skuldabréfi en sjóðurinn átti lítinn hluta af heildarútgáfu þess.

Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um fjárfestingar/eignir Peningabréfa ISK

Peningabréf ISK var stærsti peningamarkaðssjóður landsins. Fjárfestingar sjóðsins framan af voru fremur hóflegar og síður vilhallar félögum tengdum Landsbankanum. Það breyttist þó verulega frá árslokum 2006 og á árinu 2007.

Af samantektinni hér að ofan er ljóst að eignir Peningabréfa ISK voru að meiri hluta í eignum Landsbankans og tengdra félaga miðað við þá afmörkun sem hér er stuðst við. Einnig er ljóst að mikið var keypt af skuldabréfum Baugs og FL Group en Landsbankinn var helsti viðskiptabanki beggja félaganna. Sú staðreynd að fjárfestingar í þessum félögum voru endurnýjaðar á gjalddaga með tryggingatöku, þrátt fyrir greiðslufall, sýnir að þessi félög höfðu greiðan aðgang að endurfjármögnun hjá sjóðnum allt fram á mitt ár 2008. Einnig er ljóst að þegar herti að í fjármögnun Landsbankans jókst fjárfesting sjóðsins í bréfum bankans sem og innlánum. Var þetta gert á kostnað eignadreifingar þar sem ríkisbréf viku fyrir fjárfestingum í bankanum. Spyrja má hvort hér sé ekki á ferðinni dæmi um skort á óhæði dótturfélagsins Landsvaka gagnvart móðurfélaginu Landsbankanum.

Tryggingataka Landsvaka í lok árs 2007 og á vormánuðum 2008 verður að teljast í hæsta máta óeðlileg þar sem það er ekki hlutverk rekstrarfélags af þessu tagi að stunda útlánastarfsemi gegn töku tryggingа. Þegar ljóst var að Baugur gæti ekki greitt af skuldum sínum hefði gengi sjóðsins átt að endurspegla greiðslufallið og hefði sjóðurinn ekki átt að framlengja fjárfestingar sínar í bréfum slíkra skuldara. Ef hætta hefði verið á áhlaupi á sjóðinn í kjölfarið á lækkandi gengi hefði fremur átt að loka fyrir innlausnir. Greiðslufallið átti að endurspeglast í virði eigna sjóðsins á einhvern hátt til þess að eigendur hlutdeildarskírteina hefðu rétta mynd af stöðu sjóðsins. Hagsmunir þeirra fólust ekki eingöngu í arðsemi af eign sinni heldur einnig í því að þeir hefðu haldbærar upplýsingar um hvernig eignastaða sjóðsins væri í raun svo þeir gætu metið hvort þeir vildu halda áfram að fjárfesta í sjóðnum. Til þess þurftu þeir að fá skýr markaðsskilaboð, þar á meðal upplýsingar um breytingar á gengi sjóðsins.

Í stað þess að senda skýr skilaboð til markaðarins með t.d. lækkun á gengi sjóðsins virðast stjórnarformaður og framkvæmdastjóri félagsins hafa látið

53. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 12.

hjá líða að upplýsa um væntanlegt tap með endurfjárfestingu í bréfum félags í greiðsluvanda. Af gengi sjóðsins eða kynningargögnum til fjárfesta má engan veginn ráða að skuldarar sjóðsins væru í vanda. Slíkt er ekki í samræmi við 19. gr. laga nr. 30/2003, þar sem fram kemur að rekstrarfélög eigi að hafa „trúverðugleika markaðarins og hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa að leiðarljósi".

Þegar ákvarðanir lánanefndar Landsbankans eru skoðaðar virðist sem móðurfélagið hafi að ýmsu leyti „handstýrt" fjárfestingum sjóða Landsvaka, án tillits til arðsemi fjárfestinganna eða hagsmuna hlutdeildarskírteinishafa. Í þessu sambandi vekur sérstaka athygli að í fundargerð lánanefndar Landsbankans er vísað til „sjóða bankans" þegar ákveðið er að sjóðir Landsvaka kaupi skuldabréf af Baugi. Ekki verður annað ráðið en að ákvörðun um kaup sjóða Landsvaka á skuldabréfum útgefnum af Baugi hafi verið tekin innan móðurfélagsins, Landsbankans. Þannig benda fyrirliggjandi gögn, þ.m.t. fundargerðir lánanefndar Landsbankans, til alvarlegra bresta í óhæði Landsvaka sem sjálfstæðs fjármálafyrirtækis. Auk þess kunna inngrip og afskipti stjórnenda Landsbankans af rekstri og ákvörðunum um málefni sjóðanna að vera til marks um að Landsbankinn hafi beinlínis notað sjóðina til að takmarka stórar áhættuskuldbindingar gagnvart einstökum skuldurum bankans.

Sú ákvörðun Landsvaka að setja sjóðnum ávöxtunarmarkmið á árinu 2007 sem fól í sér að áhættudreifingu var fórnað fyrir ávöxtun verður að teljast ámælisverð. Áhættudreifing eigna var lítil og minnkaði enn frekar við sölu allra ríkisbréfa úr sjóðnum. Í raun má segja að samkeppnissjónarmið hafi haft forgang umfram hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa við þá ákvörðun en í skýrslu sjóðstjóra kom fram að Landsvaki hefði rekið sjóði sem voru í samkeppni við aðra og að hann hefði viljað vera samkeppnishæfur.[54]

Rannsóknarnefnd Alþingis telur það einnig verulega ámælisvert að slíkur sjóður kaupi heilar útgáfur skuldabréfa. Ef einn sjóður á heila útgáfu má gera ráð fyrir að ekki sé virk verðmyndun á viðkomandi bréfum og getur það haft áhrif á verðmæti safnsins. Þar sem eignir sjóðanna eru skráðar á markaðsvirði eða síðasta söluvirði er eingöngu hægt að uppfæra verð eignanna með því að eiga viðskipti með þær. Sjá nánari umfjöllun um viðskipti milli sjóða í kafla 14.5.3.4.

14.5.3.3 Fyrirtækjabréf Landsvaka

Almennt

Fyrirtækjabréf Landsvaka voru fjárfestingarsjóður sem samkvæmt útboðslýsingu fjárfesti í „skuldabréfum traustra fyrirtækja, bankatryggðum skuldabréfum/víxlum og skuldabréfum sveitarfélaga". Í lýsingunni segir einnig: „Fyrirtækjabréf Landsbankans hyggjast fyrst og fremst fjárfesta í traustum fyrirtækjaskuldabréfum skráðum í íslensku kauphöllinni. Aðferðafræði við val á skuldabréfum skal miða að því að sjóðurinn innihaldi vel dreift eignasafn íslenskra fyrirtækjaskuldabréfa." Markmið sjóðsins var að ná betri ávöxtun en á ríkisbréfum og fjárfesti sjóðurinn aðallega í bréfum með tveggja til fjögurra ára líftíma. Áhætta sjóðsins var metin eftir sama áhættumati og Peningabréf ISK en staðalfrávik ávöxtunar var einnig lágt og var sjóðurinn metinn í flokk næstminnstu áhættu.

54. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 4.

Útboðslýsingar Fyrirtækjabréfa og Peningabréfa ISK eru mjög svipaðar og virðist vera um staðlað form að ræða. Útboðslýsing Fyrirtækjabréfa fjallar einnig ítarlega um alla þá áhættuþætti sem snúa að eigendum hlutdeildarskírteina en lítið er fjallað um hvernig sjóðurinn takmarkar hvern áhættuþátt. Þó er þar að finna stutta umfjöllun um fjárfestingu sjóðsins í afleiðum til að verjast áhrifum vaxta og gengis á virði sjóðsins. Nýjasta útboðslýsing sem nefndin hefur undir höndum er frá því í júní 2006, en í leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins er gert ráð fyrir að útboðslýsingu sé breytt ef um er að ræða umtalsverða breytingu á starfsháttum sjóðsins. Einnig er mælt með því að útboðslýsingar séu uppfærðar árlega.[55] Því virðist ekki hafa verið fylgt hjá Landsvaka að uppfæra slíkar lýsingar en það verður að teljast villandi fyrir fjárfesta. Í útboðslýsingunni er fjárfestingarstefna sjóðsins kynnt, sbr. töflu 11 hér að neðan:

Tafla 11. Fjárfestingarstefna Fyrirtækjabréfa Landsbankans

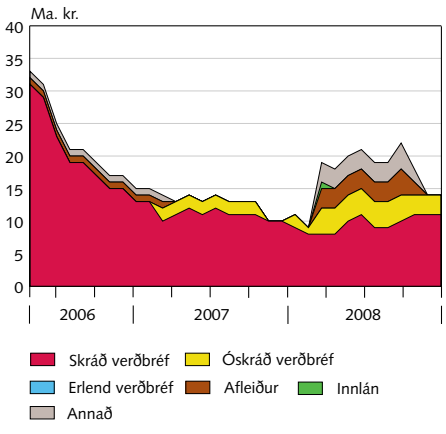
Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf/víxlar traustra fyrirtækja	20	100
Skuldabréf/víxlar fjármála- og lánastofnana	0	80
Skuldabréf/víxlar með ábyrgð sveitarfélaga	0	80
Ríkisskuldabréf/víxlar, íbúðabréf og önnur skuldabréf með ábyrgð ríkisins	0	80
Innlán	0	80
Afleiður vegna stöðutöku	0	20

Heimild: Landsvaki hf.

Taflan sýnir að fjárfestingarstefna Fyrirtækjabréfa var mjög rúm, eins og stefna Peningabréfa ISK, og getur því vart talist eiginleg stefna. Samkvæmt útboðslýsingu var ekki um að ræða nákvæmt ávöxtunarmarkmið annað en „að ná góðri ávöxtun og dreifingu verðbréfaeignar".

Athygli vekur að Fyrirtækjabréf eru samkvæmt útboðslýsingu fjárfestingarsjóður, en í viðauka við útboðslýsinguna er lýst þeim ákvæðum laga nr. 30/2003 sem varða fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða. Aftur á móti er ekkert fjallað um fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða samkvæmt sömu lögum. Það er því ekki skýrt gagnvart fjárfestum hvort um sé að ræða verðbréfa- eða fjárfestingarsjóð. Af þessu öllu er ljóst að útboðslýsingin var villandi um heimildir sjóðsins til fjárfestinga.

Mynd 42
Eignir Fyrirtækjabréfa
Eftir skráningarfomi



Heimild: Landsvaki hf.

Lýsing eigna Fyrirtækjabréfa[56]

Heildarverðmæti eigna Fyrirtækjabréfa lækkaði mikið á árunum 2006–2007, úr tæpum 35 milljörðum króna í 10 milljarða í lok árs 2007 en verðmæti sjóðsins náði 15 milljörðum króna undir lok árs 2008, sbr. mynd 42. Sjóðstjóri gaf þá skýringu að Fyrirtækjabréf hefðu almennt ekki verið talin góð sparnaðarleið fyrir almenna sparifjáreigendur og hefði því eigendum hlutdeildarskírteina verið sent bréf í upphafi árs 2007 þar sem þeim var boðið að færa eign sína í safnbréfasjóði (sjóðasjóði) Landsvaka. Einnig virðist mark-

55. Samanber leiðbeinandi tilmæli Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004.
56. Nefndinni bárust ekki gögn frá Landsvaka um nákvæma eignaskiptingu hjá Fyrirtækjabréfum nema frá miðju ári 2006 en samkvæmt upplýsingum frá Landsvaka var skipt um bókhaldskerfi á þeim tíma og upplýsingarnar því ekki handbærar. Umfjöllunin miðast því við styttra tímabil en umfjöllun um Peningabréf ISK.

aðssetning þessa sjóðs ekki hafa verið eins áberandi eins og Peningabréfa ISK þar sem meðallíftími eigna sjóðsins var lengri en peningamarkaðssjóðanna. Sjóðurinn hefði því ekki talist álitlegt sparnaðarform til skemmri tíma.[57]

Framan af viðmiðunartímabilinu var langstærsti hluti eigna Fyrirtækjabréfa skráð skuldabréf. Fjárfestingar í óskráðum bréfum jukust að nokkru marki frá ársbyrjun 2008, en þá jók sjóðurinn einnig notkun afleiða samhliða auknum fjárfestingum í erlendum bréfum. Sjóðurinn fjárfesti lítið í ríkistryggðum bréfum eða innlánum þrátt fyrir að hafa til þess rúmt svigrúm í fjárfestingarstefnu.

Stærstu eignir og skuldarar sjóðsins

Ef stærstu eignir og skuldarar sjóðsins eru flokkaðir samkvæmt sömu flokkun og skuldarar Peningabréfa ISK, kemur í ljós að dreifing eigna sjóðsins var fremur jöfn yfir tímabilið á milli félaga sem tengd voru bönkunum og var að jafnaði mest fjárfest í félögum tengdum Landsbankanum, sjá mynd 43. Fyrirtækjabréf fjárfestu lítið í ríkisbréfum og eignum með ábyrgð sveitarfélaga á tímabilinu þrátt fyrir að fjárfestingarstefnan heimilaði að bundin væru allt að 80% af eignum sjóðsins í slíkum eignum. Athygli vekur að þó nokkuð var fjárfest í eignum öðrum en þeim sem tengjast bönkunum, allt að 25% af eignum sjóðsins, fram í mars 2008. Þá stækkaði sjóðurinn en hlutfallsleg eign í félögum sem ekki tengdust bönkunum jókst ekki samhliða heldur minnkaði frá 25% niður í 10%.

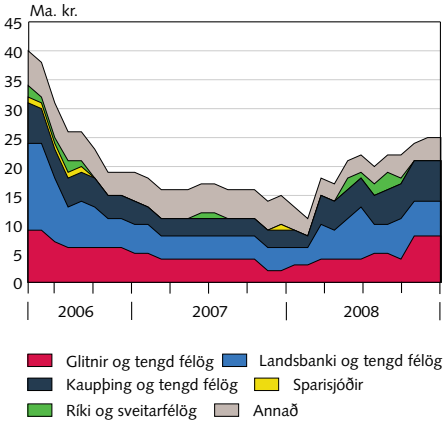
Landsbankinn og tengd félög

Samkvæmt yfirliti yfir eignir Fyrirtækjabréfa sem tengjast Landsbankanum fjárfesti sjóðurinn framan af nokkuð í bréfum tengdum Eimskipafélagi Íslands og Straumi-Burðarás þar sem stærstu eigendur Landsbankans voru einnig stórir eigendur en þessar fjárfestingar minnkuðu verulega á haustmánuðum 2006, sjá mynd 44. Á sama tíma dróst heildarverðmæti sjóðsins saman. Frá byrjun árs 2007 voru eignir sjóðsins tengdar Landsbankanum aðallega í Nýsi,[58] Samson eignarhaldsfélagi og Landsbankanum og hélst sú staða fram í mars 2008 þegar sjóðurinn jók fjárfestingar í bréfum útgefnum af Samson. Verðbréf útgefin af félögum tengdum Landsbankanum voru alla jafna um 30% af eignum sjóðsins.

Eign Fyrirtækjabréfa í bréfum útgefnum af Landsbankanum á tímabilinu var aðallega í tveimur útgáfum, LAIS 03 2 og LAIS 04 1, sjá mynd 45. Eign sjóðsins í Landsbankanum hélst tiltölulega jöfn, eða um 700 milljónir króna (8% af heildareignum).

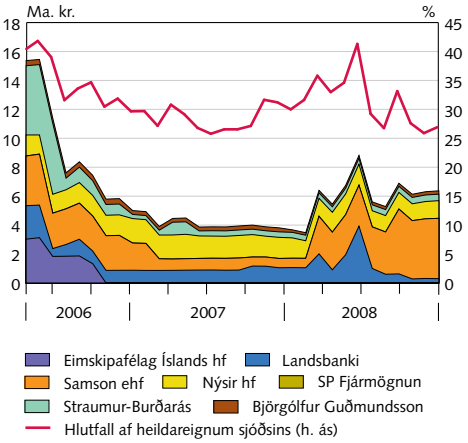
Fjárfesting sjóðsins í bréfum útgefnum af Samson var töluverð framan af viðmiðunartímabili en var að jafnaði um 8% af heildareignum. Á vormánuðum 2008 jókst eign sjóðsins í bréfum félagsins verulega og varð að lokum um 20% af heildarverðmæti sjóðsins, eins og fram kemur á mynd 46. Í mars 2008 keypti sjóðurinn útgáfuna SAMS 08 2 í heild, eða fyrir tvo milljarða, þegar heildarstærð sjóðsins var um 20 milljarðar króna. Fjárfestingin var því um 10% af heildarstærð sjóðsins. Forsvarsmenn Landsvaka virðast þó ekki hafa talið fjárfestinguna trausta þar sem óskað var eftir tryggingum vegna SAMS 08 1 og SAMS 08 2, en fyrra bréfið var í eigu Peningabréfa ISK. Til tryggingar fékk

Mynd 43
Eignir Fyrirtækjabréfa
Skipting eigna



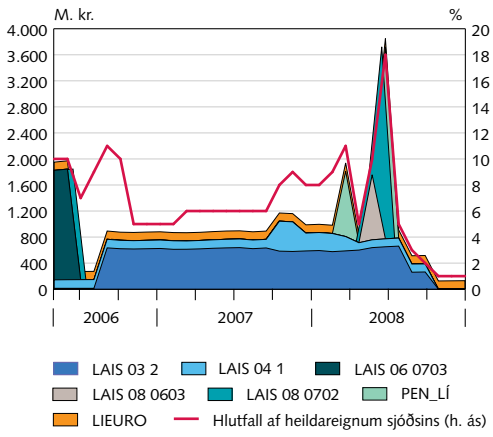
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 44
Eignir Fyrirtækjabréfa
Landsbankinn og tengd félög



Heimild: Landsvaki hf.

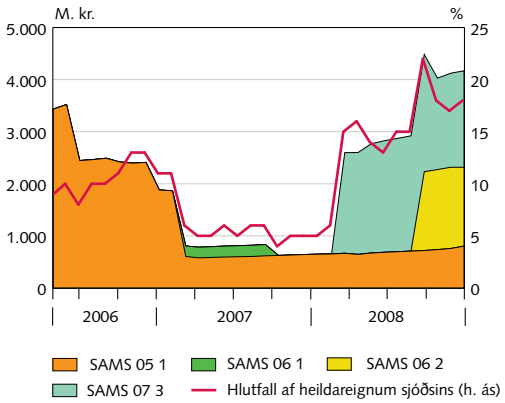
Mynd 45
Eignir Fyrirtækjabréfa
Landsbankinn



Heimild: Landsvaki hf.

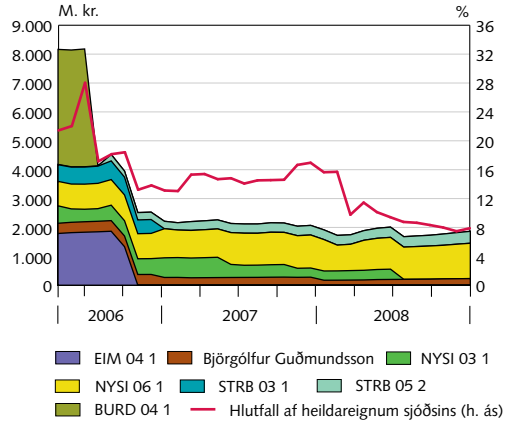
57. Tölvubréf Guðrúnar Unu Valsdóttur til rannsóknarnefndar Alþingis 28. september 2009.
58. Nýsir var ellefta stærsta áhættuskuldbinding Landsbankans og er því hér talinn tengt félag.

Mynd 46
Eignir Fyrirtækjabréfa
Samson



Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 47
Eignir Fyrirtækjabréfa
Önnur félög tengd Landsbankanum



Heimild: Landsvaki hf.

Landsvaki hlutabréf í Landsbankanum sem var 130 milljónir króna að nafnvirði. Tryggingin varð hins vegar verðlaus við fall Landsbankans, móðurfélags Landsvaka, og því heimtur af þessum tryggingum litlar sem engar. Í september 2008 keypti sjóðurinn SAMS 07 5 fyrir 1,5 milljarða króna af Peningabréfum ISK samkvæmt gögnum Verðbréfaskráningar. Það var um þriðjungur þeirrar útgáfu og jók þetta skuldaraáhættu sjóðsins verulega og mun að öllum líkindum minnka endurheimtur fyrir eigendur hlutdeildarskírteina í sjóðnum. Í ljósi þess að sjóðurinn hafði áður óskað eftir tryggingum vegna bréfa sem þegar voru í eigu sjóðsins verður að teljast sérkennilegt að sjóðstjóri hafi síðar ákveðið að auka verulega stöðu í bréfum Samsonar án tryggingar.

Stöðu annarra eigna sem tengjast Landsbankanum má sjá á mynd 47. Þar má einna helst nefna einkaskuldabréf útgefið af Björgólfi Guðmundssyni, stjórnarformanni og einum stærsta eiganda Landsbankans, 400 milljónir króna að nafnvirði.

Við skýrslutöku af sjóðstjóra Fyrirtækjabréfa kom fram að stjórnarformaður og framkvæmdastjóri Landsvaka hefðu ákveðið að kaupa skuldabréf útgefið af Björgólfi Guðmundssyni í janúar 2005 og var það skráð hjá sjóðnum á þeim tíma.[59] Bréfið var verðtryggt til fimm ára, bar 4,9% vexti og var með fimm afborgunum. Engin veðtrygging var að baki bréfinu. Að sögn sjóðstjóra Landsvaka var tilgangur skuldara að stofna minningarsjóð fyrir andvirði lánsins. Sjóðstjóri gerði athugasemdir við fjárfestinguna en framkvæmdastjóri Landsvaka og stjórnarformaður þrýstu á að bréfinu yrði bætt í safn Fyrirtækjabréfa.[60]

Á fyrri hluta árs 2008 eða rúmum tveimur árum eftir kaup bréfsins gerði Fjármálaeftirlitið athugasemdir við þessa fjárfestingu með eftirfarandi orðsendingu til Landsvaka: „Athugasemd FME í febrúar 2008, skýrsla um sundurliðun fjárfestinga m.v. 31.12.07. Í skýrslunni kemur fram að sjóðurinn fjárfesti í skuldabréfi, að nafnvirði 240.000[61] þ.kr., útgefnu af Björgólfi Guðmundssyni. FME óskar eftir upplýsingum um ástæður þess að farið var í þessa fjárfestingu og hvaða tryggingar sjóðurinn hefur fyrir greiðslu bréfsins."

Svar Landsvaka 14. mars 2008 var eftirfarandi: „Skuldabréfið BG051 var keypt hinn 14.01 2005. Við mat á ávöxtunarkröfu var horft til grunnvaxta HFF 14 bréfa á þeim tíma sem var 3,43%, viðskipta með skuldabréf viðskiptabankanna til sambærilegrar tímalengdar og eðlilegs áhættuálags viðkomandi skuldara, sem var talinn afar traustur. Skuldabréf til sambærilegrar tímalengdar á Kauphing voru á þessum tíma á 3,9%-4,2%. Eðlilegt þótti að hafa viðbótarálag á bréfin. Á þessum tíma voru almennt ekki teknar tryggingar fyrir einstökum útgáfum. Lítið framboð var af góðum fjárfestingarkostum fyrir sjóðinn á þessum tíma, áhætta bréfsins var metin afar lítil og kjörin ásættanleg."

Starfsmaður Fjármálaeftirlitsins greindi forstjóra eftirlitsins, Jónasi Fr. Jónssyni, frá þessari fjárfestingu og taldi að gera ætti kröfu um að Landsvaki seldi bréfið. Að sögn starfsmannsins mun Jónas ekki hafa viljað aðhafast þar sem ekki höfðu verið gerðar athugasemdir við fjárfestinguna áður.[62] Í bréfi til nefndarinnar frá 24. febrúar 2010 kemur fram að Jónas Fr. Jónsson minntist þess ekki að hafa átt slíkt samtal. Fyrir liggur hins vegar að Landsvaka var sent áminningarbréf um eignina, sem undirritað var af forstjóra og starfsmanni Fjármálaeftirlitsins, en í bréfinu sagði m.a.: „Fjármálaeftirlitið beinir því til

59. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 28.
60. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 28.
61. Þrjár afborganir hafa verið greiddar af bréfinu og því hefur nafnverð þess lækkað.
62. Skýrsla Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 4.

Landsvaka að haga fjárfestingum sjóða sinna þannig að þær falli undir gildandi fjárfestingarstefnu sjóðanna ásamt heimildum laga nr. 30/2003 og að rekstrarfélagið noti hér eftir viðeigandi viðmið við mat á ávöxtunarkröfu fjárfestinga sinna.“ Á hinn bóginn var ekki tiltekinn ákveðinn frestur til að selja umrætt bréf að viðlögðum stjórnvaldssektum. Að sögn Tryggva Tryggvasonar, sem tók við starfi framkvæmdastjóra Landsvaka eftir hrun (desember 2008 til maí 2009), var uppgjör bréfsins á þann veg að útgefanda, Björgólfi Guðmundssyni, var boðið að kaupa bréfið. Hann óskaði ekki eftir því og að lokum var hluta upphæðarinnar skuldajafnað á móti eignum Björgólfs í öðrum sjóðum Landsvaka. Fullar heimtur fengust hins vegar ekki á bréfinu.

Eignir Fyrirtækjabréfa tengdar Glitni banka

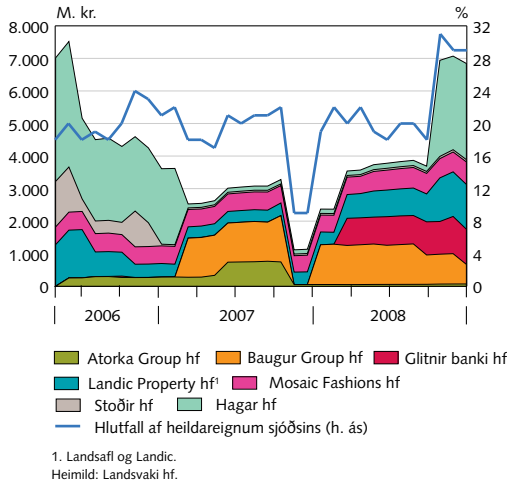
Fyrirtækjabréf áttu ýmsar eignir í félögum tengdum Glitni banka, enda voru þau mun fleiri en t.d. félög tengd Landsbankanum, sbr. skiptingu í kafla 14.5.3.2. Í upphafi athugunartímabils var ein stærsta fjárfesting sjóðsins í bréfum útgefnum af Högum en sú eign var seld úr sjóðnum í upphafi árs 2007. Þá jókst eign sjóðsins í Baugi og Atorku. Fjárfestingar í þessum félögum voru að jafnaði um 25% af heildareignum sjóðsins og sést skipting þeirra á mynd 48.

Fjárfestingar í Glitni banka voru nánast engar framan af skoðunartímabili og í lok tímabils var þar einungis um að ræða eitt bréf sem selt var á almennum markaði. Af eignasamsetningu sjóðsins vekja sérstaka athygli fjárfestingar sjóðsins í Baugi, FL/Stoðum og Landic. Sjóðurinn fjárfesti einungis í einu bréfi útgefnu af Baugi, sbr. mynd 49, en það eina bréf var um 30% af heildarverðmæti sjóðsins. Bréfið var óskráð og gefið út af Landsbankanum og framselt til Landsvaka. Á mynd 49 sést nánast sama þróun á eignum tengdum Baugi og hjá Peningabréfum á mynd 38. Í lok árs 2007 minnkaði eignin niður í 0, en á þeim tíma hafði starfsfólk og stjórn Landsvaka vitneskju um að félagið gæti ekki greitt af víxlum í eigu sjóða Landsvaka, sbr. umfjöllun hér að ofan. Sama bréf Baugs sést einnig á mynd 38 eða sem eign Peningabréfa ISK, en þá er rúmlega einn milljarður króna færður milli sjóða. Í upphafi árs 2008 var svo eignin aftur færð inn til Fyrirtækjabréfa en um 200 milljónum haldið eftir hjá Peningabréfum ISK. Þegar hér var komið sögu var sjóðurinn að halda eignum í fyrirtæki sem vitað var að átti í greiðsluerfiðleikum. Engar tryggingar voru teknar fyrir bréfinu og engar skilmálabreytingar urðu á bréfinu, m.a. héldust vaxtakjör þau sömu og áður.

Þróun eigna sjóðsins í FL/Stoðum og Landic má sjá á mynd 50. Frá upphafi tímabilsins var fjárfesting í FL/Stoðum og Landic fremur takmörkuð og hélst hún hófleg út viðmiðunartímabilið. Aftur á móti vekur athygli að sjóðstjóri fjárfesti fyrir um 300 milljónir króna í LANDIC 08 1 í mars 2008 og aftur fyrir um 500 milljónir í STOD 03 09 í október 2008, þrátt fyrir vitneskju stjórnar um að Baugur, sem tengdist báðum félögum, gæti ekki greitt af víxlum í lok árs 2007.

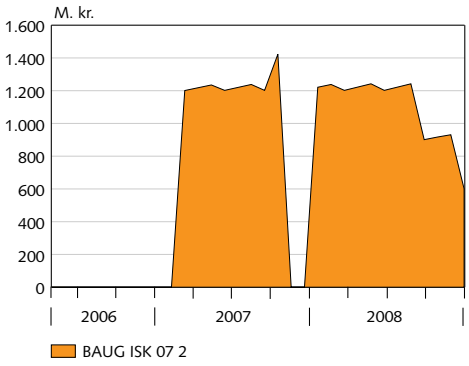
Tafla 12 hér fyrir neðan sýnir viðskiptin með bréf FL/Stoða 2. október 2008. Sérstaka athygli vekur að bréf FL/Stoða hafi verið keypt af

Mynd 48
Eignir Fyrirtækjabréfa
Glitnir og tengd félög



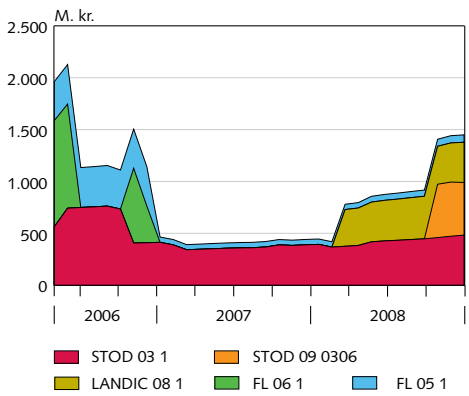
1. Landsafl og Landic.
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 49
Eignir Fyrirtækjabréfa
Baugur



Heimild: Landsvaki.

Mynd 50
Eignir Fyrirtækjabréfa
Stoðir og Landic Property



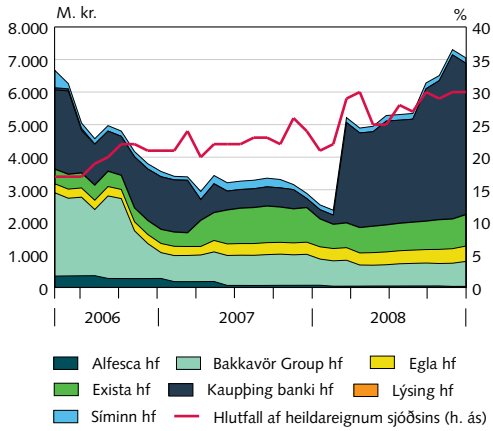
Heimild: Landsvaki hf.

Tafla 12. Viðskipti Landsvaka með bréf Stoða

Viðskiptaaðili	*Kennitala*	*Færslunr.*	*Dags.*	*Kaup/Sala*	*Auðkenni*	*Nafnverð*
Landssjóður hf-peningabréfadeild	6003909969	6143830	2.10.2008	Sala	STOD 03 09	-100
Landsvaki-fyrirtækjabréfadeild	6003909029	6143842	2.10.2008	Kaup	STOD 03 09	100

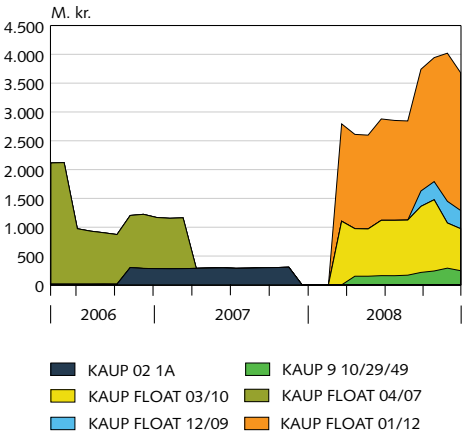
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 51
Eignir Fyrirtækjabréfa
Kaupþing og tengd félög



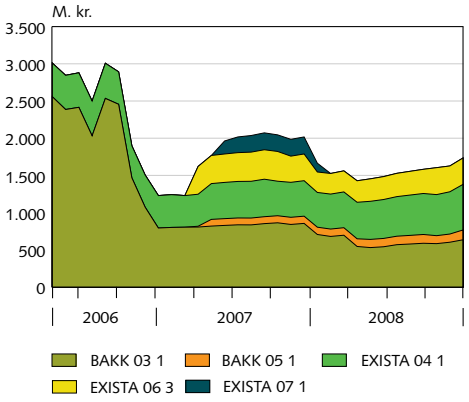
Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 52
Eignir Fyrirtækjabréfa
Kaupþing



Heimild: Landsvaki hf.

Mynd 53
Eignir Fyrirtækjabréfa
Bakkavör og Exista



Heimild: Landsvaki hf.

Fyrirtækjabréfum frá Peningabréfum ISK í október 2008 en félagið hafði óskað eftir greiðslustöðvun hinn 29. september 2008 og fengið hana samdægurs. Bréfin voru keypt inn á hálfvirði. Með viðskiptunum voru útgreiðslur til eigenda hlutdeildarskírteina Peningabréfa ISK í reynd auknar á kostnað eigenda hlutdeildarskírteina Fyrirtækjabréfa.

Eignir Fyrirtækjabréfa tengdar Kaupþingi banka

Framan af skoðunartímabilinu fjárfesti sjóðurinn lítið í bréfum útgefnum af Kaupþingi og tengdum félögum, sbr. mynd 51. Helst var fjárfest í Kaupþingi og Bakkavör, en þegar leið á árið 2007 drógust þær fjárfestingar saman en fjárfestingar í bréfum Exista rúmlega tvöfölduðust frá mars til júní 2007.

Eins og sjá má á mynd 52 hófust fjárfestingar í Kaupþingi í byrjun árs 2008 þegar sjóðurinn keypti hluta í tveimur skuldabréfum með breytilegum vöxtum (e. floaters) sem Kaupþing gaf út. Slíkar fjárfestingar samræmdust lýsingum sjóðstjóra en innstæður (og skammtímafjármálagerningar) í Kaupþingi og Landsbankanum voru taldar öruggari fjárfesting en innstæður hjá Glitni eða smærri fjármálafyrirtækjum.

Eign sjóðsins í Bakkavör og Exista breyttist eins og áður sagði lítillega á viðmiðunartímabilinu, sbr. mynd 53.

Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um fjárfestingar Fyrirtækjabréfa

Framan af viðmiðunartímabili var áhættu- og eignadreifing sjóðsins með ágætum en í árslok 2007 og á árinu 2008 jók sjóðurinn kaup á bréfum í fyrirtækjum tengdum Landsbankanum og Baugi verulega og fórnaði þar með áhættudreifingu sinni.

Fjárfesting í bréfi Björgólfs Guðmundssonar, þvert á vilja sjóðstjóra, vekur sérstaka furðu að áliti rannsóknarnefndarinnar enda rúmaðist fjárfestingin hvorki innan fjárfestingarstefnu sjóðsins né heldur reglna um fjárfestingar, sbr. 7. gr. reglugerðar nr. 792/2003. Það var verkefni stjórnenda sjóðsins að gæta hagsmuna þeirra sem áttu hlutdeildarskírteini í sjóðnum þar á meðal gagnvart stórum eigendum og áhrifamönnum í rekstri Landsbankans. Þá vekur það sérstaka athygli rannsóknarnefndarinnar hversu langan tíma það tók Fjármálaeftirlitið að sjá bréfið í eignasafninu og að ekkert skyldi vera aðhafst þegar eftirlitinu varð loks kunnugt um það en Fjármálaeftirlitið fær mánaðarlegar skýrslur um eignasamsetningu sjóða. Að mati rannsóknarnefndarinnar er þetta ámælisvert. Þessi viðskipti af hálfu sjóðsins hefðu átt að vera Fjármálaeftirlitinu áminning um nauðsyn þess að fylgjast betur með því hvernig staðið væri að fjárfestingum af hálfu sjóða rekstrarfélaga Landsbankans, og þá ekki bara Fyrirtækjabréfa, með tilliti til aðila sem tengdust Landsbankanum sem stórir eigendur og stórir viðskiptamenn.

Að mati rannsóknarnefndar Alþingis áttu sér einnig stað á lokamánuðum fyrir fall bankanna ýmis kaup inn í sjóðinn sem ekki verður séð að hafi samrýmst eðlilegum viðskiptaháttum með tilliti til hagsmuna þeirra sem áttu í sjóðunum. Nefndin bendir hér m.a. á kaup á verðbréfum útgefnum af Samson og á kaup á verðbréfum útgefnum af FL/Stoðum hinn 2. október 2008. Þar virðist sem tap hafi verið flutt á milli hlutdeildarskírteinishafa mismunandi sjóða í andstöðu við þær reglur sem giltu um starfsemi sjóðanna.

14.5.3.4 Viðskipti milli sjóða Landsvaka

Rannsóknarnefndin fékk aðgang að gögnum frá Landsbankanum og frá Verðbréfaskráningu Íslands um viðskipti milli aðila á markaði. Í þeim gögnum er

hægt að greina viðskipti milli sjóða Landsvaka með bréf eftir dagsetningu, tíma, upphæð, gengi o.s.frv. Í tilviki verðbréfa- og fjárfestingarsjóða voru skoðuð viðskipti milli Peningabréfa ISK, EUR, USD, GBP, CAD, DKK og Fyrirtækjabréfa.

Viðskipti milli sjóða voru skoðuð á tímabilinu 2004 til 2008 og var fjöldi viðskipta milli sjóða sá sem greinir í töflu 13.

Er ljóst af töflunni að viðskipti milli Peningabréfasjóðanna í hinum ýmsu myntum voru mun meiri en milli Fyrirtækjabréfa og Peningabréfa í öðrum myntum en í ISK. Í ljósi þessa voru skoðuð sérstaklega viðskipti milli sjóðanna Peningabréf ISK/EUR og ISK/USD og viðskipti Peningabréfa ISK við Fyrirtækjabréf. Peningabréfasjóðirnir í öðrum myntum en ISK voru stofnaðir árið 2006 svo að einungis eru skráð viðskipti milli þessara sjóða eftir þann tíma.

Viðskipti milli Peningabréfasjóðanna voru mest á árunum 2006 og 2007 en minnkuðu svo mjög á árinu 2008, sbr. mynd 54. Á því tímabili var sami sjóðstjóri yfir öllum sjóðunum. Viðskipti Peningabréfa ISK og Fyrirtækjabréfa voru lítil árin 2004–2005 en jukust verulega á árinu 2006. Í upphafi árs 2006 fór sjóðstjóri Fyrirtækjabréfa í leyfi og tók áðurnefndur sjóðstjóri við. Þessi einstaklingur hætti svo sem sjóðstjóri Peningabréfa í október 2007 en viðskipti milli sjóða voru aftur mjög lítil á árinu 2008.

Athugað var hvort viðskiptin væru afgerandi meiri á ákveðnum tímabilum, svo sem yfir áramót eða í mánuðum þegar skýrsluskil fóru fram, þ.e. í mars, júní, september og desember. Eins og sést á mynd 55 voru markvert tíðari viðskipti milli Peningabréfa ISK og EUR í skýrsluskilamánuðum en það á einnig við um Peningabréf ISK og USD.

Í skýrslutöku var sjóðstjóri hjá Landsvaka inntur eftir því hvers vegna slík viðskipti hefðu átt sér stað. Var því svarað að sjóðirnir hefðu alla jafna ekki átt viðskipti sín á milli nema í einstaka tilvikum til að jafna stöðu sjóða og halda fjárfestingarheimildum.[63] Það vekur sérstaka athygli að viðskiptin voru tíð á ákveðnum tímabilum þegar sjóðstjóri þeirra sjóða sem áttu viðskipti sín í milli var einn og hinn sami.

Í ljósi þessa má taka nokkur dæmi um viðskipti sem þykja eftirtektarverð.

Tafla 14. Dæmi 1

Sjóður	*Dags. viðskipta*	*Auðkenni bréfs*	*Nafnverð*	*Magn bréfs*	*Gengi bréfs*
PEN_EUR	29.6.2006	AVION 06 2	210.000.000	21	1,0395
PEN_ISK	29.6.2006	AVION 06 2	–	-21	–
PEN_EUR	6.7.2006	AVION 06 2	–	-21	–
PEN_ISK	6.7.2006	AVION 06 2	210.000.000	21	1,04216

Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Í lok júní 2006 seldu Peningabréf ISK verðbréf, AVION 06 2, fyrir 210 milljónir króna að nafnverði til Peningabréfa EUR. Á þeim tíma áttu Peningabréf ISK um 3 milljarða króna að nafnvirði í verðbréfaflokknum. Viku síðar eða 6. júlí 2006 gengu kaupin til baka fyrir sömu nafnverðsupphæð.

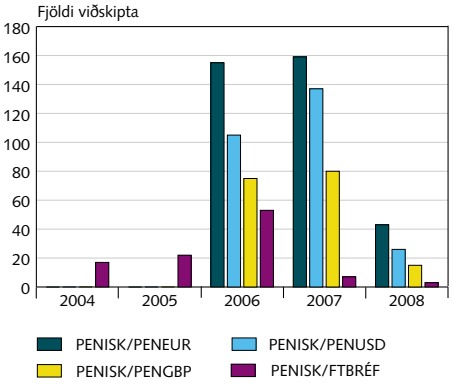
Áhrif þessara viðskipta eru þau að markaðsverð bréfanna hækkar þar sem síðustu viðskipti með bréfið eru skráð viðskipti milli þessara sjóða. Breytingar á gengi bréfsins valda því að markaðsverð hækkar á öllum eignum sjóðanna í þessu bréfi, en slíkt hækkar gengi sjóðsins.

Tafla 13. Fjöldi viðskipta milli sjóða Landsvaka

	PENISK	FYRIRT.BR.
PENISK	–	204
PENEUR	714	8
PENUSD	536	12
PENGBP	340	22
PENCAD	68	Ekki skoðað
PENDKK	146	Ekki skoðað
FYRIRT.BR.	204	–

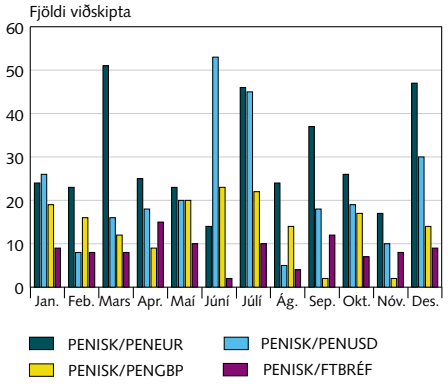
Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Mynd 54
Heildarviðskipti milli sjóða Landsvaka



Heimild: Landsvaki hf., Verðbréfaskráning Íslands hf.

Mynd 55
Viðskipti milli sjóða Landsvaka
Milli mánaða



Heimild: Landsvaki hf., Verðbréfaskráning Íslands hf.

63. Skýrsla Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 35.

Af gagnagrunni yfir allar hreyfingar ofangreinds bréfs má ráða að eftir upprunalega útgáfu keypti Landsvaki öll bréf útgáfunnar og dreifði á Peningabréfasjóði. Þeir áttu svo mjög ör viðskipti með bréfin sín á milli með misháar upphæðir en þær voru jafnvel allt niður í eina nafnverðseiningu. Má af því ráða að sjóðir Landsvaka hafi í raun handstýrt verði á þessum bréfum.

Annað dæmi um sambærilega færslu eru viðskipti með BAUG 06 2.

Tafla 15. Dæmi 2

Sjóður	*Dagsetning*	*Tími*	*Bréf*	*NV í m.kr.*	*NV eining*	*Gengi*
PEN_USD	22.1.2007	09:10:42	BAUG 06 2	–	-9	–
PEN_ISK	22.1.2007	09:10:42	BAUG 06 2	90.000.000	9	1,04732
PEN_USD	6.2.2007	09:39:54	BAUG 06 2	100.000.000	10	1,05464
PEN_ISK	6.2.2007	09:39:54	BAUG 06 2	–	-10	–

Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Hér seldu Peningabréf USD bréf fyrir 90 milljónir að nafnverði til Peningabréfa ISK. Tveimur vikum síðar keyptu Peningabréf USD bréf fyrir 100 milljónir að nafnverði aftur af Peningabréfum ISK. Viðskipti með þessi bréf milli Peningabréfasjóða Landsvaka voru mjög tíð á tímabilinu, jafnvel niður í eina milljón. Eins og með fyrra bréfið áttu Peningabréf stóran hluta af útgáfu verðbréfsins eða nær 5 milljarða króna. Aftur höfðu viðskiptin þau áhrif að gengi sjóðanna hækkaði þar sem markaðsverð bréfanna hækkaði við nýja gengisskráningu.

Í skýrslutöku af sjóðstjóra sem var á áðurnefndu tímabili sjóðstjóri yfir öllum sjóðunum kom fram staðfesting á þessu ferli. Starfsmaðurinn tók við sem sjóðstjóri við lok árs 2005 og var einnig sjóðstjóri Peningabréfasjóða í myntum þegar þeir voru stofnaðir 2006. Þá skýrði sjóðstjóri frá því að hann hefði framkvæmt slíkar tilfærslur sem lið í lausafjárstýringu sjóðanna. Hefði sjóðstjórinn ákveðið einhliða, með upplýsingar frá miðlurum til hliðsjónar, verð á þeim verðbréfum sem flutt voru á milli sjóða ef ekki voru til skráð markaðsverð. Þau verð voru svo skráð í gagnagrunn Landsbankans og þar með Landsvaka. Taldi sjóðstjórinn slíkar tilfærslur vel til þess fallnar að mæta þörfum viðskiptavina sjóðanna vegna þriggja meginatriða:

1. Kostnaður hlutdeildarskírteinishafa yrði lægri þar sem ekki þyrfti að borga miðlurum fyrir kaup/sölu.
2. Hægt væri að selja bréfin á „nær raunvirði“ þegar bréfin voru í raun illseljanleg nema í mjög litlu magni eða jafnvel alls ekki.
3. Slíkar eignahreyfingar milli sjóða gerðu stórum viðskiptavinum kleift að færa viðskipti sín auðveldlega milli sjóða þar sem hægt var að innleysa úr þeim samdægurs.[64]

Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um viðskipti milli sjóða

Rannsóknarnefndin getur ekki fallist á ofangreind rök. Skilvirkni fjármálamarkaða byggist á því að verðmyndun með fjármálagerninga grundvallist á upplýsingum sem allir aðilar hafa aðgang að. Hefði sjóðurinn reynt að selja bréfin á markaði hefði slíkt jafnvel haft í för með sér miklar verðbreytingar

64. Skýrsla Ingunnar S. Bragadóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. október 2009, bls. 3–7.

þar sem markaður var ekki móttækilegur fyrir því magni sem þurfti að selja, nema jafnvel með miklum afslætti, en slíkt hefði þá myndað raunverulegt markaðsverð fyrir verðbréfin. Hefðu verðin lækkað mjög hefðu fjárfestingar sjóðanna skilað minni arðsemi og þar með hefði ávöxtun þeirra orðið lakari. Hliðaráhrif þess hefðu orðið þau að sjóðirnir hefðu jafnvel ekki stækkað eins mikið og raun bar vitni þar sem ávöxtun þeirra hefði ekki verið eins góð, t.d. í samanburði við kjör á innlánsreikningum á sama tímabili. Innlausn viðskiptavina úr þessum sjóðum var almennt samdægurs. Færa má rök fyrir því að slíkt samrýmist ekki eðlilegum viðskiptaháttum sjóðs af því tagi sem hér er fjallað um. Ef viðskiptavinir sem eiga hlutfallslega mikið af eignum sjóðsins geta samdægurs flutt sig á milli sjóða skapar það mikla lausafjárþörf í einum sjóði en eykur lausafé annars sjóðs. Í skýrslu sjóðstjóra kom fram að slíkir tilflutningar gátu jafnvel numið milljörðum króna. Þá þurfti einn sjóður og eigendur hlutdeildarskírteina hans að taka á sig mikið tap ef sjóðurinn þurfti skyndilega að selja stóran hluta af eignum. Má jafnvel líta á slíkar tilfærslur sem lausafjárstýringu fyrirtækja en í skýrslu sjóðstjóra kom fram að fyrirtæki voru jafnvel farin að nota sjóðina sem einskonar tékkareikninga. Slík lausafjárstýring á ekki að fara fram í sjóðum sem hafa sameiginlega fjárfestingu í þágu eigenda hlutdeildarskírteina að markmiði heldur hjá bönkum þar sem tilfærslur eins fyrirtækis eiga ekki að hafa hagnaðar- eða tapsáhrif á aðra hlutdeildarskírteinishafa. Þetta innlausnarfyrirkomulag var samkvæmt athugun nefndarinnar ekki einsdæmi hjá Landsvaka heldur átti það við um alla peningamarkaðssjóði. Hér er að mati rannsóknarnefndar Alþingis rétt að vekja athygli á þeim mun sem er á verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum og felst í því að hlutdeildarskírteini þeirra síðarnefndu eru ekki ætíð innleysanleg að kröfu eigenda skírteinanna. Ástæðan er sú að fjárfestingarstefna fjárfestingarsjóða getur verið áhættusöm, t.d. getur áhættudreifing verið minni en í verðbréfasjóðum auk þess sem óskráð verðbréf geta verið í verðbréfasafni sjóðs en þau eru ekki eins seljanleg og skráð verðbréf. Þannig er í greinargerð með frumvarpi til laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði bent á að það þjóni ekki hagsmunum viðskiptavina sjóðs að geta ætíð innleyst hlutdeildarskírteini sín í fjárfestingarsjóði.[65]

Lausafjárstýring sjóða á ekki að vera á milli sjóða, heldur er eðlilegra að sjóðir séu með samning við aðra fjármálastofnun til að mæta skammtímasveiflum í innlausnum. Þar sem slík þjónusta hefur í för með sér kostnað fyrir sjóðinn má ætla að það yrði hvati til að koma í veg fyrir að fjárfestar í sjóðunum stunduðu skammtímatilfærslur. Slíku væri hægt að ná fram til dæmis með takmörkunum á því hvenær innlausn mætti vera, láta innlausn taka nokkra daga eða láta eigendur hlutdeildarskírteina greiða fast gjald fyrir innlausn.

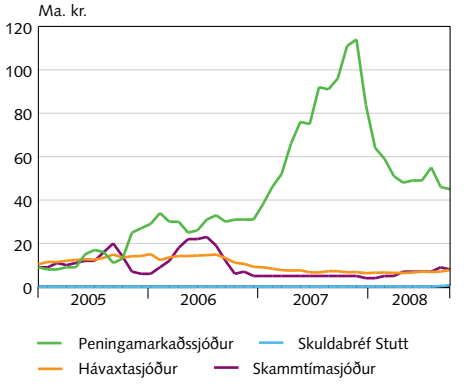
14.5.4 Sjóðir Rekstrarfélags Kaupþings banka hf.

14.5.4.1 Inngangur

Hjá Rekstrarfélagi Kaupþings banka hf. (RKB) voru skoðaðir fjórir sjóðir, Peningamarkaðssjóður, Hávaxtasjóður, Skuldabréf Stutt og Skammtímasjóður. Á mynd 56 má sjá þróun heildarverðmætis sjóðanna frá janúar 2005 til loka september 2008.

Allt frá miðju ári 2006 skar stærð Peningamarkaðssjóðsins sig verulega úr miðað við þróun hinna sjóðanna. Framan af ári 2005 var stærð sjóðsins fremur

Mynd 56
Þróun heildarverðmætis innlendra peningamarkaðssjóða Rekstrarfélags Kaupþings



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

65. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3614.

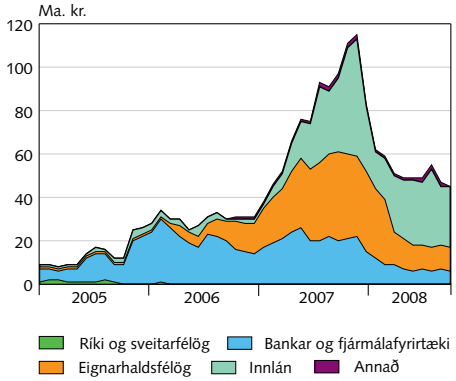
stöðug og svipuð þróun Hávaxta- og Skammtímasjóðsins. Sjóðurinn tvöfaldaðist hins vegar undir lok árs 2005 á sama tíma og Skammtímasjóðurinn dróst verulega saman. Árið 2006 voru litlar breytingar á stærð sjóðsins en snemma árs 2007 tók hann að vaxa hratt. Sjóðurinn náði hámarki í lok nóvember 2007 þegar heildarverðmæti hans nam ríflega 114 milljörðum króna sem samsvaraði um 9% af áætlaðri vergri landsframleiðslu þess árs. Sjóðurinn minnkaði hins vegar hratt frá þeim tíma og var aðeins um 45 milljarðar króna í lok september 2008.

Í september 2005 var heildarstærð Skammtímasjóðsins um 20 milljarðar króna eftir að hann hafði vaxið að meðaltali um 2 milljarða á mánuði frá ársbyrjun. Næstu fjóra mánuði dróst sjóðurinn hins vegar saman um hátt í 70% og var heildarverðmæti eigna aðeins um 6 milljarðar í lok janúar 2006. Þá tók sjóðurinn að vaxa hratt að nýju og náði hámarki í lok júlí 2006 í tæpum 23 milljörðum en minnkaði því næst niður í um 5 milljarða undir lok árs 2006. Stærð sjóðsins var frá þeim tíma nokkuð stöðug í kringum 5 milljarðar króna allt fram á annan ársfjórðung 2008 þegar talsverður vöxtur varð á eignum hans. Í lok september 2008 nam stærð sjóðsins tæpum 8,2 milljörðum króna.

Hávaxtasjóðurinn þróaðist á svipaðan hátt og Skammtímasjóðurinn að því undanskildu að mun minni sveiflur voru á stærð hans á seinni hluta árs 2005 og árið 2006. Mest nam heildarverðmæti sjóðsins um 15,1 milljarði í upphafi árs 2006 en í lok september 2008 var það tæpir 8 milljarðar króna.

Skuldabréf Stutt var langminnstur af sjóðunum sem voru til skoðunar. Stærð sjóðsins var að meðaltali um 79 milljónir króna á árinu 2007 en náði hámarki í 741 milljón króna undir lok tímabilsins, í september 2008.

Mynd 57
Peningamarkaðssjóður
Skipting eigna eftir útgefendum



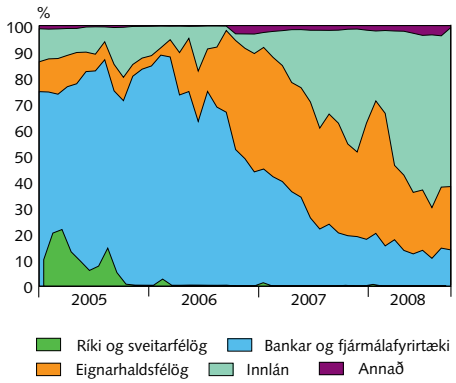
Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

14.5.4.2 Peningamarkaðssjóður

Peningamarkaðssjóður Kaupþings var fjárfestingarsjóður sem samkvæmt útboðslýsingu fjárfesti í „blönduðu safni verðbréfa, aðallega víxlum og skuldabréfum til skamms tíma“. Markmið sjóðsins mun hafa verið að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu með fjárfestingu í verðtryggðum og óverðtryggðum bréfum með mjög skamman líftíma. Sjóðurinn var metinn í áhættuminnsta flokk á kvarðanum 1–7. Áhættumat var byggt á leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins.

Í útboðslýsingunni var kynnt fjárfestingarstefna sjóðsins, sbr. tafla 16:

Mynd 58
Peningamarkaðssjóður
Hlutfallsleg skipting eigna eftir útgefendum



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Tafla 16. Fjárfestingarstefna Peningamarkaðssjóðs

Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf og víxlar skráð í Kauphöll Íslands	0	100
Innlán fjármálafyrirtækja og peningamarkaðsskjöl	0	100
Óskráð innlend skuldabréf og víxlar	0	10
Aðrir fjármálagerningar en að ofan	0	10

Heimild: Landsvaki hf.

Í útboðslýsingunni var ekki skilgreint eiginlegt ávöxtunarmarkmið annað en „að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu“.

Eignasamsetning sjóðsins

Eignir Peningamarkaðssjóðs jukust mikið á skoðunartímabilinu, einkum á árinu 2007, sbr. mynd 57, en þá jukust þær um 270% frá upphafi árs til loka

nóvember. Á sama tíma jukust fjárfestingar sjóðsins í innlánum til fjármálafyrirtækja um 1000%.

Árið 2005 voru að meðaltali um 7% af eignum sjóðsins í formi verðbréfa ríkis og sveitarfélaga en það sem eftir lifði tímabilsins var lítið sem ekkert fjárfest í þessum flokki verðbréfa. Árin 2005 og 2006 voru ríflega 2/3 hlutar verðmætis sjóðsins bundnir í verðbréfum fjármálafyrirtækja en þetta hlutfall snarlækkaði niður í um fjórðung árið 2007 og 15% árið 2008. Á móti lægra hlutfalli eigna í verðbréfum fjármálafyrirtækja jókst hins vegar hlutfall innlána úr 8% árið 2006 í 31% árið 2007.

Fyrstu níu mánuði ársins 2008 var um helmingur eigna sjóðsins að meðaltali bundinn í innlánum, að stærstum hluta hjá Kaupþingi banka.

Fjárfestingar sjóðsins í verðbréfum eignarhaldsfélaga sveiflaðist talsvert á tímabilinu. Árið 2005 voru að jafnaði 8% eigna sjóðsins bundin í verðbréfum þess háttar fyrirtækja. Frá upphafi árs 2006 fram á mitt ár fimmfaldaðist hlutfallsleg eign sjóðsins í þessari tegund bréfa og yfir árið í heild voru að jafnaði 23% af heildarverðmæti sjóðsins bundin í verðbréfum eignarhaldsfélaga. Árið 2007 fjárfesti sjóðurinn áfram af miklum krafti í eignarhaldsfélögum og var að meðaltali með 41% eigna hans bundið í þeim. Hæst fór hlutfall verðbréfa eignarhaldsfélaga í sjóðnum í um 51% í janúar og febrúar 2008 en í kjölfar falls Gnúps eignarhaldsfélags, sem sjóðurinn hafði fjárfest í fyrir ríflega 900 milljónir króna, lækkaði hlutfall bréfa eignarhaldsfélaga í eignasafninu verulega allt fram undir lok tímabilsins. Í lok september 2008 voru 24% af heildarverðmæti sjóðsins bundin í verðbréfum útgefnum af eignarhaldsfélögum. Stærstu einstöku fjárfestingar sjóðsins í eignarhaldsfélögum í janúar 2008 voru í verðbréfum Exista fyrir um 14,9 milljarða króna, Baugi Group fyrir um 4,8 milljarða og Norvik fyrir ríflega 3 milljarða króna.

Hlutfall eigna sjóðsins í verðbréfum annarra fyrirtækja var á bilinu 1–3% að jafnaði á tímabilinu.

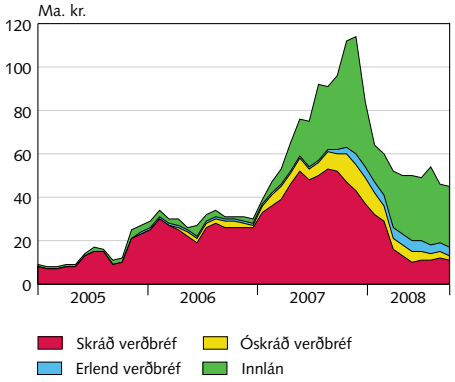
Tafla 17. Hlutfallsleg skipting eigna miðað við meðalstöðu tímabils

	2005	*2006*	*2007*	*2008*
Ríki/sveitarfélög	7	0	0	0
Bankar og fjármálafyrirtæki	73	69	26	15
Eignarhaldsfélög	8	23	41	31
Innlán	12	8	31	51
Annað	1	1	2	3

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings hf.

Framan af viðmiðunartímabilinu voru skráð skuldabréf langstærsti hluti eigna Peningamarkaðssjóðs, sbr. mynd 59, en fjárfestingar í óskráðum verðbréfum jukust hins vegar verulega á árinu 2007. Samkvæmt fjárfestingarstefnu sjóðsins, sem að framan greinir, var sjóðnum ekki heimilt að fjárfesta meira en 10% eigna sjóðsins í óskráðum eignum. Fjárfestingar sjóðsins í óskráðum bréfum fóru hins vegar í 13–15% á tímabilinu nóvember 2007 til janúar 2008 samkvæmt gögnum sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur undir höndum, þ.e. töluvert umfram þau 10% sem miðað var við í fjárfestingarstefnu sjóðsins. Í febrúar 2008 gerði Fjármálaeftirlitið athugasemdir við að sjóðurinn væri kominn fram úr heimildum. Eftirfarandi skýringar bárust frá RKB hinn 14. mars 2008: „Ástæða þess að óskráðar eignir sjóðsins fóru yfir leyfileg mörk er sú að keyptir voru tveir víxlar, útgefnir af Icebank hf., undir

Mynd 59
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Eftir skráningarformi



Tafla 18. Helstu skuldarar Peningamarkaðssjóðs Kaupþings 30. nóvember 2007

	M. kr.
Önnur innlán	31.464
Innlán í Kaupþingi	22.400
Exista hf	14.570
Baugur Group hf	5.224
Kaupþing banki hf	4.621
SPRON	4.244
Stoðir hf	4.233
Landic Property hf	3.736
Sparisjóðabanki Íslands hf	3.312
MP Banki hf	3.052
Straumborg ehf	2.153
Atorka Group hf	2.038
Samson eignarhaldsfélag ehf	1.803
NIBC	1.568
Glitnir banki hf	1.500
Norvik Banka JSC	1.257
Aðrir erlendir bankar	1.225
VBS Fjárfestingarbanki hf	1.190
Hf Eimskipafélag Íslands	994
Bakkavör Group hf	991
Gnúpur fjárfestingafélag ehf	908
Nýsir hf	506
Kirkjuhvoll sf	501
Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf	500

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings hf.

þeim formerkjum að þeir yrðu skráðir í OMX Nordic Exchange Iceland hf. Það var hins vegar ekki gert og enginn afgerandi skýring hefur fengist frá Icebank hf. af hverju það var ekki gert. Gjalddagi annars víxilsins var 3. janúar 2008, en sjóðurinn minnkaði að sama skapi þannig að hlutfall óskráðra eigna var nánast óbreytt þann 25. janúar sl. eða 12,4%. Gjalddagi síðari víxilsins var 1. febrúar sl. og þá fór hlutfallið niður fyrir 10%."

Sjóðurinn fjárfesti mjög lítið í erlendum verðbréfum árið 2005 en árið 2006 voru að jafnaði 3% verðbréfasafnsins í erlendum bréfum. Hlutfall erlendra bréfa í heildarverðbréfasafninu jókst í 4% árið 2007 og á tímabilinu janúar til loka september 2008 voru að jafnaði um 9% heildarverðmætis sjóðsins bundin í erlendum verðbréfum.

Helstu skuldarar sjóðsins

Í lok nóvember 2007 náði stærð Peningamarkaðssjóðs Kaupþings hámarki. Á þeim tímapunkti voru stærstu skuldarar sjóðsins þeir sem greinir í töflu 18.

Hluti af stærstu skuldurum sjóðsins var jafnframt tengdur Kaupþingi banka, móðurfélagi rekstrarfélags Kaupþings banka, gegnum eignatengsl og/eða stórar áhættuskuldbindingar og er þá miðað við þær forsendur sem nefndin byggir á við þessa athugun sína, sbr. kafla 14.5.1. Þannig má flokka eftirfarandi félög með Kaupþingi:

1. *Kaupþing og tengd félög*
   a. Kaupþing banki hf.
   b. Exista hf.[66]
   c. Bakkavör hf.[67]
   d. Norvik hf. og tengd félög[68]
   e. NIBC[69]

Ef eignir sjóðsins eru flokkaðar í samræmi við ofangreinda skilgreiningu kemur í ljós að stór hluti eignanna var í fyrirtækjum tengdum Kaupþingi. Hæst fór hlutfall eigna í Kaupþingi og tengdum félögum í 63% af heildareignum sjóðsins í lok janúar 2007. Nánar er fjallað um fjárfestingar sjóðsins í þessum félögum síðar. Athygli vekur að sjóðurinn fjárfesti nánast ekkert í bréfum ríkis og sveitarfélaga á tímabilinu.

Nánar um Landsbankann og tengd félög

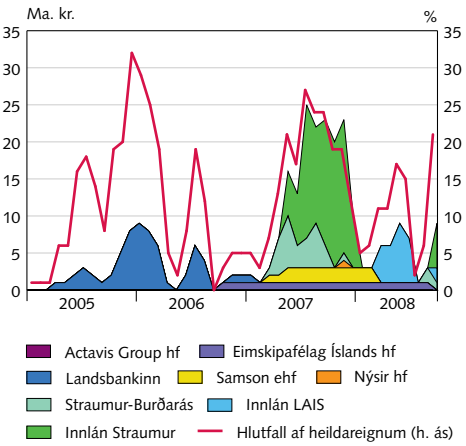
Félögin sem litið verður á hér eru Landsbanki Íslands hf., Samson eignarhaldsfélag ehf., Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf., Eimskipafélag Íslands hf., Actavis Group hf. og Nýsir hf.

66. Félagið var stærsti eigandi Kaupþings banka með um 23% eignarhlut í árslok 2007. Exista og tengd félög voru önnur stærsta áhættuskuldbinding Kaupþings banka í lok september 2008.
67. Exista B.V. var stærsti einstaki eigandi Bakkavarar með um 40% eignarhlut í árslok 2007. Bakkavör var talið í samstæðu Exista og var því hluti af annarri stærstu áhættuskuldbindingu Kaupþings banka.
68. Norvest ehf. var 8. stærsti hluthafinn í Kaupþingi banka hf. með um 1,99% eignarhlut (september 2007). Norvest er 100% í eigu Straumborgar ehf. Straumborg er í eigu Jóns Helga Guðmundssonar og fjölskyldu hans. Helstu eigendur Norvikur eru Jón Helgi Guðmundsson og Straumborg ehf. Framkvæmdastjóri Norvik var Brynja Halldórsdóttir, prókúruhafi í Straumborg til ársloka 2007 og stjórnarmaður í Kaupþingi banka hf. frá því í mars 2004 til falls bankans.
69. Kaupþing banki hf. tilkynnti 15. ágúst 2007 um kaup á hollenska bankanum NIBC. Í lok janúar 2008 tilkynnti Kaupþing hins vegar að fallið yrði frá kaupunum.

Að jafnaði voru um 14% af heildarverðmæti Peningamarkaðssjóðs bundin í verðbréfum og innlánum í Landsbankanum og tengdum félögum. Fjárfestingar sjóðsins í bréfum þessara félaga sveifluðust hins vegar mikið á tímabilinu, allt frá því að vera um 32% af heildareignum í sjóðnum í desember 2005 niður í að vera innan við 1%, sbr. mynd 60. Frá ársbyrjun 2007 voru fjárfestingarnar einkum í innlánum hjá Straumi. Fjárfestingarnar voru almennt í skammtímabréfum að undanskildum eignum í Eimskip og Samson, þar sem fjárfest var til eins árs.

Peningamarkaðssjóðurinn fjárfesti í skuldabréfi Eimskips (HFEIM 07 2) fyrir um 1 milljarð króna í október 2007 og Skammtímasjóður RKB fjárfesti einnig í sömu útgáfu fyrir um hálfan milljarð króna. Þegar Eimskip birti uppgjör í maí 2008 var ljóst að félagið uppfyllti ekki lánaskilmála varðandi eiginfjárhlutfall. Samkvæmt skilmálum skuldabréfaútgáfunnar hafði félagið þá þrjá mánuði til að laga eiginfjárhlutfall sitt ella kæmi til gjaldfellingar skuldabréfsins. Við skýrslutöku af sjóðstjóra hjá RKB kom fram að rekstrarfélagið hefði þegar hafið viðræður við Eimskip.[70] Ekki hefði komið til greina að semja um skuldina og fengu sjóðirnir að lokum greitt í ágústmánuði 2008.

Mynd 60
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Landsbankinn og tengdir aðilar



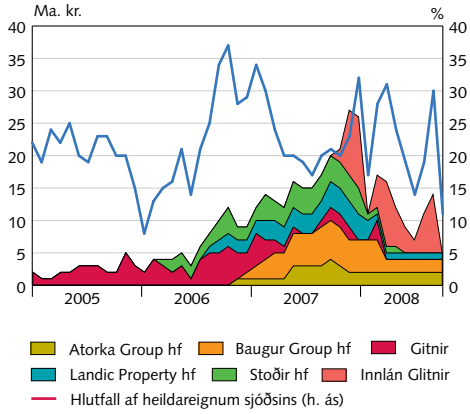
Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Nánar um Glitni og tengd félög

Félög sem litið verður til eru Glitnir banki hf., FL/Stoðir hf., Baugur Group hf., Landic Property hf. og Atorka Group hf.

Peningamarkaðssjóður Kaupþings átti margvíslegar eignir í Glitni og verðbréfum tengdra félaga, sbr. mynd 61, en þar má sjá að fjárfestingar í fyrirtækjabréfum jukust verulega á árinu 2007 en drógust svo aftur saman á vormánuðum 2008. Virðist sjóðurinn markvisst hafa minnkað stöðu sína í bréfum Glitnis, Stoða, Landic og Baugs á þeim tíma en aukið innlán til Glitnis. Fjárfestingar í Glitni og tengdum félögum voru að jafnaði um 22% á tímabilinu.

Mynd 61
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Glitnir og tengdir aðilar



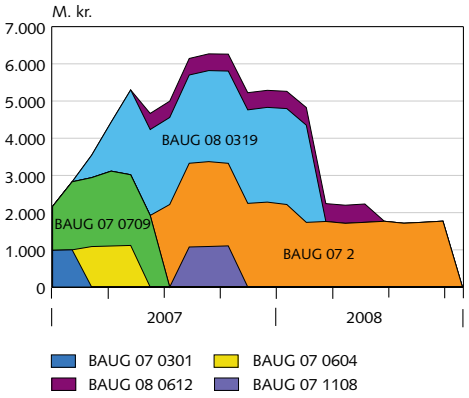
Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Baugur Group hf.

Áhugavert er að skoða eignir í Baugi, sbr. mynd 62, og þá sérstaklega með tilliti til kaupa sjóðsins í hverri verðbréfaútgáfu. Sjóðurinn jók stöðu sína í Baugi í upphafi árs 2007 með kaupum á BAUG 07 2 og BAUG 08 0319. Fyrra bréfið (víxill) var útgefið í júlí 2007 en í sama mánuði kom BAUG 07 0709 á gjalddaga. Sjóðurinn átti yfir 2/3 í báðum útgáfum en Kaupþing annaðist útgáfu bréfanna. Á árinu keypti sjóðurinn einnig 2/3 í BAUG 08 0319 (víxill) en Kaupþing var einnig umsjónaraðili þeirrar útgáfu.

Fram kom að í mars 2008 gat Baugur ekki staðið skil á uppgreiðslu víxilsins BAUG 08 0319 að andvirði ríflega 2,6 milljarða króna. Viðbrögð rekstrarfélagsins voru að setja skuldina í lögfræðiinnheimtu.[71] Því lauk með því að Baugur greiddi loks víxilinn í júní 2008. Þrátt fyrir að gjaldfallin skuld Baugs væri yfir 5% af heildarverðmæti eigna sjóðsins hélt gengi hans áfram að hækka milli mánaða. Með öðrum orðum, engin varúðarniðurfærsla var gerð á verðmæti kröfunnar né heldur á eignarhlut í öðrum verðbréfum sama útgefanda. Alls námu eignir sjóðsins í Baugi á þessu tímabili um 10% af heildarverðmæti sjóðsins. Greiðslufall Baugs, eins af stærstu skuldurum sjóðsins, hafði því ekki bein áhrif á gengi sjóðsins skv. upplýsingum frá sjóð-

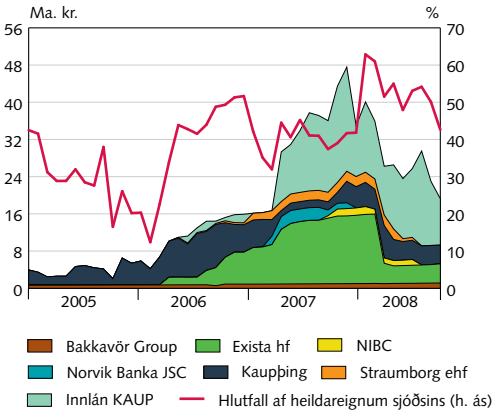
Mynd 62
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Baugur Group



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

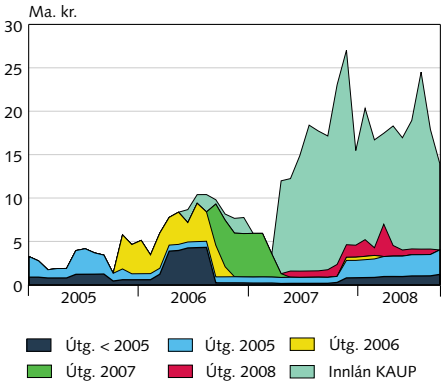
70. Skýrsla Rúnu Malmquist fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. október 2009, bls. 9.
71. Skýrsla Rúnu Malmquist fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. október 2009, bls. 9–10.

Mynd 63
Eignir Peningamarkaðssjóðs RKB
Kaupþing og tengd félög



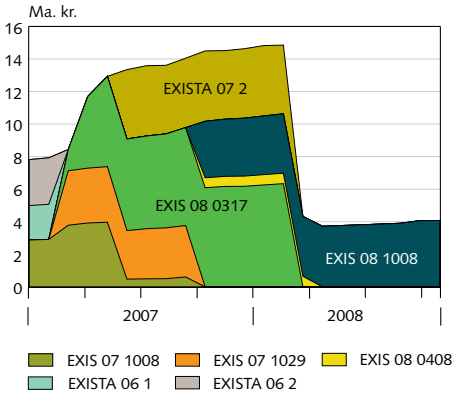
Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 64
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Kaupþing



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 65
Eignir Peningamarkaðssjóðs
Exista



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

stjóra. Sjóðstjórar munu ekki hafa álitið það í sínum verkahring að hlutast til um verðmat á eignum sjóðsins. Það hafi verið hlutverk vörslufélagsins Arion og verðmatsnefndar að verðmeta eignir sjóðanna. Í verðmatsnefndinni munu hafa setið m.a. sjóðstjórar frá RKB og miðlarar frá Kaupþingi banka.[72]

FL Group / Stoðir hf.

Peningamarkaðssjóðurinn hóf að fjárfesta í verðbréfum Stoða í mars 2006. Í fyrstu fjárfesti sjóðurinn fyrir um 1 milljarð króna en jók jafnt og þétt stöðu sína á næstu mánuðum. Undir lok árs 2007 átti sjóðurinn verðbréf útgefin af Stoðum að andvirði um 4,5 milljarða króna. Í upphafi árs 2008 tók sjóðurinn hins vegar að losa stöður sínar í bréfum Stoða ört út úr sjóðnum og í lok maí hafði sjóðurinn losað sig við öll bréf félagsins.

Nánar um Kaupþing og tengd félög

Félög sem tengd eru Kaupþingi eru Exista hf., Bakkavör hf., Straumborg ehf., Norvik hf. og tengd félög og NIBC.

Árið 2005 voru að jafnaði um 28% af heildarverðmæti Peningamarkaðssjóðsins bundin í eignum tengdum Kaupþingi banka ásamt félögum tengdum móðurfélaginu. Árin 2006 og 2007 hækkaði þetta hlutfall verulega eða í um 38% og 40% að jafnaði. Undir lok tímabilsins, þ.e. frá ársbyrjun 2008 til septemberloka, var hlutfall eigna sem tengdar voru þessum félögum að jafnaði yfir helmingur eigna sjóðsins eða alls um 54%.

Árið 2007 jókst fjárfesting í bréfum Exista og innlánum í Kaupþingi eins og lesa má úr mynd 63. Fram að þeim tíma hafði sjóðurinn aðallega fjárfest í bréfum Kaupþings en þær fjárfestingar minnkuðu markvert á öðrum ársfjórðungi 2007 en á sama tíma jukust innlán hjá bankanum verulega. Þessi breyting sést vel á mynd 64[73]

Exista hf.

Peningamarkaðssjóðurinn fjárfesti umtalsvert í skuldabréfum Exista árið 2007. Síðasta nýfjárfesting inn í sjóðinn virðist hafa verið í október 2007 en eftir það var ekki fjárfest í nýjum bréfum þegar bréf í eigu sjóðsins komu á gjalddaga. Stór eign sjóðsins (4,2 ma. kr.) í Exista skuldabréfi sem var á gjalddaga um mitt ár 2009 var seld úr sjóðnum í mars 2008. Í lok september 2008 átti sjóðurinn víxla útgefna af Exista með gjalddaga 8. október 2008 að verðmæti um 4,1 milljarður króna ásamt skuldabréfum að verðmæti um 70 milljónir króna.

Straumborg ehf.

Peningamarkaðssjóður fjárfesti fyrst í víxlum Straumborgar ehf. í maí 2006 fyrir um 201 milljón króna en jók stöðu sína í sömu víxlaútgáfu um helming í október sama ár. Í upphafi árs 2007 keypti sjóðurinn víxla í nýrri útgáfu að andvirði um 1,05 milljarða króna. Kröfum Peningamarkaðssjóðs samkvæmt víxlum sem voru á gjalddaga 2007 var velt áfram með því að sjóðurinn endurfjárfesti í nýjum útgáfum allt fram í októbermánuð sama árs þegar heildarskuld Straumborgar við sjóðinn nam um 2,1 milljarði króna. Athyglisvert

72. Skýrsla Rúnu Malmquist fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 21. október 2009, bls. 9.
73. Þar sem sjóðurinn fjárfesti í 48 útgáfum Kaupþings á tímabilinu eru fjárfestingarnar teknar saman eftir útgáfuári.

er að sjóðurinn hætti frekari fjárfestingum í verðbréfum félagsins eftir að Norvest ehf., sem er í eigu Straumborgar ehf., seldi stærstan hluta af eign sinni í Kaupþingi banka í október 2007.

Norvik

Peningamarkaðssjóður fjárfesti fyrst í verðbréfum Norvik banka[74], sem er banki í Lettlandi, í mars 2007, þá fyrir alls um 1,8 milljarða króna í þremur víxlaútgáfum. Í aprílmánuði jók sjóðurinn eign sína með fjárfestingu í einni útgáfu um tæpan milljarð króna. Andvirði víxils á gjalddaga í maí var endurfjárfest í annarri víxlaútgáfu. Þegar mest var nam eign sjóðsins í verðbréfum Norvik banka ríflega 2,8 milljörðum króna. Engar frekari fjárfestingar voru í bréfum bankans eftir að Norvest, aðaleigandi Norvik banka, seldi verulegan hluta af eign sinni í Kaupþingi banka.

NIBC

Athyglisvert er að sjóðurinn hóf fjárfestingar í skuldabréfum NIBC í september 2007 um svipað leyti og tilkynnt var um kaup Kaupþings banka á hollenska bankanum. Í fyrstu fjárfesti sjóðurinn fyrir um 500 milljónir króna en mánuði seinna var fjárfest fyrir um 1 milljarð til viðbótar. Mest nam heildarverðmæti verðbréfa NIBC í eigu sjóðsins tæplega 1,7 milljörðum í janúar 2008 en þá hætti sjóðurinn frekari fjárfestingum. Á sama tíma tilkynnti Kaupþing banki að horfið hefði verið frá kaupum á NIBC.

14.5.4.3 Hávaxtasjóður

Hávaxtasjóður var fjárfestingarsjóður stofnaður árið 2000. Samkvæmt útboðslýsingu var markmið sjóðsins góð ávöxtun og áhættudreifing með því að fjárfesta aðallega í skuldabréfum fjármálafyrirtækja og annarra fyrirtækja til skamms tíma. Jafnframt sagði í útboðslýsingu að sjóðurinn leitaðist við að fjárfesta í skuldabréfum sem skráð væru eða yrðu skráð í Kauphöll Íslands. Eign sjóðsins í óskráðum víxlum og skuldabréfum mætti þó vera allt að 10% af heildareignum hans.

Sjóðurinn var metinn í áhættuflokk 2 á kvarðanum 1–7 þar sem 1 er lágmarksáhætta og 7 er hámarksáhætta. Áhættumat var byggt á leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins.

Í útboðslýsingunni var kynnt fjárfestingarstefna sjóðsins, sbr. tafla 19:

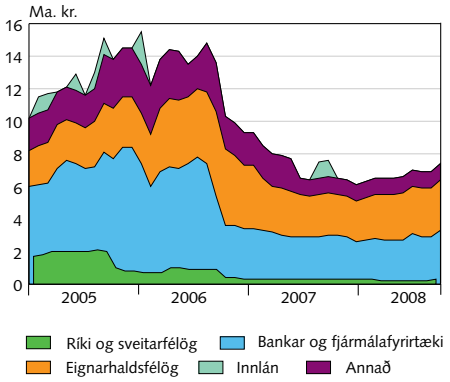
Tafla 19. Fjárfestingarstefna Hávaxtasjóðs

Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf og víxlar skráð í Kauphöll Íslands	0	100
Innlán fjármálafyrirtækja og peningamarkaðsskjöl	0	20
Óskráð innlend skuldabréf og víxlar	0	10
Aðrir fjármálagerningar en að ofan	0	10

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

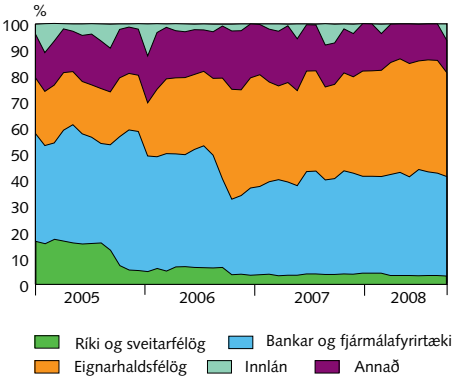
74. Í lok júnímánaðar 2007 var lánshæfiseinkunn Norvik Banka hjá Moody's „D" fyrir fjármálalegan styrk sem gefur til kynna að verðbréf bankans falli í spákaupmennskuflokk (e. Speculative grade).

Mynd 66
Hávaxtasjóður
Þróun og skipting eigna eftir útgefendum



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 67
Hávaxtasjóður
Hlutfallsleg skipting eigna eftir útgefendum



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Í útboðslýsingunni er ekki skilgreint eiginlegt ávöxtunarmarkmið annað en „að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu […]".

Þrátt fyrir að sjóðurinn væri fjárfestingarsjóður skv. III kafla laga nr. 30/2003, og hefði því rýmri fjárfestingarheimildir en verðbréfasjóðir, sagði í útboðslýsingu að sjóðurinn myndi eingöngu nýta heimild 3. tölul. 54. gr. laganna um aukið svigrúm fjárfestingarsjóða umfram verðbréfasjóði til að binda allt að 20% af eignum sínum í verðbréfum og peningamarkaðsskjölum útgefnum af sama útgefanda. Samkvæmt þessu var sjóðnum ekki heimilt að nýta aðrar fjárfestingarheimildir 54. gr. laganna. Í útboðslýsingu sagði af þessu tilefni að „aukin áhætta sjóðsins sem fjárfestingarsjóðs með takmarkaðar fjárfestingarheimildir mun því aðeins felast í minni áhættudreifingu heldur en gildir um verðbréfasjóði".

Á mynd 66 má sjá þróun og skiptingu eigna sjóðsins á athugunartímabilinu. Mynd 67 sýnir hlutfallslega skiptingu eigna sjóðsins eftir útgefendum. Sjóðurinn stækkaði úr um 10,4 milljörðum króna í janúar 2005 í tæpa 15 milljarða í september sama ár en heildarverðmæti hans dróst hins vegar verulega saman á seinni helmingi ársins 2006 og hélst því næst tiltölulega stöðugt til loka tímabilsins. Hlutfallslega litlar breytingar voru á eignasamsetningu sjóðsins. Markverðasta breytingin var að undir lok árs 2005 minnkaði hlutur verðbréfa ríkis og sveitarfélaga í verðbréfasafninu á kostnað aukinnar fjárfestingar í verðbréfum eignarhaldsfélaga.

14.5.4.4 Skammtímasjóður

Skammtímasjóður var fjárfestingarsjóður stofnaður árið 1996. Samkvæmt útboðslýsingu, útgefinni 12. nóvember 2007, var markmið sjóðsins að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu með því að fjárfesta í blönduðu safni verðbréfa, aðallega víxlum og skuldabréfum til skamms tíma. Í lýsingunni sagði jafnframt að leitast væri við að fjárfesta í skuldabréfum sem væru eða yrðu skráð í Kauphöll Íslands. Meðallíftími verðbréfa sjóðsins væri stuttur og með þeim hætti væri reynt að forðast sveiflur og tryggja jafna ávöxtun. Sjóðurinn fjárfesti bæði í verðtryggðum og óverðtryggðum verðbréfum sem tryggði jafnari ávöxtun milli mánaða en ella. Eign sjóðsins í óskráðum víxlum og skuldabréfum mátti nema allt að 10% af heildareignum hans.

Sjóðurinn var metinn í áhættuflokk 2 á kvarðanum 1–7 þar sem 1 er lágmarksáhætta og 7 er hámarksáhætta. Áhættumat var byggt á leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins.

Í útboðslýsingunni var fjárfestingarstefna sjóðsins kynnt, sbr. tafla 20.

Tafla 20. Fjárfestingarstefna Skammtímasjóðs

Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skuldabréf og víxlar skráð í Kauphöll Íslands	0	100
Innlán fjármálafyrirtækja og peningamarkaðsskjöl	0	100
Óskráð innlend skuldabréf og víxlar	0	10
Aðrir fjármálagerningar en að ofan	0	10

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings hf.

Í útboðslýsingunni er ekki skilgreint eiginlegt ávöxtunarmarkmið annað en „að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu […]".

Heildarstærð sjóðsins sveiflaðist verulega á árunum 2005 og 2006. Til að mynda var heildarverðmæti eigna hans um 6,4 milljarðar króna í janúar 2006 en tæpir 22,7 milljarðar í júnímánuði sama ár. Stærð sjóðsins var mun stöðugri árið 2007, að jafnaði um 4,8 ma. kr. en hann stækkaði aftur umtalsvert á árinu 2008. Athyglisvert er að svo til allur vöxtur sjóðsins árið 2008 var í innlánum eins og sjá má á myndum 68 og 69.

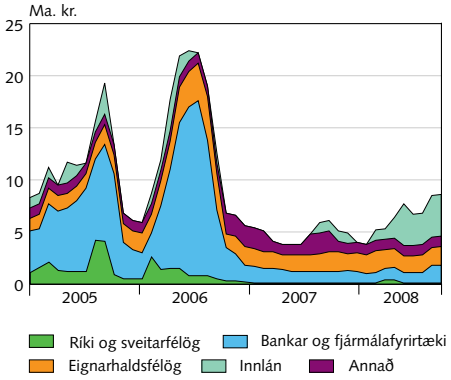
Í töflu 21 að neðan má sjá meðalsamsetningu eigna sjóðsins á tímabilinu janúar 2005 til loka september 2008.

Tafla 21. Meðalsamsetning eigna Skammtímasjóðs

Hlutfall af heild	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Ríki/sveitarfélög	14	7	1	2
Bankar og fjármálafyrirtæki	53	58	29	18
Eignarhaldsfélög	14	20	35	27
Annað	10	9	28	16
Innlán	9	6	7	37

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 68
Skammtímasjóður
Þróun og skipting eigna eftir útgefendum



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

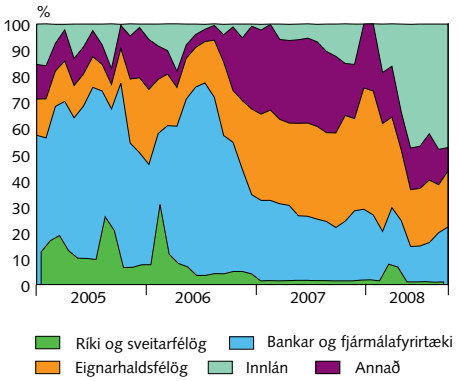
14.5.4.5 Skuldabréf Stutt

Skuldabréf Stutt var fjárfestingarsjóður stofnaður 17. maí 2006. Samkvæmt útboðslýsingu, útgefinni 12. nóvember 2007, var markmið sjóðsins að ná góðri ávöxtun og áhættudreifingu með því að fjárfesta í blönduðu safni verðbréfa, einkum víxlum og skuldabréfum. Stefnt væri að því að meðallíftími verðbréfa sjóðsins væri á bilinu 1–4 ár. Sjóðurinn hafði heimild til að fjárfesta bæði í verðtryggðum og óverðtryggðum verðbréfum. Eign sjóðsins í óskráðum víxlum og skuldabréfum mátti nema allt að 10% af heildareignum hans.

Sjóðurinn var metinn í áhættuflokk 2 á kvarðanum 1–7 þar sem 1 er lágmarksáhætta og 7 er hámarksáhætta. Áhættumat var byggt á leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins.

Í útboðslýsingunni var fjárfestingarstefna sjóðsins kynnt, sbr. tafla 22.

Mynd 69
Skammtímasjóður
Hlutfallsleg skipting eigna eftir útgefendum



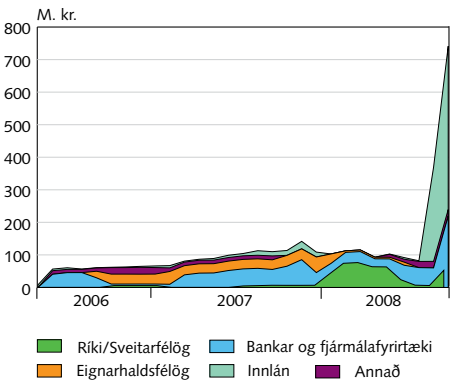
Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Tafla 22. Fjárfestingarstefna, Skuldabréf-Stutt

Tegund verðbréfa og sjóða	*Lágmark (%)*	*Hámark (%)*
Skráð skuldabréf	0	100
Innlán fjármálafyrirtækja og peningamarkaðsskjöl	0	100
Óskráð innlend skuldabréf og víxlar	0	10
Aðrir fjármálagerningar en að ofan	0	10

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 70
Skuldabréf Stutt
Þróun og skipting eigna eftir útgefendum

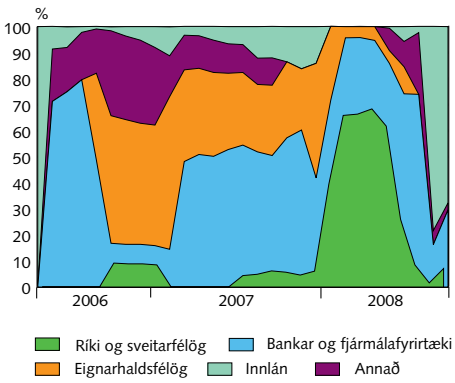


Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Eins og sjá má á mynd 70 var sjóðurinn mjög lítill í samanburði við hina sjóði RKB sem fjallað er um hér að framan. Heildarverðmæti eigna hans náði fyrst 100 milljónum króna um mitt ár 2007 og hélst lítið breytt fram undir lok tímabilsins þegar sjóðurinn stækkaði skyndilega í ríflega 700 milljónir króna.

Í útdrætti úr útboðslýsingu sagði: „Kaupþing Skuldabréf-Stutt hyggst nýta sér heimild til að fjárfesta í bréfum útgefnum af ríki eða sveitarfélögum umfram 35% og allt að 100% sbr. 37. gr. laga nr. 30/2003. Þar sem ríki og

Mynd 71
Skuldabréf Stutt
Hlutfallsleg skipting eigna eftir útgefendum



Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

sveitarfélög eru mjög stórir útgefendur á skuldabréfamarkaði og sérstaklega á löngum skuldabréfum er líklegt að hlutdeild slíkra bréfa verði að jafnaði yfir 35%.“ Á mynd 71 má sjá hlutfallslega skiptingu eigna sjóðsins eftir útgefendum. Augljóst er af samsetningu eignasafnsins að yfirlýst markmið sjóðsins að fjárfesta að jafnaði yfir 35% eigna sjóðsins í verðbréfum ríkis og sveitarfélaga var ekki uppfyllt fyrr en frá og með upphafi árs 2008. Eignasamsetningin rúmast þó að öðru leyti innan fjárfestingarheimilda sjóðsins samkvæmt útboðslýsingu.

14.5.4.6 Ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um fjárfestingar peningamarkaðssjóða Kaupþings

Í útboðslýsingum allra ofangreindra sjóða Rekstrarfélags Kaupþings banka hf. (RKB) er tiltekin leyfileg hámarkseign sjóðanna í tilteknum flokkum verðbréfa en ekkert skilyrði um lágmark. Því er ekki um eiginlega fjárfestingarstefnu að ræða þar sem ekki er tiltekið ákveðið hlutfall sem sjóðurinn stefnir að því að halda í viðkomandi fjárfestingarflokkum.

Í ljósi þess að Peningamarkaðssjóðurinn var langstærstur af þeim fjórum sjóðum RKB sem skoðaðir voru var mest áhersla lögð á hann. Stórum hluta heildareigna sjóðsins var varið til að fjárfesta í móðurfélagi rekstrarfélagsins og félögum sem nefndin telur tengjast því, sbr. skilgreiningu fyrr í kaflanum. Á seinni helmingi árs 2006 var þetta hlutfall um og yfir 50% af heildareignum sjóðsins og árið 2008 talsvert hærra. Þetta vekur óneitanlega upp spurningar um sjálfstæði rekstrarfélags sjóðanna gagnvart eiganda sínum. Fjárfestingar í NIBC og Norvik banka eru sérstaklega athyglisverðar í þessu sambandi því afar sjaldgæft var að sjóðurinn fjárfesti í verðbréfum erlendra banka og því um að ræða talsvert frávik frá fjárfestingum sjóðsins. Þá var hér einnig um að ræða tengsl skuldaranna við móðurfélagið og stóran hluthafa í því.

Lítið sem ekkert var fjárfest í bréfum ríkis og sveitarfélaga á árunum 2006 til og með 2008.

Á árinu 2008 var um helmingur eigna Peningamarkaðssjóðsins, stærsta sjóðs RKB, að jafnaði bundinn í innlánum og stór hluti innlánanna var í Kaupþingi. Ef ekki hefði komið til setning neyðarlaganna sem gerðu innlán að forgangskröfu í þrotabú fjármálastofnananna er ljóst að tap eigenda hlutdeildarskírteina hefði orðið gríðarlegt við hrun bankanna. Staða einstakra hlutdeildarskírteinishafa hefði verið mun betri ef þeir hefðu sjálfir lagt fé sitt á innlánsreikninga þar sem lágmarkstryggingarvernd hefði þá náð til hvers og eins þeirra.[75] Í ljósi þessa verður gríðarlega hátt hlutfall fjárfestinga sjóðsins í innlánum illa talið samrýmast eðlilegri áhættudreifingu í þágu hagsmuna eigenda hlutdeildarskírteina í sjóðnum.

14.6 Áhættustýring

14.6.1 Almennt

Þar sem rekstrarfélög eru fjármálafyrirtæki í skilningi laga nr. 161/2002 skulu þau á hverjum tíma hafa yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi til að fylgjast með áhættu í tengslum við alla starfsemi sína, sbr. 17. gr. laganna. Þá er

75. Sjá um stöðu innstæðna aðildarfélaga Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta svo og móður- og dótturfélaga þeirra 6. mgr. 9. gr. laga nr. 98/1999 áður en henni var breytt með 8. gr. laga nr. 125/2008 (neyðarlögunum). Fyrir breytinguna sagði í ákvæðinu að undanskilin tryggingu væru innstæður, verðbréf og reiðufé í eigu aðildarfyrirtækja, svo og móður- og dótturfyrirtækja þeirra, fyrir þeirra eigin reikning.

áréttað í 33. gr. laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði að rekstrarfélög eigi að hafa yfir að ráða eftirlitskerfi sem geri þeim kleift að vakta, meta og stýra áhættu einstakra eigna og eignasafns verðbréfasjóða á hverjum tíma. Um afleiðuviðskipti gilda sérstakar reglur sem ætlað er að takmarka áhættu af slíkum viðskiptum, auk þess sem gera skal Fjármálaeftirlitinu reglulega grein fyrir afleiðuviðskiptum verðbréfasjóða og fjárfestingarsjóða í því formi sem Fjármálaeftirlitið ákveður, sbr. 34. gr. laganna. Þá er í 1. mgr. 7. gr. reglugerðar nr. 995/2007 vikið að aðgerðum sem fjármálafyrirtæki ber að grípa til vegna áhættustýringar. Í 2. mgr. ákvæðisins segir að fjármálafyrirtæki skuli koma á og viðhalda óháðri starfseiningu sem hefur með höndum áhættustýringu þar sem slíkt er eðlilegt með tilliti til umfangs og eðlis starfsemi fyrirtækisins. Ákvæði um áhættustýringu er einnig að finna í leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 1/2002 um innra eftirlit og áhættustýringu hjá fjármálafyrirtækjum og 2/2006 um afleiðunotkun verðbréfasjóða.

Þess er áður getið að samkvæmt 18. gr. laga nr. 30/2003 er heimilt að útvista hluta af verkefnum rekstrarfélags. Helstu verkefni rekstrarfélags, sem teljast til reksturs verðbréfa- og fjárfestingarsjóða, eru talin upp í 17. gr. laganna en upptalningin er ekki tæmandi. Ætla verður að áhættustýring sé eitt af verkefnum rekstrarfélaga.[76] Aldrei er heimilt að útvista öllum verkefnum rekstrarfélags.[77] Þannig er óheimilt að fela vörslufyrirtæki eða öðru félagi verkefni sem varða fjárfestingar í samræmi við fjárfestingarstefnu fari hagsmunir þess ekki saman við hagsmuni rekstrarfélags og eigenda hlutdeildarskírteina. Feli rekstrarfélag öðru fyrirtæki hluta af verkefnum sínum hefur það engin áhrif á ábyrgð rekstrarfélags gagnvart eigendum hlutdeildarskírteina. Það er grundvallaratriði að útvistun er einungis heimil að fengnu samþykki Fjármálaeftirlitsins, sbr. 1. mgr. 18. gr. laga nr. 30/2003. Nánari reglur um útvistun verkefna rekstrarfélaga eru í reglugerð nr. 792/2003. Rannsóknarnefnd Alþingis leitaði svara við því með bréfum til rekstrarfélaganna, dags. 4. mars 2009, hverjir hefðu séð um áhættustýringu og hver hefðu verið viðmið áhættustýringarinnar.

14.6.2 Hver sá um áhættustýringu?

14.6.2.1 Glitnir sjóðir

Samkvæmt upplýsingum Glitnis sjóða annaðist Glitnir banki áhættustýringu fyrir Glitni sjóði samkvæmt útvistunarsamningi. Frá miðju ári 2007 hafði starfsmaður áhættustýringar Glitnis banka, aðsetur í húsnæði rekstrarfélagsins.[78] Eins og greinir hér á eftir hafði ekki verið aflað staðfests leyfis hjá Fjármálaeftirlitinu fyrir útvistun áhættustýringar samkvæmt útvistunarsamningi, dags. 23. janúar 2006, og gerði Fjármálaeftirlitið alvarlegar athugasemdir við þetta.

14.6.2.2 Landsvaki

Samkvæmt upplýsingum Landsvaka sáu starfsmenn innra eftirlits Landsbankans um áhættumat og eftirlit með sjóðum Landsvaka en eins og síðar greinir lá

76. Það er í samræmi við viðauka II við UCITS tilskipunina nr. 85/611.
77. Þetta samrýmist 5. gr. g UCITS tilskipunarinnar en þar kemur fram að það sé undir aðildarríkjunum komið hvort og þá hvaða verkefnum rekstrarfélögum verðbréfasjóða sé leyfilegt að útvista.
78. Sjá bréf Glitnis sjóða, dags. 12. mars 2009.

ekki fyrir samþykki Fjármálaeftirlitsins fyrir þeirri útvistun eins og skylt var. Innra eftirlit var deild innan eignastýringarsviðs. Í deildinni störfuðu einn til fimm starfsmenn ásamt deildarstjóra.

14.6.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Samkvæmt upplýsingum frá rekstrarfélaginu sáu starfsmenn innan rekstrarfélagsins um áhættumat sjóða. Hópur sjóðstjóra kom saman ásamt yfirmanni og skoðaði áhættumat hvers sjóðs fyrir sig.

14.6.3 Skýrslur Fjármálaeftirlitsins um áhættustýringu

14.6.3.1 Almennt

Fjármálaeftirlitinu ber að hafa eftirlit með því að áhættustýring hjá rekstrarfélögum verðbréfasjóða samrýmist þeim lögum sem að framan greinir. Samkvæmt fyrirliggjandi gögnum var úttekt Fjármálaeftirlitsins á áhættustýringu sjóðanna gerð með vettvangskönnun í maí 2008 sem síðar verður fjallað um. Hér á eftir verða dregnar saman niðurstöður þeirrar könnunar. Í stuttu máli má segja að Fjármálaeftirlitið hafi gert miklar athugasemdir við það hvernig áhættustýringu sjóðanna var háttað og voru þær settar fram í skýrslum sem gerðar voru í kjölfarið.

14.6.3.2 Glitnir sjóðir

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins um vettvangsathugunina er vitnað til skýrslu innri endurskoðunar vegna úttektar á Glitni sjóðum frá ágúst 2007. Þar segir að ekki hafi verið gert formlegt áhættumat á rekstrinum þrátt fyrir kröfu í lögum og leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins. Bæði innri og ytri endurskoðendur rekstrarfélagsins hafi áður gert athugasemdir við þetta. Einnig hafi verið ráðinn starfsmaður til Áhættustýringar Glitnis banka sem staðsettur hafi verið hjá Glitni sjóðum og sinnt hafi þessu verkefni fyrir rekstrarfélagið „að sinni a.m.k.“. Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins kom fram að ekki hefði verið óskað leyfis stofnunarinnar fyrir útvistun þessa verkefnis og gerði Fjármálaeftirlitið alvarlegar athugasemdir við þessa framkvæmd og benti á að brot gegn 1. mgr. 18. gr. laga nr. 30/2003 varðaði við 6. tölul. 1. mgr. 68. gr. og 4. tölul. 70. gr. b. laganna.

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins kom einnig fram að samkvæmt ársreikningi Glitnis sjóða fyrir árið 2007 væru heildareignir félagsins rúmlega 223 milljarðar króna, fjöldi starfsmanna 20 og fjöldi sjóða sem félagið ræki tíu. Með hliðsjón af þessu væri umfang rekstrarins slíkt að æskilegt væri að félagið kæmi á fót óháðri einingu sem hefði með höndum áhættustýringu.

Af framangreindu tilefni gerði Fjármálaeftirlitið þær athugasemdir að skýrslur um innri endurskoðun yrðu gerðar árlega og næðu til þeirra atriða sem talin væru upp í þjónustusamningi. Gerð var athugasemd við að ekki hefði verið leitað samþykkis Fjármálaeftirlitsins þegar áhættustýringu var útvistað til Glitnis banka, svo sem skylt væri samkvæmt 18. gr. laga nr. 30/2003. Auk þess var mælst til þess að áhættustýringu Glitnis sjóða yrði framvegis sinnt innan félagsins.

14.6.3.3 Landsvaki

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins kom fram að samkvæmt bréfi Landsvaka til eftirlitsins, dags. 9. júlí 2008, væri áhættustýringu útvistað til Landsbankans án þess að til staðar væri gildur útvistunarsamningur. Fjármálaeftirlitið gerði

athugasemd við framkvæmdina þar sem ekki hefði verið aflað samþykkis eftirlitsins við útvistun áhættustýringar. Þá segir í skýrslunni að samkvæmt ársreikningi Landsvaka fyrir árið 2007 hafi heildareignir félagsins verið tæplega 235 milljarðar króna, fjöldi starfsmanna 13 og fjöldi sjóða sem félagið rak 21. Með hliðsjón af þessu taldi Fjármálaeftirlitið umfang rekstrarins slíkt að félaginu væri skylt að koma á fót óháðri einingu sem hefði með höndum áhættustýringu. Farið var fram á að Landsvaki kæmi slíkri einingu á fót. Einnig var bent á að skýrsla innri endurskoðunar hefði ekki verið tekin til umfjöllunar á stjórnarfundum.

14.6.3.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins sagði að tveir starfsmenn Áhættustýringar Kaupþings banka sinntu eingöngu verkefnum fyrir rekstrarfélagið (RKB). Enginn samningur hefði verið um þessa þjónustu milli rekstrarfélagsins og bankans en vegna fyrirspurnar Fjármálaeftirlitsins myndi rekstrarfélagið gera samning við Kaupþing banka um þá þjónustu sem félagið hefði útvistað til Áhættustýringar Kaupþings banka.

Í skýrslunni sagði að samkvæmt ársreikningi RKB fyrir árið 2007 hefðu heildareignir félagsins verið rúmlega 176 milljarðar króna, fjöldi starfsmanna 37 og fjöldi sjóða sem félagið rak 28. Með hliðsjón af því væri umfang rekstrarins slíkt að æskilegt væri að félagið kæmi á fót óháðri einingu sem hefði með höndum áhættustýringu. Í svari RKB var tekið fram að áhættustýringu *safna* hefði ekki verið útvistað heldur væri slík áhættustýring ávallt í höndum sjóðstjóra viðkomandi sjóðs og RKB. Fjármálaeftirlitið gerði athugasemdir við að sjóðstjórar sæju um áhættustýringu sjóðsins en með því hefðu þeir eftirlit með sjálfum sér. Farið var fram á að sinn hvor aðilinn sinnti sjóðastýringu og áhættustýringu. Þá sagði að RKB hefði ekki andmælt því að hafa útvistað annarri áhættustýringu til Kaupþings banka en áhættustýringu safna. Á það var bent að sækja þyrfti formlega um undanþágu fyrir útvistun þeirrar áhættustýringar.

14.6.4 Hver voru viðmið áhættustýringar?

14.6.4.1 Glitnir sjóðir

Samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum reiknaði áhættustýring mánaðarlega út áhættumælikvarða sem mældu áhættu sjóðs, árangur hans að teknu tilliti til áhættu og áhættu miðað við viðmiðunarvísitölu. Í bréfi rekstrarfélagsins kom fram að mælikvarðarnir hefðu verið eftirfarandi: Flökt, Alpha, Beta, Sharpe hlutfall, Value at Risk og Tracking error.

Um helmingur þessara mælikvarða mælir áhættu í sjóði, en þá er einungis stuðst við ávöxtun sjóðs, ekki eignasamsetningu eða samfylgni ávöxtunar eignanna. Samkvæmt upplýsingum rekstrarfélagsins virðist hafa verið miðað við lög og reglur sem giltu um sjóðina og útboðslýsingar þeirra. Einnig kom fram að rekstrarfélagið hefði sett sér strangari reglur um val á útgefendum. Ekkert mat virðist hafa verið á gjaldþrotalíkum eða líkum á smitáhrifum gjaldþrota.

14.6.4.2 Landsvaki

Samkvæmt upplýsingum frá Landsvaka voru viðmið áhættustýringar þessi:

– Lög og reglur sem gilda um sjóðarekstur.

– Reglur sjóðanna útgefnar af Landsvaka og samþykktar af Fjármálaeftirlitinu.
– Fylgst var með að fjárfestingarstefna væri ekki brotin.
– Eftirlit var með því að ávöxtun væri í samræmi við fjárfestingarviðmið.
– Fylgst var með því að verklagsreglum um fjárfestingar væri fylgt.
– Gert var mat á greiðslufærni helstu skuldara til að meta hvort rétt væri að fjárfesta í skuldaskjölum útgefnum af þeim.
  • Það mat var framkvæmt af starfsmanni eignastýringar Landsbankans og var í formi skýrslna sem unnar voru upp úr ársreikningum félaganna. Skýrslurnar voru kynntar fjárfestingarráði.

Að öðru leyti en að framan greinir voru ekki sérstök viðmið sett fyrir áhættustýringu sjóðanna. Rannsóknarnefnd Alþingis bárust engar upplýsingar um hvort sjóðurinn fylgdi mælikvörðum um áhættu og ávöxtun eða samfylgni ávöxtunar eigna. Ekkert mat virðist hafa verið á gjaldþrotalíkum eða líkum á smitáhrifum gjaldþrota.

14.6.4.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Í svari Rekstrarfélags Kaupþings banka við bréfi rannsóknarnefndar Alþingis sagði að spurningin væri frekar óljós. Ef átt væri við viðmið áhættumatsins hefði flokkunin byggst á mati eftir því hversu mikilla sveiflna í ávöxtun mátti vænta í framtíðinni og hefði verið horft á sögulegar sveiflur undirliggjandi fjármálagerninga. Enn fremur hefði verið tekið tillit til meðallíftíma hvers sjóðs fyrir sig og þeirra viðmiða sem honum hefðu verið ætluð. Ekkert mat virðist hafa verið á gjaldþrotalíkum eða líkum á smitáhrifum gjaldþrota.

14.6.5 Gildi reglna nr. 216/2007 um stórar áhættuskuldbindingar hjá verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum

Rekstrarfélög verðbréfa- og fjárfestingarsjóða eru sjálfstæð fjármálafyrirtæki. Af því leiðir að reglur nr. 216/2007 um stórar áhættuskuldbindingar hjá fjármálafyrirtækjum gilda um starfsemi þeirra. Rekstrarfélögin skiluðu Fjármálaeftirlitinu skýrslum um stórar áhættuskuldbindingar svo sem skylt er samkvæmt 7. gr. reglnanna. Nánast engar áhættuskuldbindingar voru skráðar hjá rekstrarfélögunum. Það er eðlilegt þegar haft er í huga að rekstrarfélög eiga almennt ekki sjálf fjármálagerninga heldur er það hlutverk þeirra að reka verðbréfa- og fjárfestingarsjóði fyrir fjárfesta. Þar af leiðandi ná skýrslur samkvæmt reglum nr. 216/2007 ekki tilgangi sínum í tilviki rekstrarfélaga enda tengist áhættan sjóðunum en ekki félaginu. Áhætta fjárfestinga var aftur á móti mikil vegna innbyrðis tengsla útgefenda þeirra verðbréfa sem sjóðirnir áttu. Verðbréfaeign fjárfestingarsjóða var að mestu leyti bundin í verðbréfum móðurfélaga rekstrarfélaganna (bankanna) og í bréfum eigenda þeirra og félaga í þeirra eigu. Við þetta bættust svo innstæður sem einnig voru að mestu leyti í þeim banka sem var móðurfélag rekstrarfélags viðkomandi fjárfestingarsjóðs. Er því ljóst að áhætta vegna þessara innbyrðis tengsla var mikil.

Þó að í lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði séu fyrirmæli í 35. gr. um hámark fjárfestingar í einum útgefanda er þar ekki nema að takmörkuðu leyti vikið að innbyrðis tengslum útgefenda verðbréfa sem verðbréfasjóðir geta fjárfest í. Aftur á móti gildir 35. gr. ekki um fjárfestingarsjóði, sbr. 3. tölul. 1. mgr. 54. gr. laganna. Þannig gildir ekki um fjár-

festingarsjóði ákvæði 6. mgr. 35. gr. þess efnis að aðilar sem teljist til sömu samstæðu skuli teljast einn aðili við útreikning samkvæmt greininni. Um er að ræða innleiðingu á 22. gr. tilskipunar 2001/108/EB þar sem tekið er svo til orða að „[f]élög, sem teljast til sömu samstæðu í samstæðureikningum samkvæmt skilgreiningu í tilskipun 83/349/EBE […], [skuli] teljast einn aðili við útreikning á mörkum samkvæmt þessari grein“. Af 6. mgr. 35. gr. leiðir því að ekki gilda sömu ströngu kröfur um áhættudreifingu í tilviki fjárfestingarsjóða en peningamarkaðssjóðirnir voru allir fjárfestingarsjóðir.

Hefðu svipaðar reglur um stórar áhættuskuldbindingar gilt um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði og gilda um fjármálafyrirtæki má vel vera að fjárfestingar hefðu verið dreifðari og áhætta hlutdeildarskírteinishafa verið minni. Spyrja má hvort ástæða hefði verið til að meta áhættu sjóðanna, sem rekstrarfélögin ráku, með svipuðum hætti og þegar stórar áhættuskuldbindingar fjármálafyrirtækja eru metnar. Þetta breytir þó engu um það að rekstrarfélögin áttu að meta sjálfstætt áhættu sjóðanna, sbr. 33. gr. laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði.

14.6.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um áhættustýringu

Að framan er rakið hvernig áhættustýringu var háttað hjá rekstrarfélögunum. Að mati rannsóknarnefndar fullnægði fyrirkomulag áhættustýringar félaganna tæpast þeim faglegu kröfum sem gera verður til svo mikilvægs þáttar í starfsemi sjálfstæðra fjármálafyrirtækja. Þá verður að gera athugasemdir við það að Fjármálaeftirlitið virðist ekki hafa fundið að því hvernig áhættustýringu var háttað fyrr en árið 2008.

Að því er varðar kröfur laga til áhættustýringar vekur sérstaka athygli að Glitnir sjóðir og Landsvaki útvistuðu áhættustýringu til móðurfélaganna, Glitnis banka og Landsbankans, án gilds útvistunarsamnings og án samþykkis Fjármálaeftirlitsins. Með því að leita ekki samþykkis Fjármálaeftirlitsins fyrir útvistun áhættustýringar brutu þessi rekstrarfélög gegn 18. gr. laga nr. 30/2003. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis verður að telja að þessi útvistun áhættustýringar til móðurfélaganna, án sérstaks samnings við móðurfélagið eða samþykkis Fjármálaeftirlitsins, endurspegli bæði skort á fagmennsku og því óhæði sem rekstrarfélögin áttu að hafa frá móðurfélögum sínum, bönkunum, sem sjálfstæð fjármálafyrirtæki.

Áhættustýringu Rekstrarfélags Kaupþings banka var ekki útvistað til móðurfélagsins. Þeir annmarkar voru aftur á móti á framkvæmdinni að sjóðstjórar sáu sjálfir um áhættustýringu sjóðanna en þannig höfðu þeir eftirlit með sjálfum sér. Síðar fór Fjármálaeftirlitið fram á að sinn hvor aðilinn sinnti sjóðastýringu og áhættustýringu.

Í ljósi umfangs starfsemi rekstrarfélaganna sem að framan er lýst verður að mati rannsóknarnefndar Alþingis að fallast á það með Fjármálaeftirlitinu að æskilegt hefði verið „með tilliti til umfangs og eðlis starfsemi fyrirtækisins“, sbr. 2. mgr. 7. gr. reglugerðar nr. 995/2007 um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja, að félögin hefðu komið á og viðhaldið óháðum starfseiningum sem hefðu haft með höndum áhættustýringu.

Þegar virtir eru þeir mælikvarðar sem notaðir voru til áhættumats virðist matið eingöngu hafa náð til einstakra skuldara, en ekki heildarsamsetningar eigna í sjóðunum. Í öllu falli hefði átt að skoða mun betur fylgni ávöxtunar eignanna og tengsla eigenda. Á síðari stigum virðist ávöxtun hafa verið nánast

eini mælikvarðinn sem sjóðirnir miðuðu sig við, og þá helst ávöxtun sjóða hjá samkeppnisaðilum. Eitt skýrasta dæmi þess er sala ríkistryggðra eigna úr öllum sjóðunum á árunum 2007 og 2008. Virðist áhættudreifingu þar hafa verið fórnað fyrir ávöxtun. Staðfestu skýrslutökur af sjóðstjórum þessa ályktun.

14.7 Óhæði rekstrarfélaganna

14.7.1 Almennt

Það er grundvallaratriði að rekstrarfélög séu óháð í störfum sínum og hafi ætíð hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi, sbr. 2. mgr. 15. gr. laga nr. 33/2003. Áhersla er lögð á mikilvægi óhæðis í athugasemdum með frumvarpi til laganna en þar er m.a. vitnað til óopinberrar greinargerðar með UCITS tilskipuninni frá 1988.[79] Þegar rekstrarfélag er dótturfélag banka verður að tryggja sjálfstæði þess gagnvart móðurfélaginu. Þegar metið er hvort rekstrarfélag er óháð móðurfélagi er m.a. eðlilegt að líta til þess hvernig stjórn rekstrarfélags er skipuð og hvert sjálfstæði þess er í raun gagnvart móðurfélaginu. Þá er rétt að skoða tengsl starfsmanna rekstrarfélaganna við móðurfélögin (bankana), svo sem launamál o.fl.

Fjármálaeftirlitið gerði á árinu 2008 athugun á óhæði rekstrarfélaganna þriggja og skilaði skýrslum í kjölfarið. Skýrslur um Glitni sjóði og Rekstrarfélag Kaupþings eru frá febrúar 2009 en skýrsla um Landsvaka frá mars 2009. Í skýrslunum eru gerðar margvíslegar athugasemdir að því er varðar óhæði félaganna. Í þeirri umfjöllun sem hér fer á eftir er m.a. byggt á þessum skýrslum auk annarra gagna sem aflað var. Í skýrslunum var réttilega á það bent að til þess að rekstrarfélag gæti uppfyllt kröfur um óhæði væri nauðsynlegt að stjórn þess væri óháð félaginu sjálfu og stórum hluthöfum. Stjórn sem væri óháð félaginu sjálfu eða móðurfélagi þess væri betur til þess fallin að gæta hagsmuna félagsins og þá einnig eigenda hlutdeildarskírteina. Væri stjórn að öllu eða mestu leyti skipuð starfsmönnum félagsins sjálfs eða fulltrúum stórra hluthafa væri veruleg hætta á því að hagsmunir hlutdeildarskírteinishafa væru fyrir borð bornir en það stríddi gegn 19. gr. laga nr. 161/2002 sem fjallar um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti og 1. mgr. 10. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

14.7.2 Starfsmenn rekstrarfélaganna og launakerfi

14.7.2.1 Glitnir sjóðir

Samkvæmt upplýsingum frá Glitni sjóðum greiddi rekstrarfélagið sjóðstjórum laun. Þeir voru á bónuskerfi árin 2005–2007 en ekkert bónuskerfi var árið 2008. Fram kom að bónuskerfið byggðist á þremur þáttum: „Árangur í ávöxtun umfram viðmiðunarvísitölur, gilti 2/5 hluta – Vöxtur eigna í stýringu þar sem markmiðið var 25% vöxtur á ári, gilti 2/5 hluta – Ákvörðun framkvæmdastjóra, gilti 1/5.“ Hámark árangurstengdra launa var á bilinu 30–60% af föstum launum. Þá voru einstakir starfsmenn með hámarksþak árangurstengdra launa allt að 100% af föstum launum.[80]

14.7.2.2 Landsvaki

Samkvæmt upplýsingum frá Landsvaka greiddi rekstrarfélagið sjóðstjórum laun. Greiðslur til sjóðstjóra og aðstoðarmanna þeirra voru árangurstengd-

79. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 3605.
80. Sjá bréf Glitnis sjóða til rannsóknarnefndar Alþingis, dags. 12. mars 2009.

ar. Fram kom að „[v]ið mat á árangri var horft til samanburðar við árangur sambærilegra sjóða á markaði og árangur umfram sett viðmið. Þá var einnig horft til aukningar í sjóðum sem voru í stýringu. Ákvörðun um árangurstengingu var tekin af framkvæmdastjóra starfsmannasviðs, framkvæmdastjóra eignastýringar og bankastjóra [Landsbankans] eftir sameiginlega yfirferð á árangursmati, byggðu á ofangreindu, ásamt almennu mati á árangri einstakra starfsmanna í starfi.“[81]

14.7.2.3 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Samkvæmt upplýsingum Rekstrarfélags Kaupþings banka greiddi rekstrarfélagið sjóðstjórum laun en eftirfarandi ákvæði munu hafa verið sett í samninga sjóðstjóra sem gerðir voru árið 2007:[82]„Bónus er greiddur tvisvar á ári, þ.e. 1. febrúar og 1. ágúst. Bónusgreiðslur eru miðaðar við afkomu bankans, afkomu Eignastýringarsviðsins og frammistöðu starfsmanns. Bónus er þó ekki greiddur ef afkomumarkmið bankans nást ekki (núna 15%).“ Í samningunum sagði enn fremur: „Bónus er greiddur út tvisvar sinnum á ári ef arðsemismarkmið Rekstrarfélags Kaupþings banka og Kaupþings banka samstæðunnar nást. Bónus er ákveðinn af framkvæmdastjóra félagsins í samráði við forstjóra og framkvæmdastjóra Starfsmannasviðs. Ef bónus verður 5.000.000 eða meira á ári fer 20% af bónus í bónuspott sem geymist til þriggja ára og er tengdur gengi hlutabréfa í Kaupþingi.“

14.7.2.4 Samskipti starfsmanna við móðurfélög rekstrarfélaganna

Öll rekstrarfélögin voru staðsett innan veggja móðurfélaganna, jafnvel var innangengt milli þessara tveggja fjármálafyrirtækja. Í öllum tilvikum var um sameiginlega aðstöðu starfsmanna að ræða, auk þess sem starfsmannamálum var útvistað til móðurfélaganna. Þó að sjóðstjórum og öðrum starfsmönnum hafi verið ljóst að rekstrarfélögin sem þeir störfuðu hjá væru sjálfstæð fjármálafyrirtæki má ráða af skýrslum þeirra að sterk tengsl voru við viðkomandi móðurfélag (banka). Ekki verður annað ráðið en að þeir hafi nánast litið á sig sem starfsmenn viðkomandi banka.[83] Þá má benda á að starfsmennirnir voru allir með netfang viðkomandi banka. Í skýrslutökum kom m.a. fram að sjóðstjóri Landsvaka leitaði til starfsmannastjóra Landsbankans varðandi kjaramál sín.[84] Þá nutu starfsmenn rekstrarfélaganna almennt einnig sömu fríðinda og starfsmenn móðurfélaga, svo sem á skemmtunum starfsfólks. Starfsmenn rekstrarfélaga höfðu því mikil samskipti við starfsmenn móðurfélaga og móðurfélagið sjálft.

14.7.3 Stjórnir rekstrarfélaganna

14.7.3.1 Almennt

Rekstrarfélögin voru dótturfélög hinna föllnu banka. Algengt er að móðurfélag leitist við að stjórna dótturfélagi á grundvelli eignarhlutar síns og þeirra valda sem það fer með. Þessi áhrif koma einkum í ljós þegar móðurfélag nýtir sér eignarhlut sinn á hluthafafundum í dótturfélagi eða þegar móðurfélag

81. Sjá bréf Landsvaka til rannsóknarnefndar Alþingis, dags. 11. mars 2009.
82. Sjá bréf Rekstrarfélags Kaupþings banka til rannsóknarnefndar Alþingis frá mars 2009.
83. Sjá m.a. skýrslu Tryggva Tryggvasonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 7. október 2009, bls. 9.
84. Sjá skýrslu Guðrúnar Unu Valsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 23. september 2009, bls. 22.

nýtir rétt sinn til að kjósa stjórn í dótturfélagi. Almennt er móðurfélögum þetta fullkomlega heimilt. Aftur á móti getur hið sama ekki gilt fyrirvaralaust um rekstrarfélög sem eru í eigu fjármálafyrirtækja. Um slík rekstrarfélög gilda sérstakar reglur sem hljóta að takmarka afskipti móðurfélags af rekstri þeirra, t.d. sú regla að rekstrarfélög skuli vera óháð í störfum sínum og hafa ætíð hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa að leiðarljósi, sbr. 2. mgr. 15. gr. laga nr. 30/2003. Þannig verða hagsmunir viðskiptamanna rekstrarfélagsins að ganga fyrir hagsmunum móðurfélagsins. Enn fremur gildir sú regla samkvæmt 19. gr. laga nr. 161/2002 að fjármálafyrirtæki skuli starfa í samræmi við eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti.

14.7.3.2 Verkaskipting stjórnar og framkvæmdastjóra og starfshættir stjórnar

Rekstrarfélögin eru fjármálafyrirtæki og um þau gilda því lög nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Samkvæmt 1. mgr. 54. gr. þeirra skal kveðið á um verkaskiptingu stjórnar og framkvæmdastjóra í samþykktum fjármálafyrirtækis. Sú verkaskipting skal taka mið af ákvæðum laga nr. 2/1995 um hlutafélög en í 68. gr. þeirra er kveðið á um að framkvæmdastjóri skuli að meginstefnu til annast daglegan rekstur félags en stjórnin sinna stefnumótun, eftirliti og töku meiri háttar ákvarðana.[85] Þá er stjórninni skylt að setja sér starfsreglur en sú skylda leiðir af ákvæðum 4. mgr. 70. gr. hlutafélagalaga. Í starfsreglum skal kveðið nánar á um framkvæmd starfa stjórnarinnar og sérstaklega fjallað um heimildir stjórnar til að taka ákvarðanir um einstök viðskipti, framkvæmd reglna um sérstakt hæfi stjórnarmanna, meðferð stjórnar á upplýsingum um einstaka viðskiptamenn, setu stjórnarmanna í stjórnum dótturfyrirtækja og hlutdeildarfélaga, og framkvæmd reglna um meðferð viðskiptaerinda stjórnarmanna, sbr. 2. mgr. 54. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.[86] Gert er ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu sé sent afrit reglnanna og síðari breytinga á þeim. Með því móti gefst Fjármálaeftirlitinu færi á að gera athugasemdir ef það telur reglurnar á einhvern hátt fara í bága við lögin þótt ekki sé áskilin staðfesting Fjármálaeftirlitsins. Í leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 5/2003 kemur fram að í starfsreglum stjórnar, skv. 2. mgr. 54. gr. laga nr. 161/2002, skuli kveða sérstaklega á um þær aðstæður sem valdið geti vanhæfi stjórnarmanns í rekstrarfélagi við meðferð máls vegna tengsla við vörslufyrirtæki eða annað fjármálafyrirtæki innan sömu samstæðu.

Í 55. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki segir að stjórn fjármálafyrirtækis skuli ekki taka þátt í ákvörðunum um einstök viðskipti nema umfang þeirra sé verulegt miðað við stærð fyrirtækisins. Einstakir stjórnarmenn skuli ekki hafa afskipti af ákvörðunum um einstök viðskipti. Í 2. mgr. 55. gr. eru ófrávíkjanlegar reglur um sérstakt hæfi stjórnarmanna við meðferð einstakra mála. Þar segir síðan að stjórnarmenn fjármálafyrirtækis skuli ekki taka þátt í meðferð máls ef mál varðar:

1. viðskipti þeirra sjálfra eða fyrirtækja sem þeir sitja í stjórn hjá, eru fyrirsvarsmenn fyrir eða eiga að öðru leyti verulegra hagsmuna að gæta í; eða
2. viðskipti samkeppnisaðila þeirra aðila sem ræðir um í 1. tölul.

85. Stefán Már Stefánsson: *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir.* Reykjavík 2003, bls. 27.
86. Í leiðbeinandi tilmælum nr. 4/2006 er nánari útfærsla á þeim atriðum sem fram koma í 2. mgr. 54. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

Hið sama skal gilda um viðskipti aðila sem eru tengdir stjórnarmönnum persónulega eða fjárhagslega.[87]

Samkvæmt 3. mgr. 55. gr. skulu viðskiptaerindi stjórnarmanna, sem og fyrirtækja sem þeir eru í fyrirsvari fyrir, lögð fyrir stjórn fjármálafyrirtækis, eða stjórnarformann félags, til samþykktar eða synjunar. Stjórn fjármálafyrirtækis er þó heimilt að setja almennar reglur um afgreiðslu slíkra mála þar sem fyrir fram er ákveðið hvaða viðskiptaerindi þurfi, og þurfi ekki, sérstaka umfjöllun stjórnar áður en til afgreiðslu þeirra kemur, sbr. 54. gr. Rökin fyrir þessari ríkari kröfu til afgreiðslu viðskiptaerinda stjórnarmanna í 3. mgr. 55. gr. eru að slíkt sé nauðsynlegt til að koma í veg fyrir að stjórnarmenn geti í krafti stöðu sinnar komið á viðskiptum sem ella hefðu ekki verið samþykkt.[88] Í leiðbeinandi tilmælum nr. 4/2006 kemur m.a. fram að hyggist fjármálafyrirtæki nýta sér undantekningarheimildina í 3. mgr. 55. gr. þurfi stjórnin að setja almennar reglur um afgreiðslu slíkra mála.

Fjármálaeftirlitið hefur lagaheimild til að leggja stjórnvaldssektir á hvern þann sem brýtur gegn 2. og 3. mgr. 55. gr., auk þess sem það varðar sektum eða fangelsi allt að tveimur árum að brjóta gegn ákvæðunum.

Samkvæmt 4. mgr. 70. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög ber að halda gerðabók um það sem gerist á stjórnarfundum og skal hún undirrituð af þeim er fund sitja. Þá segir að stjórnarmaður eða framkvæmdastjóri, sem ekki eru sammála ákvörðun stjórnar, eigi rétt á að fá sérálit sitt skráð í gerðabókina. Í skýrslum Fjármálaeftirlitsins um óhæði rekstrarfélaganna voru gerðar ýmsar athugasemdir við fundargerðir stjórna.

14.7.3.3 Glitnir sjóðir

Stjórnarmenn Glitnis sjóða árið 2005 voru Sigurður B. Stefánsson, formaður stjórnar, Gunnar Jónsson hrl., varaformaður, Guðmundur H. Garðarsson og Steinunn Kristín Þórðardóttir. Sigurður og Steinunn Kristín voru starfsmenn móðurfélags rekstrarfélagsins, Glitnis banka. Gunnar Jónsson og Guðmundur H. Garðarsson, sem áður hafði setið í stjórn Íslandsbanka hf. (síðar Glitnir banki), voru utanaðkomandi stjórnarmenn. Árið 2006 var stjórnin skipuð með sama hætti nema að Almar Guðmundsson, starfsmaður bankans, leysti Sigurð B. Stefánsson af hólmi sem stjórnarformaður. Rekstrarfélagið Glitnir sjóðir greiddi laun annarra stjórnarmanna en starfsmanna bankans en í því tilviki runnu stjórnarlaun til bankans. Stjórnarmenn voru ekki á árangurstengdum launum.

Árið 2007 var stjórnin skipuð Almari Guðmundssyni, formanni stjórnar og starfsmanni Glitnis, Gunnari Jónssyni hrl., varaformanni, sem var varamaður í stjórn Glitnis banka frá og með 20. febrúar 2007, Illuga Gunnarssyni, alþingismanni, og Katrínu Oddsdóttur, starfsmanni bankans. Árið 2008 var stjórnin skipuð með sama hætti nema að Eggert Þór Kristófersson leysti Almar Guðmundsson af hólmi sem stjórnarformaður.

Af framansögðu er ljóst að stjórn Glitnis sjóða hafði mikil tengsl við móðurfélagið, Glitni banka, gegnum stjórnarsetu starfsmanna bankans. Af skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 má ráða að framkvæmdastjórn og stjórn

87. Í 72. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög kemur einnig fram að stjórnarmaður eða framkvæmdastjóri megi ekki taka þátt í meðferð máls um samningsgerð milli félagsins og þeirra.
88. Sbr. Alþt. 2002–2003, A-deild, bls. 1123.

rekstrarfélagsins hafi haft lítið sjálfstæði gagnvart móðurfélaginu. Þannig taldi Fjármálaeftirlitið það ekki samrýmast heilbrigðum viðskiptaháttum að framkvæmdastjóri Eignastýringar Glitnis sæti sjálfkrafa í stjórn Glitnis sjóða auk þess sem stofnunin fór fram á að meirihluti stjórnarmanna rekstrarfélagsins yrði óháður móðurfélaginu. Þá benti Fjármálaeftirlitið einnig á að í frétt um breytingu á stjórn Glitnis sjóða, sem birtist á heimasíðu Glitnis 28. apríl 2008, kæmi fram að Glitnir sjóðir væru „hluti af Eignastýringu Glitnis“. Sú fullyrðing sem birtist í tilvitnaðri frétt stenst ekki ákvæði laga nr. 30/2003 er varða sjálfstæði rekstrarfélaga. Glitnir sjóðir voru sjálfstætt fjármálafyrirtæki sem hafði réttindi og bar skyldur óháð móðurfélagi þess. Engu að síður er sú afstaða sem birtist í fréttinni lýsandi um þá staðreynd að sjálfstæði rekstrarfélagsins gagnvart móðurfélaginu, Glitni banka, var lítið sem ekkert.

Fjármálaeftirlitið gerði í skýrslu sinni frá febrúar 2009 athugasemd við það að margar af fundargerðum stjórnar Glitnis sjóða væru ekki undirritaðar af öllum stjórnarmönnum sem fundina sátu og áréttaði að stjórnarmönnum bæri að undirrita fundargerðir stjórnar. Þá var gerð athugasemd við að stjórnarmenn sem jafnframt voru starfsmenn móðurfélags rekstrarfélagsins hefðu ekki vikið af fundi þegar málefni Glitnis sjóða gagnvart Glitni banka voru tekin fyrir. Áréttað var að stjórnarmenn yrðu að víkja af fundum og mættu ekki fá aðgang að gögnum máls þegar þeir væru vanhæfir, sbr. 55. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Þá gerði Fjármálaeftirlitið athugasemd við setu framkvæmdastjóra Eignastýringar Glitnis banka í stjórn rekstrarfélagsins. Afstaða Glitnis sjóða í bréfi til Fjármálaeftirlitsins, dags. 1. september 2008, var sú að svo íþyngjandi stjórnvaldsákvörðun sem fælist í þeirri athugasemd yrði að byggja á ítarlegri rökum en tilvísun til heilbrigðra viðskiptahátta.

14.7.3.4 Landsvaki

Árin 2005–2008 sátu í stjórn Landsvaka Stefán H. Stefánsson, formaður stjórnar, en meðstjórnendur voru Erla H. Aðalgeirsdóttir, eiginkona Stefáns og yfirmaður bókhaldssviðs Landsbankans, og Þórir Örn Ingólfsson, yfirmaður áhættustýringar Landsbankans. Varamenn voru Gunnar Viðar, Hermann Jónasson og Tryggvi Tryggvason, allir starfsmenn Landsbankans. Frá 28. ágúst 2008 og fram að falli móðurfélags rekstrarfélagsins, Landsbankans, skipuðu stjórnina Stefán H. Stefánsson, formaður, og bankastjórar Landsbankans, Sigurjón Þ. Árnason og Halldór J. Kristjánsson. Varamenn voru Þórir Örn Ingólfsson, Gunnar Viðar og Gunnar Thoroddsen, allir starfsmenn bankans. Stjórnarmenn fengu ekki greidd laun fyrir setu í stjórn rekstrarfélagsins. Af þessu er ljóst að allir stjórnarmenn og varastjórnarmenn Landsvaka voru lykilstarfsmenn í Landsbankanum.

Telja verður að allir stjórnarmenn Landsvaka hafi verið fyrirsvarsmenn Landsbankans í skilningi 1. tölul. 2. mgr. 55. gr. laga nr. 161/2002, bæði bankastjórar Landsbankans og Gunnar Thoroddsen, bankastjóri dótturfélags Landsbanka Íslands, Landsbankans í Lúxemborg, sem og aðrir stjórnarmenn, enda gegndu þeir allir framkvæmdastjórastöðum innan Landsbankans. Áður er rakið að stór hluti af verðbréfum í eigu peningamarkaðssjóða Landsvaka var gefinn út af Landsbankanum, aðilum tengdum Landsbankanum og öðrum fjármálafyrirtækjum. Af þessu leiðir að hafi stjórnarmenn tekið ákvarðanir varðandi kaup á bréfum þessara aðila eða önnur viðskipti, svo sem við Landsbankann við útvistun verkefna, kunna þeir að hafa verið vanhæfir til ákvarðanatöku. Það er ljóst að stjórn Landsvaka hafði mikil tengsl við móður-

félag rekstrarfélagsins, Landsbankann, í gegnum stjórnarsetu starfsmanna bankans og ekki verður séð að þeir hafi vegna stöðu sinnar getað talist hlutlausir þegar teknar voru ákvarðanir varðandi Landsbankann, tengda aðila eða samkeppnisaðila.

Athygli vekur að bankastjórar Landsbankans tóku sæti í stjórn Landsvaka 28. ágúst 2008. Sú ákvörðun gat ekki samrýmst sjálfstæði og óhæði Landsvaka sem var þó lítið fyrir. Raunar höfðu bankastjórar undir höndum miklar upplýsingar um rekstur Landsvaka, m.a. lista yfir stóran hluta hlutdeildarskírteinishafa sem stjórnarformaður félagsins sendi þeim 31. maí 2008.[89] Sú upplýsingagjöf er dæmi um hversu lítið sjálfstæði Landsvaka var gagnvart Landsbankanum. Þetta var andstætt reglum um meðferð þessara upplýsinga enda ríkir þagnarskylda um slíkar upplýsingar, sbr. 58. gr. laga nr. 161/2002. Í skýrslu framkvæmdastjóra Landsvaka á þessum tíma fyrir rannsóknarnefnd Alþingis kom fram að hann hefði verið sáttur við skipunina, enda væru bankastjórarnir „öflugir menn“[90] sem gott væri að hafa í stjórn. Af þessu verður ekki séð að framkvæmdastjórinn hafi haft áhyggjur af óhæði Landsvaka gagnvart yfirstjórn Landsbankans.

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá mars 2009 kom fram að í mörgum tilvikum skorti á að fundargerðir stjórnar Landsvaka væru undirritaðar í gerðabók í samræmi við fyrirmæli 4. mgr. 70. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög. Fundargerðir teldust vera full sönnun þess sem fram færi á fundum og því væri mikilvægt að þær væru undirritaðar af þeim sem sætu fundina. Þá var nefnt að á fundi stjórnar 31. mars 2008 hefði verið fjallað um hvort endurskoða ætti samninga við Landsbankann og hefði það verið samþykkt. Allir stjórnarmenn Landsvaka hefðu verið fyrirsvarsmenn tiltekinna deilda Landsbankans. Því yrði að telja að allir stjórnarmenn hefðu verið vanhæfir til að fjalla um þetta atriði, sbr. 1. tölul. 2. mgr. 55. gr. laga nr. 161/2002, sem mælir svo fyrir að stjórnarmenn skuli ekki taka þátt í meðferð máls ef málið varðar fyrirtæki sem þeir eru fyrirsvarsmenn fyrir.

Þá gerði Fjármálaeftirlitið athugasemdir við starfsreglur stjórnar Landsvaka þar sem í reglunum var ávallt vísað til *Landsbanka Eignastýringar hf.* Þarna var um að ræða nafn sem félaginu var kunnugt um að Fjármálaeftirlitið hefði gert athugasemdir við og ekki samþykkt að yrði notað. Þá var gerð athugasemd við það að í 7. gr. reglna Landsvaka segði að formaður stjórnar gæti tekið þátt í daglegum störfum og nefndum félagsins, þó með þeim takmörkunum sem leiddu af ákvæðum 55. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki. Benti Fjármálaeftirlitið á að samkvæmt 68. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög væri hlutverk stjórnar að hafa eftirlit með þeim sem annast daglegan rekstur. Fjármálaeftirlitið teldi það ekki samræmast heilbrigðum viðskiptaháttum skv. 2. mgr. 10. gr. laga nr. 87/1998 og góðum stjórnarháttum að formaður stjórnar, sem einnig væri framkvæmdastjóri eignastýringar hjá öðru fjármálafyrirtæki, tæki bæði þátt í daglegum rekstri og hefði eftirlit með honum. Loks var gerð athugasemd við það að í reglunum væri ekki ákvæði um stjórnarsetu framkvæmdastjóra í dótturfyrirtæki eða hlutdeildarfyrirtæki eða þátttöku annarra starfsmanna í atvinnurekstri, sbr. 56. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

89. Sjá tölvubréf Stefáns Héðins Stefánssonar til Sigurjóns Þ. Árnasonar og Halldórs J. Kristjánssonar 31. maí 2008.
90. Skýrsla Sigurðar Óla Hákonarsonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 8. október 2009, bls. 15–17.

14.7.3.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Stjórnarmenn Rekstrarfélags Kaupþings banka árið 2005 til loka árs 2007 voru Þórarinn Sveinsson, Andri V. Sigurðsson og Birgir Örn Arnarson, framkvæmdastjóri áhættustýringar. Í varastjórn sátu Eggert Páll Ólason, Ragnar Jónasson og Helgi Sigurðsson. Frá áramótum 2008 sátu í stjórn Þórarinn Sveinsson, Birgir Örn Arnarson og Sigurður Guðmundsson. Í varastjórn sátu Helgi Sigurðsson, Andri V. Sigurðsson og Eiríkur Dór Jónsson. Stjórnarmenn fengu ekki greidd laun fyrir setu í stjórn rekstrarfélagsins. Allir stjórnarmenn og varastjórnarmenn voru starfsmenn móðurfélags rekstrarfélagsins, Kaupþings. Af þessu má ráða að stjórn Rekstrarfélags Kaupþings banka hafði mikil tengsl við móðurfélag rekstrarfélagsins, Kaupþing, gegnum stjórnarsetu starfsmanna þess.

Dagleg stjórn RKB var í höndum Ómars Kaldal Ágústssonar, framkvæmdastjóra rekstrarfélagsins, sem fór með rekstur og starfsmannamál og Þórarins Sveinssonar, stjórnarformanns, sem setti saman fjárfestingarteymi rekstrarfélagsins og sinnti öðrum tæknilegum þáttum rekstrarins. Auk þess að vera stjórnarformaður í rekstrarfélaginu var Þórarinn framkvæmdastjóri Eignastýringar Kaupþings. Athyglisvert er að framkvæmdastjóri RKB uppfyllti ekki lagaskilyrði til þess að gegna starfinu þar sem hann hafði ekki lokið námi í verðbréfaviðskiptum eins og skylt er, sbr. 53. gr. laga nr. 161/2002. Sama skilyrði var að finna í 15. gr. samþykkta RKB á þessum tíma.

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 kom fram að dagleg stjórn hefði verið í höndum Sigurðar Guðmundssonar en fram hefði komið í tölvubréfi Ómars Kaldal til Fjármálaeftirlitsins 22. júlí 2008 að Sigurður sinnti störfum framkvæmdastjóra í fjarveru Ómars. Þá hefði Sigurður jafnframt sinnt vinnu við breytingar á reglum sjóða RKB. Á sama tíma hefði hann setið í stjórn RKB auk þess sem hann hefði verið starfsmaður lögfræðisviðs Kaupþings. Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins sagði að það gæti ekki talist æskilegt að stjórnarmenn rekstrarfélagsins sinntu daglegum störfum hjá félaginu en Sigurður hefði m.a. komið að flestöllum samskiptum rekstrarfélagsins við Fjármálaeftirlitið auk þess sem hann sinnti störfum framkvæmdastjóra í fjarveru hans. Á það var bent að hlutverk félagsstjórnar væri m.a. að sinna eftirliti með starfsemi félags. Sinnti einn og sami aðili almennum störfum fyrir félagið auk stjórnarsetu hefði hann eftirlit með sjálfum sér.

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 greinir að eftirlitið hafi fengið afhentar fundargerðir stjórnar RKB frá 1. júní 2007 til 9. júní 2008. Hafi flestar fundargerðirnar verið haldnar þeim annmarka að þar væri eingöngu getið dagskrár fundar en ekki greint frá því hvaða ákvarðanir hefðu verið teknar á fundinum. Tilgangurinn með færslu fundargerðabókar væri m.a. sá að unnt væri að staðreyna hvaða ákvarðanir stjórn félagsins hafi tekið, hvaða stefnumótun hafi farið fram, að stjórnin hafi starfað í samræmi við samþykktir félagsins, lög og reglur á hverjum tíma og að hún hafi sinnt lögboðnu eftirlitshlutverki sínu. Fundargerðir væru þannig mikilvæg gögn fyrir endurskoðendur, innri endurskoðun og eftirlitsaðila til að sannreyna að ákvarðanir hafi verið lögformlega rétt teknar. Hafi fundargerðir RKB aðeins að takmörkuðu leyti getað gegnt þessu hlutverki.

14.7.4 Hversu nákvæmar og réttar upplýsingar voru veittar um rekstrarfélögin?

14.7.4.1 Almennt

Þar sem rekstrarfélög skulu vera óháð í störfum sínum og ætíð hafa hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi skiptir miklu máli hvernig þau eru kynnt. Þá kemur m.a. fram í 51. gr. laga nr. 30/2003 að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila.

14.7.4.2 Glitnir sjóðir

Glitnir sjóðir höfðu ekki eigin heimasíðu heldur voru sjóðir þess kynntir á heimasíðu Glitnis. Á kynningarsíðu sjóðanna kom fram að þeir væru „reknir af Glitni" en jafnframt var þar að finna upplýsingar um Glitni sjóði. Þetta fyrirkomulag má telja sérstakt enda benti Fjármálaeftirlitið á að til að aðgreina rekstrarfélagið betur frá móðurfélaginu væri æskilegt að skýrt kæmi fram að sjóðirnir væru reknir af því en ekki Glitni.[91] Rekstrarfélagið átti sér svæði á heimasíðu Glitnis en nauðsynlegt var að rekja sig í gegnum fjölmargar slóðir á heimasíðu bankans áður en hægt var að nálgast upplýsingar um rekstraraðila sjóðanna. Fyrirkomulagið var til þess fallið að gefa í skyn að Glitnir væri rekstraraðili sjóðanna. Starfsmenn rekstrarfélagsins voru aðgreindir frá starfsmönnum Glitnis en fram kom á nafnspjaldi þeirra að þeir störfuðu fyrir Glitni sjóði. Hins vegar var ekki um að ræða sérstakt tölvupóstfang sem vísaði til þess að um starfsmenn rekstrarfélagsins væri að ræða en ekki bankans.

14.7.4.3 Landsvaki

Landsvaki var ekki með eigin heimasíðu heldur voru sjóðir sem félagið rak kynntir á heimasíðu Landsbankans. Ekki kom fram á heimasíðunni að Landsvaki sæi um rekstur sjóðanna og bæri ábyrgð á þeim heldur bar kynning þeirra með sér að um væri að ræða sjóði sem Landsbankinn byði upp á í starfsemi sinni. Fjármálaeftirlitið gerði t.d. athugasemd við að ekki væri tekið fram að Landsvaki ræki sjóðina.[92] Landsvaki var lítillega kynntur sem dótturfélag bankans undir liðnum „dóttur- og hlutdeildarfélög" og tekið fram að það sérhæfði sig í eignastýringu og rekstri sjóða. Á sama stað var tekið fram að Landsvaki heyrði undir eignastýringarsvið Landsbankans. Fjármálaeftirlitið gerði athugasemd við að Landsvaki væri kynntur sem hluti af deild innan Landsbankans. Þá hefðu starfsmenn Landsvaka sömu tölvupóstföng og starfsmenn Landsbankans en í undirskrift þeirra á tölvubréfum kæmi fram að þeir störfuðu hjá Landsvaka en einnig á eignastýringarsviði. Nafnspjöld starfsmanna væru merkt Landsbankanum en nafn Landsvaka kæmi hvergi fram. Þá kæmi fram í útboðslýsingum Fyrirtækjabréfa að „[m]eð kaupum í Fyrirtækjabréfum tryggja fjárfestar sér hlutdeild í sérfræðiþekkingu sjóðsstjóra Landsbankans og aðgang að öflugu greiningarneti bankans".

Fjármálaeftirlitið benti á að mikilvægt væri að rekstrarfélagið ætti sér heimasíðu eða sérstakt svæði á heimasíðu bankans þar sem upplýsingar um félagið kæmu skýrt fram. Þá væri mikilvægt að aðgreina rekstrarfélagið frá móðurfélaginu að því er varðaði netföng, bréfsefni og annað útsent efni félagsins.

91. Skýrsla FME um athugun á óhæði rekstrarfélaga verðbréfasjóða hjá Glitni sjóðum, febrúar 2009.
92. Skýrsla FME um athugun á óhæði rekstrarfélaga verðbréfasjóða hjá Landsvaka, mars 2009.

14.7.4.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 kom fram að RKB væri ekki með eigin heimasíðu en upplýsingar um sjóði félagsins mætti finna á heimasíðu móðurfélagsins, Kaupþings. Ekki væri ljóst af upplýsingum á heimasíðu bankans að RKB ræki sjóðina og að bankinn væri söluaðili þeirra. Þvert á móti segði að Kaupþing ræki verðbréfasjóðina og að sjóðastýring félli undir Eignastýringu Kaupþings. Litlar sem engar upplýsingar væri að finna um RKB, m.a. væru ekki á heimasíðu upplýsingar um stjórn félagsins, ársreikninga þess, framkvæmdastjóra o.fl. Að ýmsu öðru leyti væri RKB ekki aðgreint frá móðurfélagi sínu, m.a. væru tölvupóstföng starfsmanna rekstrarfélagsins ekki aðgreind frá tölvupóstföngum starfsmanna bankans auk þess sem félagið deildi bréfsefni með bankanum. Fjármálaeftirlitið taldi mikilvægt að rekstrarfélagið ætti sér heimasíðu eða sérstakt svæði á heimasíðu bankans þar sem upplýsingar um félagið kæmu skýrt fram. Einnig væri mikilvægt að aðgreina félagið betur frá móðurfélaginu hvað varðaði netföng, bréfsefni og annað útsent efni félagsins.

Eftir að Fjármálaeftirlitið gerði athugasemdir virðist RKB hafa komið á fót eigin heimasíðu (www.rkb.is). Fjármálaeftirlitið gerði alvarlegar athugasemdir við tölvupóst starfsmanns RKB til Eignastýringar Kaupþings 4. september 2008, þar sem heimasíða rekstrarfélagsins var kynnt, en þar sagði: „Nú hefur verið sett í loftið sér vefsíða fyrir Rekstrarfélag Kaupþings banka hf. vegna tilmæla frá Fjármálaeftirlitinu. Við munum ekki nota þessa síðu og mælumst til að sjóðasíða Kaupþings sé notuð. Vefsíða rekstrarfélagsins www.rkb.is er mjög basic og inniheldur einungis nauðsynlegar upplýsingar er varða félagið.“

14.7.5 Innri endurskoðun

14.7.5.1 Almennt

Í 16. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki segir að við fjármálafyrirtæki skuli starfa endurskoðunardeild sem annist innri endurskoðun. Stjórn fjármálafyrirtækis skal ráða forstöðumann endurskoðunardeildar sem fer með innri endurskoðun í umboði hennar. Innri endurskoðun er hluti af skipulagi fjármálafyrirtækja og er þáttur í eftirlitskerfi þeirra. Fjármálaeftirlitið getur, með hliðsjón af eðli og umfangi rekstrarins, veitt undanþágu frá starfrækslu slíkrar endurskoðunardeildar og sett þeim fyrirtækjum skilyrði sem slíka undanþágu fá.

Samkvæmt d-lið 2. tölul. 17. gr. laga nr. 30/2003 er innra eftirlit þáttur í rekstri verðbréfasjóða en skv. 1. mgr. 18. gr. laganna er rekstrarfélagi heimilt að útvista því verkefni að fengnu samþykki Fjármálaeftirlitsins. Í 3. lið leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 4/2003 um undanþágur frá starfrækslu endurskoðunardeildar hjá fjármálafyrirtæki segir að skilyrði fyrir útvistun innri endurskoðunar sé að niðurstöður úttektar á innra eftirliti séu að lágmarki árlega kynntar stjórn fjármálafyrirtækis, skriflega í sérstakri skýrslu. Sjá einnig 14. lið leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 1/2002 um innra eftirlit og áhættustýringu hjá fjármálafyrirtækjum. Í 11. kafla er fjallað almennt um innra eftirlit.

Rannsóknarnefnd Alþingis hefur skoðað skýrslur Fjármálaeftirlitsins þar sem innri endurskoðun er tekin til umfjöllunar. Einnig hafa verið skoðaðar alls tíu skýrslur innri endurskoðunar rekstrarfélaganna frá árinu 2005 til ársins 2008. Helmingur þessara skýrslna var vegna Landsvaka, þrjár vegna Rekstrarfélags Kaupþings banka og tvær vegna Glitnis sjóða. Í því sem hér

fer á eftir er mest áhersla lögð á skýrslur sem gerðar voru árið 2009 vegna ársins 2008. Í skýrslunum koma fram athugasemdir um að bæta þurfi innra eftirlitskerfi sjóðanna, sérstaklega í tengslum við fjárfestingarstefnu þeirra. Þá er enn fremur talin þörf á að áhættumat sé framkvæmt og bent á að ekki sé gætt nægilega að stjórnunarlegum aðskilnaði milli fjármálafyrirtækjanna og sjóðanna. Hér á eftir eru nokkur dæmi rakin.

14.7.5.2 Glitnir sjóðir

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 voru gerðar athugasemdir við framkvæmd innri endurskoðunar. Þar sagði að fundargerðir stjórnar rekstrarfélagsins frá 1. júní 2007 til 9. júní 2008 bæru ekki með sér að stjórnin hefði tekið til umræðu skýrslu um innri endurskoðun félagsins. Fjármálaeftirlitið fór fram á að skýrslur um innri endurskoðun væru gerðar árlega og næðu til þeirra atriða sem talin væru upp í þjónustusamningi. Einnig var gerð krafa um að stjórn rekstrarfélagsins tæki skýrsluna til skoðunar árlega á stjórnarfundi.

Í skýrslu innri endurskoðanda Íslandsbanka til Glitnis sjóða frá mars 2009 vegna 2008 kemur fram að skoðun á starfsemi Glitnis sjóða hafi farið fram í ágúst og september 2008. Þegar skoðun var lokið og skýrslugerð í vinnslu hafi starfsemi Glitnis banka verið tekin yfir af Fjármálaeftirlitinu. Í kjölfar þess hafi verið framkvæmdar ýmsar skoðanir innan bankans, m.a. tengdar starfsemi Glitnis sjóða. Sérstaklega hafi verið til skoðunar hvort innlausnir hafi verið afgreiddar úr lokuðum sjóðum, auk þess sem farið hafi verið yfir viðskipti með eignir verðbréfasjóðanna. Hafi útgáfu skýrslunnar því verið frestað um óákveðinn tíma. Í skýrslunni kom fram að innri endurskoðun teldi að efla þyrfti innra eftirlit í rekstri Glitnis sjóða. Vanda þyrfti bókanir í fundargerðum stjórnar þannig að eftirlit stjórnar kæmi skýrt fram. Þá þyrfti að gæta að því að stjórn tæki að lágmarki fyrir þau atriði sem krafa væri gerð um í gildandi starfsreglum hennar hverju sinni. Engin merki væru um að skýrsla innri endurskoðunar hefði verið lögð fram og rædd í stjórn árið 2008. Þá væri nokkuð um eldri athugasemdir innri endurskoðunar sem ekki hefði verið brugðist við á viðeigandi hátt.

Þá sagði í skýrslu innri endurskoðunar að áhættumat vegna rekstraráhættu væri ekki tilbúið og mikilvægt væri að framkvæmdastjóri sæi til þess að á hverjum tíma lægi fyrir sjálfstætt áhættumat vegna rekstrar félagsins, þ.m.t. mat sem sneri að rekstraráhættuþáttum. Slíkt mat væri mikilvægur þáttur í að meta stöðu og virkni eftirlitsþátta og þörf fyrir frekari aðgerðir. Þá væri nauðsynlegt að bregðast við ábendingum Fjármálaeftirlitsins um að félaginu væri óheimilt að útvista áhættustýringu til móðurfélagsins. Jafnframt þyrfti að ganga frá þjónustusamningum vegna þeirrar þjónustu sem félagið hefði útvistað til móðurfélagsins og senda þá til Fjármálaeftirlitsins til samþykktar.

14.7.5.3 Landsvaki

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá mars 2009 voru gerðar athugasemdir við innri endurskoðun Landsvaka. Þar sagði að í samningi Landsvaka og endurskoðunardeildar Landsbankans, dags. 23. október 2003, um innri endurskoðun Landsvaka kæmi fram að endurskoðunardeild bankans skyldi árlega semja skýrslu um niðurstöður athugana sem byggðu á atriðum sem fram kæmu í 4. lið leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 4/2003 en skýrsla þessi skyldi liggja fyrir í síðasta lagi í mars á ári hverju. Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins sagði

að fundargerðir stjórnar rekstrarfélagsins frá 1. júní 2007 til 9. júní 2008 bæru ekki með sér að skýrsla um innri endurskoðun frá fyrra ári hefði verið tekin til umfjöllunar. Fór Fjármálaeftirlitið fram á að úttekt innri endurskoðunar færi fram árlega og innan þeirra tímamarka sem kveðið væri á um í útvistunarsamningi sem og að skýrsla innri endurskoðunar yrði tekin til umfjöllunar á fundum stjórnar.

Í skýrslu innri endurskoðanda Landsbanka til Landsvaka í maí 2009 vegna 2008 segir að árið 2008 hafi verið mjög erfitt fyrir rekstur allra fjármálafyrirtækja og hafi Landsvaki þar ekki verið undanskilinn. Fyrir dyrum hafi staðið umtalsverðar skipulagsbreytingar á rekstri Landsvaka en vegna sviptinga á fjármálamörkuðum hafi ekki gefist færi á að fylgja þeim eftir eins og áformað hafi verið. Í skýrslu innri endurskoðunar sem lögð hafi verið fram í júní 2008 hafi jafnframt verið komið á framfæri ýmsum ábendingum til úrbóta en af fyrrnefndum ástæðum hafi ekki verið hægt að bregðast við þeim að öllu leyti. Bæru athugasemdir í skýrslu vegna ársins 2008 þess merki. Þá segir að úttekt innri endurskoðunar hafi leitt í ljós að góð fagþekking sé til staðar hjá starfsmönnum Landsvaka og starfsmönnum sem sinni vörslu og bókhaldi sjóðanna. Þá sé varðveisla og meðferð fjármuna einnig í góðu horfi. Þó er bent á ýmis atriði sem þarfnist úrbóta. Aðallega er um að ræða athugasemdir sem lúta að skipulagi starfseminnar og skorti á formlegum starfslýsingum þannig að verksvið, ábyrgð og heimildir stjórnenda og almennra starfsmanna séu skýrar. Þá segir að mikil tengsl séu milli Landsvaka og móðurfélagsins, Landsbanka. Bent er á nauðsyn þess að greina hættu á hagsmunaárekstrum og móta skriflega stefnu og samskiptareglur til að takmarka þessa áhættu. Loks er gerð athugasemd við að fjárfestingaákvarðanir séu ekki í öllum tilfellum teknar með formlegum og rekjanlegum hætti.

Í skýrslu innri endurskoðanda Landsbanka til Landsvaka í júní 2008 vegna 2007 kom fram að kannað hefði verið hvort fyrir lægju skriflegar starfsreglur og starfslýsingar. Fram kom að hvorki hefðu verið settar formlegar starfsreglur fyrir Landsvaka né samdar starfslýsingar fyrir einstaka starfsmenn. Lögð var áhersla á mikilvægi þess að slíkar reglur og starfslýsingar væru fyrir hendi þannig að verksvið, ábyrgð og heimildir væru skýrar og unnt væri að staðfesta aðgreiningu starfa. Fram kom að þetta myndi breytast samhliða fyrirhuguðum breytingum á eignastýringarsviði. Þá sagði að telja mætti óheppileg tengsl stjórnarmanna og þeirrar deildar innan Landsbankans (Varsla og viðskiptaumsjón) sem sinni hvað mestri þjónustu við Landsvaka samkvæmt útvistunarsamningi Landsvaka við bankann en þetta myndi breytast samhliða fyrirhuguðum breytingum á eignastýringarsviði.

14.7.5.4 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Í skýrslu Fjármálaeftirlitsins frá febrúar 2009 var vikið að samningi um innri endurskoðun milli Rekstrarfélags Kaupþings banka (RKB) og innri endurskoðunardeildar Kaupþings banka, dags. 11. desember 2003. Í yfirlýsingu um innri endurskoðun í RKB, dags. 25. janúar 2008, segði að ekki hafi verið gerð endanleg skýrsla um innri endurskoðun árið 2006 á starfsemi sjóðsins en ætla mætti að ástand innri mála rekstrarfélagsins hefðu verið í svipuðu horfi og fram kæmi í skýrslum innri endurskoðunar frá 2005 og 2007. Fjármálaeftirlitið tók fram að samkvæmt þessu virtist innri endurskoðun ekki vera í samræmi við leiðbeinandi tilmæli nr. 4/2003 og var gerð athugasemd við framkvæmdina. Þá kom fram að fundargerðir stjórnar RKB frá 1. júní

2007 til 9. júní 2008 bæru ekki með sér að stjórnin hefði tekið til umræðu skýrslu um innri endurskoðun félagsins.

Í skýrslu innri endurskoðanda Kaupþings banka til Rekstrarfélags Kaupþings banka frá janúar 2009 vegna 2008 kemur fram að innri endurskoðun telji mikilvægt að Áhættustýring eða sá aðili, sem sinni eftirliti eða reki eftirlitskerfi, þekki bæði lög og fjárfestingarstefnur og hafi sjálfstæða skoðun á því hvort eftirlitskerfin virki sem skyldi. Náið samstarf við RKB varðandi þetta sé eigi að síður mjög mikilvægt.

Í skýrslu innri endurskoðanda Kaupþings banka til Rekstrarfélags Kaupþings banka frá maí 2007 segir m.a. að koma verði á markvissu eftirliti með afslætti af þóknunum og að eftirlitskerfi með fjárfestingarstefnum hafi ekki verið fullnægjandi. Innri endurskoðun vinni nú að sérstakri úttekt á eftirliti með fjárfestingarstefnum, bæði hvað varði áreiðanleika kerfa og verklag við eftirfylgni frávika. Þá segir að leggja verði áherslu á að starfsmenn ljúki prófi í verðbréfaviðskiptum.

14.7.6 Skýrslur ytri endurskoðenda

Rannsóknarnefnd Alþingis hefur skoðað endurskoðunarskýrslur ytri endurskoðenda rekstrarfélaganna vegna fjárhagsáranna 2006 til 2008. Á þessu tímabili endurskoðaði KPMG Rekstrarfélag Kaupþings banka en PricewaterhouseCoopers endurskoðaði bæði Landsvaka og Glitni sjóði (nú Íslandssjóðir hf.). Ársreikningar allra sjóðanna sem til skoðunar voru voru áritaðir án athugasemda nema ársreikningur Íslandssjóða hf. (áður Glitnir sjóðir) 2008 en þar var ein ábending um óvissu sem tengdist uppgjöri við Glitni banka. Sérstaklega voru endurskoðunarskýrslur vegna fjárhagsáranna 2007 og 2008 yfirfarnar. Helstu athugasemdir ytri endurskoðenda sneru að því að sjóðirnir fylgdu ekki í hvívetna fjárfestingarstefnu og að bæta mætti ýmsa þætti innra eftirlits. Skulu hér nefnd nokkur dæmi úr skýrslum ytri endurskoðenda.

Í endurskoðunarskýrslu KPMG frá mars 2009 vegna Rekstrarfélags Kaupþings banka vegna ársreiknings 2008 um innra eftirlit eru áréttaðar ábendingar innri endurskoðunar og segir þar m.a.: „Lagfæra þarf eftirlitskerfið fyrir verðbréfa- og fjárfestingarsjóði þannig að það haldi einnig utan um fjárfestingarstefnu sjóða.“ Um fjárfestingarstefnu segir m.a.: „Við ítrekum fyrri ábendingar okkar um að fjárfestingarstefnu sjóða sé fylgt.“ Um skuldabréfaeign segir: „Félagið keypti þann 1. október 2008 skuldabréf af sjóðum í rekstri félagsins. Kaupverð var 3.099 millj.kr. Áætlað markaðsverð bréfanna í árslok er 250 millj.kr. Gjaldfærsla vegna þessa nemur því 2.849 millj.kr.“

Í endurskoðunarskýrslu PWC frá júlí 2009 vegna Glitnis sjóða (nú Íslandssjóðir hf.) vegna ársreiknings 2008 um innra eftirlit segir m.a.: „Við teljum mikilvægt að stjórn fjalli um innra eftirlit og virkni þess á fundum sínum með reglulegum hætti. Við teljum einnig mikilvægt að stjórn og stjórnendur fylgi eftir athugasemdum og ábendingum innri og ytri endurskoðenda er snúa að innra eftirliti.“ Ytri endurskoðandi segir m.a. um verðmat einstakra verðbréfa í árslok 2008: „PWC gerir ekki athugasemdir við verðmat einstakra verðbréfa í árslok 2008 miðað við þær upplýsingar sem stjórnendur rekstrarfélagsins bjuggu yfir þá og í ársbyrjun 2009 […]. Mat stjórnenda tók hinsvegar ekki tillit til atburða sem áttu sér stað eftir árslok 2008 […]. Ef tekið hafi verið tillit til atburða sem áttu sér stað eftir lok reikningsárs hefðu einstök verðbréf sjóða Íslandssjóða lækkað verulega og gengi hlutdeildarskírteina sjóðanna sömuleiðis lækkað.“

Í endurskoðunarskýrslu PWC frá júní 2009 vegna Landsvaka vegna ársreiknings 2008 um innra eftirlit segir m.a. að PWC hafi gert margar athugasemdir við innra eftirlit og kynnt þær fyrir stjórnendum sjóðsins og hvetji þá til að gera átak í að innleiða og taka tillit til þeirra ábendinga.

Í endurskoðunarbréfi í kjölfar könnunar á árshlutauppgjöri Landsvaka 1. janúar til 30. júní 2008 segir m.a. um innra eftirlit: „Við höfum veitt því athygli að gæði afstemminga reikninga eru minni en búist var við og að ferli fjárhagsdeildar við gerð þeirra og yfirferð þarfnast lagfæringar." Um verðmat verðbréfa segir: „Mat okkar er að verðmat sé einn af helstu áhættuþáttum í rekstri Landsvaka. Komið hafa upp tilvik þar sem spurning hefur verið hvort það mat sem notast var við sé rétt." Um reglufylgni segir m.a.: „Skortur er á eftirliti og yfirsýn lögfræðideildar."

14.7.7 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um óhæði rekstrarfélaganna

Rekstrarfélög eru sjálfstæð fjármálafyrirtæki. Það hefur mikla þýðingu að þau séu óháð móðurfélögum sínum. Eins og umfjöllunin hér að framan ber með sér var sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum, bönkunum, lítið. Birtist það annars vegar í því að skýrum ákvæðum laga, sem ætlað er að tryggja óhæði og vernda hagsmuni hlutdeildarskírteinishafa, var ekki fylgt og hins vegar í afstöðu stjórnar og starfsmanna rekstrarfélaganna gagnvart sjálfstæði þeirra. Starfsmenn litu nánast á sig sem starfsmenn bankanna og leitast var við að tengja starfsemi rekstrarfélaganna við móðurfélögin, bankana. Glöggt dæmi um hvernig skorti á að starfsmenn rekstrarfélaganna gættu að sjálfstæði þeirra var þegar framkvæmdastjóri Landsvaka sendi bankastjórum Landsbankans tölvubréf 31. maí 2008 sem innihélt lista yfir stóran hluta eigenda hlutdeildarskírteina. Ekki verður séð að þessar upplýsingar hafi átt neitt erindi til bankastjóranna enda um að ræða upplýsingar annars fjármálafyrirtækis sem þagnarskylda ríkti um, sbr. 58. gr. laga nr. 161/2002.

Starfsmenn og launakerfi. Starfsmenn rekstrarfélaganna höfðu mikil samskipti við móðurfélagið og starfsmenn þess, auk þess sem húsnæði var sameiginlegt. Einnig voru launakerfi, launagreiðslur og bónusar tengdir móðurfélaginu á einn eða annan hátt, sérstaklega í tilviki Landsvaka og Rekstrarfélags Kaupþings banka. Hjá Landsvaka tóku þrír lykilstarfsmenn Landsbankans ákvörðun um árangurstengingu launa, þ.e. framkvæmdastjóri starfsmannasviðs, framkvæmdastjóri eignastýringar og bankastjóri Landsbankans. Hjá Rekstrarfélagi Kaupþings banka var þóknun starfsmanna rekstrarfélagsins miðuð við „árangur Kaupþings banka hf. eða samstæðunnar". Það er ljóst að starfsmenn rekstrarfélaganna voru á engan hátt ótengdir móðurfélaginu og að öllum líkindum hefur starf þeirra litast af þeim tengslum. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis ber þetta fyrirkomulag vitni um verulegan skort á óhæði þessara rekstrarfélaga. Það er afar sérstakt að launakjör sjálfstæðra fjármálafyrirtækja, sem einungis ber að hafa hagsmuni viðskiptavina sinna (hlutdeildarskírteinishafa) að leiðarljósi, skuli ráðast ýmist af ákvörðun starfsmanna annars fjármálafyrirtækis eða afkomu þess. Launakerfi af þessu tagi eru til þess fallin að grafa undan óhæði rekstrarfélaga gagnvart móðurfélögum sem samkvæmt lögum ber að tryggja. Engu máli skiptir þótt hér sé um samstæðu að ræða í skilningi félagaréttar enda bar að tryggja óhæði rekstrarfélaganna, sbr. 2. mgr. 15. gr. laga nr. 30/2003, alveg án tillits til þess. Launakjör starfsmanna tóku ekki mið af hagsmunum hlutdeildarskírteinishafa sem starfs-

mönnunum bar að gæta heldur voru launakerfin til þess fallin að starfsmenn rekstrarfélaga tækju fremur mið af hagsmunum móðurfélagsins.

Skipan stjórna rekstrarfélaganna. Skipan stjórna rekstrarfélaganna var til þess fallin að draga úr sjálfstæði þeirra. Í Glitni sjóðum var meirihluti stjórnar skipaður starfsmönnum í Glitni banka og síðar einnig varamanni í stjórn bankans en stjórnir Landsvaka og Rekstrarfélags Kaupþings banka voru einungis skipaðar starfsmönnum Landsbankans og Kaupþings. Raunar sýnir skipan stjórnanna hversu óhæði rekstrarfélaganna var lítið gagnvart móðurfélögunum, bönkunum. Þetta birtist alveg sérstaklega þegar bankastjórar Landsbankans tóku sæti í stjórn Landsvaka 28. ágúst 2008. Skipan stjórna rekstrarfélaganna var með þeim hætti að stjórnarmenn hlutu oft að verða vanhæfir til töku ákvarðana. Í tilvikum Rekstrarfélags Kaupþings banka og Landsbankans verður ekki annað séð en að allir stjórnarmenn, aðal- og varamenn, hafi verið vanhæfir og stjórnin þar með ekki ályktunarhæf, þegar um var að ræða ákvarðanir sem vörðuðu móðurfélögin. Nauðsynlegt er að stjórn rekstrarfélags sé óháð viðkomandi banka (móðurfélaginu) og stórum hluthöfum hans til þess að félagið geti uppfyllt kröfur um óhæði. Að þessu leyti tekur rannsóknarnefnd Alþingis undir þau sjónarmið sem birtast í skýrslum Fjármálaeftirlitsins um óhæði rekstrarfélaganna að með því að stjórn sé að öllu eða mestu leyti skipuð starfsmönnum móðurfélagsins sjálfs eða fulltrúum stórra hluthafa sé veruleg hætta á því að hagsmunir hlutdeildarskírteinishafa verði fyrir borð bornir en slíkt stríði gegn 19. gr. laga nr. 161/2002 sem fjallar um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti og 1. mgr. 10. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Í þessu sambandi áréttar rannsóknarnefnd Alþingis að almenn sjónarmið um samband móðurfélags við dótturfélag geta ekki fullum fetum átt við þegar fjármálafyrirtæki er móðurfélag rekstrarfélags verðbréfasjóðs. Reglur laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði setja afskiptum móðurfélagsins takmörk, einkum ákvæði er lúta að óhæði rekstrarfélags.

Eftirlit stjórna. Á stjórnum fjármálafyrirtækja hvíla ríkar skyldur samkvæmt lögum nr. 2/1995 um hlutafélög og lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki, eins og að framan greinir. Það er m.a. hlutverk félagsstjórnar að sjá til þess að skipulag félags og starfsemi sé jafnan í réttu og góðu horfi. Í þessu sambandi er afar brýnt að stjórn fylgist með því að fylgt sé þeim lögum og reglum sem um félagið gilda. Að framan er rakið að ýmsir misbrestir voru á starfsemi rekstrarfélaganna að þessu leyti og voru m.a. gerðar miklar athugasemdir vegna þessa í skýrslum Fjármálaeftirlitsins og skýrslum innri endurskoðenda frá 2009 vegna ársins 2008. Hér má m.a. nefna að ekki verður ráðið að skýrslur um innri endurskoðun hafi verið teknar fyrir og ræddar í stjórnum rekstrarfélaganna þannig að fyrirmælum 3. liðar leiðbeinandi tilmæla Fjármálaeftirlitsins nr. 4/2003 virðist ekki hafa verið fylgt. Þá var misbrestur á bókunum í fundargerðum. Mikilvægt er að fundargerðir séu undirritaðar og hafi að geyma upplýsingar um þær ákvarðanir sem teknar eru, m.a. til að unnt sé að koma við endurskoðun og fullnægjandi eftirliti. Þá verður að mati rannsóknarnefndar Alþingis að teljast með miklum ólíkindum að stjórn Rekstrarfélags Kaupþings banka hafi ráðið mann sem hvorki uppfyllti almenn hæfisskilyrði laga né samþykkta rekstrarfélagsins til að gegna starfi framkvæmdastjóra. Af öllu þessu og fyrirliggjandi gögnum verður því ráðið að eftirlit stjórna rekstrarfélaganna hafi ekki uppfyllt þær kröfur sem gera má til fjármálafyrirtækja að þessu leyti.

Kynning á rekstrarfélögunum. Telja verður að kynning á rekstrarfélögunum hafi verið villandi. Leitast var við að láta í veðri vaka að félögin væru hluti af viðkomandi móðurfélagi, nánast eins og sérstök deild innan banka. Rekstrarfélögin höfðu ekki eigin heimasíðu og starfsmenn þeirra höfðu netföng bankanna. Í tilviki Landsvaka voru starfsmenn með nafnspjöld frá Landsbankanum. Þá virðist ætlun Rekstrarfélags Kaupþings banka hafa verið sú að nota sjóðasíðu Kaupþings banka fremur en eigin heimasíðu (www.rkb.is). Heimasíðan innihélt einungis lágmarksupplýsingar um félagið og virðist því aðallega hafa verið sett upp í því skyni að mæta lágmarkskröfum Fjármálaeftirlitsins um óhæði. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis virðist óhæði kynningar á rekstrarfélögunum hafa verið ófullnægjandi og ekki fullnægja áskilnaði 51. gr. laga nr. 30/2003 um að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila. Þetta kemur heim og saman við aðrar ályktanir í þessum kafla um að óhæði rekstrarfélaganna hafi ekki verið tryggt með fullnægjandi hætti.

Innri endurskoðun. Að framan er gerð grein fyrir skýrslum um innri endurskoðun. Ráða má að þessum þætti hafi verið ábótavant hjá öllum rekstrarfélögunum. Innri endurskoðun rekstrarfélaganna var ófullnægjandi. Þeir aðilar sem tryggja eiga að þessi mál séu í lagi eru stjórn félags, innri endurskoðun, ytri endurskoðendur og Fjármálaeftirlitið. Þá má nefna að óhæði upplýsingakerfa og skriflegum reglum um sjálfstætt upplýsingakerfi var áfátt að mati Fjármálaeftirlitsins og getur rannsóknarnefnd Alþingis tekið undir þá afstöðu.

Afstaða rekstrarfélaganna til óhæðis stjórnarmanna. Athyglisvert er að í bréfi Glitnis sjóða til Fjármálaeftirlitsins, dags. 1. september 2008, var þeirri skoðun lýst að svo íþyngjandi stjórnvaldsákvörðun sem fælist í athugasemd eftirlitsins við setu framkvæmdastjóra eignastýringar Glitnis banka í stjórn rekstrarfélagsins yrði að byggja á ítarlegri rökum en tilvísun til heilbrigðra viðskiptahátta. Að mati rannsóknarnefndar birtist hér sú afstaða sem fjármálafyrirtæki virðast hafa haft til heimilda Fjármálaeftirlitsins, þ.e. að heimildir eftirlitsins hafi verið mjög takmarkaðar. Þessi afstaða kemur þó engan veginn heim og saman við þær víðtæku lagaheimildir sem Fjármálaeftirlitinu eru fengnar með lögum. Hlutverk Fjármálaeftirlitsins er að fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög, reglugerðir, reglur eða samþykktir sem um starfsemina gilda og að starfsemin sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. 1. mgr. 8. gr. laga nr. 87/1998. Eftirlitið tekur því ekki eingöngu til settra laga og reglna heldur einnig til þess hvort starfsemi sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti. Í lögskýringargögnum er beinlínis á því byggt að stofnunin hafi svigrúm til að leggja ákveðið huglægt mat á hvort starfsemin sé heilbrigð og eðlileg þótt ákvæði laga og reglna hafi ekki verið brotin. Tekið er fram að slíku mati beri þó að beita af varfærni.[93]

93. Alþt. 1997–98, A-deild, bls. 3963.

14.8 Hvernig var kynningarstarfsemi háttað?

14.8.1 Almennt

Í 43. gr. laga nr. 30/2003 er mælt fyrir um markaðssetningu verðbréfasjóða, með staðfestu innan Evrópska efnahagssvæðisins, hér á landi. Þar kemur fram að erlendur verðbréfasjóður með staðfestu og staðfestingu í öðru ríki innan Evrópska efnahagssvæðisins geti markaðssett skírteini sín hér á landi tveimur mánuðum eftir að Fjármálaeftirlitið hefur fengið tilkynningu um fyrirhugaða starfsemi frá verðbréfasjóðnum.

Í 51. gr. laga nr. 30/2003 segir að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila. Þess skuli gætt að skýrt komi fram hvort sjóður sé verðbréfasjóður eða fjárfestingarsjóður. Þá segir að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi skuli vísað í útboðslýsingu eða útdrátt úr útboðslýsingu og hvar megi nálgast þau gögn. Peningamarkaðssjóðirnir voru fjárfestingarsjóðir í skilningi laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Eins og áður segir eru fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða rýmri en verðbréfasjóða og því eru þeir áhættusamari en verðbréfasjóðir. Af þessum sökum er brýnt að fjárfestar í sjóðum geri sér grein fyrir í hverju munurinn á verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði felst. Það er hlutverk rekstrarfélaga að sjá til þess að viðskiptavinir séu meðvitaðir um þennan mun.

14.8.2 Nánar um kynningarstarfsemina

Eins og neðangreind athugun rannsóknarnefndarinnar ber með sér er ljóst að kynning peningamarkaðssjóða var í ýmsum tilvikum til þess fallin að villa um fyrir viðtakandanum. Þannig voru sjóðirnir kynntir almenningi ýmist sem áhættulausir eða mjög áhættulitlir. Af þeim skriflegu upplýsingum um peningamarkaðssjóði sem rekstrarfélögin dreifðu, svo sem útboðslýsingum og mánaðarlegum einblöðungum, verður ekki séð að almennt hafi verið fullyrt að um áhættulausa fjárfestingu hafi verið að ræða. Aftur á móti verður ráðið af tölvupóstsamskiptum starfsmanna bankanna, bæði þeirra í milli og milli þeirra og viðskiptamanna, að í mörgum tilvikum hafi verið fullyrt að um áhættulausa fjárfestingu væri að ræða, eins og nánar verður rakið hér á eftir. Auk þess hefur rannsóknarnefndin undir höndum tölvubréf frá 4. október 2007 þar sem um er að ræða leiðbeiningar ráðgjafa hjá Glitni banka til starfsmanna í símasöluveri. Þar er um að ræða ýmsar almennar ráðleggingar til símasölumanna um hvernig haga eigi símtölum við viðskiptamenn. Þar segir m.a.: „Sjóður 9 (Peningamarkaðssjóður), alveg öruggur sjóður, betri ávöxtun en allir innlánsreikningar okkar 15,3%, enginn binditími, það besta örugga sem býðst í dag. Allir ættu að vera með peningana sína í þessum sjóð frekar en á reikningum ef þeir vilja ekki taka neina áhættu.“

Í tölvubréfi ráðgjafa í ráðgjafarveri Glitnis 28. nóvember 2007 til starfsmanna í símasöluveri (soluverid@glitnir.is) er því lýst hvernig selja skuli áskrift að sjóðum: „Sjóður 9 er áhættulaus peningamarkaðssjóður sem gefur mjög háa ávöxtun, eða 15,2% á ársgrundvelli (miðað við síðustu 6 mánuði) í dag sökum hárra stýrivaxta.“ Í tölvubréfi frá sama starfsmanni 27. febrúar 2008 til símasöluvers er þó tekið svo til orða að sjóðurinn sé með „lágmarksáhættu“.

Ráðgjöf þjónustufulltrúa Landsbankans til viðskiptavinar í tölvubréfi 18. janúar 2008 er þessi: „Þetta eru í raun verðbréf en þó eru engin hlutabréf í sjóðnum sem þýðir að þetta er mjög lítil áhætta, virkar nánast eins og allir aðrir reikningar.“

Í tölvubréfi ráðgjafa á útibúa- og einstaklingssviði eins af bönkunum til viðskiptavinar 28. ágúst 2008 segir: „Eins og þú sérð bera peningabréfin góða vexti, þrátt fyrir að þykja örugg sparnaðarleið […].“ Í tölvubréfi þjónustufulltrúa í útibúi eins af bönkunum til viðskiptavinar 19. febrúar 2008 segir: „Annars hafa peningabréfin gefið 15,2% ávöxtun frá áramótum þannig að það væri e.t.v. betri sparnaðarleið komin og án áhættu.“

Þá eru tölvupóstsamskipti milli tveggja starfsmanna Landsbankans 5. febrúar 2008 athyglisverð í sambandi við afstöðuna til markaðssetningar og sölu á áskrift að peningamarkaðssjóðum. Þar segir m.a.: „Þó að ég sé að hringja fyrir söluverið eða eitthvað annað þá segist ég alltaf vera að hringja úr útibúinu þar sem viðskiptavinurinn er í viðskiptum, það gerir það persónulegra.“

Í tölvubréfi ráðgjafa Landsbankans til viðskiptavinar 13. febrúar 2008 segir: „Þó að þessar breytingar eigi eftir að eiga sér stað þá breytist það ekki að gengi Peningabréfa er aldrei neikvætt, sem þýðir að þú átt aldrei að geta tapað höfuðstól eða uppsafnaðri ávöxtun.“ Sami ráðgjafi segir í tölvubréfi til viðskiptavinar 18. apríl 2008: „Varðandi Peningabréfin þá eru þau að gefa milli 15–16% ávöxtun um þessar mundir sem er einstaklega gott þegar litið er til þess að þetta er áhættulaus sjóður. Ég myndi því ekki ráðleggja þér að færa eign þína úr þeim sjóði í dag.“ Þá segir sami ráðgjafi enn fremur: „Ef þér hins vegar líður illa með peninginn í áhættunni og vilt ekki sjá hann lækka enn frekar (sem ekki ólíklegt að geti gerst til skemmri tíma), þá myndi ég ráðleggja þér að stökkva út og setja peninginn í áhættulausa fjárfestingu eins og t.d. Peningabréf.“ Þá er að finna fleiri tölvupósta frá sama ráðgjafa þar sem fullyrt er að Peningabréf séu áhættulaus fjárfestingarkostur.

Í tölvubréfi starfsmanns Landsbankans til fjölda annarra starfsmanna 3. apríl 2003 kveðst hann hafa sent eftirfarandi póst á fyrirtæki og stofnanir: „Peningabréf halda forskoti á millibankakjör og því má fullyrða að fjármunum sé vel varið í slíkan sjóð ef leitað er eftir áhættulausum skammtímakosti.“ Í tölvubréfi þjónustufulltrúa hjá Landsbankanum til viðskiptavinar 28. janúar 2008 segir: „Ég talaði við þig áðan varðandi snilldar sparnaðarleiðina okkar. Við erum að tala um Peningabréfin: […] Engin áhætta.“

Í tölvubréfi starfsmanns Kaupþings til viðskiptavinar 5. mars 2007 segir: „Ertu að spá í áhættulaust? Ef svo myndi ég velja Peningamarkaðssjóð […].“ Í tölvubréfi sama starfsmanns til viðskiptavinar segir: „[…] en ertu ekki viss um að þú viljir ekki setja þetta í peningamarkaðssjóðinn hjá okkur sem er að gefa rúmlega 15% ávöxtun núna og er áhættulaus.“ Enn fremur segir í tölvubréfi frá sama starfsmanni um peningamarkaðssjóð: „[…] hann er svipað öruggur, engin áhætta og ætti að vera betri.“ Þá segir í tölvubréfi annars starfsmanns Kaupþings til viðskiptavinar 11. september 2007: „Peningamarkaðssjóður skilar hátt í 15% ávöxtun. Engin áhætta þar.“ Hér hafa verið nefnd nokkur dæmi þar sem beinlínis er fullyrt að Peningamarkaðssjóður Kaupþings sé áhættulaus fjárfesting en rannsóknarnefnd Alþingis hefur skoðað ýmsa aðra tölvupósta starfsmanna Kaupþings, sem seldu sjóðina, þar sem hið sama er fullyrt. Rannsóknarnefnd Alþingis hefur einnig undir höndum gögn þar sem framkvæmdastjóri Rekstrarfélags Kaupþings banka var að velta fyrir sér ýmsum sölusetningum, m.a. þessari: „Viltu áhættulausa fjárfestingu?“

Ekki virðast þó allir hafa fengið sömu ráðgjöf en athyglisvert dæmi um það er að finna í tölvubréfi frá 28. maí 2008 þar sem starfsmaður Landsbankans mælir fremur með innlánsreikningi en peningabréfum við viðskiptamann sem virðist vera kunningi.

14.8.3 Ályktun um kynningarstarfsemi

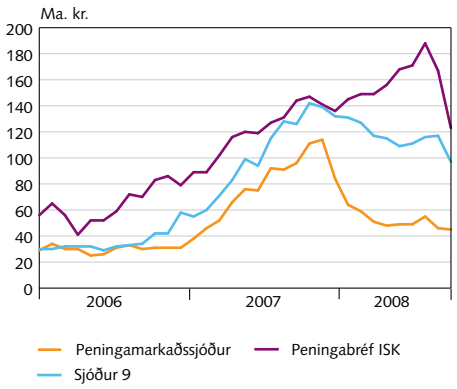
Af framansögðu má ráða að kynning á peningamarkaðssjóðum rekstrarfélaganna var í mörgum tilvikum mjög villandi. Það verður ekki séð að í prentuðu kynningarefni hafi verið fullyrt að sjóðirnir væru áhættulitlir eða áhættulausir. Aftur á móti verður ráðið af þeim tölvupóstum sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur skoðað að öðru máli hafi gegnt um kynningu á peningamarkaðssjóðum allra rekstrarfélaganna í tölvupóstum, þ.e. að þeir hafi ítrekað verið kynntir sem áhættulausir eða áhættulitlir. Ekkert verður fullyrt um það hvort meira hafi verið um slíka kynningu hjá einu rekstrarfélagi en öðru. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis er sú kynningarstarfsemi sem að framan er lýst í andstöðu við þær kröfur sem gerðar eru í 1. málsl. 1. mgr. 51. gr. laga nr. 30/2003 en þar er mælt svo fyrir að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila. Fullyrðingar um að fjárfestingarsjóðir séu áhættulitlir eða áhættulausir standast vitaskuld ekki. Þá verður heldur ekki séð að þess hafi almennt verið gætt í kynningarstarfsemi að skýrt kæmi fram hvort sjóður væri verðbréfasjóður eða fjárfestingarsjóður svo sem áskilið er 2. málsl. 1. mgr. 51. gr. sömu laga. Það var þó sérstaklega mikilvægt í ljósi þess að fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða eru rýmri en verðbréfasjóða og þeir því almennt áhættusamari fjárfesting.

14.9 Hlutdeildarskírteinishafar

14.9.1 Útflæði úr sjóðum fyrir október 2008

Á gögnum um heildareignir sjóðanna sem rannsóknarnefndin skoðaði sérstaklega sést að sjóðirnir minnkuðu töluvert á síðari árshelmingi 2008, einkum í lok sumars eins og sést á mynd 72. Samdráttur heildarverðmætis sjóðanna skýrist nær eingöngu af innlausnum hlutdeildarskírteinishafa, þ.e. að þeir selji hluta af eða alla eign sína í sjóðum. Á haustmánuðum tók að gæta almennrar óvissu um innlenda bankakerfið og hversu traust það væri í raun.

Mynd 72
Þróun heildarverðmætis stærstu peningamarkaðssjóðanna
Janúar 2006 – september 2008



Heimild: Landsbanki Íslands hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

14.9.2 Samspil innlánstrygginga, eignar í hlutdeildarskírteinum og neyðarlaganna

Á haustmánuðum 2008 voru í gildi innstæðutryggingar samkvæmt lögum nr. 98/1999 um innstæðutryggingar og tryggingakerfi fyrir fjárfesta og var hámarkstrygging á einstakling 20.887 evrur sem jafngilti um 3.000.000 kr. en nánar má lesa um útfærslu slíkrar tryggingar í 17. kafla. Að jafnaði mátti því hver einstaklingur gera ráð fyrir að innlán hans hjá hverjum banka væru tryggð upp að þeirri fjárhæð. Sjóðirnir buðu upp á annars konar form sparnaðar, þ.e. ávöxtunarleið sem skv. útboðslýsingum og kynningum átti að dreifa áhættu fjárfestis með því að fjárfesta í fjármálagerningum ríkis, sveitarfélaga og ýmissa fyrirtækja. Því hefði mátt reikna með að sjóðirnir væru góð fjárfestingarleið fyrir aðila sem ættu fjármuni umfram lágmarksinnstæðutryggingu þar sem eignadreifing myndi almennt hækka endurheimtuhlutfall kæmi til greiðslufalls á einstökum eignum sjóðanna.

Fjárfestar virtust leita í breytt sparnaðarform á árinu 2007 og fyrri hluta árs 2008 þegar sjóðirnir stækkuðu mjög hratt. Á sama tíma voru í gangi söluherferðir í þessa sjóði, jafnt með símtölum og ráðleggingum til viðskiptavina bankanna, sérstaklega hjá Landsbankanum og Glitni. Þannig löðuðu sjóðirnir að sér fjármagn frá bönkunum sem annars er líklegt að hefði verið ávaxtað á

innlánsreikningum. Aukna eftirspurn meðal almennings eftir þessari sparnaðarleið má líklega að mestu leyti rekja til hærri ávöxtunar en almennt var á innlánsreikningum ásamt því að sjóðirnir voru yfirleitt markaðssettir sem áhættulitlir. Fyrirtæki notuðu einnig sjóðina að einhverju leyti til að geyma laust fé í skamman tíma og jafnvel til lausafjárstýringar. Einnig eru dæmi þess að lífeyrissjóðir hafi fjárfest talsvert í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Á haustmánuðum 2008 jókst óvissa um íslenska bankakerfið og einstaka banka, einkum meðal erlendra greiningaraðila. Fór þá að bera á innlausnum úr sjóðunum, þvert á það sem búast mætti við miðað við þær innlánstryggingar sem voru í gildi og það að sjóðirnir auglýstu áhættudreifingu. Athygli vekur hversu mikið var um innlausnir frá júnímánuði til loka september en um mitt ár 2008 var ekki að sjá neina breytingu á starfsemi sjóðanna eða afgerandi slæmar fréttir um stöðu bankanna þriggja, móðurfélaga rekstrarfélaganna. Ekki er að sjá af einblöðungum að staða sjóðanna hafi verið verri en á vormánuðum og ekki var neitt um tilkynningar frá rekstrarfélögunum sjálfum. Þeir sem tóku út höfðu því væntanlega grunsemdir um raunverulega stöðu sjóðanna, eins og áður hefur verið fjallað um. Það er því áhugavert að rannsaka nánar hverjir það voru sem tóku út fé sitt á þessum tíma og hversu mikið var tekið út.

Á fullkomnum markaði hafa allir aðilar sömu upplýsingar t.d. um þróun á fjármálamörkuðum. Í reynd er svo ekki. Í þessu tilviki má gera ráð fyrir að starfsmenn fjármálafyrirtækja, eftirlitsaðila, fjölmiðla og ráðuneyta gætu mögulega hafa haft betri upplýsingar um stöðu bankanna en almenningur. Samkvæmt þeirri kenningu ættu þessir aðilar að hafa haft betra tækifæri til að koma fjármunum sínum í var fyrr en aðrir. Þeir aðilar sem nýttu sér upplýsingar sem þeir fengu starfs síns vegna og innleystu hlutdeildarskírteini sín fyrr en ella fengu að jafnaði meira fé fyrir hlutdeildarskírteini sín en aðrir sem innleystu síðar. Við miklar innlausnir þurfa sjóðir að nýta það lausa fé sem til staðar er í sjóðnum, en þegar það þrýtur þurfa þeir að selja eignir. Þá má gera ráð fyrir að sjóðirnir selji fyrst eignir sem hafa markaðsverð og djúpur markaður er fyrir s.s. ríkisbréf. Einnig má gera ráð fyrir að sjóðirnir lækki innlánastöðu sína hjá öðrum fjármálafyrirtækjum og með því versni lausafjárstaða þeirra. Þegar þær eignir eru uppurnar þurfa sjóðirnir að grípa til þess ráðs að selja eignir sem lítill markaður er fyrir og þarf þá jafnvel að selja slíkar eignir á undirverði miðað við skráð virði í sjóðnum. Þannig eru líkur á að eignastaða sjóðsins rýrni gagnvart þeim eigendum hlutdeildarskírteina sem eftir eru í viðkomandi sjóði.

Það hlýtur að vera umhugsunarefni sjóðstjóra og framkvæmdastjóra rekstrarfélags hvort loka eigi fyrir innlausnir úr sjóði þegar mikið er um þær. Slíkt væri eðlilegt til að gæta jafnræðis milli hlutdeildarskírteinishafa.

14.9.3 Gögn rannsóknarnefndar Alþingis um eigendur hlutdeildarskírteina

Til athugunar á ofangreindu fékk rannsóknarnefndin gögn um eigendur hlutdeildarskírteina þeirra sjóða sem til athugunar voru frá rekstrarfélögunum þremur.[94] Gögnin hafa að geyma yfirlit yfir mánaðarlega stöðu hlutdeildarskírteinishafa í krónum hjá einstökum sjóðum. Listinn var svo samkeyrður

94. Nánar tiltekið Peningabréf ISK, Fyrirtækjabréf, Sjóður 1, Sjóður 9, Sjóður 11 og Peningamarkaðssjóður Kaupþings.

við lista yfir starfsmenn, stjórnendur, stjórnarmenn eftirfarandi fyrirtækja og stofnana, maka þeirra, börn þeirra og fyrirtæki þeim tengd:

- Landsbanka Íslands hf.
- Glitnis banka hf.
- Kaupþings banka hf.
- SPRON
- Icebank hf.
- Straums-Burðaráss Fjárfestingabanka hf.
- Alþingis
- Ráðuneyta
- Fjármálaeftirlitsins
- Seðlabanka Íslands
- 365 – miðla ehf.
- RÚV
- Árvakurs hf.
- Viðskiptablaðsins
- Stjórnarmenn eftirtalinna lífeyrissjóða:
  - Gildis
  - Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins
  - Lífeyrissjóðs verkfræðinga
  - Lífeyrissjóðs verslunarmanna
  - Sameinaða lífeyrissjóðsins
  - Stapa

Ætla mætti að starfsmenn þessara fyrirtækja og stofnana gætu mögulega hafa verið í aðstöðu til að nýta sér upplýsingar sem gætu haft áhrif á ákvörðunartöku hvað varðar eign í þeim sjóðum sem hér eru til athugunar. Eftirfarandi atriði voru skoðuð sérstaklega:

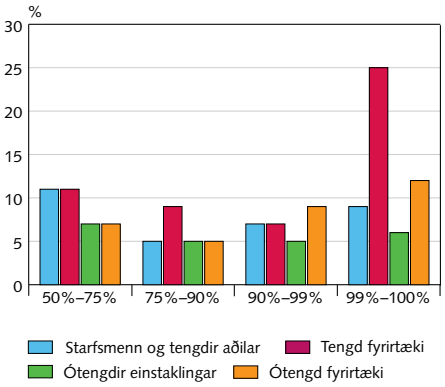
1. Hver var fjöldi aðila sem gæti hafa haft betri upplýsingar um stöðu og rekstur sjóðanna en almenningur?
2. Hvenær tóku þessir aðilar út eignir sínar í sjóðunum?
3. Er marktækur munur á niðurstöðum atriða 1–2 ef þau eru borin saman við aðila sem ekki eru í úrtakinu.

14.9.4 Tölfræði

Frá Landsvaka og Glitni sjóðum bárust gögn fyrir tímabilið 2005–2008 en sambærileg gögn bárust einungis fyrir árið 2008 frá Rekstrarfélagi Kaupþings. Listar yfir eigendur hlutdeildarskírteina sýndu samtals 47.240 nöfn fyrir allt tímabilið. Hér á eftir verður einungis fjallað um þá sem áttu hlutdeildarskírteini frá lokum mars 2008 þar sem nefndin hefur samanburðarhæfar upplýsingar um það ár frá öllum rekstrarfélögunum. Í janúar 2008 var upplýst um greiðsluerfiðleika Gnúps ehf. og hafði það veruleg áhrif á peningamarkaðssjóði Kaupþings og Glitnis, þrátt fyrir að sá síðarnefndi sýndi það ekki í gengi sjóðsins, sbr. umfjöllun hér að framan. Tap vegna Gnúps var ímyndaráfall fyrir sjóði rekstrarfélaganna og á tímabili stóð mikill styr um gengi sjóða. Því var ákveðið í þessum hluta að miða við tímabilið eftir mars þegar almennt má búast við að úttektir sem rekja má til falls Gnúps hafi dvínað.[95]

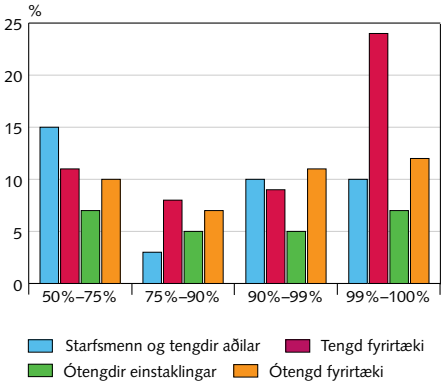
95. Hins vegar má benda á að innlausnir jukust verulega í febrúar og mars, þá sérstaklega hjá ótengdum aðilum.

Mynd 73
Hlutfall úttektar
Eign í sjóði hærri en 15 milljónir króna



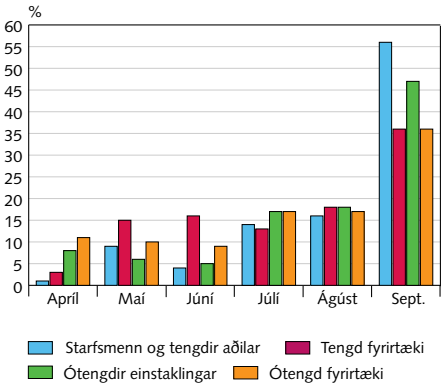
Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 74
Hlutfall úttektar
Eign í sjóði hærri en 30 milljónir króna



Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Mynd 75
Tímabil stærstu úttektar
Eign í sjóði hærri en 15 milljónir króna



Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Þýðið, þ.e.a.s. allir eigendur hlutdeildarskírteina á árinu 2008, var því um 15.906 aðilar.

Tafla 23. Greining á hlutdeildarskírteinishöfum

	Allir	*>15 m. kr.*	*>30 m. kr.*
Starfsmenn, stjórnarmenn, aðrir innherjar og börn þeirra	1.570	140	57
Makar	643	71	31
Fyrirtæki tengd starfsmönnum eða mökum	374	193	150
Ótengdir einstaklingar	12.742	1.394	729
Ótengd fyrirtæki	577	226	156
Samtals	15.906	2.024	1.123

Miðað við 31.03.2008
Heimild: Glitnir sjóðir hf, Landsvaki hf, Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

Úrtakið samanstóð af starfsmönnum fyrirtækjanna og stofnananna sem nefnd eru hér að ofan. Í töflu 23 hér að ofan má sjá að starfsmenn, stjórnarmenn, makar og börn í viðmiðunarhópi voru samtals 2.213. Ótengdir einstaklingar voru 12.742. Fyrirtæki tengd starfsmannahópi voru 374 en ótengd fyrirtæki voru 577. Í þessari könnun er miðað við lok mars 2008 þar sem þá má gera ráð fyrir, samkvæmt fyrri umfjöllun um tryggingatöku sjóðanna, að vitneskja um vanda stærstu skuldara þeirra hafi verið orðin almenn meðal stjórnenda innan bankanna.

14.9.5 Úrtakshópurinn þrengdur

Eign þessara aðila var á mjög víðu bili, allt frá nokkrum krónum og upp í milljarða svo að nauðsyn þótti að takmarka listann til að minnka úrtakið. Þar komu til greina tvenns konar takmarkanir, annars vegar að miða við hversu mikið viðkomandi hlutdeildarskírteinishafi átti í krónum og hins vegar hversu stóran hluta viðkomandi innleysti af eign sinni.

Í tilfelli fyrri takmörkunarinnar var reiknuð dreifing á heildareignum á árinu 2008. Kom þá í ljós að 90% hlutdeildarskírteinishafa áttu minna en 15 milljónir króna og 99% áttu minna en 32 milljónir. Var því ákveðið að nota svipaðar upphæðaviðmiðanir, þ.e. 15 m.kr. og 30 m.kr., til að þrengja úrtakshópinn og miðast viðmiðunarhóparnir við þessar upphæðir. Eins og sést á töflu 23 hér að ofan minnkar úrtakið allverulega við þessar takmarkanir.

Til að þrengja hópinn enn frekar var ákveðið að skoða einungis þá sem tóku út umtalsverðan hluta af eign sinni í sjóðunum sem hér eru til umfjöllunar. Þá var miðað við að eigandi hlutdeildarskírteinis hefði tekið út helming (50%) eða meira af samanlagðri eign sinni. Á myndum 73 og 74 hér til hliðar sést hve stórt hlutfall viðmiðunarhóparnir tóku út eftir upphæðamörkum. Ljóst er af báðum myndunum að hlutfallslega fleiri starfsmenn og tengdir aðilar tóku út inneignir á bilinu 50%–75% og 90%–100% heldur en ótengdir aðilar. Eins kemur fram að fyrirtæki tengdra aðila eru stærsti hópur þeirra sem tóku út 99–100% af eign sinni.

Myndir 75 og 76 sýna í hvaða mánuði stærstu úttektir einstakra hópa voru, miðað við fyrirfram gefin upphæðamörk. Aftur er áberandi að tengd fyrirtæki taka meira út en aðrir á fyrri hluta tímabilsins en einnig er áhugavert að skoða hversu jafnir hóparnir verða í júlí og ágúst 2008. Á þeim tíma voru flestir sjóðirnir farnir að minnka og farið að bera verulega á innlausnum. Athyglisvert er einnig að sjá að ótengdir einstaklingar og fyrirtæki innleysa

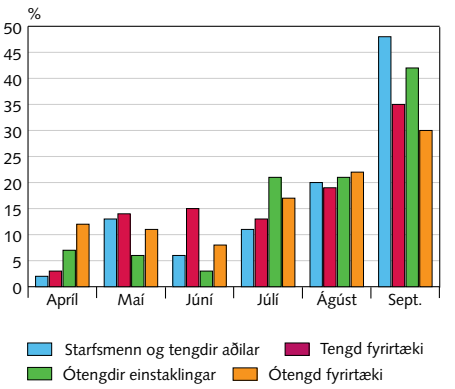
mikið í apríl, mun meira en starfsmenn og tengdir aðilar. Ef til vill myndi hlutfallið breytast verulega ef skoðað væri tímabilið alveg frá ársbyrjun 2008.

14.9.6 Úttektir stærstu eigenda hlutdeildarskírteina og ályktanir

Rannsóknarnefndin skoðaði nánar úttektir hóps stærstu eigenda hlutdeildarskírteina m.t.t. upphæða og starfsstöðva. Af þeim samanburði er ljóst að þó nokkur munur var á milli hæstu stöðu og úttekta hjá tengdum aðilum annars vegar og ótengdum aðilum hins vegar á því tímabili sem athugunin tók til. Gögnin sem rannsóknarnefndin hafði til greiningar voru stöðugögn fyrir mánaðarlok hjá litlum hluta sjóða í rekstri rekstrarfélaganna þriggja. Til að gera betri greiningu þyrfti að hafa aðgang að færsluskrám til að sjá hvenær stærstu innlausnir áttu sér stað og hvort annað markvert gerðist á tímabilinu. Rannsóknarnefnd Alþingis vekur hins vegar athygli á því hversu mörg fyrirtæki tengd þeim aðilum sem voru í úrtaki nefndarinnar seldu nær öll hlutdeildarskírteini sín á tímabilinu.

Greiningin sem birtist hér að ofan er því einungis grunngreining á hreyfingum eigna hlutdeildarskírteinishafa og eins og nánar kemur fram í kafla 22 vísar nefndin því til ríkissaksóknara, og þar með eftir atvikum Fjármálaeftirlitsins og sérstaks saksóknara, að nánar verði hugað að breytingum á eignastöðu hlutdeildarskírteinishafa á árinu 2008 og þá m.a. í ljósi þess hvort ætla megi að munur hafi verið á aðgengi þessara aðila að upplýsingum um stöðu sjóðanna með tilliti til þeirra reglna sem gilda um meðferð þeirra upplýsinga.

Mynd 76
Tímabil stærstu úttektar
Eign í sjóði hærri en 30 milljónir króna



Heimild: Landsvaki hf., Glitnir sjóðir hf., Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

14.10 Hvernig var eftirliti Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum háttað?

14.10.1 Almennt

Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum samkvæmt 7. tölul. 1. mgr. 2. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi og lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Samkvæmt 66. gr. laga nr. 30/2003 hefur Fjármálaeftirlitið eftirlit með því að starfsemi verðbréfasjóða, fjárfestingarsjóða, rekstrarfélaga og vörslufyrirtækja sé í samræmi við lög og reglugerðir sem um þessa aðila gilda. Fjármálaeftirlitið hefur aðgang að öllum gögnum og upplýsingum hjá þeim aðilum sem lögin taka til og það telur nauðsynleg vegna eftirlitsins. Um eftirlitið gilda, eftir því sem við getur átt, lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Telji Fjármálaeftirlitið að starfsemi brjóti gegn ákvæðum laganna, reglugerða og reglna settra samkvæmt þeim, eða sé að öðru leyti óeðlileg, óheilbrigð eða ótraust getur það veitt viðkomandi hæfilegan frest til úrbóta nema brot séu alvarleg. Samkvæmt framansögðu eru lagaheimildir Fjármálaeftirlitsins víðtækar og hefur stofnunin skilyrðislaust aðgang að öllum gögnum sem nauðsynleg eru vegna eftirlitsins.

Athugun rannsóknarnefndar Alþingis hefur leitt í ljós að eftirlit Fjármálaeftirlitsins fólst fyrst og fremst í því að fylgjast með því að rekstrarfélögin sinntu lögmæltum skýrsluskilum. Ekki verður ráðið að vettvangsrannsóknir hafi farið fram fyrr en árið 2007. Skýrslugerð snerti marga fleti á starfsemi rekstrarfélaga og sjóða og tíðni skýrsluskila var misjöfn eins og sést í töflunni á næstu síðu.

Tafla 24. Skýrsluskil til Fjármálaeftirlitsins

	Fjöldi skýrslna árlega
Ársreikningur verðbréfasjóðs	1
Árshlutauppgjör verðbréfasjóðs	1
Ársfjórðungslegt efnahagsyfirlit verðbréfasjóðs	4
Sundurliðun fjárfestinga (fyrri hluti)	6
Sundurliðun fjárfestinga (seinni hluti)	6
Fjárfestingarstefna verðbréfa- og fjárfestingarsjóða	6
Eiginfjárhlutfall rekstrarfélags	2
Eiginfjárhlutfall rekstrarfélags á COREP formi	2
Stórar áhættuskuldbindingar verðbréfasjóða (fyrri hluti)	2
Stórar áhættuskuldbindingar verðbréfasjóða (seinni hluti)	2
Viðskipti verðbréfasjóðs við tengda aðila	6
Skýrsla frá endurskoðanda um viðskipti fjármálafyrirtækis við venslaða aðila	1
Skýrsla um innra eftirlit	1
Skýrsla endurskoðanda um endurskoðun ársreiknings	1
Samtals árlegar skýrslur	41
þ.a. skýrslur fyrir rekstrarfélag	6
þ.a. skýrslur fyrir sjóð	35

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Af yfirlitinu má ráða að tilgangurinn með skýrslunum sé að gefa haldgott yfirlit yfir starfsemi rekstrarfélaga og sjóði þeirra. Þannig innihalda skýrslur um sundurliðun fjárfestinga allar helstu upplýsingar sem máli skipta til eftirlits m.a.:[96]

- Nafn útgefanda.
- Auðkenni verðbréfs.
- Tegund fjárfestingar (skuldabréf, hlutabréf o.s.frv.).
- Skráningu bréfs.
- Fjölda nafnverðseininga.
- Gengi viðkomandi gernings á skýrsluskiladegi.
- Gjaldmiðil viðkomandi gernings á skýrsluskiladegi.
- Bókfært verð eignar.

Einnig hafði Fjármálaeftirlitið samkvæmt yfirlitum um skýrsluskil upplýsingar um viðskipti tengdra aðila. Þær upplýsingar fengust jafnt beint frá rekstrarfélögum og endurskoðendum rekstrarfélaganna en einnig hafði eftirlitið aðgang að skýrslum innri endurskoðenda. Rannsóknarnefndin óskaði eftir öllum skýrslum um þá sjóði sem helst voru til skoðunar fyrir tímabilið 2005–2008. Skýrslur bárust fyrir árin 2007–2008 en skýrslur fyrri ára voru ekki til á rafrænu formi.

Þegar Fjármálaeftirlitið fékk sendar skýrslur frá sjóðunum fór starfsmaður eftirlitsins yfir þær m.t.t. þess hvort sjóðurinn starfaði samkvæmt lögum, fjárfestingastefnu sjóðsins og leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins. Skýrsluskil voru að jafnaði eigi síðar en 30 dögum eftir uppgjörsdag. Starfsmenn Fjármálaeftirlitsins virðast ekki hafa farið skipulega yfir fjárfestingar í tímaröð, þ.e. fylgt eftir þeim breytingum sem urðu á stöðu einstakra verðbréfa milli mánaða.

96. Við athugun rannsóknarnefndar Alþingis hefur verið stuðst við þessar upplýsingar.

14.10.2 Hversu margir starfsmenn sinntu eftirliti 2005–2008?

Frá árinu 2005 var eftirlit með verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum eitt til tvö stöðugildi hjá Fjármálaeftirlitinu, þar af var lögfræðingur í 70% starfi. Fjárhagslegt eftirlit með rekstrarfélögunum og verðbréfasjóðunum var á lánasviði. Samkvæmt skýrslum sem teknar voru af starfsmönnum Fjármálaeftirlitsins og gögnum sem nefndinni bárust var enginn starfsmaður við fjárhagslegt eftirlit frá nóvember 2006 til nóvember 2007 enda var starfsmaðurinn sem sinnti starfinu í löngu leyfi en frá nóvember 2006 og fram í maí 2007 vann hann þó engu að síður tæplega 300 vinnustundir.[97] Þá var ráðinn inn einn nýr starfsmaður til að sinna því eftirliti.

Samkvæmt yfirliti yfir ábyrgðarmenn sjóða frá 2008 virðast hafa verið tveir ábyrgðarmenn með fjárhagslegu eftirliti og annar þeirra sinnt eftirliti með öllum rekstrarfélögum stóru bankanna þriggja og sjóðum þeirra. Heildarfjöldi sjóða undir eftirliti viðkomandi starfsmanns var 67, þar af 12 hjá Glitni sjóðum, 22 hjá Landsvaka og 33 hjá Rekstrarfélagi Kaupþings banka. Starfsmaðurinn hafði eftirlit með öllum sjóðum óháð formi, gjaldmiðlum eða fjárfestingum. Tveir ábyrgðarmenn sinntu lögfræðilegu eftirliti. Af rafrænu yfirliti Fjármálaeftirlitsins yfir skýrsluskil verðbréfasjóða má ráða, sbr. töflu 24 hér að ofan, að hver sjóður hafi skilað um 35 skýrslum á ári, en hvert rekstrarfélag hafi skilað um 6 skýrslum. Samkvæmt því þurfti starfsmaður, sem hafði eftirlit með sjóðum rekstrarfélaganna þriggja, að fara yfir 35 skýrslur fyrir hvern hinna 67 sjóða árlega eða um 2.345 skýrslur. Einnig þurfti starfsmaðurinn að fara yfir 18 skýrslur um rekstrarfélögin þrjú.

Af gögnum málsins verður ekkert ráðið um það hvort starfsmennirnir hafi eingöngu sinnt þessu eftirliti eða haft víðtækara ábyrgðarsvið en fram kom í skýrslutökum að starfsmenn sem sinntu fjárhagslegu eftirliti sinntu einnig öðrum þáttum, svo sem vettvangsrannsóknum.[98]

Miðað við þann fjölda skýrslna sem Fjármálaeftirlitinu berst má færa rök fyrir því að þetta eftirlitssvið Fjármálaeftirlitsins hafi verið stórlega undirmannað. Þá verður ekki séð að einn og sami starfsmaður geti haft nægilega yfirsýn yfir svo marga sjóði. Viðkomandi þyrfti einnig að hafa mjög haldbæra þekkingu á ólíkum mörkuðum því eftirlit var óháð því hvort um var að ræða hlutabréfa- eða skuldabréfasjóði. Það er ljóst að stöðugildum vegna eftirlits með sjóðunum var ekki fjölgað í neinu samræmi við vöxt sjóðanna en eignir sjóða undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins jukust úr 173 milljörðum króna í árslok 2003 í 627 milljarða króna í árslok 2007 eða um rúm 260%.

Fjármálaeftirlitið gekk eftir því að lögmæltum skýrsluskilum væri sinnt, að skýrslur væru rétt útfylltar og að fjárfestingar sjóðanna hefðu verið innan heimilda. Hins vegar virðist annars konar frumkvæðiseftirlit ekki hafa átt sér stað, t.d. með verðmyndun á markaði, undirliggjandi verðmæti bréfa í sjóðunum eða með því hversu stórt hlutfall af útgáfu verðbréfaflokks viðkomandi sjóður keypti, þrátt fyrir ákvæði 39. gr. laga nr. 30/2003 sem fjalla um takmarkanir á eignasafni. Ekki virðist heldur hafa verið kallað eftir skýrslum án fyrirvara, þ.e. Fjármálaeftirlitið hélt sig eingöngu við reglubundin skýrsluskil og frá og með 2007 vettvangsrannsóknir, sbr. kafla 14.10.3.

97. Með fjárhagslegu eftirliti er átt við að starfsmaður fari yfir fjárfestingar sjóða og gangi úr skugga um að þær samrýmist lögum og reglum sem gilda um sjóði.
98. Skýrsla Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 2.

14.10.3 Vettvangskannanir Fjármálaeftirlitsins

14.10.3.1 Almennt

Fjármálaeftirlitinu er heimilt að gera vettvangskannanir eða óska upplýsinga á þann hátt og svo oft sem það telur þörf á, sbr. 1. mgr. 9. gr. laga nr. 87/1998, en þessi heimild hefur verið í lögunum frá upphafi. Af gögnum málsins virðist sem Fjármálaeftirlitið hafi ekki nýtt sér heimildir til vettvangskannana hjá rekstrarfélögunum fyrr en í lok árs 2007. Á tímabilinu nóvember 2007 til október 2008 fór Fjármálaeftirlitið í þrjár vettvangskannanir. Sú fyrsta var almenn vettvangskönnun á starfsemi, sjálfstæði (óhæði) og fjárfestingum sjóðanna. Önnur vettvangskönnunin fór fram á tímabilinu maí til júní 2008 en í þeirri könnun var óhæði rekstrarfélaganna aftur skoðað. Síðasta vettvangskönnunin var svo framkvæmd í nóvember 2008 og sneri hún að markaðssetningu sjóðanna.

14.10.3.2 Almenn vettvangskönnun í nóvember 2007

Í nóvember og desember 2007 fór Fjármálaeftirlitið í vettvangskönnun til stóru rekstrarfélaganna þriggja vegna fjárfestinga og óhæðis.[99] Könnunin laut aðallega að peningamarkaðssjóðum rekstrarfélaganna en í minnisblaði starfsmanna Fjármálaeftirlitsins kemur fram að „[í] nóvember og desember hóf Fjármálaeftirlitið athugun á Peningamarkaðssjóðum rekstrarfélaga verðbréfasjóða“. Samkvæmt gögnum rannsóknarnefndarinnar hafði Seðlabanki Íslands stuttu áður sent eftirlitinu athugasemdir vegna fjárfestinga sjóðanna en þær athugasemdir beindust aðallega að eignasamsetningu sjóðanna.[100] Niðurstaða Fjármálaeftirlitsins af þessari vettvangskönnun samkvæmt minnisblaði starfsmanna var sú að gera ekki athugasemdir við fjárfestingar sjóðanna. Aftur á móti voru gerðar athugasemdir við forsendur fjárfestinga í innlánum hjá öllum sjóðunum og það að peningamarkaðssjóðir Landsvaka hefðu farið fram úr fjárfestingarheimildum. Einnig voru gerðar athugasemdir við óhæði félagsins gagnvart móðurfélaginu þar sem stjórn rekstrarfélagsins var að fullu skipuð starfsmönnum Landsbankans og því voru allir stjórnarmenn vanhæfir þegar kom að ákvörðunum um fjárfestingar í verðbréfum bankans og tengdra félaga.

Um það leyti sem vettvangskannanir stóðu yfir í desember 2007 hafði Landsvaki þegar hafið töku tryggginga fyrir verðbréfum útgefnum af Baugi, sbr. umfjöllun í kafla 14.5. Af því má ráða að Landsvaki mat stöðu Baugs ekki eins trausta og verðlagning bréfanna gaf til kynna. Fjármálaeftirlitið gerði ekki athugasemdir við þessar fjárfestingar. Það gefur til kynna að annað hvort hafi eftirlitinu ekki verið um þetta kunnugt eða að það hafi samþykkt töku slíkra trygginga. Ekkert verður ráðið um þetta af minnisblaði starfsmanna Fjármálaeftirlitsins. Einnig vekur athygli að á sama tíma var Peningamarkaðssjóður Rekstrarfélags Kaupþings banka farinn að draga verulega úr fjárfestingum í eignarhaldsfélögum tengdum bönkunum og fjárfesti fremur í innlánum. Það bendir því ekkert til þess að tapsáhætta Peningamarkaðssjóðs Kaupþings hafi verið minni en hinna sjóðanna. Staða Sjóðs 9, stærsta peningamarkaðssjóðs Glitnis sjóða, var ekki síður athyglis-

99. Afrakstur könnunarinnar var hins vegar rýr, þ.e. einungis bréf FME til framkvæmdastjóra rekstrarfélaganna að lokinni athugun og eitt minnisblað starfsmanna FME.
100. Tölvubréf Tryggva Pálssonar til Jónasar Fr. Jónssonar dags. 21. nóvember 2007 og minnisblað starfsmanns Fjármálasviðs Seðlabanka Íslands frá nóvember 2007.

verð undir lok árs 2007. Hlutfall verðbréfa eignarhaldsfélaga var alls um 65% af heildarverðbréfasafninu, þau voru að stærstum hluta í félögum tengdum Glitni banka, og fjárfesting í ríkistryggðum bréfum var aðeins um 0,4% af heildarverðbréfasafninu. Auk þess voru að jafnaði 46% heildarverðmæta sjóðsins bundin í innlánum á árunum 2006 og 2007.

Þrátt fyrir að Fjármálaeftirlitið hafi ekki gert athugasemdir við fjárfestingar peningamarkaðssjóða taldi eftirlitið tilefni til að benda öllum rekstrarfélögunum sérstaklega á 2. mgr. 15. gr. og 19. gr. laga nr. 30/2003, sem taka annars vegar til þess að rekstrarfélög skuli vera óháð í störfum sínum og ætíð hafa hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi og hins vegar að þau skuli starfrækja verðbréfasjóði í samræmi við góða viðskiptahætti og venjur með trúverðugleika markaðarins og hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi. Þetta rennir stoðum undir það að Fjármálaeftirlitið hafi á þessum tíma talið að óhæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum og fyrirtækjum þeim tengdum hafi verið fremur lítið.

14.10.3.3 Vettvangskönnun vegna óhæðis í maí 2008

Fjármálaeftirlitið gerði í maí 2008 úttekt á öllum rekstrarfélögunum. Markmiðið var að meta óhæði þeirra skv. 15. gr. laga nr. 30/2003 og leiðbeiningar Fjármálaeftirlitsins nr. 5/2003. Einnig var athugaður aðskilnaður rekstrar og vörslu, þar sem vörsluaðilar voru gjarnan móðurfélög rekstrarfélaganna. Í kafla 14.7 að framan er vikið að meginatriðum þessarar rannsóknar.

Helstu athugasemdir Fjármálaeftirlitsins við starfsemi Landsvaka voru þessar:

- Óhæði stjórnarmanna væri ekkert þar sem þeir væru allir starfsmenn móðurfélagsins. Einnig sætu þeir fundi og tækju ákvarðanir sem varði Landsbankann, en slíkt sé óheimilt skv. 2. mgr. 55 gr. laga nr. 161/2002.
- Fjárfestingarráð væri skipað tveimur starfsmönnum móðurfélagsins sem aðgang hefðu að trúnaðarupplýsingum sem ekki ættu að berast milli fjármálafyrirtækja.
- Fjárfestingar sjóðasjóða Landsvaka, t.d. Safnbréf varfærin og Safnbréf blönduð, væru eingöngu í öðrum sjóðum Landsvaka og ekki væri leitað tilboða annars staðar. Sjóðstjóri og framkvæmdastjóri hefðu því brotið gegn 2. mgr. 15. gr. laga nr. 30/2003.
- Athugasemdir voru gerðar við áform um að skipa bankastjóra Landsbankans í stjórn Landsvaka.
- Veikleikar væru á eftirliti og utanumhaldi með aðgangsheimildum að upplýsingatæknikerfum Landsvaka.
- Áhættustýringu hefði verið útvistað til Landsbankans án heimildar Fjármálaeftirlitsins.

Fjármálaeftirlitið óskaði eftir umbótum á ofangreindum þáttum þegar í stað, að öðru leyti en því að áhættustýring skyldi vera í höndum Landsvaka eigi síðar en að þremur mánuðum liðnum. Var það mat eftirlitsins að óhæði Landsvaka væri „ekki í nægilega góðu horfi“. Landsvaki sinnti þó ekki athugasemdum Fjármálaeftirlitsins nægilega vel. Sem dæmi má nefna að í lok október 2008, eftir fall bankanna, voru stjórnarmenn Landsvaka allir starfsmenn

Landsbankans auk þess sem bankastjórar sátu í stjórninni. Fjárfestingarráð var enn að hluta skipað starfsmönnum Landsbankans og tóku því starfsmenn bankans enn þátt í ákvörðunum um einstakar fjárfestingar sjóða Landsvaka. Samkvæmt skýrslu starfsmanna Fjármálaeftirlitsins fyrir rannsóknarnefnd Alþingis var endanleg skýrsla vegna óhæðis ekki birt Landsvaka fyrr en í febrúar 2009, en vinnu við skýrslurnar var ekki lokið fyrr vegna falls bankanna.[101]

Helstu athugasemdir Fjármálaeftirlitsins við starfsemi Glitnis sjóða voru þessar:

- Framkvæmdastjóri eignastýringar Glitnis ætti fast sæti í stjórn Glitnis sjóða, en slíkt væri andstætt 63. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög.
- Framkvæmdastjóri eignastýringar Glitnis væri jafnframt stjórnarformaður Glitnis sjóða. Þar sem stjórn ætti að hafa eftirlit með störfum félagsins samræmdist það ekki eðlilegum viðskiptaháttum, sbr. 19. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki, að sami aðili gegndi báðum störfunum.
- Framkvæmd aðgangstakmarkana að upplýsingakerfum rekstrarfélagsins samræmdist ekki heilbrigðum viðskiptaháttum.
- Stjórnarmenn Glitnis sjóða, sem einnig væru starfsmenn Glitnis, vikju ekki af fundi þegar fjárfestingar í bankanum og tengdum félögum væru ræddar.
- Áhættustýringu hefði verið útvistað til Glitnis án heimildar Fjármálaeftirlitsins.

Fjármálaeftirlitið óskaði eftir umbótum en fram kemur í skýrslunni að Glitnir sjóðir hafi þegar lagfært einstaka þætti. Hins vegar mótmælti rekstrarfélagið athugasemdum um framkvæmdastjóra félagsins. Lokamat Fjármálaeftirlitsins var að óhæði Glitnis sjóða væri „ekki í nægilega góðu horfi“.

Helstu athugasemdir Fjármálaeftirlitsins við starfsemi Rekstarfélags Kaupþings voru þessar:

- Framkvæmdastjóri eignastýringar Kaupþings banka væri stjórnarformaður rekstarfélagsins. Hann setti saman fjárfestingarteymi innan rekstrarfélagsins, en slíkt væri brot á 1. mgr. 55. gr. laga nr. 161/2002. Þá segir í skýrslu FME: „Seta hans í stjórn rekstrarfélagsins er til þess fallin að valda þeim hagsmunaárekstrum að hann getur, sem stjórnarmaður, fengið upplýsingar sem eiga leynt að fara og ekki berast á milli tveggja fjármálafyrirtækja […] sem eru í samkeppni við hvort annað.“
- Aðkoma stjórnarformanns rekstrarfélagsins að daglegum rekstri væri brot á reglum félagsins.
- Framkvæmdastjóri hefði ekki lokið prófi í verðbréfaviðskiptum sem væri brot á 53. gr. laga nr. 161/2002 og einnig brot á samþykktum rekstrarfélagsins.
- Enginn stjórnarmaður væri óháður móðurfélaginu. Þeir væru því allir vanhæfir til að fjalla um málefni sem tengdust Kaupþingi banka og tengdum félögum.

101. Skýrsla Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 12–17.

– Framkvæmdastjórar áhættustýringar og eignastýringar Kaupþings banka ættu sæti í stjórn. Þeir væru því vanhæfir til að fjalla um málefni sem tengist samkeppnisaðilum bankans, svo sem Landsbankanum eða Glitni, þar sem trúnaðargögn um kjör viðkomandi banka gætu borist á milli tveggja fjármálafyrirtækja sem lögum samkvæmt beri að greina á milli.
– Fjárfestingar sjóðasjóða Kaupþings, t.d. Verðbréfavals 2–5, væru eingöngu í öðrum sjóðum rekstrarfélagsins og ekki væri leitað tilboða annars staðar. Fjármálaeftirlitið teldi sjóðstjóra og framkvæmdastjóra því brjóta gegn 2. mgr. skv. 15. gr. laga nr. 30/2003.
– Rekstrarfélagið hefði ekki sérstaka heimasíðu og erfitt væri að finna upplýsingar um félagið eða rekstur þess á heimasíðu Kaupþings banka. Rekstrarfélagið bætti úr þessu en í tölvuskeyti starfsmanns Kaupþings kom fram að félagið myndi ekki „nota þessa síðu og [mælast] til að sjóðasíða Kaupþings [væri] notuð. Vefsíða rekstrarfélagsins […væri] mjög basic og [innihéldi] einungis nauðsynlegar upplýsingar er [varði] félagið“. Fjármálaeftirlitið gerði alvarlegar athugasemdir við þetta og taldi slíkt vera tilraun til þess að blekkja eftirlitsaðila sem gæti leitt til sviptingar starfsleyfis.
– Áhættustýringu safna væri ekki útvistað heldur hefði hver sjóðstjóri eftirlit með viðkomandi sjóði. Fjármálaeftirlitið gerði athugasemdir við að sjóðstjórar hefðu eftirlit með sjálfum sér.

Aftur óskaði Fjármálaeftirlitið eftir úrbótum þegar í stað. Var það lokamat eftirlitsins að óhæði Rekstrarfélags Kaupþings væri „ekki í nægilega góðu horfi“.

14.10.3.4 Samantekt um vettvangskannanir

Í skýrslum, sem gerðar voru vegna úttektarinnar árið 2007, voru gerðar athugasemdir við óhæði allra rekstrarfélaganna. Þær sneru aðallega að því að aðgreining milli móðurfélaganna, bankanna, og dótturfélaganna, rekstrarfélaganna, væri ófullnægjandi. Einnig er ljóst af skýrslu Fjármálaeftirlitsins að rekstur og starfsemi rekstrarfélaganna hafði verið í svipuðu horfi í nokkurn tíma fyrir júní 2008 og því er lýst að í ýmsum tilvikum væri hún ekki í samræmi við lög.

Athygli vekur að Fjármálaeftirlitið beitti ekki nema í takmörkuðum mæli valdheimildum sínum af ofangreindum tilefnum. Þá gerði stofnunin ekki reka að því fyrr en árið 2008 að gera úttekt á félögunum með tilliti til óhæðis en ráða má af minnisblaði frá fyrri vettvangsheimsókn í nóvember 2007 að Fjármálaeftirlitinu hafi verið fullljóst, jafnvel fyrir 2003, að óhæði rekstrarfélaganna var ófullnægjandi.[102] Það má einnig teljast skýrt m.t.t. inngangskafla í leiðbeinandi tilmælum nr. 5/2003 sem fjallað er um hér að ofan.

Fjármálaeftirlitið veitti einnig mjög rúman tímafrest til lagfæringa þar sem kröfur um úrbætur urðu ekki virkar fyrr en við birtingu lokaskýrslu, sem var eftir fall bankanna. Í skýrslutökum var starfsmaður Fjármálaeftirlitsins inntur eftir skýringum á því hvers vegna eftirlitið tók ekki dýpra í árinni og

102. Sbr. minnisblað vegna vettvangsrannsóknar í nóvember og desember 2007. Af texta þar má ráða að FME hafi vitað um ófullnægjandi óhæði fyrir gildistöku laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði.

beitti jafnvel viðurlögum. Starfsmaðurinn kvað að slíkt hefði „ekki tíðkast“ og að forstjóri Fjármálaeftirlitsins hefði verið mjög áhugalaus um allt sem viðkom eftirliti með sjóðum.[103]

Þá skal þess getið að í nóvember 2008 fór fram vettvangskönnun vegna markaðssetningar sjóðanna. Rannsóknarnefndin óskaði eftir gögnum varðandi téða könnun, en Fjármálaeftirlitið hafði ekki lokið skýrslugerð vegna hennar í byrjun árs 2010. Nefndinni bárust hins vegar tölvuskeyti sem Fjármálaeftirlitinu voru send í vettvangskönnuninni og hefur rannsóknarnefnd Alþingis stuðst við þau skeyti í umfjöllun í kafla 14.8.

14.10.4 Leiðbeinandi tilmæli Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitinu er heimilt að gefa út og birta opinberlega almenn leiðbeinandi tilmæli um starfsemi eftirlitsskyldra aðila, enda varði málefnið hóp eftirlitsskyldra aðila, sbr. 2. mgr. 8. gr. laga nr. 87/1998. Með stoð í þessari heimild hafa verið gefin út leiðbeinandi tilmæli sem snerta verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Þessi tilmæli hafa ekki lagastoð í hefðbundnum skilningi. Þau eru því ekki skuldbindandi á sama hátt og ákvæði reglugerða og reglna sem settar eru með sérstakri heimild í lögum. Hugsunin að baki tilmælunum er hins vegar sú að þau geti orðið grundvöllur krafna Fjármálaeftirlitsins um úrbætur með tilvísun til heilbrigðra og eðlilegra viðskiptahátta.[104] Það er hlutverk Fjármálaeftirlitsins að fylgjast með því að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. 1. mgr. 8. gr. laga nr. 87/1998. Leiðbeinandi tilmæli geta því haft þýðingu við túlkun ákvæðisins þegar Fjármálaeftirlitið metur hvort viðskiptahættir teljast heilbrigðir og eðlilegir.

Fjármálaeftirlitið setti ýmis leiðbeinandi tilmæli sem koma til skoðunar í tengslum við rekstur verðbréfa- og fjárfestingarsjóða. Um var að ræða leiðbeinandi tilmæli nr. 5/2003 um aðskilnað og vörslu og óhæði rekstrarfélaga verðbréfasjóða, leiðbeinandi tilmæli nr. 3/2004 um útdrætti úr útboðslýsingum verðbréfasjóða og leiðbeinandi tilmæli nr. 2/2006 um afleiðunotkun verðbréfasjóða. Um starfsemi rekstrarfélaga giltu einnig leiðbeinandi tilmæli um efni reglna skv. 2. mgr. 54. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.

Í leiðbeinandi tilmælum nr. 5/2003 er almennt fjallað um rekstur, vörslu og óhæði rekstrarfélaga. Í inngangshluta kemur sérstaklega fram að Fjármálaeftirlitið hafi fyrir setningu laga nr. 30/2003 gert athugasemdir við fyrirkomulag á rekstri og vörslu eigna fjárfestingarsjóða, sem eftirlitið taldi brjóta í bága við þágildandi lög nr. 10/1993. Af því má draga þá ályktun að Fjármálaeftirlitið hafi fyrir setningu laga nr. 30/2003 gert sér ljóst að óhæði rekstrarfélaganna væri næsta lítið. Rík ástæða var til að bregðast við því ástandi með útgáfu leiðbeinandi tilmæla. Aftur á móti brugðust rekstrarfélögin ekki við tilmælunum þegar þau voru sett en fullyrða má að starfsemi þeirra hafi í veigamiklum atriðum stangast á við tilmælin. Þrátt fyrir það verður ekki ráðið að Fjármálaeftirlitið hafi fylgt eftir tilmælunum gagnvart rekstrarfélögunum fyrr en við vettvangsrannsókn í júní 2008.

Í leiðbeinandi tilmælum nr. 3/2004 er fjallað um hvað þurfi að vera til staðar í útdráttum úr útboðslýsingum verðbréfasjóða. Tilmælin fela í sér ítarlegan lista yfir þau atriði sem þurfa að koma fram og með hvaða hætti þau

103. Skýrsla Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 11.
104. Alþt. 1999–2000, A-deild, bls. 1809–1810.

skuli sett fram í útdrættinum. Efnislega eru tilmælin vel útfærð miðað við þann tilgang sem þau eiga að þjóna. Gallinn er sá að eftirlit Fjármálaeftirlitsins með því að þeim sé fylgt felst fyrst og fremst í því að ganga úr skugga um að tilteknum formsatriðum hafi verið fylgt (e. „box-ticking"). Athygli vekur að Fjármálaeftirlitið taldi þörf á að gefa út ítarleg leiðbeinandi tilmæli um útdrátt úr útboðslýsinum en engin tilmæli voru gefin út um áhættustýringu eða áhættumat á sjóðum. Í framangreindum tilmælum er að vísu að finna tilvísun til þeirra almennu áhættuþátta sem geta haft áhrif á sjóðina og mælst til að þeim sé raðað eftir mikilvægi í útboðslýsingunni.

Einn alvarlegasta veikleika leiðbeinandi tilmæla nr. 3/2004 er finna í kafla 3.2.4 „Viðbótarbirting tölfræðilegs mælikvarða áhættu". Þar er heimild til handa sjóðum sem starfræktir hafa verið í eitt ár til að birta tölfræðilegan mælikvarða áhættu með *einni tölu eða orði*, byggðu á verðbreytingum sjóðs. Í viðauka II við tilmælin er formúla um útreikning ávöxtunar og verðbreytileika (flökts). Á grundvelli þessara leiðbeininga birtu sjóðir upplýsingar um áhættu sjóðanna sem *eingöngu voru byggðar á flökti ávöxtunar*. Flökt ávöxtunar er hins vegar eingöngu einn mælikvarði á áhættu ávöxtunar í verðbréfasafni og koma þar mun fleiri þættir við sögu, sem eftirlitið telur sjálft upp í kafla 3.2.2 í tilmælunum, svo sem frammistöðuáhætta, höfuðstólsáhætta, mótaðilaáhætta o.s.frv. Aftur á móti er ekki gert ráð fyrir að þessir áhættuþættir séu teknir inn í tölfræðilegan mælikvarða. Af þessu má draga þá ályktun að áhætta þessara sjóða hafi verið stórlega vanmetin enda þótt hún hafi verið birt í samræmi við fyrrnefnd leiðbeinandi tilmæli. Starfsmenn Fjármálaeftirlitsins virðast hafa gert sér grein fyrir því að þeir mælikvarðar sem miðað var við væru villandi. Starfsmennirnir virtust þó ekki átta sig á því að rekstrarfélögin/sjóðirnir byggðu áhættuupplýsingar eingöngu á útreikningi á flökti í samræmi við viðauka við leiðbeinandi tilmæli frá Fjármálaeftirlitinu sjálfu.[105]

Á grundvelli framangreinds mælikvarða gátu peningamarkaðssjóðir kynnt sig sem áhættuminnstu sjóði sem í boði væru hjá rekstrarfélögunum eins og þeir áhættukvarðar, sem fjallað var um hér að framan, bera með sér. Sjóðirnir fjárfestu aðallega í skammtímafjármálagerningum sem hafa minna flökt í ávöxtun en langtímagerningar. Af þessu leiddi að flökt ávöxtunar var mjög lágt – og þar með einnig tölfræðilegur mælikvarði áhættu samkvæmt framansögðu. Af þessu má draga þá ályktun að leiðbeinandi tilmæli Fjármálaeftirlitsins hafi ekki verið fullnægjandi mælikvarði á áhættu sjóðanna.

14.10.5 Hvernig beitti Fjármálaeftirlitið valdheimildum sínum?

Fjármálaeftirlitið hefur heimildir til að leggja stjórnvaldssektir á brotlegan aðila samkvæmt 68. gr. laga nr. 30/2003 en kveðið er á um sektir eða fangelsi í 70. gr. b–d. Þessum ákvæðum var breytt með lögum nr. 55/2007 um breytingar á lagaákvæðum um viðurlög við brotum á fjármálamarkaði. Með lögunum voru heimildir Fjármálaeftirlitsins auknar og lögfest heimild til álagningar stjórnvaldssekta en áður lágu aðeins refsiviðurlög við brotum á lögunum. Þá hefur Fjármálaeftirlitið heimild til þess að afturkalla staðfestingu verðbréfasjóðs eða fjárfestingarsjóðs hafi rekstrarfélag brotið með alvarlegum hætti eða ítrekað gegn lögunum, reglum, samþykktum eða

105. Skýrsla Halldóru E. Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 22. Sjá einnig skýrslu Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 19.

reglugerðum settum samkvæmt þeim, sbr. 9. gr. laganna. Fyrir breytingu laganna voru viðurlagaákvæði í 68. gr. (sektir), 69. gr. (sektir og fangelsi) og 70. gr. (refsiábyrgð lögaðila, tilraun og hlutdeild og fyrning sakar). Í þessum ákvæðum var skýrt kveðið á um refsiábyrgð vegna þeirrar háttsemi sem hér skiptir máli, svo sem vegna brota gegn reglum um óhæði og fjárfestingar. Auk framangreindra úrræða hafði Fjármálaeftirlitið víðtækar heimildir samkvæmt lögum nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, þar á meðal að gera athugasemdir við starfsemi rekstrarfélaganna og krefjast úrbóta.

Ekki verður séð af fyrirliggjandi gögnum að Fjármálaeftirlitið hafi nokkurn tíma látið reyna á framangreind viðurlög. Starfsmenn eftirlitsins staðfestu þetta í skýrslutökum hjá rannsóknarnefnd Alþingis.[106]

14.10.6 Ályktun rannsóknarnefndar Alþingis um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með sjóðunum

Heildarstærð peningamarkaðssjóða fór yfir 400 milljarða króna árið 2007 sem jafngildir um 31% af vergri landsframleiðslu (VLF). Í heild fór verðmæti verðbréfa- og fjárfestingarsjóða á vegum stóru bankanna þriggja yfir 900 milljarða króna í júní 2008 (61% af VLF) en þar af voru um 278 milljarðar í fagfjárfestasjóðum. Ljóst má vera að starfsmenn Fjármálaeftirlitsins sem komu að eftirliti með þessari starfsemi voru alltof fáir til að geta sinnt því með fullnægjandi hætti. Aðeins einn starfsmaður sinnti eftirliti með öllum verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum fram undir lok árs 2007. Það verður að telja næsta hæpið að einn starfsmaður geti haft sérfræðiþekkingu á fjölbreyttum fjárfestingum í skuldabréfum, hlutabréfum, flóknum afleiðum og framvirkum samningum. Hafa verður í huga að einvörðungu á vegum stóru bankanna þriggja voru 59 starfandi verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir um mitt ár 2007. Eini starfsmaður Fjármálaeftirlitsins í eftirliti með sjóðum fór í langt leyfi í nóvember 2006 en vann þó tæplega 300 vinnustundir frá þeim tíma og fram í maí 2007. Enginn var ráðinn í hans stað í heilt ár og voru sjóðirnir því í raun því sem næst án eftirlits á því tímabili. Slíkt verður að teljast alvarleg vanræksla af hálfu Fjármálaeftirlitsins á lögbundnum eftirlitsskyldum stofnunarinnar með verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum.

Eftirlitið virðist fyrst og fremst hafa falist í því að ganga úr skugga um að skýrslum væri skilað á réttum tíma og í réttu horfi. Þær athugasemdir sem Fjármálaeftirlitið gerði við starfsemi sjóðanna sneru einkum að formlegum atriðum í rekstrinum. Starfsmenn eftirlitsins virðast ekki hafa kannað annað en hvort sjóðirnir hafi uppfyllt formlegar kröfur laga, svo sem hvort fjárfestingar hafi verið innan tiltekinna marka o.s.frv. Engin minnisblöð hafa borist frá Fjármálaeftirlitinu þar sem starfsmenn gera athugasemdir eða greina frá áhyggjum sínum vegna fjárfestinga sjóðanna, hvorki samþjöppun né fjárfestinga í fjármálagerningum félaga sem ætla mætti að væru „tengdir aðilar“. Auk þess hafa ekki komið fram nein skjöl þar sem fram koma niðurstöður eigin kannana starfsmanna og ábendingar í því sambandi. Af því má ráða að lítill hvati eða möguleikar hafa verið fyrir starfsmenn eftirlitsins til að gera athuganir umfram lágmarkskröfur. Í ljósi þess hversu atkvæðalítið Fjármálaeftirlitið var gagnvart sjóðunum má spyrja hvort starfsmenn stofnunarinnar hafi gert sér grein fyrir þeirri áhættu sem fólst í starfsemi þeirra.

106. Skýrsla Halldóru E. Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 13 og 16–18. Sjá einnig skýrslu Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 12.

Ágætlega var staðið að vettvangskönnunum FME í nóvember og desember 2007 og maí 2008. Engu að síður má spyrja hvers vegna ekki var farið í vettvangskannanir fyrr en í desember 2007 en sú könnun varðaði fjárfestingar og óhæði. Í þessu sambandi verður að minnast sérstaklega á það sem áður er rakið að Fjármálaeftirlitinu virðist hafa verið ljóst þegar árið 2003 að óhæði væri ábótavant, eins og sérstaklega má ráða af leiðbeinandi tilmælum nr. 5/2003 frá 29. október 2003, um aðskilnað reksturs og vörslu og óhæði rekstrarfélaga verðbréfasjóða skv. 15. gr. laga nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Þar er á það bent að á liðnum misserum hafi „Fjármálaeftirlitið gert athugasemdir við fyrirkomulag á rekstri og vörslu eigna verðbréfasjóða þar sem það samrýmdist ekki lögum nr. 10/1993, sbr. tilskipun 85/611, og þeim hagsmunum sem löggjöfinni var ætlað að vernda". Að mati rannsóknarnefndar Alþingis er það ámælisvert að Fjármálaeftirlitið hafi ekki farið í vettvangskannanir fyrr en í árslok 2007 í ljósi þess að eftirlitið virðist um árabil hafa haft áhyggjur af óhæði rekstrarfélaganna.

Í þeim tilvikum sem Fjármálaeftirlitið gerði athugasemdir við að fjárfestingar brytu í bága við útgefna fjárfestingarstefnu voru tímamörk mjög rúm til lagfæringar. Hvað varðar athugasemdir um óhæði sem áður er lýst kom skýrt fram í skýrslum Fjármálaeftirlitsins að rekstrarfélögin andmæltu sterklega einstökum alvarlegum athugasemdum og virtu jafnvel að vettugi tilmæli hennar. Má þar nefna skipun bankastjóra Landsbankans í stjórn Landsvaka eftir mjög skýra ábendingu Fjármálaeftirlitsins um nauðsyn óhæðis.

Sjóðasvið Fjármálaeftirlitsins hafði ekkert eftirlit með viðskiptum starfsmanna sjóðanna eða aðila þeim tengdum eða viðskiptum sjóða sín á milli. Stofnunin fór ekki yfir verðlagningu eigna, hvorki við kaup né sölu. Ekki var kannað hversu stóran hluta af útgáfum einstakra verðbréfa sjóðirnir keyptu né heldur fylgst með viðskiptum með þau bréf. Þannig gat Fjármálaeftirlitið ekki gert sér grein fyrir því hvort sjóðirnir ættu viðskipti með hluta eignasafns síns sem gátu verið liður í að hækka verðmat eignanna. Þá voru forsendur „mark to market" aðferðafræði sjóðanna heldur ekki metnar. Fjármálaeftirlitið hafði ekki eftirlit með því hvernig gengi sjóðanna var reiknað og það var ekki fyrr en í lok árs 2008 að stofnunin sá að sjóðir Landsvaka voru skráðir með tvöfalt gengi.[107]

Sjóðasvið Fjármálaeftirlitsins hafði ekki eftirlit með áhættustýringu sjóðanna og var ekki meðvitað um hvernig mat móðurfélögin notuðu til að meta áhættu. Engin leiðbeinandi tilmæli voru gefin út um áhættumat sjóðanna.

Í skýrslum sem teknar voru af starfsmönnum Fjármálaeftirlitsins kom fram að upplýsingakerfi eftirlitsins væru í mjög slöku ástandi sem gerði eftirlit mun erfiðara en tilefni væri til. Ekki væri hægt að skoða tímaraðir nema handvirkt og öll yfirferð skýrslna væri handvirk. Slíkt gerði eftirlit með fjárfestingum sjóðanna mjög óskilvirkt.[108]

Fjármálaeftirlitið taldi sig tæpast geta staðið á því að takmarka fjárfestingar eða hlutast til um það með hvaða hætti verðbréfasjóðir fjárfestu svo lengi sem þeir voru tæknilega séð innan marka fjárfestingaheimilda laganna og fjárfestingarstefnu sjóðanna sjálfra, en hvort tveggja eru mjög rúmar heimildir. Þetta vekur sérstaka athygli þegar ákvæði 19. gr. laga nr. 30/2003 er haft í huga en þar er mælt fyrir um að rekstrarfélag skuli starfrækja verðbréfasjóði í samræmi við góða viðskiptahætti og með trúverðugleika markaðarins að

107. Skýrsla Halldóru Elínar Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 37.
108. Skýrsla Söru Sigurðardóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 8.

leiðarljósi. Fjármálaeftirlitinu bar einnig að fylgjast með að starfsemi rekstrarfélaga sem eftirlitsskyldra aðila væri í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. 8. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, en fyrir brot á þeim lögum skal refsað með sektum eða fangelsi allt að einu ári liggi ekki þyngri refsing við broti samkvæmt öðrum lögum, sbr. 20. gr. laganna.

Af framansögðu er ljóst að eftirlit Fjármálaeftirlitsins með starfsemi sjóðanna var fremur yfirborðskennt og fólst fyrst og fremst í því að fylgjast með að skýrsluskil væru í lagi. Fjármálaeftirlitið staðreyndi ekki sjálft þær upplýsingar sem fram komu í skýrslum með sjálfstæðri rannsókn. Má orða það svo að eftirlitið hafi verið fyrst og fremst formlegt („box-ticking“) en ekki efnislegt. Þá liggur fyrir að Fjármálaeftirlitið beitti í mjög takmörkuðum mæli þeim valdheimildum sem eftirlitinu voru fengnar að lögum.

Við skýrslutöku af yfirmanni sjóðasviðs hjá Fjármálaeftirlitinu kom fram að stofnunin hyggist efla eftirlit með fagfjárfestasjóðum.[109] Spyrja má, í ljósi þeirrar greiningar sem rannsóknarnefndin hefur gert, hvort ekki sé hyggilegra að Fjármálaeftirlitið sinni betur eftirliti með þeim sjóðum sem almennir fjárfestar hafa aðgang að og skerpi fremur á skilgreiningu fagfjárfesta.

14.11 Samandregnar ályktanir rannsóknarnefndar Alþingis um peningamarkaðssjóði

14.11.1 Ályktun um sjóðsform og þróun heildarverðmætis sjóða rekstrarfélaganna

Peningamarkaðssjóðir rekstrarfélaga, sem voru dótturfélög hinna föllnu banka, voru flestir fjárfestingarsjóðir. Fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða voru rýmri en verðbréfasjóða. Peningamarkaðssjóðirnir voru fyrst og fremst innlendir skuldabréfasjóðir sem fjárfestu í skuldabréfum útgefnum af íslenskum aðilum. Svo virðist sem aukin áhersla hafi verið lögð á fjárfestingarsjóði á kostnað verðbréfasjóða, sérstaklega frá miðju ári 2006. Afleiðingin var sú að fjárfestum var beint í sjóði sem fólu í sér meiri áhættu en verðbréfasjóðir. Samkvæmt skýringum starfsmanna rekstrarfélaga sjóðanna var mikil samkeppni um sem besta ávöxtun. Það vekur athygli að fjárfestingarsjóðum fjölgaði og heildarverðmæti þeirra jókst árið 2006 þegar fjármögnunarleiðir íslenskra fyrirtækja á evrópskum fjármagnsmörkuðum lokuðust vegna neikvæðrar umfjöllunar um íslensku bankana.

14.11.2 Ályktun um fjárfestingar peningamarkaðssjóðanna

Við skoðun á fjárfestingum peningamarkaðssjóða á vegum rekstrarfélaganna þriggja sést að allir fjárfestu þeir að meginstefnu í verðbréfum og innlánum hjá móðurfélagi viðkomandi rekstrarfélags eða félögum sem rannsóknarnefndin hefur við þessa athugun talið tengjast þeim eða eigendum bankanna. Þetta er eitt helsta einkenni fjárfestinganna. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis getur tilviljun ein ekki hafa ráðið þessum ákvörðunum um fjárfestingar.

Peningamarkaðssjóðirnir uxu hratt og urðu, að mati rannsóknarnefndar Alþingis, allt of stórir fyrir íslenskan verðbréfamarkað enda var framboð af traustum, auðseljanlegum verðbréfum mjög takmarkað. Þá var það einkenni

109. Skýrsla Halldóru Elínar Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 7. Sjá einnig frumvarp til laga um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði. Þskj. 295 – 259. mál (lagt fyrir Alþingi á 138. löggjafarþingi 2009–2010).

allra sjóðanna við fall bankanna að hlutfall ríkistryggðra verðbréfa í eignasafninu var allt of lágt miðað við það sem eðlilegt getur talist við rekstur sjóða af því tagi sem hér um ræðir. Benda má á að í fjárfestingarstefnu allra peningamarkaðssjóðanna var gert ráð fyrir háum efri mörkum leyfilegs hlutfalls verðbréfa ríkis og sveitarfélaga af heildarverðmæti sjóðanna.

Það einkennir einnig síðustu mánuðina fyrir fall bankanna að rekstarfélögin fjárfestu að nýju í verðbréfum tiltekinna útgefenda þegar kom að gjalddaga eldri verðbréfa. Þetta á einkum við Glitni sjóði og Landsvaka. Skuldir útgefenda voru þannig endurfjármagnaðar þegar kom að gjalddaga. Samhliða framlengingu skuldanna var leitast við að gæta hagsmuna þeirra sem höfðu fjárfest í sjóðunum með því að afla tryggingarréttinda hjá útgefendum. Þegar hér var komið sögu virðist starfsemi peningamarkaðssjóðanna fremur hafa svipað til hefðbundinnar útlánastarfsemi banka. Sú starfsemi, sem hér hefur verið lýst, samræmist aftur á móti ekki hlutverki peningamarkaðssjóða. Í þessu sambandi skal minnt á að með peningamarkaðsskjölum er átt við greiðsluhæf skjöl sem verslað er með á peningamarkaði og ætíð er hægt að meta til verðs, sbr. 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Draga má í efa að þau verðbréf, sem voru ekkert annað en greiðslufrestur á skuld sem útgefandi gat ekki greitt á gjalddaga, hafi fullnægt þessu skilyrði.

Fjármunir peningamarkaðssjóðanna voru að hluta til bundnir í innlánum hjá fjármálafyrirtækjum, að meginstefnu í móðurfélagi viðkomandi rekstrarfélags, en eins og áður segir getur tilviljun ein ekki hafa ráðið því vali. Telja má að hlutfall innlána peningamarkaðssjóða á vegum Glitnis sjóða og Landsvaka hafi verið eðlilegt fyrir sjóði af þessu tagi. Aftur á móti má gera athugasemdir við innlán Peningamarkaðssjóðs Kaupþings sem námu að jafnaði um helmingi eigna sjóðsins á árinu 2008 og 2/3 við slit sjóðsins. Eins og áður er rakið er ljóst að hefðu neyðarlögin ekki verið sett hefðu þessar innstæður svo gott sem glatast í heild sinni þótt staðan hefði væntanlega verið mismunandi eftir því hvaða eignir komu til ráðstöfunar við uppgjör á bönkunum. Fyrir setningu neyðarlaganna hefði staða einstakra hlutdeildarskírteinishafa verið betri ef þeir hefðu sjálfir bundið fé sitt á innlánsreikninga. Lágmarkstryggingarvernd hefði þá gilt um innlán þeirra en að því marki sem innlán sjóðanna voru á nafni rekstrarfélaganna, og þar með dótturfélaga bankanna, nutu þau ekki tryggingar af hálfu Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta, sbr. þágildandi ákvæði 6. mgr. 9. gr. laga nr. 98/1999. Af þessu leiðir að ekki er unnt að ályktа svo að betur hafi verið staðið að fjárfestingum í Peningamarkaðssjóði Kaupþings þótt við slit sjóðsins hafi útgreiðsluhlutfall til hlutdeildarskírteinishafa á endanum orðið hærra en í peningamarkaðssjóðum Glitnis sjóða og Landsvaka.

Rannsóknarnefnd Alþingis bendir á að við rannsókn hennar hafa komið fram gögn sem sýna að á fundi lánanefndar Landsbankans var því lýst yfir, samhliða afgreiðslu á umsókn um lánafyrirgreiðslu bankans, að ákveðið hefði verið að sjóðir Landsvaka keyptu skuldabréf útgefnum af umsækjanda um lán. Slík áhrif og tengsl bankans sem móðurfélags rekstrarfélagsins á ákvarðanir um fjárfestingar sjóða þess voru alls ekki samrýmanlegar þeim grundvelli sem fjárfestingar sjálfstæðra peningamarkaðssjóða eiga að byggjast á.

Rannsóknarnefnd Alþingis telur það verulega ámælisvert að sjóðir skyldu kaupa í heild alla útgáfu tiltekinna verðbréfa. Ef einn sjóður á heila útgáfu skuldabréfa má gera ráð fyrir að ekki sé til staðar virk verðmyndun á markaði með viðkomandi verðbréf og það getur haft áhrif á verðmæti safnsins.

Þar sem eignir sjóðanna eru skráðar á markaðsvirði eða síðasta söluvirði er eingöngu hægt að uppfæra verð eignanna með því að eiga viðskipti með þær.

Rannsóknarnefnd Alþingis telur einnig verulega ámælisvert að sjóðir eigi í viðskiptum með skuldabréf sín á milli í miklum mæli, þá sérstaklega ef kaupunum er snúið við innan skamms tíma og einnig ef að sami sjóðstjórinn á í hlut. Þarna geta verulegir hagsmunir verið í húfi, sérstaklega ef viðskiptin eru með lítinn hluta af stórri eign sjóðsins. Slík viðskipti geta haft veruleg áhrif til hækkunar á virðismati sjóðsins, án þess að ljóst sé að um raunverulegt markaðsvirði sé að ræða. Þessu til viðbótar er ljóst að lausafjárstýring sjóða á ekki að fara fram með viðskiptum á milli sjóða, heldur er eðlilegra að sjóðir séu með samning við aðra fjármálastofnun til að taka við skammtímasveiflum í lausu fé. Þar sem slík þjónusta hefur í för með sér kostnað má ætla að það yrði hvati til að koma í veg fyrir að fjárfestar í sjóðunum stunduðu skammtímatilfærslur. Slíku væri hægt að ná fram til dæmis með takmörkunum á því hvenær innlausn má fara fram, láta innlausn taka nokkra daga eða láta eigendur hlutdeildarskírteina greiða fast gjald fyrir innlausn.

Fjárfesting eins af sjóðum Landsvaka í skuldabréfi útgefnu af Björgólfi Guðmundssyni, þvert á vilja sjóðstjóra, vekur sérstaka furðu að áliti rannsóknarnefndarinnar enda rúmaðist fjárfestingin hvorki innan fjárfestingarstefnu sjóðsins né heldur reglna um fjárfestingar, sbr. 7. gr. reglugerðar nr. 792/2003.

14.11.3 Ályktun um áhættustýringu

Að mati rannsóknarnefndar Alþingis fullnægði fyrirkomulag áhættustýringar rekstrarfélaganna ekki þeim faglegu kröfum sem gera verður til þess konar starfsemi fjármálafyrirtækja. Þá skorti á að uppfylltar væru kröfur laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Þannig útvistuðu Glitnir sjóðir og Landsvaki áhættustýringu til móðurfélaganna, Glitnis banka og Landsbankans, án gilds útvistunarsamnings og án samþykkis Fjármálaeftirlitsins svo sem lög bjóða, sbr. 18. gr. laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði. Áhættustýringu Rekstrarfélags Kaupþings banka var ekki útvistað til móðurfélagsins. Aftur á móti sáu sjóðstjórar sjálfir um áhættustýringu sjóðanna en þannig höfðu þeir eftirlit með sjálfum sér.

Miðað við heildareignir rekstrarfélaganna þriggja árið 2007 verður að telja að umfang rekstrar þeirra hafi verið slíkt að æskilegt hefði verið „með tilliti til umfangs og eðlis starfsemi fyrirtækisins“, sbr. 2. mgr. 7. gr. reglugerðar nr. 995/2007 um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja, að þau kæmu á og viðhéldu óháðum starfseiningum sem sinntu áhættustýringu.

Af þeim mælikvörðum sem rekstrarfélögin notuðu til áhættumats er ljóst að hjá engu þeirra var um að ræða skipulagt mat á heildaráhættu sjóðanna. Matið virðist eingöngu hafa náð til einstakra skuldara en ekki heildarsamsetningar eigna í sjóðunum eða samfylgni ávöxtunar eignanna. Ekkert mat virðist hafa verið á gjaldþrotalíkum eða líkum á smitáhrifum gjaldþrota. Miðað við eignasamsetningu sjóðanna telur rannsóknarnefnd Alþingis að áhættumat sem hefði tekið tillit til heildarsamsetningarinnar hefði gefið réttari mynd af þeirri áhættu sem var til staðar innan sjóðanna.

14.11.4 Ályktun um sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum

Að mati rannsóknarnefndar Alþingis er ljóst að sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum, bönkunum, var verulega ábótavant. Starfsmenn rekstrarfélaganna höfðu mikil samskipti við móðurfélagið og starfsmenn þess, auk þess sem húsnæði var sameiginlegt. Þá voru launakerfi, launagreiðslur og bónusar tengdir móðurfélaginu að ýmsu leyti, sérstaklega í tilviki Landsvaka og Rekstrarfélags Kaupþings banka. Launafyrirkomulagið var meðal annars til þess fallið að starfsmenn rekstrarfélaganna tækju fremur mið af hagsmunum móðurfélagsins en hagsmunum eigenda hlutdeildarskírteina.

Skipan stjórna rekstrarfélaganna var einnig til þess fallin að draga úr sjálfstæði þeirra, enda voru stjórnirnar ýmist að meirihluta til eða alfarið skipaðar starfsmönnum bankanna. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis getur ekki skipt máli þótt um samstæðu hafi verið að ræða í skilningi félagaréttar. Um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði gilda sérstök lög nr. 30/2003 og samkvæmt 2. mgr. 15. gr. þeirra bar að tryggja óhæði rekstrarfélaganna alveg án tillits til samstæðusjónarmiða. Þetta er alveg sérstaklega ljóst þegar haft er í huga að móðurfélagið og dótturfélagið, bankinn og rekstrarfélagið, eru sjálfstæð fjármálafyrirtæki sem hvort um sig býr yfir upplýsingum sem leynt eiga að fara.

Að mati rannsóknarnefndar Alþingis var kynning á rekstrarfélögunum villandi. Látið var í veðri vaka að félögin væru hluti af viðkomandi móðurfélagi, bankanum, nánast eins og sérstök deild innan hans. Af því sem að framan er rakið má raunar ályktа að það hafi verið í samræmi við þá sýn sem starfsmenn höfðu af stöðu félaganna. Það breytir þó ekki því að slíkt fyrirkomulag stenst ekki kröfur laga. Sú kynning á rekstrarfélögunum sem að framan er lýst uppfyllti ekki þær kröfur sem gerðar eru í 51. gr. laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, en í 1. málsl. 1. mgr. greinarinnar segir að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila.

14.11.5 Ályktun um kynningarstarfsemi

Af þeim tölvubréfum sem rannsóknarnefnd Alþingis hefur skoðað og sendir voru í tengslum við kynningu á peningamarkaðssjóðum allra bankanna má ráða að sjóðirnir hafi ítrekað verið kynntir sem áhættulausir eða áhættulitlir. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis var þessi kynningarstarfsemi ekki í samræmi við þær kröfur sem gerðar eru í 51. gr. laga nr. 30/2003 og gerð er grein fyrir hér að framan. Fullyrðingar um að fjárfestingarsjóðir séu áhættulitlir eða áhættulausir standast vitaskuld ekki.

14.11.6 Ályktun um eftirlit Fjármálaeftirlitsins með verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum

Eftirlit Fjármálaeftirlitsins með verðbréfasjóðum og fjárfestingarsjóðum var ófullnægjandi. Aðeins einn starfsmaður hafði eftirlit með öllum verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum allt fram undir árslok 2007 en þá var þeim fjölgað. Raunar var lítið eftirlit með sjóðunum um eins árs skeið, eða frá nóvember 2006, þegar viðkomandi starfsmaður fór í leyfi en á þeim tíma mun hann hafa unnið tæplega 300 stundir. Þetta takmarkaða eftirlit var í engu samræmi við umfang sjóðanna eða þá fjárhagslegu hagsmuni sem um var að tefla fyrir almenning. Til viðbótar kom síðan að rekstrarfélögin störfuðu í nánu sambýli við móð-

urfélögin og það eitt hefði átt að gefa Fjármálaeftirlitinu tilefni til að hafa á sér andvara gagnvart starfsháttum og óhæði rekstrarfélaganna.

Eftirlit með peningamarkaðssjóðum virðist fyrst og fremst hafa falist í því að ganga úr skugga um að skýrslum væri skilað á réttum tíma og í réttu horfi. Þær fáu athugasemdir sem Fjármálaeftirlitið gerði við starfsemi sjóðanna sneru einkum að formsatriðum og því að formlegar kröfur laga hefðu ekki verið uppfylltar (e. „box ticking"), t.d. að fjárfestingar hefðu ekki verið innan tiltekinna marka. Eftirlitið staðreyndi ekki sjálft þær upplýsingar sem fram komu í skýrslum með sjálfstæðri rannsókn. Þannig skoðaði Fjármálaeftirlitið t.d. ekki gæði fjárfestinga verðbréfa- og fjárfestingarsjóða enda taldi eftirlitið sig tæpast geta haft afskipti af því hvernig sjóðirnir fjárfestu, svo lengi sem þeir voru innan marka fjárfestingaheimilda laganna og fjárfestingarstefnu sjóðanna sjálfra. Þau mörk voru hins vegar svo rúm að þau höfðu lítil áhrif til takmörkunar í þessu efni. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis birtist í þessu afstaða sem telja má að Fjármálaeftirlitið hafi í of ríkum mæli lagt til grundvallar í eftirliti sínu. Það er ekki sérískenskt vandamál að eftirlit takmarkist um of við formlega þætti enda er t.d. á það bent í svokallaðri *Turner* skýrslu að við eftirlit ætti að fylgja reglunni um „economic substance not legal form".[110]

Ekki verður séð að lögmætisregla stjórnsýsluréttarins hafi staðið því í vegi að Fjármálaeftirlitið beitti heimildum sínum til að hafa afskipti af fjárfestingum sjóðanna. Lögin gerðu beinlínis ráð fyrir að Fjármálaeftirlitið gæti byggt tilmæli og kröfur á matskenndum heimildum eins og um hvað teldist til góðra viðskiptahátta.

Svo virðist sem starfsmenn Fjármálaeftirlitsins hafi ekki fyllilega gert sér grein fyrir þeirri áhættu sem fólst í starfsemi sjóðanna. Þá var ekki skoðað hvort útgefendur verðbréfa sem sjóðirnir fjárfestu í tengdust með þeim hætti að staða eins hefði áhrif á möguleika hins til að standa við greiðsluskuldbindingar sínar og að þeir mynduðu því sameiginlega í reynd aukna áhættu. Fjármálaeftirlitið hafði heldur ekki eftirlit með áhættustýringu sjóðanna og vissi ekki hvernig mat móðurfélögin notuðu til að meta áhættur. Engin leiðbeinandi tilmæli voru gefin út um áhættumat sjóðanna.

Það vekur sérstaka athygli rannsóknarnefndarinnar hversu langan tíma það tók Fjármálaeftirlitið að verða vart við skuldabréf sem gefið var út af tilteknum einstaklingi í Fyrirtækjabréfasjóði Landsvaka, enda fær Fjármálaeftirlitið mánaðarlegar skýrslur um eignasamsetningu sjóða. Rannsóknarnefndin telur ljóst að óháð því hversu langt var um liðið síðan skuldabréfið kom inn í sjóðinn hefði Fjármálaeftirlitið átt að krefjast þess að það yrði tafarlaust selt út úr sjóðnum. Í þeim tilvikum sem Fjármálaeftirlitið gerði athugasemdir við brot á fjárfestingarstefnu voru tímamörk mjög rúm til lagfæringar. Eftirlitið beitti heldur ekki þeim valdheimildum sem það hefur að lögum. Ekki var að finna hjá stofnuninni neina verkferla eða leiðbeiningar um beitingu þessara valdheimilda, áminningum o.þ.h. Þá er ljóst að upplýsingakerfi eftirlitsins voru í mjög slöku ástandi og gerðu eftirlit mun erfiðara en tilefni var til. Þannig var öll yfirferð skýrslna handvirk en það gerir eftirlit með fjárfestingum sjóðanna mjög óskilvirkt.

110. Sjá Turner Review. A regulatory response to global banking crisis. Mars 2009, bls. 9.

14.12 Greinargerð um uppgjör peningamarkaðssjóða eftir fall bankanna

14.12.1 Inngangur

Í kjölfar þess að stóru bankarnir þrír, Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn, féllu í byrjun október 2008 kom til uppgjörs á þeim verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum sem starfræktir höfðu verið á vegum rekstrarfélaga í eigu þessara banka. Í tengslum við athugun rannsóknarnefndar Alþingis á starfsemi verðbréfa- og fjárfestingarsjóða sem lýst hefur verið hér að framan og við öflun annarra upplýsinga hafa komið fram margvísleg gögn og upplýsingar sem lúta að uppgjöri þessara sjóða eftir fall bankanna.

Meginviðfangsefni rannsóknarnefndar Alþingis er að varpa sem skýrustu ljósi á aðdraganda og orsakir þess vanda íslenska bankakerfisins sem leiddi til falls bankanna þriggja. Að meginstefnu til hefur rannsókn nefndarinnar tekið til atvika fram að falli bankanna en tekið er fram í 2. mgr. 1. gr. laga nr. 142/2008 að nefndin geti eftir því sem hún telur nauðsynlegt látið rannsókn sína taka til atburða eftir gildistöku neyðarlaganna, laga nr. 125/2008, en lögin tóku gildi 7. október 2008. Í samræmi við þessa heimild hefur nefndin ákveðið að birta hér á eftir samantekt upplýsinga sem nefndin aflaði um uppgjör sjóða rekstrarfélaganna og þá einnig um þátt stjórnvalda í aðdraganda þess að því marki sem nefndin hefur upplýsingar og gögn um það. Nefndin tekur hins vegar fram að hún telur ekki tilefni til þess að ljúka þessari samantekt með ályktunum af sinni hálfu enda er hér um að ræða atriði sem lúta fyrst og fremst að einkaréttarlegu uppgjöri á þessum sjóðum eftir fall bankanna gagnvart eigendum hlutdeildarskírteina og ráðstöfun fjármuna af hálfu þeirra sem fóru með stjórn rekstrarfélaganna og bankanna á þeim tíma sem þær ákvarðanir voru teknar.

14.12.2 Aðdragandi og almennt um uppgjör sjóðanna

Hinn 17. október 2008 beindi Fjármálaeftirlitið þeim tilmælum til rekstrarfélaga verðbréfasjóða að gera ráðstafanir til þess að peningamarkaðssjóðum félaganna yrði slitið. Einnig var mælst til þess að ekki yrði opnað fyrir innlausnir í sjóðunum heldur að sjóðfélagar fengju greitt úr þeim. Í því fælist að allt laust fé hvers peningamarkaðssjóðs yrði greitt inn á innlánsreikninga sjóðfélaga í hlutfalli við eign þeirra og jafnræði þeirra yrði haft að leiðarljósi. Í tilmælunum var einnig lagt til að greitt yrði mánaðarlega inn á innlánsreikninga sjóðfélaga í samræmi við hlutfallslega eign þeirra eftir því sem aðrar eignir sjóðsins fengjust greiddar, uns engar eignir væru eftir í eignasafni sjóðanna.

Fjármálaeftirlitið hafði áður stöðvað viðskipti með alla fjármálagerninga í bönkum og tengdum félögum hinn 3. október 2008. Á þeim tveimur vikum sem liðu frá stöðvun viðskipta og þar til tilmæli voru gefin um að slíta sjóðunum voru uppi ýmsar hugmyndir um hvernig leysa ætti vanda sjóðanna og komu þar að máli rekstrarfélögin, sem voru orðin dótturfélög nýju bankanna, bankarnir sjálfir, viðskiptaráðuneytið og Fjármálaeftirlitið. Rannsóknarnefndin hefur aflað gagna um hinar ýmsu tillögur sem lagðar voru fram og verður atburðarásin rakin stuttlega í þessum hluta.

Við fall bankanna þriggja var útséð um slit peningamarkaðssjóðanna enda samanstóðu eignir þeirra, auk innlána, að mestu leyti af verðbréfum útgefnum af bönkunum þremur og félögum tengdum þeim. Peningamarkaðssjóður Kaupþings hafði þó nokkra sérstöðu þar sem 2/3 hlutar eigna hans voru inn-

lán í Kauphingi. Við hrunið var lokað fyrir innlausnir í sjóðunum og óttuðust eigendur hlutdeildarskírteina að glata fé sínu.

Fjármálaeftirlitið leitaðist á þessum tveimur vikum við að safna upplýsingum um stærð peningamarkaðssjóða, eignir þeirra og um það hvert væri hlutfall almennra fjárfesta, lífeyrissjóða og fagfjárfesta í sjóðunum. Þetta var nauðsynlegt ef aðgerðir skyldu miðast við að verja einungis hagsmuni hluta eigenda hlutdeildarskírteina, en sú hugmynd hafði komið upp hjá Fjármálaeftirlitinu. Aftur á móti hafði Fjármálaeftirlitið ekki alveg nákvæmar upplýsingar um stöðu sjóðanna við fallið. Þar sem rekstrarfélögum ber einungis að skila upplýsingum um stöðu sjóðanna á þriggja mánaða fresti og nýjustu skýrslur Fjármálaeftirlitsins voru frá lokum júní 2008 þurfti eftirlitið að afla nýrra upplýsinga hjá rekstrarfélögunum.

Björgvin G. Sigurðsson, viðskiptaráðherra, lýsti því yfir á fréttamannafundi 8. október 2008 að leitað yrði leiða til að tryggja peningamarkaðssjóði. Síðar þann sama dag sendu rekstrarfélögin skeyti til Fjármálaeftirlitsins þar sem hugmyndir þeirra um uppgjör sjóðanna voru settar fram en áður höfðu fulltrúar eftirlitsins fundað með framkvæmdastjórum sex rekstrarfélaga.

Tillögurnar miðuðu aðallega að aðkomu ríkisins til að lágmarka tap sjóðanna og helst var einblínt á að ríkið keypti skuldabréf útgefin af hinum föllnu bönkum (bankabréf) úr sjóðunum. Helgaðist þetta af því að lög nr. 125/2008 (neyðarlögin), sem tóku gildi 7. október 2008, höfðu sett eigendur hlutdeildarskírteina skör lægra en innlánseigendur þar sem stór hluti eignasafns peningamarkaðssjóðanna voru bankabréf. Samkvæmt tillögunum yrði sjóðunum skipt í tvo flokka, A og B. Reiðufé og söluhæfar eignir yrðu settar í A flokk. Að auki myndi ríkið kaupa illseljanleg bréf úr sjóðunum og myndu greiðslur fyrir þau bréf ásamt öðrum eignum í A flokki ganga til hlutdeildarskírteinishafa. Aðrar eignir yrðu eftir í B flokki og yrðu greiddar út t.d. mánaðarlega. Þess ber að geta að engin heimild var í neyðarlögunum fyrir aðkomu ríkisins að uppgjöri peningamarkaðssjóða. Yfirlýsingar forsætisráðherra um að allar bankainnstæður væru tryggðar náðu ekki til hlutdeildarskírteina í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum.

Einnig kynntu starfsmenn Fjármálaeftirlitsins þá hugmynd að almenningur og lífeyrissjóðir nytu forgangs hvað varðar útgreiðslur úr peningamarkaðssjóðunum, en fagfjárfestar myndu fá greitt það sem eftir stæði eftir útgreiðslur til tveggja fyrrnefndu fjárfestahópanna.

Sú hugmynd kom fram að ríkið kæmi að slitum á peningamarkaðssjóðunum. Jón Þór Sturluson, aðstoðarmaður viðskiptaráðherra, hafði samband við Fjármálaeftirlitið til þess að ræða hvernig unnt væri að slíta peningamarkaðssjóðunum og greiða eigendum út það fé sem bundið væri í þeim. Hófust þá samskipti milli Jóns Þórs, Jóns Steinssonar, sem starfaði sem ráðgjafi forsætisráðherra, starfsmanna ýmissa ráðuneyta og starfsmanna Fjármálaeftirlitsins. Í gögnum sem rannsóknarnefndin hefur undir höndum kemur fram að Jón Þór og Jón Steinsson hafi sniðið lausn sem rædd var innan þessa hóps. Í samtölum Jóns Þórs við starfsmenn Fjármálaeftirlitsins lagði hann ríka áherslu á að við slit sjóðanna yrði sama hlutfall fjár greitt út úr öllum sjóðunum.[111]

Hinn 14. október 2008 voru mikil tölvupóstsamskipti milli Jóns Þórs og Jóns Steinssonar um það hvaða leið ætti að fara. Voru þeir sammála um að takmarka þyrfti umfang björgunaraðgerða eins og unnt væri. Til dæmis mætti

111. Skýrsla Halldóru Elínar Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 46.

gera betur við almenning en fagfjárfesta. Þá væri unnt að bæta tjónið að hluta en ekki öllu leyti.[112] Miðaði lausn þeirra við að gömlu bankarnir keyptu bankabréf úr sjóðunum á nafnverði en um afföll annarra bréfa færi eftir endurheimtuhlutfalli. Almenningi gæfist tækifæri til að innleysa hlutdeildarskírteini sín eftir kaupin á bankabréfunum eða að bíða og sjá hvort endurheimtuhlutfall á fyrirtækjabréfum yrði hærra en áætlað var í lausninni.[113] Jón Þór sagði hins vegar í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni að hann hefði ekki talið það mögulegt að gömlu bankarnir keyptu bréfin, en sú yfirlýsing gengur þvert á tillögur hans og Jóns Steinssonar.[114]

Fjármálaeftirlitið fundaði með formönnum skilanefnda hinna föllnu banka um hugsanleg kaup bankanna á verðbréfum peningamarkaðssjóðanna. Niðurstaðan af þeim fundi var sú að bankarnir væru ekki tilbúnir til að kaupa bréfin. Meðal annars var til þess vísað að slík ráðstöfun kynni að skerða hagsmuni kröfuhafa hinna föllnu banka og gæti leitt til riftunarmála á grundvelli laga um gjaldþrotaskipti.[115] Því var ljóst að sú lausn var ekki fær og var Fjármálaeftirlitið sammála sjónarmiði skilanefndanna þvert á vilja viðskiptaráðuneytisins.

Af tölvubréfi Jóns Þórs til Halldóru Ólafsdóttur hjá Fjármálaeftirlitinu 15. október 2008 má ráða að ríkið kæmi ekki frekar að málinu með fjárstuðningi heldur hefðu Björgvin G. Sigurðsson og Jónas Fr. Jónsson afráðið að nýju bankarnir keyptu skuldabréf viðskiptabankanna þriggja úr sjóðunum.[116] Jón Þór kannaðist hins vegar ekki við samskipti Björgvins og Jónasar Fr. í skýrslutökum hjá rannsóknarnefnd Alþingis.[117] Einnig er ljóst að ráðuneytið þrýsti á Fjármálaeftirlitið að samþykkja kaup skilanefnda á bankabréfunum en varð ekki ágengt í því máli eins og tölvuskeyti Jóns Þórs Sturlusonar til Bolla Bollasonar og Jóns Steinssonar frá 16. október 2008 ber með sér: „Ég er alveg sammála Jóni, en tel það fullreynt gagnvart FME að þeir samþykki uppkaup gömlu félaganna á bankabréfum úr sjóðunum. Allt sem við gerum gagnvart peningamarkaðssjóðunum mun því kosta alvöru peninga.“[118]

Nokkru síðar óskaði Jón Þór Sturluson, aðstoðarmaður viðskiptaráðherra, eftir því að Fjármálaeftirlitið boðaði til fundar með bankastjórum nýju bankanna þriggja til þess að samhæfa útgreiðslur úr peningamarkaðssjóðunum við slit. Þeirri málaleitan höfnuðu starfsmenn Fjármálaeftirlitsins enda var afstaða eftirlitsins sú að meta þyrfti sjálfstætt verðmæti þeirra eigna sem væru í peningamarkaðssjóðunum við slit þeirra. Sögðu starfsmenn Fjármálaeftirlitsins í skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni að þeim hefðu þótt þetta mjög óeðlileg afskipti ráðuneytisins af málinu.[119] Eftir þetta kom Fjármálaeftirlitið ekkert frekar að málum vegna slita peningamarkaðssjóðanna og voru málefni sjóðanna í höndum nýju bankanna sem tekið höfðu við rekstrarfélögum sjóðanna sem móðurfélög þeirra. Fjármálaeftirlitið leit svo á að það væri ekki hlutverk þess að taka viðskiptalegar ákvarðanir. Aftur á móti

112. Tölvubréf Jóns Steinssonar til Jóns Þórs Sturlusonar, dags. 16. október 2008.
113. Minnisblað FME um fund þann 14. október 2008.
114. Skýrsla Jóns Þórs Sturlusonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 6. maí 2009, bls. 62.
115. Skýrsla Halldóru Elínar Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 45–46.
116. Tölvubréf Jóns Þórs Sturlusonar til Halldóru E. Ólafsdóttur 15. október 2008.
117. Skýrsla Jóns Þórs Sturlusonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 6. maí 2009, bls. 62.
118. Tölvubréf Jóns Þórs Sturlusonar til Jóns Steinsonar og Bolla Þórs Bollasonar 16. október 2008.
119. Skýrsla Halldóru Elínar Ólafsdóttur fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. október 2009, bls. 45–46.

reyndi eftirlitið að koma þeim skilaboðum áleiðis að við kaup á verðbréfum úr peningamarkaðssjóðum yrði miðað við sama verðmat á bréfum sömu útgefenda. Innan Fjármálaeftirlitsins voru ýmsar hugmyndir ræddar um það hvernig unnt væri að slíta sjóðunum. Í skýrslutökum kom fram að starfsmenn Fjármálaeftirlitsins hefðu ávallt horft á lausnir á málum allra rekstrarfélaganna en ekki einungis rekstrarfélaga hinna föllnu banka.

Það varð því raunin að nýju bankarnir keyptu bréf sjóðanna með hliðsjón af verðmati óháðra endurskoðenda. Nánar er fjallað um þá framkvæmd hér að neðan.

Björgvin G. Sigurðsson, viðskiptaráðherra, sagði við skýrslutöku hjá rannsóknarnefndinni þegar hann var spurður um afskipti sín af uppgjöri peningamarkaðssjóðanna: „Við hvöttum til þess að þeir yrðu gerðir upp með samræmdum hætti … Við vonuðum náttúrulega að það fengist sem mest upp í þetta af því það var ofboðslegur – af því það er ekki eins og auðmenn Íslands hafi átt peningana sína þar, það er náttúrulega bara hinn breiði almenningur sem var að – maður var að fá alveg hroðalegar upphringingar frá fólki sem hafði verið að selja íbúðir og arfinn sinn og henti þessu inn í þessa sjóði því bankarnir virðast í einhverjum tilfellum hafa blekkt fólk að þetta væru innlán, tryggð og varin sem innlán, sem eru náttúrulega hreinar blekkingar, af því þetta eru ekki innlán, þetta eru áhættufjárfestingar. En við höfðum ekki afskipti annað en að við hvöttum til þess að þetta yrði gert upp og það yrði gert á viðskiptalegum forsendum. En við hvöttum mjög til að þetta yrði gert upp með samræmdum hætti.“ Björgvin sagði að þetta hefði m.a. verið gert með tölvupóstum frá aðstoðarmanni hans til einhverra bankaráðsmanna og svo í samtölum.[120]

Glitnir sendi forsætisráðherra og fjármálaráðherra minnisblað 30. september 2008 þar sem fjallað var um peningamarkaðssjóði og skuldabréfasjóði Glitnis sjóða og lagt til að Glitnir banki keypti skuldabréf útgefin af Stoðum af Glitni sjóðum að lágmarki fyrir 50% af uppreiknuðu markaðssvirði. Að sögn Lárusar Welding fundaði hann með Geir H. Haarde, forsætisráðherra, og Árna M. Mathiesen, fjármálaráðherra, um þessi uppkaup. Lárus kvaðst hafa verið í „svolitlum umboðsvanda“ þar sem í hans huga hefði ríkið verið við það að verða eigandi. Í símtali við Geir hefði komið fram að Geir teldi þetta erfitt mál en hann hefði gefið í skyn: „Jú, ætli það verði ekki að gera þetta.“ Þá hefði Árni sagst ekki myndu setja sig upp á móti málinu. Að sögn Lárusar voru greiddir 10 eða 11 milljarðar króna fyrir skuldabréfin. Síðan segir í skýrslu Lárusar: „[…] þetta var að mínu mati ekki svakaleg fjárhæð og aðalatriðið var að halda sjóðunum gangandi og reyna að viðhalda bankanum, halda áfram að halda bankanum gangandi. Þetta er svo aftur tekið á stjórnarfundi um kvöldið, þar sem ég lýsi því að ég sé að vísu búinn að ræða þetta við ráðherrana, forsætis- og fjármálaráðherra. Tryggvi Þór var búinn að sitja líka fund með okkur um daginn með Illuga, stjórnarmanni í þessu í sjóðunum. Illugi náttúrulega lagði mikla áherslu á að þetta yrði leyst og þetta er samþykkt af stjórninni og svo gert, tilkynnt í fréttunum klukkan tíu þetta kvöld, þetta var þriðjudagskvöld.“[121]

Að sögn Geirs H. Haarde, forsætisráðherra, voru áform bankans um að kaupa tiltekin bréf úr sjóðunum kynnt þeim fjármálaráðherra. Forsvarsmenn

120. Skýrsla Björgvins G. Sigurðssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 19. maí 2009, bls. 70.
121. Skýrsla Lárusar Welding fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 24. mars 2009, bls. 45.

Glitnis hefðu lagt mikla áherslu á að þetta yrði gert og að þeir fjármálaráðherra hefðu ekki séð ástæðu til að amast við því. Þetta hefði ekki verið samkvæmt eindregnum tilmælum ráðherranna eða að þeir hefðu krafist þess. Hefðu ráðherrarnir í raun og veru lítið haft með þetta að gera en forsvarsmenn Glitnis hefðu ákveðið að sýna þeim þetta, bæði til að skapa, að því er forsætisráðherra taldi, sjálfum sér skjól og geta sagt frá því í stjórn sjóðsins og einnig vegna þess að svokölluð „Glitnisleið" lá á borðinu. Á þessum tíma hefði verið reiknað með því að sú leið næði fram að ganga og málið ekki þannig komið að bankinn væri að fara í þrot eða að neyðarlagaleiðin yrði ofan á. Aðspurður um það hvort forsvarsmenn Glitnis hefðu komið til að kynna ráðherrunum tveimur þetta, en ekki til að fá já eða nei, sagði Geir H. Haarde þá hafa komið til að kynna þeim þetta og kanna hvort ráðherrarnir hefðu athugasemdir við það. „Ef við hefðum sagt: Nei, við viljum þetta alls ekki, þá býst ég við að þeir hefðu hugsað sig tvisvar um áður […]." Aðspurður um hvort ráðherrarnir hefðu ekki gert athugasemdir við leiðina kvað Geir að miðað við það hvernig málið var lagt upp af hálfu forsvarsmanna Glitnis hefðu ráðherrarnir talið að þeir ættu ekki að amast við því.[122]

Við skýrslutöku af Árna M. Mathiesen, fjármálaráðherra, kom fram að hann hefði sagt við Lárus Welding að ákvörðun um kaup Glitnis banka á skuldabréfum Stoða, eins og lýst var í minnisblaði til þeirra forsætisráðherra, yrði bara að vera þeirra mál í bankanum, þeirra ákvörðun að taka, þetta væri bankaleg ákvörðun hvernig menn færu með svona sjóði. Árni kvaðst ekki hafa samþykkt neinar ákvarðanir, þetta væru ákvarðanir Lárusar Welding að taka.[123]

Um uppgjör annarra peningamarkaðssjóða sagði Árni að reynt hefði verið að koma peningamarkaðssjóðunum inn á borð hjá sér en hann hefði reynt að ýta þeim frá sér eins og hann mögulega hefði getað, því þetta hefðu ekki verið ákvarðanir sem honum hefði fundist að ættu að vera á hans borði. Þessu hefði verið ýtt inn í viðskiptaráðuneytið sem hefði viljað fá fjármálaráðuneytið inn í þetta til þess að taka einhverjar ákvarðanir en Árni hefði ekki viljað taka ákvarðanir um þessi mál. Þetta hefðu verið ákvarðanir sem bankarnir yrðu að taka út frá sínum viðskiptahagsmunum.[124]

14.12.3 Glitnir sjóðir

Peningamarkaðssjóði Glitnis sjóða, Sjóði 9, var slitið 30. október 2008, en síðasti viðskiptadagur var 6. október 2008. Útgreiðsluhlutfall úr sjóðnum var 85,12% miðað við gengi síðasta viðskiptadags.

Hinn 29. september 2008 var tilkynnt að íslenska ríkið myndi eignast 75% hlut í Glitni fyrir 600 milljónir evra eða um 84 milljarða íslenskra króna. Eftir þessa tilkynningu óskaði framkvæmdastjóri Glitnis sjóða eftir því að stjórnarformaður Glitnis sjóða ræddi við forsvarsmenn Glitnis banka um mögulegan stuðning bankans við sjóðina.[125] Rannsóknarnefnd Alþingis bárust engin nákvæm skrifleg gögn um atburðarásina sem fylgdi í kjölfarið en af munnlegum frásögnum, tölvupóstum og mánaðarlegum yfirlitsgögnum um eignir sjóðanna má ráða að þessar viðræður hafi leitt til eftirfarandi aðgerða:

122. Skýrsla Geirs H. Haarde fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 3. júlí 2009, bls. 43–44.
123. Skýrsla Árna M. Mathiesen fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. maí 2009, bls. 58.
124. Skýrsla Árna M. Mathiesen fyrir rannsóknarnefnd Alþingis 20. maí 2009, bls. 58.
125. Tölvuskeyti Öglu E. Hendriksdóttur 28. október 2009 til rannsóknarnefndar Alþingis.

Í fyrsta lagi að hinn 30. september féllst stjórn Glitnis banka á að kaupa út öll bréf Stoða í Sjóði 9 og Sjóði 1 á verði sem var 50% af skráðu virði bréfanna þar sem óvíst væri um framhald félagsins í ljósi aðkomu ríkisins að bankanum. Í lok ágúst 2008 var skráð virði umræddra bréfa um 21,3 milljarðar króna. Kaupverðið hefur því væntanlega verið um 10,7 milljarðar. Gengi Sjóðs 9 lækkaði í kjölfarið um 7%. Stoðir voru fyrir væntanleg kaup ríkisins á 75% hlut í bankanum stærsti einstaki hluthafi Glitnis banka.

Í öðru lagi að Eignarhaldsfélag Glitnis, sem helstu forsvarsmenn Glitnis banka stýrðu, keypti hlutdeildarskírteini fyrir 33 milljarða króna í Sjóði 9 dagana 2. og 3. október 2008. Þessa daga var mikið útstreymi úr sjóðnum. Heildareignir sjóðsins voru á þeim tíma um 90 milljarðar króna. Samkvæmt 54. gr. laga nr. 30/2003 er fjárfestingarsjóðum heimilt að taka að láni allt að 25% af verðmæti eigna sjóðs til að mæta t.d. útflæði úr sjóðnum. Þessi heimild var ekki nýtt en þess í stað keypti Eignarhaldsfélag Glitnis umrædd hlutdeildarskírteini.

Héraðsdómur Reykjavíkur hafði þegar 29. september 2008 samþykkt beiðni FL/Stoða um greiðslustöðvun. Því vakna spurningar um það hvort stjórn Glitnis banka hafi með þessum aðgerðum gætt til hins ýtrasta hagsmuna hluthafa sinna (sérstaklega væntanlegs hluthafa sem var ríkið). Glitni banka bar engin skylda til að taka á sig tap hlutdeildarskírteinishafa í sjóðum á vegum Glitnis sjóða. Í raun hefði verið eðlilegt að loka þegar fyrir innlausnir úr sjóðunum í ljósi mikillar óvissu um verðmæti bréfa eignarhaldsfélaga er tengdust Glitni banka. Þessi aðgerð hefði í raun verið nauðsynleg til að tryggja jafnan rétt hlutdeildarskírteinishafa. Í lok ágúst 2008 voru um 60% verðbréfa Sjóðs 9 útgefin af félögum sem áttu afkoma sína beint eða óbeint undir verðmæti hlutabréfa í Glitni banka.

Í ljósi aðstæðna mætti líta á fyrrgreindar aðgerðir Glitnis banka, sem þá var á leið í meirihlutaeigu ríkisins, sem lausafjáraðstoð við sjóðina. Því vaknar sú spurning hvort bankinn hafi í raun haft faldar áhættuskuldbindingar utan efnahags vegna sjóða rekstrarfélagsins. Í mati alþjóðlegra matsfyrirtækja á lánshæfi bankans er hvorki gert ráð fyrir beinni né óbeinni ábyrgð Glitnis banka á rekstri Glitnis sjóða, enda var síðarnefnda félagið sjálfstætt fjármálafyrirtæki. Í skýrslutökum hjá rannsóknarnefndinni kom hins vegar fram hjá öllum starfsmönnum rekstrarfélaganna að þeir hafi litið á bankann sem bakhjarl, sem hann sannarlega var í dæmi Glitnis banka.

Framangreindar aðgerðir stjórnar Glitnis banka í kjölfar tilkynningar um að ríkið myndi eignast 75% hlut í bankanum leiddu til þess að við slit Sjóðs 9 átti Eignarhaldsfélag Glitnis 54% af hlutdeildarskírteinum sjóðsins. Við slitin voru eignir sjóðsins um 77 milljarðar króna og átti eignarhaldsfélagið því um 41 milljarð. Hinn 23. október 2008 var samið við Eignarhaldsfélag Glitnis um hlutfallslega skiptingu eigna og fékk eignarhaldsfélagið, þá í eigu Nýja Glitnis, um 54% af öllum eignum sjóðsins, þ.e. innlánum og verðbréfum. Hefðu kaupin ekki farið fram væri næsta víst að útgreiðsluhlutfall sjóðsins hefði verið mun lægra.

Sama dag, þ.e. 23. október 2008, samþykkti svo stjórn Nýja Glitnis banka að kaupa öll verðbréf sjóðsins sem eftir stóðu eftir uppgjör hans við Eignarhaldsfélag Glitnis á um 70% af bókfærðu virði þeirra. Greiddi bankinn því Sjóði 9 um 13 milljarða króna.

Tafla 25. Mat KPMG á endurheimtuvirði bréfa í Sjóði 9

Nafn félags	*Neikvæð þróun (%)*	*Jákvæð þróun (%)*
Fjárfestingafélagið Atorka hf	50	100
Atorka	50	100
Bakkavör hf	75	100
Baugur Group hf[1]	50	75
BG Capital ehf	0	0
Clearwater Fine Foods Inc	75	100
Eignarhaldsfélagið Fasteign hf[2]	75	100
Eik Fasteignafélag	75	100
Exista hf	0	50
Eyrir Fjárfestingarfélag ehf	75	100
Hf Eimskipafélag Íslands	50	75
Icelandair Group hf	75	100
Invik og Co AB	75	100
Eignarhaldsfélagið Kirkjuhvoll ehf	50	75
Marel Food Systems hf	75	100
Milestone ehf	50	100
N1 hf	75	100
Norðurturninn ehf	50	100
Nýsir hf	25	75
Samson eignarhaldsfélag ehf	0	25
Sparisjóður Hafnarfjarðar	75	100
Straumborg ehf	75	100
Fasteignafél.Stoðir hf	50	75
Straumur Fjárfestingabanki hf	75	100
Kaupþing Bank hf	0	25

1. Annar veðréttur í BG Holding.
2. Handveð í 750 m. kr. skv. Glitni.

Heimild: Glitnir sjóðir hf.

14.12.4 Landsvaki

Peningamarkaðssjóðir Landsvaka fóru hæst í 250 milljarða króna um mitt ár 2008 en heildarstærð þeirra við lokun var 120 milljarðar króna. Við fall Landsbankans rak Landsvaki 28 sjóði en auk þess var félagið fjárfestingaráðgjafi fjögurra sjóða í Lúxemborg og stýrði fjárvörslusöfnum. Eigendur hlutdeildarskírteina í peningamarkaðssjóðum voru 16.400 við fallið og þar af var fjöldi fyrirtækja sem hafði lausafé sitt í sjóðunum. Auk þess áttu 13 lífeyrissjóðir fé í sjóðunum en Íslenski lífeyrissjóðurinn, sem Landsbankinn rak, átti mest.

Hinn 19. október 2008 kom stjórn Nýja Landsbanka Íslands hf. (síðar NBI hf.) saman og fór yfir stöðu peningamarkaðssjóða. Í fundargerð var m.a. bókað að farið hefði verið yfir stöðu sjóðanna, hagsmuni bankans af því að eignir hlutdeildarskírteinishafa viðhéldust og tillögur að því hvernig bankinn gæti keypt eignir sjóðanna. Fram kom að Elín Sigfúsdóttir, bankastjóri, hefði kynnt stjórninni mögulegar leiðir við að kaupa umræddar eignir. Ein leið væri sú að bankinn keypti eignir af sjóðunum fyrir um 66,2 ma. kr. sem greitt yrði fyrir í formi innlána. Þessi niðurstaða gerði ráð fyrir því að útgreiðsluhlutfall yrði að meðaltali 75%. Í bréfi bankastjórans til stjórnarinnar kom fram að áhætta bankans fælist í því að endanlegt virði keyptra eigna stæði ekki undir kaupverði.

Hinn 22. október 2008 var haldinn stjórnarfundur í NBI hf. Á fundinum voru tekin fyrir málefni peningamarkaðssjóða. Bankastjóri benti á að

skuldabréf sem bankar gáfu út hefðu nánast orðið verðlaus við lagabreytingu sem setti kröfur vegna innlána skör hærra við gjaldþrot banka. Stefán Héðinn Stefánsson, framkvæmdastjóri eignastýringasviðs Landsbankans og stjórnarformaður Landsvaka, gerði grein fyrir verðmati á eignum sjóðanna og lagði til að NBI hf. keypti eignir af sjóðunum sem greiddar yrðu í formi innlána. Bæði útlánaeftirlit Landsbankans og KPMG hefðu metið fyrirtækjaskuldabréf og í stórum dráttum væri mat þessara aðila sambærilegt á heildina litið þegar horft væri til efri marka þess sem áætlað væri að endurheimtist. Nokkuð frávik væri á mati aðilanna tveggja þegar litið væri til mögulegra neðri marka slíkrar endurheimtu en þar væri mat KPMG varfærnara. Í máli Stefáns kom einnig fram að talsverð hætta væri þó á að heildarniðurstaðan yrði tap fyrir NBI hf. Þá kom fram að eðlilegt væri að um lokauppgjör við sjóðina yrði að ræða „því ekki er rétt að láta bankann bera áhættuna af mögulegu tapi en ætla sjóðunum arðinn af mögulegum hagnaði“ eins og það er bókað í fundargerð. Niðurstaðan var sú að bankaráð samþykkti að ganga frá kaupum á eignasafni peningamarkaðssjóða Landsvaka samkvæmt þeim gögnum sem lögð voru fyrir bankaráð. Endanlegri afgreiðslu var þó vísað til næsta fundar sem haldinn var 27. október 2008.

Í bréfi forstöðumanns og deildarstjóra útlánaeftirlits til bankaráðs, dags. 21. október 2008, kom fram að mat eftirlitsins á endurheimtuhlutfalli við þessar aðstæður byggðist meira á tilfinningu vegna þess hve upplýsingar væru af skornum skammti og óvissuþættir margir. Gerði eftirlitið einkum fyrirvara um þetta hlutfall hjá Baugi og Eimskipum. Í flestum tilvikum væri um að ræða markaðsskuldabréf sem hefðu ekki sérgreindar tryggingar. Félögin ættu bæði í miklum erfiðleikum. Lentu þau í þroti mætti allt eins búast við því að ekki fengjust allar kröfur greiddar og þættu hlutföllin á þau há. Baugur hefði þó sérgreindar tryggingar sem byggðu á virði hlutabréfa í BG Holding ehf. en virði þess gæti þó dvínað hratt ef illa færi. Þá sagði að Stoðir væru í greiðslustöðvun en að gert væri ráð fyrir að veð í Landic sem væru á móti til tryggingar skuldinni héldu. Um endurheimtuhlutfall skuldabréfa í Kaupþingi ríkti enn óvissa. Ljóst þætti að innlán kæmu framar í röðinni þegar kæmi að uppgjöri skulda Kaupþings. Því þætti 45% hlutfall hátt og sama mætti segja um hina íslensku bankana. Þá sagði að ekkert mat væri lagt á erlendar lánastofnanir og eins hefði eftirlitið ekki upplýsingar um Mosaic. Ekki væru gerðar aðrar athugasemdir við PPT skjal frá Stefáni H. Stefánssyni.

KPMG skilaði hinn 22. október 2008 mati á endurheimtuhlutfalli (e. recovery rate) nokkurra íslenskra fyrirtækjaskuldabréfa í peningamarkaðssjóðunum. Í matinu kemur fram að aðferðafræðin sem notuð var hafi tekið tillit til þeirrar miklu óvissu sem ríkti um fjárhagsstöðu og greiðslugetu margra þeirra fyrirtækja sem væru greiðendur skuldabréfa sem sjóðirnir ættu. Sú leið var farin að stilla upp tveimur sviðsmyndum þar sem önnur þeirra endurspeglaði væntingar um jákvæða þróun á ástandi og hin neikvæða þróun. Væntanlegt endurheimtuhlutfall á gjalddaga væri svo metið miðað við hvora sviðsmynd á kvarðanum 0%, 25%, 50%, 75% og 100%. Þá var áréttað að í ljósi eðlis verkefnisins, núverandi markaðsaðstæðna og hins takmarkaða tíma sem gefinn hefði verið til að ljúka verkefninu liti KPMG svo á að fyrirtækið bæri ekki ábyrgð á hugsanlegu beinu eða óbeinu tjóni sem verkkaupi eða aðrir teldu sig verða fyrir vegna ákvarðana sem teknar yrðu í framhaldinu.

Hinn 27. október 2008 var haldinn stjórnarfundur í NBI hf. Á fundinum kom fram að endurgreiðsluhlutfall peningamarkaðssjóða miðað við þessa

Tafla 26. Yfirlit yfir mat og uppgjör skuldabréfa í peningamarkaðssjóðum Landsvaka

	Mat KPMG[1]		*Mat NBI*
Nafn félags:	*Neikvæð þróun (%)*	*Jákvæð þróun (%)*	*Eignir seldar til NBI*[2] *(%)*
Atorka	50	100	100
Avion	25	75	0
Baugur óveðtryggt	0	50	0
Baugur veðtryggt[3]	50	100	80
Egla	0	25	0
Eimskip	25	50	70
Erlend bankabréf	0	0	100
Exista	0	50	50
FL/Stoðir[4]	50	100	100
Glitnir	0	0	30
Kaupþing skuldabréf	0	0	45
Landsbankinn skuldabréf	0	0	87
Marel	75	100	100
Mosaic	50	100	100
Nýsir	0	0	0
Samson[5]	0	25	0
Sparisjóður Bolungavíkur	0	0	100

1. Heimild: Mat á endurheimtuhlutfalli íslenskra fyrirtækjaskuldabréfa í peningamarkaðssjóðum Nýja Landsbanka Íslands hf. KPMG, skýrsla dagsett 22. október 2008.
2. Heimild: Kynning eignastýringar Landsbankans, dagsett 22. október 2008.
3. 1. veðréttur á BG Holding.
4. Veð í víkjandi skuldabréfum á Landic Property (190% veðþekja).
5. Veð í hlutabréfum í Landsbankanum.

Heimild: Landsvaki hf.

niðurstöðu væri þannig eftir myntum að af ISK greiddust 68,40%, af EUR 71,50%, af USD 60,20%, af GBP 71,70% og af DKK 67,80%. Þá var nokkuð rætt um áhættu af kaupum NBI á lánasafninu og kom fram að mesta áhættan væri talin fólgin í lánum til Kaupþings sem metin væru á 45% af höfuðstól. Ljóst væri að mikil óvissa væri um það verðmæti. Skuldir Eimskipafélags Íslands hf. væru metnar á 70% en talsverð umræða hefði verið um stöðu þess félags. Til tryggingar skuldum Baugs væru veð í BG Holding sem m.a. ætti Iceland verslanirnar í Bretlandi og væri það talið gott veð. Skuldir Stoða væru tryggðar með veði í Landic sem ætti mikið safn fasteigna víðs vegar um heim. Nokkur umræða varð um mat á einstökum eignum en bankaráð taldi ekki forsendur til að breyta verðmati eignasafns frá síðasta fundi þrátt fyrir að unnt væri að benda á veikleika einstakra eigna. Bankaráð lýsti yfir vonbrigðum með að ekki næðist hærra endurgreiðsluhlutfall á peningamarkaðssjóðina en fyrir lægi en lítið væri við því að gera úr því sem komið væri. Bankaráð samþykkti að kaupa allt eignasafn peningamarkaðssjóða Landsvaka hf. Stefnt skyldi að því að greiða allt kaupverðið í einu lagi þannig að unnt væri að slíta sjóðunum á sem skemmstum tíma.

Í bréfi bankastjóra til stjórnar NBI um stöðu peningamarkaðssjóða, dags. 27. október 2008, kom fram að við nánari útfærslu og samningavinnu við skilanefnd Landsbankans þar sem lögfræðiráðgjöf Landsbankans hefði komið fram fyrir hönd bankans, Logos og PricewaterhouseCoopers, hefði komið í ljós að hluti þeirra skuldabréfa sem sjóðirnir ættu á Landsbankann væri ekki

tækur til skuldajöfnunar á móti afleiðuskuldum sjóðanna. Þessi niðurstaða hefði slæm áhrif á stöðu Pen ISK og Pen EUR. Að óbreyttu og miðað við að þau skuldabréf á Landsbankann færu niður í núll myndi útgreiðsluhlutfall sjóðanna breytast í: ISK 68,40%, af EUR 65,40%, af USD 60,50%, af GBP 71,70% og af DKK 68,80%. Pen GBP og DKK hækkuðu aðeins eftir uppgjör afleiðusamninga, ISK og EUR lækkuðu nokkuð.

14.12.5 Rekstrarfélag Kaupþings banka

Peningamarkaðssjóði Kaupþings var slitið í nóvember 2008 eftir að hafa greitt út eina heildargreiðslu til hlutdeildarskírteinishafa sjóðsins 31. október 2008. Hlutfall útgreiðslu nam 85,3%. Síðasti viðskiptadagur sjóðsins var 3. október 2008. Fjármálaeftirlitið hafði stöðvað tímabundið viðskipti með alla fjármálagerninga nokkurra félaga í Kauphöllinni en innlausnum þeirra sjóða sem höfðu að geyma fjármálagerninga þessara félaga mun hafa verið frestað til að gæta jafnræðis hlutdeildarskírteinishafa.

Í kjölfar þess að Fjármálaeftirlitið beindi þeim tilmælum 17. október 2008 til rekstrarfélaga verðbréfasjóða að grípa til aðgerða til slita á peningamarkaðssjóðum í rekstri þeirra fékk Rekstrarfélag Kaupþings endurskoðunarfyrirtæki til að endurmeta skuldabréf Peningamarkaðssjóðs. Þeirri aðferðafræði var beitt að meta bréfin út frá væntu endurheimtuhlutfalli (e. recovery rate) og jafnframt að taka tillit til þeirrar miklu óvissu sem ríkti um fjárhagsstöðu og endurgreiðslugetu margra þeirra fyrirtækja sem um ræddi. Við matið var horft til fjárhagsstöðu útgefenda skuldabréfanna, eins og hún var á þeim tíma, sem og væntanlegrar greiðslugetu útgefenda á næstu árum. Matið var síðan lagt fyrir stjórn Nýja Kaupþings banka hf. en tillagan fól í sér niðurfærslu á skuldabréfum fjármálafyrirtækja og skuldabréfum fyrirtækja. Í kjölfarið lagði Fjármálaeftirlitið til að fenginn yrði óháður aðili til að verðmeta eignir annarra sjóða Rekstrarfélags Kaupþings. Um var að ræða KPMG sem einnig hafði skoðað eignir sjóða Landsvaka.

Við slit á Peningamarkaðssjóði Kaupþings skiptust eignir sjóðsins í innlán sem námu 66%, skuldabréf fjármálafyrirtækja sem námu 14% og skuldabréf fyrirtækja sem námu 20% af sjóðnum. Hlutdeildarskírteinishafar sjóðsins fengu 85,3% af fé sínu til baka. Allt reiðufé í sjóðnum var greitt eða 66% af sjóðnum. Skuldabréf fyrirtækja og skuldabréf fjármálafyrirtækja voru seld fyrir að meðaltali 43% sem aftur leiddi til 14,7% lækkunar sjóðsins. Stærð sjóðsins við lokun var 36,3 milljarðar króna og greiddist því úr sjóðnum tæpur 31 milljarður.

Samsetning eigna sjóðsins var með þeim hætti að stærsti liðurinn var, eins og fyrr segir, í formi innlána sem námu rúmum 66% af sjóðnum. Skuldabréf í Kaupþingi voru 11,4% af sjóðnum, skuldabréf í Exista námu 6,8% af sjóðnum og skuldabréf í Atorku námu 5,4% af sjóðnum.

Málefni Peningamarkaðssjóðs og Skammtímasjóðs voru tekin fyrir á fundi stjórnar Nýja Kaupþings hinn 27. október 2008. Á fundinum var gerð grein fyrir því að eignum sjóðanna mætti skipta í þrennt, reiðufé, skuldabréf fyrirtækja og bréf útgefin af fjármálafyrirtækjum. Gerðu tillögurnar ráð fyrir að Nýja Kaupþing keypti öll bréf útgefin af Kaupþingi og Glitni annað hvort á 30% eða 50% af virði þeirra,[126] svo og aðrar eignir sjóðanna með tilliti til

126. Sjóðurinn átti engin bréf í Landsbankanum á umræddu tímamarki.

Tafla 27. Yfirlit yfir mat skuldabréfa í peningamarkaðssjóðum RKB

	Mat KPMG[1]		*Mat PWC*[2]	
Nafn félags:	*Neikvæð þróun (%)*	*Jákvæð þróun (%)*	*Neðra bil (%)*	*Efra bil (%)*
Atorka	0	0	100	100
Alfesca	75	100	100	100
Bakkavör	75	100	80	90
Baugur óveðtryggt	0	0	60	80
Egla	0	0	0	0
Eik fasteignafélag	0	0	100	100
Eimskip	0	0	0	0
Exista	0	50	40	60
Exista víkjandi	0	0	30	50
Glitnir	0	0	0	10
Hagar	75	100	90	100
HB Grandi	0	0	100	100
Hekla	0	0	100	100
Hótel Saga	0	0	100	100
Icebank	0	0	0	5
Kaupþing skuldabréf	0	0	10	20
Kaupþing víkjandi	0	0	0	0
Kögun	0	0	65	85
Landic Property	50	75	65	75
Landsbankinn skuldabréf	0	0	0	10
Marel	75	100	90	100
Mosaic	50	100	0	0
Samson óveðtryggt	0	0	0	0
Síminn	0	0	100	100
Sorpa	0	0	100	100
Sparisjóður Hafnarfjarðar	100	100	75	95
Sparisjóður Hafnarfjarðar víkjandi	0	0	65	85
Sparisjóður Keflavíkur víkjandi	0	0	25	45
SPRON víkjandi	0	25	30	50
Straumur	0	0	70	90
Vinnslustöðin	75	100	100	100

1. Mat KPMG fyrir Rekstrarfélag Kaupþings banka, miðað við skráð virði í lok dags 3. október 2008.
2. Mat PWC fyrir Rekstrarfélag Kaupþings banka, miðað við skráð virði í lok dags 3. október 2008. Matinu var skilað 7. nóvember 2008. Mat PWC miðaðist við áætlaða niðurfærsluþörf en hefur hér verið endurreiknað í áætlaðar heimtur til samræmingar.

Heimild: Rekstrarfélag Kaupþings banka hf.

endurmats á virði þeirra. Jafnframt yrði stærstu kröfuhöfum sjóðanna boðið að fá þessi bréf afhent í hlutfalli við eign sína ef þeir væru ekki sáttir við niðurstöðu tillagnanna. Báðar tillögurnar hefðu verið nokkuð hærri en gróft bráðabirgðamat gerði ráð fyrir. Á móti kæmi að ekki væri óalgengt að rekstraraðilar sjóða, sem hefðu af þeim miklar tekjur, bættu sjóðunum tekjutap vegna fjárfestinga, auk þess sem horfa yrði til samkeppnis- og samræmissjónarmiða við þetta mat. Stjórn bankans samþykkti tillögu sem fól í sér að Nýja Kaupþing keypti öll bréf útgefin af bönkunum, Kaupþingi og Glitni, af sjóðunum á 30% af virði þeirra eins og þau voru metin hinn 3. október 2008 og fyrirtækjabréf samkvæmt mati KPMG.