

# Þrautavaralánið til Kaupþings



Reykjavík  
Seðlabanki Íslands  
Maí 2019

## Efnisyfirlit

1	Formáli seðlabankastjóra.....	4
2	Veiting þrautavarláns til Kaupþings.....	7
	2.1 Inngangur.....	7
	2.2 Alþjóðleg fjármálakreppa .....	7
	2.3 Íslenskir bankar í lausafjávanda .....	7
	2.4 Ákvörðun um að veita þrautavarlán til Kaupþings.....	8
	2.5 Veðtaka og útborgun þrautavarlánsins.....	9
	2.6 Ráðstöfun þrautavarlánsins .....	10
	2.7 Fall Kaupþings og afdrif þrautavarlánsins .....	11
3	Starfsemi FIH 1958-2007 .....	12
	3.1 Sérhæfð lánastofnun verður banki .....	12
	3.2 Kauphallarskráning og -afskráning.....	12
	3.3 Kaupþing banki kaupir.....	12
	3.4 Breytingar á FIH á Kaupþingsárunum .....	13
	3.5 Sex meginstarfssvið .....	14
	3.6 Umsvif og arðsemi aukast en einnig áhætta .....	14
4	Starfsemi FIH 2008-2016 .....	16
	4.1 Áralangar dauðateygjur.....	16
	4.2 Viðbrögð við falli Kaupþings banka og fjármálakreppunni haustið 2008.....	16
	4.3 Ný stefna með nýjum eigendum .....	16
	4.4 Í spennitreyju versnandi lánshæfismats og endurfjármögnunarþarfar .....	17
	4.5 Endalokin.....	17
5	Sölutilraunir 2008-2010 .....	19
	5.1 FIH verður eftir í slitabúi Kaupþings – sölutilraunir hefjast.....	19
	5.2 Áhugi kviknar .....	20
	5.3 Dönsk stjórnvöld krefjast aðgerða.....	20
6	Sala á FIH 2010.....	22
	6.1 Söluferli leiðir fram eitt gilt skuldbindandi tilboð .....	22
	6.2 Meginatriði tilboðsins .....	23
	6.3 Samningaviðræður og samningsgerð við erfiðar aðstæður.....	23
	6.4 Samanburður á tilboði og samningi .....	25
	6.5 Seljandalánið.....	26
7	Breytingar á kaupsamningi 2010 og 2012 .....	28
	7.1 Breytingar í þriggja.....	28
	7.2 Afleiðusamningar höfðu mikil áhrif – kaupsamningi breytt .....	28
	7.3 Seðlabankinn mótmælir viðskiptum FIH við Finansiel Stabilitet .....	29

8 Gerðardómur 2013-2014 og breytingar á sölusamningi 2014.....	31
8.1 Seðlabankinn vísar ágreiningi til gerðardóms .....	31
8.2 Sátt næst áður en dómur fellur .....	31
Viðaukar .....	33
Viðauki 1: Heimild Seðlabankans til að veita þrautavaralán.....	33
Viðauki 2: Starfsreglur um viðbrögð við lausafjáranda.....	35
Viðauki 3: Stutt yfirlit yfir þróun efnahagsmála í Danmörku frá aldamótum.....	36
Viðauki 4: Bankakreppa og umfangsmiklar björgunaraðgerðir.....	38
Viðauki 5: Moody's sem örlagavaldur FIH.....	44
Viðauki 6: Hluthafar í FIH Holding A/S .....	48
Viðauki 7: Danskar stofnanir og félag .....	49
Heimildaskrá .....	50

## 1. Formáli seðlabankastjóra

Þessi skýrsla fjallar um þrautavaralán sem Seðlabanki Íslands veitti Kaupþingi hinn 6. október 2008. Lánið var í erlendum gjaldmiðli og nam 500 milljónum evra. Eignarhlutur Kaupþings í danska bankanum FIH Erhvervsbank (FIH) var tekinn að veði fyrir láninu. Í skýrslunni er fjallað bæði um aðdraganda lánveitingarinnar, framkvæmd hennar og eftirmál sem fólust í tilraun Seðlabankans til að endurheimta andvirði lánsins með því að selja eignarhlutinn í FIH bankanum.

Í meginefni skýrslunnar er lögð áhersla á að gera grein fyrir tiltækum upplýsingum um framvinduna og, þar sem það er hægt, þeim sjónarmiðum sem lágu að baki ákvörðunum. Það er ekki endilega viðeigandi að stofnun eins og Seðlabankinn hafi opinbera skoðun á umdeildum sögulegum atriðum umfram það sem nauðsynlegt er til að komast að niðurstöðu um hvernig best er að standa að málum í framtíðinni. Því er í skýrslunni reynt að forðast matskenndar ályktanir. Í þessum formála verður þó í einhverjum mæli brugðið út af því enda er hann höfundarmerktur.

Í skýrslunni er einnig í aðalatriðum fylgt þeirri reglu að fjalla um þá þætti sögunnar sem Seðlabankinn átti aðild að og hefur upplýsingar um. Þannig er, svo dæmi sé tekið, ekki kafað ofan í aðdraganda lánveitingar til Kaupþings sem kann að hafa átt sér stað utan Seðlabankans. Sama á við um hugsanleg samskipti danskra stjórnvalda og kaupenda FIH í aðdraganda sölu bankans.

Skýrslan hefur verið lengi í smíðum en nú eru liðin um 4 ár síðan Seðlabankinn gerði það opinbert að áformað væri að gera skýrslu um sölu FIH. Síðar var ákveðið að bæta umfjöllun um lánveitinguna við skýrsluna. Fyrir þessum drætti eru margvíslegar ástæður. Mikið efni liggur fyrir um sölu á FIH og þær breytingar á samningnum um hana sem gerðar voru á árunum á eftir. Það er hins vegar ekki auðhlaupið að túlka það efni og setja saman í aðgengilegan texta án töluverðrar aðkomu þeirra sem stóðu í samningunum. Þar er í mörgum tilfellum um að ræða starfsmenn sem hafa verið mjög önnum kafnir í öðrum verkum. Reynt hefur verið að fylgja þeirri meginreglu í starfi Seðlabankans á undanförunum árum að úrlausnarefni nútíðar og framtíðar hafi forgang umfram málefni fortíðarinnar. Þá flæktu og töfðu trúnaðarákvæði í samningum ritun skýrslunnar. Mikill tími fór í það á síðustu mánuðum að finna út úr því hversu langt væri hægt að ganga í þeim efnum að segja frá efni samninganna. Í því sambandi var skoðað hvað hafði verið birt í dönskum fjölmiðlum og haft var samráð við danska lögmenn. Þetta skilaði þó þeim árangri að flest það sem máli skiptir fyrir söguna er til haga haldið í skýrslunni. Það að bæta lánveitingunni við skýrsluna tafði líka verkið. Öfugt við sölu á FIH eru tiltæk gögn varðandi lánveitinguna fátækleg og varðandi ýmis atriði þurftu að styðjast við minni og munnlega frásögn þeirra sem tóku þátt í ferlinu. Seðlabankinn hafði ekki gögn um ráðstöfun lánsins fyrr en í kringum síðastliðin áramót eins og nánar er fjallað um í meginmáli skýrslunnar.

Margir hafa lagt hönd á plóg við gerð skýrslunnar, bæði innan og utan Seðlabankans og hér á landi og erlendis. Án töluverðrar utanaðkomandi aðstoðar hefði verið mjög erfitt að vinna skýrsluna vegna mikilla anna í Seðlabankanum. Of langt mál yrði að telja upp alla sem unnu að gerð skýrslunnar en þeim er hér þakkað fyrir framlag sitt. Seðlabankinn einn ber ábyrgð á innihaldi skýrslunnar enda hefur þurft að samræma efni og breyta vegna nýrra upplýsinga eða til að leysa vandamál varðandi trúnaðarskyldu.

### Lánveitingin

Kaflinn 2 í skýrslunni fjallar um lánveitinguna til Kaupþings. Þar koma fram ýmsar upplýsingar sem ekki hafa áður komið fram, svo sem varðandi ráðstöfun lánsins. Kaflinn ber það hins vegar með sér að gögn eru að mörgu leyti fátækleg. Þannig liggur ekki fyrir texti af hálfu Seðlabankans eða annarra stjórnvalda þar sem fram koma þau sjónarmið sem lágu að baki lánveitingunni.

Það má auðvitað leiða að því sterkar líkur sem studdar eru með seinni tíma yfirlýsingum að ákvörðunin hafi byggst á því að með lánveitingunni mætti tryggja að einn banki yrði áfram starfandi í landinu og að traust veð gerði áhættuna af tapi litla. Við vitum nú að hvorugt var rétt og að eftir á að hyggja hefði verið betra að veita ekki lánið. Það er hins vegar ekki þar með sagt að þetta hafi verið rangt sjónarmið miðað við aðstæðurnar og þær upplýsingar sem þá lágu fyrir. Allt orkar tvímælis þá gjört er og ekki er alltaf viðeigandi að nota einungis mælistukur upplýsinga síðari tíma þegar einstakar ákvarðanir eru metnar. Í því fjármálalega fávörðri sem þá geisaði um allan heim réru bankar lífróður og seðlabankar og önnur stjórnvöld komu til aðstoðar. Í grein sem höfundur þessa formála birti í erlendu greinasafni er því lýst hvernig Noregsbanki veitti norskum börnum um líkt leyti mjög stór lán úr gjaldeyrisforða sínum gegn veði í sértryggðum skuldabréfum (Már Guðmundsson, 2011). Ingimundur Friðriksson fyrrverandi seðlabankastjóri lýsti í erindi sem hann hélt á erlendum vettvangi árið 2009 hvernig íslensk stjórnvöld reyndu að efla viðbúnað vegna erlends lausafjárvalda íslensku bankanna (Ingimundur Friðriksson, 2009).

## Salan á FIH

Saga FIH-bankans er rakin í köflum 3 og 4. Í kafla 5 er sagt frá árangurslausum tilraunum til að selja FIH á árunum 2008-2010. Kafli 6 fjallar svo um söluna haustið 2010 og kaflar 7 og 8 um eftirmál hennar. Í viðauka 3 er að finna yfirlit um þróun efnahagsmála í Danmörku. Þar kemur fram að landið fór eins og svo mörg önnur í gegnum efnahagssamdrátt á árinu 2009 og að efnahagsbatinn var hægur í kjölfarið. Í viðauka 4 er fjallað um bankakreppuna í Danmörku 2008-2012 og viðtækar björgunaraðgerðir danskra stjórnvalda. Í viðauka 5 er sagt frá því hvernig lánshæfismatsfyrirtækið Moody's lækkaði lánshæfismat FIH verulega á árunum eftir að Seðlabankinn tók veði í eigin fé bankans. Hér verða dregnar nokkrar mikilvægar ályktanir af öllu þessu efni.

Nú liggur fyrir að þegar veðið í FIH var tekið átti eftir að eiga sér stað þróun sem minnkaði virði FIH verulega. Í fyrsta lagi rýrði efnahagssamdráttur og erfiðleikar í dönsku atvinnulífi eignir bankans en hann hafði sérhæft sig í að lána til lítilla og meðalstórra danskra fyrirtækja. Í öðru lagi var bankinn mjög háður markaðsfjármögnun sem varð erfiðari eftir að fjármálakreppan brast á og traust á dönskum börnum minnkaði. Þær breytingar sem gerðar voru á viðskiptalíkani FIH á Kaupþingsárunum 2004-2008 höfðu reyndar gert bankann enn viðkvæmari en áður fyrir aðstæðum eins og þeim sem sköpuðust í fjármálakreppunni. Þær breytingar fólust í því að leggja áherslu á vöxt og gera FIH enn háðari millibanka- og skuldabréfafjármögnun en átti við um ýmsa aðra banka. Útlánaáhætta og fjármögnunaráhætta var því aukin en áður en hún raungerðist leit afkoma og eiginfjárlutfall FIH betur út en ella. Í þriðja lagi lenti FIH í spennitreyju síversnandi lánshæfismats sem bankinn var viðkvæmari fyrir en aðrir bankar sem treystu í minna mæli á markaðsfjármögnun.

Salan á FIH í september 2010 var gerð undir miklum þrýstingi frá dönskum stjórnvöldum eins og vel er lýst í skýrslunni. Þau höfðu veitt bankanum verulegar ríkisábyrgðir á fjármögnun sinni sem áttu að renna út í lok september. Það var mjög líklegt að FIH kæmist í þrot ef ríkisábyrgðar nyti ekki við enda var lánshæfismat bankans á niðurleið. Hefði það gerst þá hefðu endurheimtur Seðlabankans mjög líklega orðið mun minni en nú liggur fyrir og mögulega hefði hann tapað öllu láninu. Lítil vafi er á að sama hefði gerst ef dönsk stjórnvöld hefðu tekið yfir bankann. Samningsstaða Seðlabankans var af þessum sökum veikari en ella. Eigi að síður lagði bankinn ofuráherslu á að sölusamningur gæfi færi á að endurheimta allt lánið og var tekist á um það atriði fram á síðustu stundu.

Samningurinn fól í sér seljandalán og því réðst það hvort Seðlabankinn myndi endurheimta andvirði upphaflega lánsins af því hvernig þeim eignum sem voru á efnahagsreikningi bankans fyrir söluna reiddi af. Í þeim efnum voru framundan erfiðari tímar en flesta óraði fyrir. Það hallaði sífelld undan fæti og FIH-bankinn hefði farið í þrot ef ekki hefðu komið til itrekaðar björgunaraðgerðir danskra stjórnvalda á árunum 2010-2012. FIH skilaði inn bankastarfsleyfi sínu á árinu 2016.

Á árunum 2010-2014 voru nokkrum sinnum gerðar breytingar á samningnum um sölu FIH. Í þessum samningnum var það markmið Seðlabankans að varðveita virði seljendalánsins eins og kostur var. Í því efni var m.a. tekist á um túlkun á meðferð taps á afleiðusamningum og var túlkun Seðlabankans að lokum ofan á en það kostaði að hluta eftirgjöf á öðrum sviðum. Þá var það líka markmið bankans að spyrða hagsmuni hans og nýrra eigenda eins mikið saman og kostur var með því að líkja eftir eiginfjárstöðu. Ástæðan fyrir þessari áherslu var að hinir nýju eigendur stýrðu bankanum og höfðu mun greiðari aðgang að upplýsingum en Seðlabankinn. Það fól í sér þá freistingu að haga málum þannig að það yrði á kostnað Seðlabankans. Segja má að þetta markmið hafi náðst að lokum en þegar þá var komið voru orðnir minni hagsmunir að verja. Við endurskoðun á samningnum stóð Seðlabankinn ítrekað frammi fyrir því að meta hversu miklu hann væri tilbúinn að kosta til í útlögðum kostnaði og áhættu því að opin átök um samningsniðurstöðu myndu rýra virði bankans. Í þessu efni naut bankinn ráðgjafar erlendra fjárfestingabanka og danskra lögmannsstofa eins og nánar er greint frá í skýrslunni.

Það liggur nú fyrir að Seðlabankinn muni líklega ekki endurheimta mikið meira af 500 milljóna evra láni sínu til Kaupþings en sem nemur 260 milljónum evra. Það liggur einnig fyrir að nýir eigendur FIH eiga eignarhaldsfélag sem tók við af FIH bankanum og takist þeim að selja eignir félagsins nálægt bókfærðu virði, líkt og útlit er fyrir, þá munu þeir fá þokkalegan hagnað af fjárfestingu sinni. Það hefði varla gerst án umtalsverðs stuðnings danskra stjórnvalda við rekstur -bankans á árunum eftir 2008. Verði þetta raunin er ósvarað þeirri spurningu hvort og í hvaða mæli þessi hagnaður væri á kostnað danskra eða íslenskra skattgreiðenda eða, eins og eigendurnir hafa haldið fram, hvort það væri vegna þrotlausrar vinnu þeirra sjálfra við að viðhalda verðmætum og skapa ný við erfiðar aðstæður? Þessari spurningu verður ekki svarað hér enda liggur niðurstaðan ekki fyrir og sagan að baki nær langt út fyrir vettvang Seðlabankans. Það er að miklu leyti dönsk saga og gögnin sem þá þyrfti að skoða geymd í Danmörku. Kannski verður sú saga einhvern tíma skrifuð.

## Lærdómar

Það er mikilvægt að draga lærdóma af þessari reynslu. Umræða um hverjir þeir eru mun sjálfsagt halda áfram og blandast saman við umræðu um almennari lærdóma af fjármálakreppunni varðandi það hlutverk seðlabanka að lána til þrautavara. Það er eins og vera ber. Hér eru í lokin aðeins nefnd tvö atriði sem tengjast þeirri sögu sem sögð eru í þessari skýrslu.

Í fyrsta lagi þarf að skýra betur stjórnsýsluna í kringum veitingu lána til þrautavara. Í frumvarpi sem nú liggur fyrir Alþingi að nýjum lögum um Seðlabanka Íslands er gert ráð fyrir að ákvarðanir um veitingu þrautavaralána séu teknar á fundi seðlabankastjóra og þriggja varaseðlabankastjóra og skuli skráðar í fundargerð. Þá er ákvæði um að ráðherra sem fer með efnahagsmál og fjármál skuli upplýstur um slíkar ákvarðanir.

Í öðru lagi þarf að draga þann lærdóm að veð í hlutafé erlends banka er ekki heppilegt þegar Seðlabankinn veitir lán til innlendra banka. Almennt þarf að draga þann lærdóm að seðlabankar þurfi á hverjum tíma að hafa gott yfirlit um tiltæk veð þeirra banka sem eru í viðskiptum við þá.<sup>1</sup>



1. Mervyn King leggur áherslu á þetta atriði í bók sinni frá árinu 2016 *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*.

## 2. Veiting þrautavarylans til Kaupþings

### 2.1 Inngangur

Seðlabanki Íslands veitti Kaupþingi þrautavarylán 6. október 2008. Gjaldtagi lánsins var fjórum dögum síðar eða 10. október 2008. Kaupþing lagði fram allan eignarhlut sinn í FIH Erhvervsbank (FIH)<sup>1</sup>, sjötta stærsta banka Danmerkur, sem tryggingu fyrir endurgreiðslu lánsins og allra annarra skulda Kaupþings við Seðlabankann (allsherjarveð). Við fall Kaupþings aðfaranótt 9. október 2008 varð eignarhluturinn í FIH eftir í slitabúi Kaupþings.

Í þessum kafla er fjallað um aðdragandann að ákvörðun um veitingu þrautavarylansins innan Seðlabankans. Þá er fjallað um veðtökuna og ráðstöfun lánsfjárins. Í viðauka 1 er fjallað um heimildir Seðlabankans til að veita þrautavarylán og í viðauka 2 um starfsreglur sem bankastjórn Seðlabankans hafði sett um viðbrögð við lausafjávanda.

### 2.2 Alþjóðleg fjármálakreppa

Alþjóðlega fjármálakreppan sem komst á hástig við fall bandaríska bankans Lehman Brothers 15. september 2008 leiddi til mikilla vandræða hjá bönkum víða um heim. Þessu óvenjulega og grafalvarlega ástandi sem skapaðist hefur víða verið lýst, m.a. í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis (RNA), sbr. lög nr. 142/2008 um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdra atburða. Þar segir m.a.: „Því ástandi sem skapaðist á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haustið 2008 hefur verið lýst sem fávíðri. Það var í þessu ástandi sem íslensku bankarnir þrír, Glitnir, Landsbanki Íslands og Kaupþing, féllu í byrjun október 2008“ (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010, 1. bindi, bls. 70).

Í ársskýrslu Alþjóðagreiðslubankans (e. BIS) fyrir starfsárið 2008-2009 segir m.a. í lauslegri þýðingu: „[...] 15. september varð Lehman Brothers gjaldþrota; í lok mánaðarins rambaði alþjóðlegt fjármálakerfi á barmi hruns“ (Bank for International Settlements, 2009, bls. 4). Í fjármála- stöðugleikaskýrslu Seðlabanka Englands í júní 2009 segir m.a. í lauslegri þýðingu: „Fjármálakerfið var nærri því að hrynja haustið 2008 eftir hrun Lehman Brothers og vandræði stórs bandarísks peningamarkaðssjóðs. Skelfingin sem greip um sig um allan heim leiddi til aðgerða af hálfu stjórnvalda sem ekki voru fordæmi fyrir“ (Bank of England, 2009).

Sem dæmi um óvenjuleg viðbrögð við óvenjulegar aðstæður má nefna að bandaríska seðlabankinn hóf að veita lán gegn veði í hlutabréfum og skuldabréfum með lánshæfismat í ruslflokki, nokkuð sem áður hefði þótt óhugsandi (Guerrera og Harding, 2010).

Í greinum, skýrslum og bókum hefur því verið lýst hvernig stjórnvöld og einkaaðilar víða um heim lögðu nótt við dag til að koma í veg fyrir allsherjarhrun fjármálakerfisins (sjá t.d. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011). Þar kemur víða fram hvernig ákvarðanir voru teknar nánast á hlaupum og á grundvelli upplýsinga sem taldar voru bestar á mjög svo óvenjulegum tímum.

### 2.3 Íslenskir bankar í lausafjávanda

Í 20. kafla skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis kemur m.a. fram að Glitnir banki átti að endurgreiða lán að fjárhæð samtals um 600 milljónir evra um miðjan október 2008. Í skýrslunni er greint frá því að óvissa hafi skapast um getu bankans til að standa við þessar skuldbindingar sínar. Glitnir leitaði eftir láni í Seðlabankanum að fjárhæð 600 milljónir evra 25. september 2008. Það lán var ekki veitt. Þess í stað var gerð tillaga um að ríkissjóður keypti 75% hlutafjár í bankanum á verði sem var

1. Hér eftir er skammstöfunin FIH notuð um lánastofnunina og síðar bankann FIH Erhvervsbank sem var móðurfélag í FIH-samstæðunni. Einnig er skammstöfunin notuð um samstæðuna þegar það á við. Notað er fullt heiti dótturfélaga FIH þegar þau koma við sögu.

langt undir þáverandi markaðsverði. Af því varð ekki og verður sú saga ekki rakin nánar hér (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi).

Í skýrslu rannsóknarnefndar er fjallað ítarlega um atburðarás næstu tveggja vikna eða allt þar til Kaupþing féll aðfaranótt 9. október 2008. Fram kemur m.a. að Hreiðar Már Sigurðsson, forstjóri Kaupþings, og Guðni N. Aðalsteinsson, starfsmaður bankans, funduðu með Geir H. Haarde forsætisráðherra og Tryggva Þór Herbertssyni, efnahagsráðgjafa forsætisráðherra, 28. september 2008. Á fundinum kom m.a. fram að Glitnir þyrfti á aðstoð að halda. Voru forsvarsmenn Kaupþings spurðir að því hvort Kaupþing þyrfti einnig á aðstoð að halda. Í skýrslunni segir: „Hreiðar segist í fyrstu ekki hafa neitað þeirri spurningu með afdráttarlausum hætti. Þegar málið hafi verið rætt nánar hafi hann þó sagt að Kaupþing þyrfti ekki á aðstoð að halda og jafnframt að Kaupþing myndi ekki krefjast sambærilegrar aðstoðar ef Glitni yrði veitt aðstoð“ (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 43-44).

Staðan hélt áfram að versna og ýmsar leiðir voru ræddar til að reyna að tryggja fjármála-stöðugleika hér á landi. Innstæðueigendur fóru að taka út innlán sín í stórum stíl og hliðstæðrar þróunar gætti hjá íslenskum bönkum erlendis (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 23-24). Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis er m.a. rakið hvernig bresk stjórnvöld settu fram stigvaxandi kröfur um að Kaupþing legði Kaupthing Singer & Friedlander, dótturbanka sínum í London, til auk-  
ið lausafé til að mæta útstreymi úr bankanum (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 160-173). Þá bárust af því fregnir eftir lokun markaða föstudaginn 3. október 2008 að evrópski seðlabankinn (e. European Central Bank, ECB) myndi gefa út há og óafturkræf veðköll á Glitni og Landsbanka Íslands strax eftir helgina. Ljóst var að bankarnir myndu eiga erfitt með að mæta þeim. Veðköllin voru reyndar dregin til baka að kvöldi sunnudagsins 5. október 2008 (sjá t.d. Páll Hreinsson o.fl., 2010, kafla 7.6.2. og bindi 2).

Hinn 5. október 2008 lögðu Kaupþing og Landsbanki Íslands fram sameiginlega tillögu til ríkisstjórnarinnar um hvernig bregðast skyldi við. Meðal annars var lagt til að Seðlabankinn tryggði Landsbanka Íslands þegar í stað 1.000 milljónir evra og Kaupþingi 500 milljónir evra. Í minnisblaði Árna M. Mathiesen fjármálaráðherra af fundi fulltrúa þessara banka með ráðherrum er m.a. haft eftir Sigurði Einarssyni, stjórnarformanni Kaupþings, að bankarnir geti sett fram tryggingar gegn fyrirgreiðslu Seðlabankans. Í þessu samhengi nefndi hann eignarhlutinn í FIH. Þessi sameiginlega tillaga Kaupþings og Landsbanka Íslands hlaut ekki hljómgrunn (Páll Hreinsson, 2010, 7. bindi, bls. 93-94).

Aðfaranótt 6. október 2008 var ákveðið að undirbúa þær aðgerðir sem fólust í lögum um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl. nr. 125/2008, (neyðarlögin). Þessa nótt funduðu ráðherrar m.a. með fulltrúum bandaríska bankans J.P. Morgan sem komið höfðu til landsins daginn áður að ósk Seðlabankans. Í skýrslu rannsóknarnefndar er haft eftir Össuri Skarphéðinssyni iðnaðarráðherra: „[...] fulltrúar J.P. Morgan] sögðu: Þetta er bara svona, ykkar bankakerfi er þannig að það er varla hægt að bjarga því. Og ef það er hægt að bjarga einhverju þá er það Kaupþ., þá er það KB“ (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 104). Í viðtölum við þá sem voru í forsvari fyrir J.P. Morgan þessa örlagaríku nótt hafa þeir neitað að þeir hafi gefið til kynna að það væri á það reynandi að bjarga Kaupþingi (Ridley, M., 2018).

## 2.4 Ákvörðun um að veita prautavarlán til Kaupþings

Í Seðlabankanum finnast engin gögn sem túlka má sem lánsbeiðni frá Kaupþingi, þar sem fram koma óskir um lánsfjárhæð, lánstíma og önnur lánskjör ásamt upplýsingum um það hvernig nýta ætti lánsféð. Eins og kom fram hér að framan virðist fjárhæðin 500 milljónir evra hafa þegar verið nefnd í samtölum utan Seðlabankans og það að eignarhluturinn í FIH yrði lagður fram sem trygging. Ekki leikur þó vafi á að sjálf ákvörðunin var tekin af bankastjórn Seðlabankans að höfðu samráði við forsætisráðherra. Það hefur verið staðfest í fréttatilkynningum síðar og a.m.k. tveir



bankastjórar unnu að undirbúningi ákvörðunarinnar.<sup>2</sup> Ekki var þó gerð skrifleg bankastjórnarsamþykkt um lánveitinguna en slíkar samþykktir liggja fyrir um margvíslegar ákvarðanir Seðlabankans. Aðstæðurnar á þessum tíma og sá hraði sem málið var unnið kunna að skýra það af hverju engin formleg samþykkt var gerð. Ákveðið var að lánstíminn yrði fjórir dagar að beiðni lántaka og vextirnir 9,40% sem jafngilti millibankavöxtum á evrusvæðinu að viðbættum 5 prósentum.

Hljóðritun símtals milli Geirs H. Haarde forsætisráðherra og Davíðs Oddssonar, formanns bankastjórnar Seðlabankans, sem hófst kl. 11.57 hinn 6. október 2008 ber með sér að áður hafi verið rætt að Kaupþingi yrði veitt lán að fjárhæð 500 milljónir evra.<sup>3</sup> Í símtalinu kemur fram að ef Kaupþingi yrði lánað, þá gæti Seðlabankinn ekki jafnframt lánað Landsbanka Íslands. Davíð segir: „[...] við út af fyrir sig getum í dag skrapað saman 500 milljónum evra en náttúrulega, en erum þá komnir inn að beini og þá gætum við hjálpað Kaupþingi í einhverja fjóra fimm daga en þá getum við ekki hjálpað Landsbankanum líka, sko“. Davíð bendir á að lánveitingin sé áhættusöm: „Ég býst við því að við fáum ekki þessa peninga til baka. Þeir segja að þeir muni borga okkur eftir fjóra fimm daga en ég held að það séu ósannindi eða við skulum segja óskhyggja“. Fram kemur að lánið yrði veitt með veði í FIH að því gefnu að eignarhluturinn sé veðbandalaus. Þeir ræða þá stöðu sem upp kæmi ef hluturinn í FIH væri þegar veðsettur og Kaupþing þyrfti að finna annað veð. Davíð leggur áherslu á að lánið verði eingöngu veitt gegn traustu veði: „[...] við erum bara að tala um ýrustu veð, við erum að fara með okkur alveg inn að beini þannig að við verðum að vera algerlega öruggir“. Þá kemur fram hjá Davíð að Kaupþing þurfi lánið samdægurs: „[...] Kaupþing þarf þetta í dag til að fara ekki á hausinn“.

Í viðtali í þættinum Kastljós á RÚV að kvöldi 6. október 2008 er Davíð spurður um lánið til Kaupþings. Í svari hans kemur m.a. fram: „[...] þetta er svona brúarlán til mjög skamms tíma, bara til að gefa þessum banka tækifæri til þess að spreyta sig og láta hann ekki falla í valinn vegna þess að hann hafi verið beittur kannski harkalegum aðgerðum“ (Davíð Oddsson, 2008). Þá er hann spurður hvað gerist ef Kaupþing geti ekki endurgreitt lánið. Davíð svarar að þá muni Seðlabankinn eignast mjög góðan banka í Danmörku, FIH, (Davíð Oddsson, 2008). Í nýjasta uppgjöri FIH á þeim tíma kemur fram að eigið fé bankans nam 7.989 milljónum danskra króna 30. júní 2008 eða sem samsvarar um 1.072 milljónum evra, þ.e. rúmlega tvöfaldri lánsfjárhæðinni (FIH, 2008).

## 2.5 Veðtaka og útborgun þrautavaralánsins

Strax að loknu samtali Geirs H. Haarde og Davíðs Oddssonar 6. október 2008 hafði Davíð samband við Hreiðar Má Sigurðsson, þáverandi bankastjóra Kaupþings. Að því búnu gaf Davíð starfsfólki Seðlabankans fyrirmæli um að ganga frá veðtökunni og útgreiðslu lánsfjárhæðarinnar. Haft var samband við tvo bankastjóra danska seðlabankans (d. Danmarks Nationalbank), til að fá álit þeirra á því hvort FIH væri traust veð fyrir skammtímaláni að fjárhæð 500 milljónir evra. Þeir töldu svo vera.

Vegna þeirrar áhættu sem í lánveitingunni fólst var af hálfu Seðlabankans lögð höfuðáhersla á að vanda til veðtökunnar. Bankinn lagði ekki sjálfstætt mat á verðmæti FIH enda gafst ekki nægjanlegur tími til þess heldur treysti á ofangreint álit danska seðlabankans. Hins vegar var rætt innan Seðlabankans hvort annað veð en eignarhluturinn í FIH kæmi til greina. Niðurstaðan varð hins vegar að ekki var talinn fýsilegur kostur að taka sem tryggingu fyrir þrautavaraláninu þau skuldabréf Kaupþings sem enn voru óveðsett, enda betri skuldabréf bankans þegar veðsett og enginn tími var til að fara yfir mikinn fjölda skuldabréfa í því skyni að kanna hvort í þeim leyndust

2. Í fréttatilkynningu frá Seðlabankanum 27. október 2008 kemur m.a. fram að „[...] ákveðið hafi verið], að höfðu samráði við forsætisráðherra, að lána Kaupþingi 500 milljónir evra til nokkurra daga í þeim tilgangi að aðstoða þann banka við að mæta kröfum breska fjármálaeftirlitsins og annarra þarlendra stjórnvalda vegna stöðu dótturfyrirtækis þess banka í Lundúnum“ (Seðlabanki Íslands, 2008). Tilgangur fréttatilkynningarinnar var að svara ummælum Björgólfs Thors Björgólfssonar um að fyrirgreiðsla til Landsbankans vegna Icesave hefði leyst vanda Landsbankans.

3. Endurrit af samtalinu er í vörslu Seðlabanka Íslands en það var einnig birt í Morgunblaðinu 18. nóvember 2017, sjá Stefán E. Stefánsson, 2017.

framsalstakmarkanir eða aðrir meinbugir. Það var því metið svo að eignarhluturinn í FIH væri miðað við aðstæður heppilegasta tryggingin fyrir lánuinu.

Veðtakan var gerð með einhliða yfirlýsingu Kaupþings um veðsetningu. Veðyfirlýsingin var útfærð sem allsherjarveð fyrir öllum skuldum Kaupþings við Seðlabankann en ekki eingöngu sem veð fyrir þessu tiltekna láni. Í ljós kom að hlutabréf í FIH höfðu ekki verið gefin út, hvorki á pappír né rafrænt í verðbréfamiðstöð. Því var veðsetningin framkvæmd með þeim hætti að umsjónarmaður hlutaskrár FIH að skráði athugasemd í hlutaskrána þess efnis að allur eignarhlutur Kaupþings væri veðsettur Seðlabankanum.<sup>4</sup> Skrifleg staðfesting um að þetta hefði verið gert barst Seðlabankanum kl. 14.24 hinn 6. október.

Veðyfirlýsingin var undirrituð í tvennu lagi, annars vegar af Hreiðari Má Sigurðssyni, forstjóra Kaupþings, og hins vegar Guðna Aðalsteinssyni, framkvæmdastjóra fjárstýringar, og Helga Sigurðssyni aðallögfræðingi. Undirrituð eintök bárust Seðlabankanum kl. 15.52 hinn 6. október. Til stóð að ganga frá lánsamningi í beinu framhaldi af undirritun veðyfirlýsingarinnar en vegna þeirrar atburðarásar sem hófst með setningu neyðarlaganna síðar þennan sama dag varð aldrei af því. Þótt ekki hafi verið gengið frá lánsamningi hafa tilvist lánsins og gildi veðyfirlýsingarinnar aldrei verið dregin í efa, enda fór svo að Seðlabankinn gekk að veðinu og yfirtók eignarhlutinn.

Vegna þess hversu langt var liðið á viðskiptadaginn í Evrópu var hafist handa við að undirbúa og framkvæma útgreiðslu lánsins um leið og ljóst var að eignarhlutur Kaupþings í FIH væri veðbandalaus og að veði myndi fást, jafnvel þótt frágangi veðyfirlýsingarinnar væri ekki lokið. Fjárhæðin var millifærð á reikning Kaupþings í Deutsche Bank í Frankfurt. Í greiðslufyrirmælum til þeirra erlendu banka sem Seðlabankinn tók út af reikningum sínum hjá til að greiða fjárhæðina kom fram að evrunar skyldu vera Kaupþingi til reiðu samdægurs.<sup>5</sup>

## 2.6 Ráðstöfun þrautavaralánsins

Af hálfu Seðlabankans voru Kaupþingi engin skilyrði sett fyrir ráðstöfun lánsfjárhæðarinnar. Hún bættist því við laust fé bankans 6. október 2008 sem hann ráðstafaði samkvæmt eigin ákvörðunum. Í Seðlabankanum var engar upplýsingar að finna um ráðstöfun lánsfjárins. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis er haft eftir Hreiðari Má Sigurðssyni, forstjóra Kaupþings þegar hann er spurður um ráðstöfun fjárins „[...] stærsta einstaka greiðslan sem fer út úr bankanum er rúmlega, u.þ.b. 200 milljónir evra til sænska seðlabankans, það er stærsta einstaka, held ég, greiðslan sem fer út úr Kaupþingi þessa síðustu viku til tíu daga, annars erum við að leggja inn, „supporta“ okkur í Lúxemborg vegna innlánsáhlaps sem er þar. Það er áhlaup í Finnlandi, það er áhlaup í Noregi, það er það sem er að gerast, það eru repo-viðskiptin okkar [...]“ (Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 160). Í fjölmiðlum hefur komið fram að í greinargerð sérstaks saksóknara með beiðni um gæsluvarðhald yfir Magnúsi Guðmundssyni, fyrrum forstjóra Kaupþing Bank Luxembourg, dótturfélags Kaupþings banka, í maí 2010 hafi komið fram að Kaupþing hafi lánað félaginu Lindsor Holding Corporation 171 milljón evra 6. október 2008, þ.e. sama dag og Kaupþing fékk þrautavaralánið („Lindsor var stjórnað“, 2011). Þá kemur fram í atvikalýsingu í dómi Héraðsdóms Reykjavíkur í máli ákærvaldsins gegn þremur fyrrverandi stjórnendum Kaupþings 26. janúar 2016 að Kaupþing hafi lánað félögunum Chesterfield United og Partridge Management Group 25 milljónir evra hvoru félagi 7. október 2008, þ.e. daginn eftir að Kaupþing fékk þrautavaralánið (Héraðsdómur Reykjavíkur 26. janúar 2016 í máli nr. S-408/2014).

Í framhaldi af bréflægri ósk forsætisráðherra, dagsettri 18. nóvember 2018, um að Seðlabanki Íslands kallaði eftir upplýsingum frá Kaupþingi um hvernig bankinn ráðstafaði þeim fjármunum sem fengnir voru að láni hjá Seðlabankanum hafði Seðlabankinn samband við Kaupþing og óskaði

4. Um var að ræða 25.650.400 hluti að fjárhæð 20 danskar krónur hver og því samtals 513.008.000 danskar krónur. Þetta var 99,89% af útgefnu hlutafé í bankanum.

5. Í greiðslufyrirmælunum í stöðluðu SWIFT-skeyti segir: Value/Date = 081006.

eftir þessum upplýsingum. Upplýsingarnar sem Seðlabankinn fékk í hendur byggja á athugun sem gerð var árið 2010. Hafa verður í huga að einstakar inngreiðslur á reikninga Kaupþings banka voru ekki eyrnamerkta ákveðnum útgreiðslum en hægt er að sjá inn- og útgreiðslur af evrureikningi Kaupþings hjá Deutsche Bank í Frankfurt frá morgni mánudagsins 6. október og þar til bankinn var tekinn yfir af Fjármálaeftirlitinu aðfaranótt 9. október 2018.

Lán Seðlabankans var greitt inn á reikninginn 6. október 2018. Aðrar inngreiðslur á reikninginn námu samtals 698 milljónum evra. Staðan í upphafi dags 6. október var neikvæð um sem nemur 387 milljónum evra.

Útgreiðslur af evrureikningi félagsins frá þeim tímapunkti og til dagsloka 8. október 2008 voru sem hér segir (samandregið)<sup>6</sup>:

- Útgreiðslur til innstæðueigenda í Kaupþing EDGE að fjárhæð 225 m. evra.
- Greiðsla til norræns seðlabanka að fjárhæð 170 milljónir evra.
- Greiðsla til tveggja erlendra félaga að fjárhæð 50 milljónir evra vegna útgáfu CLN (e. credit linked note) skuldabréfa.
- Greiðsla vegna veðkalls í tengslum við endurkaupasamning (REPO) til tveggja evrópskra banka að fjárhæð 47 milljónir evra.
- Greiðslur vegna gjaldeyrisviðskipta að fjárhæð 203 m. evra.
- Smágreiðslur (lægri en 10 milljónir evra), 4 – 500 talsins, í heild að fjárhæð 114,5 milljónir evra.

Samtals námu útgreiðslur 810 milljónum evra og staðan á reikningi félagsins í dagslok 8. október 2008 nam 0,6 milljónum evra.

Ekki er mögulegt að draga einhlítar ályktanir um ráðstöfun þrautarvaraláns Seðlabankans á grundvelli ofangreindra upplýsinga. Þær sýna þó að á þessum tíma var verið að inna af hendi greiðslur sem ella hefðu líklega leitt til falls bankans. Færslurnar bera með sér að áhlaup er í gangi á innstæður og önnur fjármögnun er að verða erfiðari sem lýsir sér í veðköllum sem væntanlega tengjast veð- og endurkaupasamningum. Samtals nema greiðslur til norræns seðlabanka, útstreymi á innstæðum og greiðslur vegna veðkalla 442 milljónum evra. Vegna greiðslna í tengslum við CLN skuldabréfið má nefna að málið er ennþá til meðferðar hjá dómstólum. Ekki er heldur hægt að draga miklar ályktanir af upplýsingum um fjárhæð gjaldeyrisviðskipta og mótaðila í þeim viðskiptum. Gera má ráð fyrir að þær færslur hafi þegar verið skoðaðar af þar til bærum aðilum.

## 2.7 Fall Kaupþings og afdrif þrautarvaralánsins

Við fall Kaupþings aðfaranótt 9. október 2008 varð eignarhluturinn í FIH eftir í slitabúi Kaupþings. Í 5. kafla kemur fram að vegna ákvæða í erlendum lánasamningum FIH um heimild lánveitenda til að gjaldfella lán við breytingu á eignarhaldi, töldu slitastjórn Kaupþings og Seðlabankinn ráðlegast að bankinn gengi ekki að veðinu að sinni. Í næstu köflum er fjallað um tilraunir Seðlabankans til að endurheimta veðið með sölu á FIH bankanum.

6. Um ráðstöfunina er einnig fjallað í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis (Sjá Páll Hreinsson o.fl., 2010, 7. bindi, bls. 160).

## 3. Starfsemi FIH 1958-2007

### 3.1 Sérhæfð lánastofnun verður banki

Lánastofnunin Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S (FIH) var stofnuð 28. október 1958 af danska Seðlabankanum (Danmarks Nationalbank), Den Danske Bankforening (þáverandi bankasambandi), Danmarks Sparekasseforening (þáverandi sparisjóðasambandi), Assurandør-Societetet (þáverandi sambandi tryggingafélaga) og Industrirådet (þáverandi félagi iðnrekenda).

Megintilgangur FIH í upphafi var að efla danskan iðnað með því að veita lán til meðallangs tíma til smárra og meðalstórra iðnfyrirtækja. Starfsemin varð fjölbreyttari með árunum, bæði lánaði FIH til fleiri atvinnugreina og bauð víðtækari þjónustu. FIH naut um skeið mikillar sérstöðu meðal danskra fjármálafyrirtækja vegna skattfríðinda, eignarhalds og nánna tengsla við atvinnulífið, aðallega iðnað, verslun og þjónustu.

Á tímabili fjármagnaði FIH sig að nokkru leyti með vaxtalausum eða vaxtalágum lánnum úr ríkissjóði. Það ásamt skattfríðindum gerði FIH kleift að bjóða viðskiptavinum sínum lán á hagstæðari kjörum en ella. FIH fjármagnaði sig þó í vaxandi mæli með útgáfu skuldabréfa á innlendum og erlendum fjármálamörkuðum og lántöku á millibankamarkaði eftir því sem umsvifin jukust. Bankanum var lengi vel ekki heimilt að taka við innlánnum frá almenningi. Þetta breyttist upp úr aldamótum með gildistöku nýrra laga um fjármálastarfsemi. Þá fékk FIH nákvæmlega sömu starfsheimildir og viðskiptabankar. Í kjölfarið var nafninu breytt í FIH Erhvervsbank A/S í september 2003.

### 3.2 Kauphallarskráning og -afskráning

Þröngt eignarhald FIH breyttist 1988 þegar hlutabréf bankans voru skráð í dönsku kauphöllina (Københavns Fondsbørs, nú Nasdaq Copenhagen). Tveimur árum síðar urðu nokkrar hræringar á dönskum bankamarkaði. Þá urðu til tveir stærstu bankar landsins, annars vegar Den Danske Bank og hins vegar Unibank. Danske Bank lifir enn sem langstærsti banki Danmerkur og annar stærsti bankinn á Norðurlöndum eftir að hafa yfirtekið nokkra danska og erlenda banka. Unibank varð síðar hluti af Nordea-samstæðunni, stærstu fjármálasamsteypu á Norðurlöndum. Í Danmörku heitir bankinn nú Nordea Bank Danmark.

Önnur bylgja hræringa meðal danskra og annarra norrænna banka varð undir síðustu aldamót. Ýmsir norrænir bankar litu á öll Norðurlöndin sem sinn heimamarkað, í sumum tilvikum einnig Eystrasaltsríkin. Þessar hræringar snertu FIH. Síðsumars 1999 lagði Kapital Holding, sem átti bæði Realkredit Danmark og BG Bank og sem síðar urðu hluti af Danske Bank, fram tilboð í hlutabréfin í FIH. Fljótlega kom fram annað tilboð frá sænska bankanum FöreningsSparbanken (einnig þekktum sem Swedbank) ásamt Dansk Arbejdsgiverforening (danska vinnuveitendasambandinu), Dansk Industri (félagi iðnrekenda), Lønmodtagers Dyrtidsfond (sérhæfðum lífeyrissjóði), Arbejds-markedets Tillægspension (stærsta lífeyrissjóði Danmerkur, ATP) og De Nationale Investeringsbank (hollenskum banka, nú NIBC Bank). Síðara yfirtökutilboðið var í nafni FI-Holding og var því tekið í september 1999. Átti Swedbank 60% af hlutafénu í FI-Holding á móti 40% hinna fimm hluthafanna. Í kjölfarið voru hlutabréfin í FIH afskráð í dönsku kauphöllinni.

### 3.3 Kaupþing banki kaupir

Megintilgangur Swedbank með kaupunum á FIH var að byggja upp öflugan alhliða viðskiptabanka í Danmörku á grunni FIH. Vegna aukinnar áherslu á starfsemi utan Norðurlandanna, m.a. í Eystrasaltsríkjunum, ákvað Swedbank snemma árs 2004 að selja FIH. Nokkrir bankar sýndu áhuga en að lokum stóðu eftir tveir bjóðendur, Kaupþing Búnaðarbanki (síðar Kaupþing banki) og Landsbanki

Íslands. Á endanum hafði Kaupþing betur, keypti allt hlutaféð í FI-Holding og eignaðist þar með 99,89% af hlutafénu í FIH á móti 0,11% sem var í eigu bankans sjálfs og starfsfólks.<sup>1</sup> Á þessum tíma var FIH heldur stærri en Kaupþing því heildareignir danska bankans námu um 66 milljörðum danskra króna í árslok 2003 samanborið við um 46 milljarða í tilviki Kaupþings.<sup>2</sup> Danska fjármálaeftirlitið, Finanstilsynet,<sup>3</sup> samþykkti breytingu á eignarhaldi FIH 22. september 2004.<sup>4</sup>

### 3.4 Breytingar á FIH á Kaupþingsárunum

FIH var stofnaður sem lánastofnun. Hefðbundin lán til fyrirtækja, einkum smárra og meðalstórra, voru lengst af yfirgnæfandi hluti af starfsemi hans. Sem dæmi má nefna að á tíu ára tímabili 1998-2007 námu útlán að meðaltali 76% af heildareignum. Hæst fór hlutfallið í 84% á þessu tímabili (2002 og 2003). Virðisrýrnun útlána var hverfandi. Undir lok tímabilsins var FIH sjötti stærsti banki Danmerkur. Hér var því um mikilvægan banka að ræða í dönsku fjármála- og efnahagslífi.

Sem fyrr segir var ætlun Swedbank með kaupunum á FIH 1999 að byggja upp öflugan alhliða viðskiptabanka. Þótt ekkert yrði af því jókst fjölbreytni í þjónustu FIH engu að síður á þessum tíma. Gengið var enn lengra í þá átt eftir að Kaupþing banki eignaðist FIH en sem dæmi má nefna að í árslok 2004 (stuttu eftir að Kaupþing eignaðist hann) námu útlán um 80% af heildareignum. Þetta hlutfall hafði lækkað í 66% í árslok 2007 og 59% í árslok 2008.

Í ársskýrslu FIH 2005 er gerð grein fyrir stefnu FIH eftir að Kaupþing banki eignaðist hann. Þar kemur fram að í samstæðunni eru fjögur sérhæfð dótturfélög auk móðurfélagsins (FIH, 2006):

FIH Realkredit	Veðlánastofnun. Engin ný lán eru veitt og starfsemin felst í því að þjónusta þegar veitt lán.
FIH Leasing og Finans	Eignarleigufyrirtæki sem jafnframt veitir ábyrgðir.
FIH KapitalPartner	Félag sem fjárfestir í óskráðum hlutabréfum og eignarhlutum í félögum.
FIH Finance	Félagið veitir fjárfestingar- og fjármögnunarráðgjöf.

Síðar bættust við félögin FIH Kapital Bank, sem keypti safn útlána af FIH, og FIH Aztec Holding sem var dótturfélag FIH Finance og sinnti sérhæfðum fjárfestingum.

FIH Kapital Bank var stofnaður í janúar 2007 og hafði starfsleyfi sem banki. Stofnun hans var liður í því að styrkja fjármögnun FIH. Snemma árs 2006 birtust neikvæðar skýrslur um íslensk efnahagsmál og stóru íslensku viðskiptabankana. Í febrúar breytti alþjóðlega lánshæfismatsfyrirtækið Fitch Ratings horfum fyrir lánshæfismat Ríkissjóðs Íslands úr stöðugum í neikvæðar. Í kjölfarið vöknudu víða efasemdir um getu bankanna til að endurfjármagna lán á gjalddaga 2006 og 2007. Þetta olli því m.a. að hjá FIH var ákveðið að treysta fjármögnun bankans sem byggðist í miklum mæli á skammtímalánum á millibankamarkaði og útgáfu skuldabréfa til meðallangs tíma á innlendum og erlendum fjármálamarkaði (FIH, 2007). FIH Kapital Bank keypti um fimmtung af útlánum FIH að fjárhæð um 15 milljarðar danskra króna. Lífeyrissjóðurinn ATP veitti bankanum lánalínu að sömu fjárhæð.<sup>5</sup> Eina verkefni FIH Kapital Bank var að þjónusta þessi lán.

1. FI-Holding var sameinað FIH í október 2007.
2. Heildareignir Kaupþings námu 558 milljörðum íslenskra króna samkvæmt yfirliti Fjármálaeftirlitsins um efnahagsreikninga banka, sparisjóða o.fl. í árslok 2003 (Fjármálaeftirlitið, 2003). Fjárhæðin er umreiknuð í danskar krónur með því að nota opinbert kaupgengi danskrar krónu gagnvart þeirri íslensku 31. desember 2003.
3. Sjá umfjöllun um danskar stofnanir og félög í viðauka 7.
4. Svo virðist sem Finanstilsynet hafi sett skilyrði sem miðuðu að því að einangra FIH frá Kaupþingi. Ekki var greint frá þeim opinberlega á þeim tíma. Í kauphallartilkyningu FIH frá 6. febrúar 2009 um uppgjör bankans fyrir árið 2008 kemur fram að hann sé einangraður frá Kaupþingi (e. ring-fenced) og því hafi bankinn engu tapað vegna Íslandskrisunnar og falls Kaupþings (FIH, 2009). Í frétt í Jyllands-Posten 15. janúar 2010 er haft eftir Henrik Sjögren, þáverandi forstjóra FIH, að meðal skilyrða sem Finanstilsynet hafi sett var að FIH væri óheimilt að lána Kaupþingi, dótturfélögum þess og viðskiptavinum þeirra (eins og vísað er til í Kailay, 2010).
5. Leiðir FIH og Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP, stærsta lífeyrissjóðs Danmerkur – öllum dönskum launþegum er skylt að greiða til ATP) lágu saman með afgerandi hætti í nokkur önnur skipti. Lífeyrissjóðurinn var einn af meðeigendum Swedbank í FIH

Á þessum árum starfaði FIH á fimm stöðum í Danmörku,<sup>6</sup> í Stokkhólmi og Malmö í Svíþjóð og ráðgert var að opna skrifstofu í Ósló.

### 3.5 Sex meginstarfssvið

Í stefnu FIH frá 2005 er bankanum lýst sem afar sérhæfðum fyrirtækja- og fjárfestingarbanka sem veitir valda þjónustu og ráðgjöf í tengslum við fjármagn til hvers kyns fyrirtækja, stofnanafjárfastra, minni og meðalstórra fjármálafyrirtækja og fjárfestingarsjóða. Fram kemur að ráðgert sé að auka þjónustuframboð enn frekar frá 2005, m.a. með því að bjóða þeim sem taka ákvarðanir fyrir hönd þessara aðila einkabankaþjónustu sem og öðrum einstaklingum með sérstakar fjárfestingarþarfir. Áfram yrði einblínt á Norðurlönd sem heimamarkað bankans. Í stuttu máli snerist stefnan um að auka þjónustuframboð og fjölga viðskiptavinum (FIH, 2006, bls.29).

Meginstarfssvið FIH á Kaupþingsárunum 2005-2008 voru sex:

- Útlán til fyrirtækja. Þetta svið var ávallt kjarninn í starfsemi bankans og lengi framan af hið eina. Á þessum tíma voru viðskiptavinir sviðsins um 4.300, þ.á. m. 250 stærstu fyrirtæki í Danmörku ásamt vel völdum stærri viðskiptavinum í Noregi og Svíþjóð.
- Lán til fasteignafélaga og annarra fasteignatengdra verkefna. Lán af þessu tagi uxu úr því að vera um fjórðungur af heildarútlánum bankans 2004 og 2005 í 32% 2010 og 36% 2011.
- Sérhæfð fjármögnun í tengslum við breytingar á eignarhaldi í fyrirtækjum eða endurfjármögnun fyrir kaupa. Markhópur viðskiptavina voru fjárfestingarsjóðir á Norðurlöndum, fjárfestingarsjóðir sem sérhæfðu sig í millilagsfjármögnun (e. mezzanine finance), aðilar sem buðu eða höfðu milligöngu um millilagsfjármögnun ásamt stærstu fyrirtækjum í Danmörku sem þurftu á sérhæfðri fjármögnun að halda. Lán af þessu tagi fóru hæst í 23% 2008. Samhliða ráðgjöf og lánum til viðskiptavina í tengslum við verkefni af þessu tagi var bankinn einnig reiðubúinn að gerast meðfjárfestir fyrir eigin reikning.
- Fjárfestingarbankaþjónusta. Fljótlega eftir að Kaupþing banki eignaðist FIH var starfsemi Kaupþings í Danmörku hætt og flutt í FIH. Þjónusta á þessu sviði fólst fyrst og fremst í ráðgjöf í tengslum við kaup og sölu á fyrirtækjum og ráðgjöf í tengslum við annars konar fjármagnsviðskipti og fjármögnun. Unnið var náið með Kaupþingi banka á Íslandi og dótturfélögum bankans annars staðar á Norðurlöndum og í Englandi.
- Fjármálamarkaðir. Um var að ræða viðskipti með hlutabréf, skuldabréf, gjaldeyri og afleiður. Sérstök áhersla var lögð á að tengja þessi viðskipti við lánstarfsemi bankans, fjárfestingarbankastarfsemi og einkabankaþjónustu.
- Einkabankaþjónusta. Hér var veitt einkabankaþjónusta auk almennrar bankaþjónustu til stjórnenda, stjórnarmanna og eigenda fyrirtækja sem þegar voru í viðskiptum við FIH. Síðar var ætlunin að bjóða öllu áhrifafólki í dönsku viðskiptalífi þessa þjónustu.

### 3.6 Umsvif og arðsemi aukast en einnig áhætta

Ársreikningar FIH á Kaupþingsárunum sýna að stefna nýrra eigenda virtist skila ágætum árangri, a.m.k. uxu útlán, vaxtatekjur og þóknatekjur hratt. Á móti kemur að kostnaður rauk upp. Engu að síður hækkuðu hagnaður og arðsemi eigin fjár ár frá ári:

1999-2004. Sjóðurinn var leigusali FIH eftir að hann keypti glæsilega nýbyggingu bankans við Langelinie Allé í Kaupmannahöfn af bankanum 2002 og leigði hana til bankans. Þá var sjóðurinn langstærsti hluthafinn í hópnum sem keypti FIH af Seðlabankanum 2010 (sjá 6. kafla). Í tengslum við kaupin samþykkti sjóðurinn lánalínu til bankans að fjárhæð allt að 10 milljarðar danskra króna. Loks má nefna að Bjarne Graven Larsen, fjárfestingarstjóri ATP var ráðinn forstjóri FIH fljótlega eftir kaupin (var hliðsettur Henrik Sjogreen þáverandi forstjóra FIH).

6. Höfuðstöðvar í Kaupmannahöfn og skrifstofur í Álaborg, Árósum, Fredericia og Herning.

Tafla 1

Milljónir danskra króna	2004	2005	2006	2007
Hreinar vaxtatekjur	859	897	1.002	1.119
Hreinar þóknatekjur	42	95	96	257
Hagnaður eftir skatta	620	712	935	1.123
Arðsemi eigin fjár eftir skatta	10,1%	13,1%	15,0%	15,5%
Virðisrýrnun útlána (- = aukning)	-27	-10	-17	-19
<i>Milljarðar danskra króna</i>				
Útlán	53,1	59,0	67,6	75,0
Innlán	1,5	3,4	6,6	10,5
Millibankalán	5,5	7,6	16,7	31,9
Útgefin skuldabréf	47,4	58,9	56,6	53,6
Efnahagur alls	65,9	81,3	96,0	113,4
Eigið fé	5,0	5,8	6,7	7,8

Heimild: Ársskýrslur FIH Erhvervsbank A/S (sjá FIH 2005, 2006, 2007, 2008).

Útlán FIH voru einkum af þrennum toga. Hefðbundin útlán til fyrirtækja voru yfirgnæfandi áður fyrr en voru komin niður í um helming af útlánnum í árslok 2007. Á móti jukust bæði lán í tengslum við sérhæfða fjármögnun (e. private equity, acquisition finance) og lán til fasteignafélaga og fasteignatengdra verkefna (e. property finance). Lán í fyrri flokknum voru um 27% af öllum útlánnum 2007 og lán í þeim síðari um 21% á sama tíma.

Þótt innlán í FIH hafi vaxið á þessum árum, þá var fjármögnun bankans áfram að mestu byggð á skammtímalánnum á millibankamarkaði og útgáfu skuldabréfa til skamms og meðallangs tíma á innlendum og erlendum fjármálamarkaði. Í árslok 2007 voru innlán ekki nema 14% af útlánnum FIH sem var langlægsta hlutfallið meðal stærri banka í Danmörku:<sup>7</sup>

FIH	14,0%
Jyske Bank	93,6%
Nordea Bank Danmark	89,6%
Nykredit Bank	73,4%
Sydbank	88,1%

Aukinna umsvifa á Kaupþingsárunum gætti einnig í fjölda starfsfólks. Í árslok 2004 var starfsfólk 159 en 335 í árslok 2007 og hátt í 450 á seinni hluta 2008.

Í umsögnnum lánshæfismatsfyrirtækisins Moody's um FIH 2005 og 2006 er stefnunni á Kaupþingsárunum lýst sem vaxtarstefnu (e. expansion-driven strategy). Að mati Moody's geti stefnan leitt til aukinnar áhættu án þess að arðsemi vaxi að sama skapi (Moody's Investors Service, Inc., 2005 og 2006).

Síðar kom í ljós að þessi vaxtarstefna FIH leiddi til þess að tvenns konar áhætta í starfsemi bankans jókst um of, þ.e. útlánaáhætta og fjármögnunaráhætta. Þegar ytri aðstæður breyttust til hins verra frá og með hausti 2008 reyndust þessir áhættuþættir bankanum skeinuhættir.

7. Danske Bank er sleppt úr samanburðinum því hann var mun stærri en hinir og með starfsemi víða um lönd.

## 4. Starfsemi FIH 2008-2016

### 4.1 Áralangar dauðateygjur

Undir lok október 2008 hafði FIH starfað í 50 ár. Sagan var glæsileg. Bankinn var sjötti stærsti banki Danmerkur, sérhæfður í því að sinna þörfum fyrirtækja og ýmiss konar fjárfesta, og hafði skilað síauknum hagnaði síðustu ár. En þegar ytri aðstæður snarbreyttust til hins verra haustið 2008 kom í ljós að viðskiptalíkan bankans var veikt. Þrátt fyrir tilraunir stjórnenda bankans og hluthafa fyrir og eftir eigendabreytingu í janúar 2011<sup>1</sup>, tókst ekki að snúa við rekstri bankans. Á endanum ákváðu nýir eigendur að hámarka hagnað sinn með því að selja starfsemi bankans í hlutum og skila starfsleyfi hans sem banka til Finanstilsynet 18. mars 2016.<sup>2</sup>

### 4.2 Viðbrögð við falli Kaupþings banka og fjármálakreppunni haustið 2008

FIH brást hratt við falli Kaupþings banka og breyttum aðstæðum í Danmörku og á alþjóðlegum fjármálamörkuðum haustið 2008. Í kauphallartilkyningu bankans frá 9. febrúar 2009 þegar uppgjör fyrir árið 2008 var birt kemur fram að stefnu bankans hafi verið breytt. Hér eftir verði lögð áhersla á kjarnastarfsemi bankans sem felst í lánum til fyrirtækja, en auk þess fyrirtækjaráðgjöf og ráðgjöf til fyrirtækja um stefnumótandi áhættustýringu og skuldastjórnun. Þegar hafi hlutabréfamíðlun og -greiningu verið hætt sem og eignastýringu. Það ásamt samdrætti í ýmsum stoðdeildum þýddi fækkun starfsfólks um 94 í 358 eða um 21%.

Efnahagsstöðnunin í Danmörku hafði sífellt meiri áhrif á afkomu og starfsemi FIH. Þrátt fyrir það varð engin grundvallarbreyting á stefnu FIH 2009 og 2010 að undanskilinni fyrrgreindri breytingu. Smám saman kom í ljós hversu veikt viðskiptalíkan bankans frá Kaupþingsárunum hafði verið og hversu mikil áhætta leyndist í eignasafni hans. Þannig má nefna að virðisrýrnun útlána tvöfaldaðist milli 2007 og 2008 þegar hún fór í tæplega 500 milljónir danskra króna. Enn frekara stökk kom 2009 þegar hún fór í 1.177 milljónir og 2010 þegar fjárhæðin nam 1.923 milljónum. Hagnaður bankans eftir skatta nam 1.123 milljónum danskra króna 2007 en féll í 184 milljónir 2008 með umtalsverðu tapi á fjórða ársfjórðungi þess árs. Ekki tók betra við 2009 þegar hagnaðurinn nam aðeins 12 milljónum. Hagnaðurinn jókst í 525 milljónir 2010 en eingöngu vegna þess að kauphallarskráning skartgripaframleiðandans og –salans Pandora skilaði bankanum 1.284 milljónum í bókfærðum tekjum. Að öðru leyti var afkoman léleg, fyrst og fremst vegna mikillar virðisrýrnunar útlána.

### 4.3 Ný stefna með nýjum eigendum

Eftir að nýir eigendur tóku við FIH í janúar 2011 endurskoðuðu þeir stefnu bankans með það að markmiði að gera hann að besta fyrirtækja- og fjárfestingarbanka Danmerkur. Nýja stefnan var margþætt en miðaði fyrst og fremst að því að auka arðsemi af lánastarfsemi bankans og draga úr áhættu af henni:

- Aukin áhersla á útlán til fyrirtækja í Danmörku, fyrst og fremst meðalstórra fyrirtækja. Ákveðið var að draga úr lánum til fasteignatengdra verkefna sem og að hætta að lána til og fjárfesta í eiginfjárverkefnum (e. private equity).
- Með því að draga úr útlánum til fasteignatengdra verkefna og eiginfjárverkefna minnkaði áhætta bankans, ekki aðeins útlánaáhætta heldur einnig endurfjármögnunaráhætta. Þá yrði

1. Kaupsamningur er frá 18. september 2010. Greiðsla fyrir eignarhlutann og afhending hans fóru fram 6. janúar 2011, sjá 6. kafila.  
2. Sjá m.a. kauphallartilkyningar og ársreikninga FIH 2008-2015 á vef Nasdaq OMX Nordic.



kerfisbundið unnið að því að minnka samþjöppunaráhættu í útlánastarfsemi bankans (e. concentration risk) með því að minnka vægi stórra áhættuskuldbindinga.

- Aukin áhersla á innlán til að draga úr áhættu í fjármögnun bankans og búa hann undir endurgreiðslu á útgefnum skuldabréfum með ríkisábyrgð 2012 og 2013.<sup>3</sup>
- Aukin áhersla á starfsemi sem skilar þóknunatekjum, s.s. markaðsviðskipti og fyrirtækjaráðgjöf.
- Kerfis- og ferlamál í því skyni að halda niðri kostnaði og gera bankann sem best í stakk búinn að sinna þáverandi starfsemi og framtíðarvexti.

Fljótlega var stefnan skerpt enn frekar. Í ársskýrslu FIH fyrir árið 2011 kemur fram að ráðgert var að ný stefna bankans skilaði samdrætti í útlánum að fjárhæð 29 milljarðar danskra króna fyrir árslok 2013 og að innlán myndu aukast um 15 milljarða á sama tímabili. Jafnframt var ætlunin að selja hlutabréf og aðrar eignir. Þetta voru metnaðarfull markmið því útlán bankans námu 58 milljörðum í árslok 2010 og innlán rúmlega 7 milljörðum á sama tíma. Ætlunin var sem sagt að helminga útlán bankans á þremur árum.

#### 4.4 Í spennitreyju versnandi lánsþæfismats og endurfjármögnunarþarfar

Ljóst er að á þessum tíma var lögð höfuðáhersla á að bregðast við viðvarandi erfiðleikum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og sífellt versnandi lánsþæfismati FIH<sup>4</sup> á sama tíma og fyrirséð var að endurfjármagna þyrfti megnið af útistandandi lánsfjármögnun bankans 2012 og 2013 að fjárhæð um 50 milljarðar danskra króna sem bankinn hafði fengið á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke II<sup>5</sup>. Í árslok 2011 nam heildarstærð efnahagsreiknings bankans 85 milljörðum danskra króna. Þessar tvær fjárhæðir sýna glögg þann vanda sem við var að etja.

Vatnaskil urðu árið 2012 þegar dönsk stjórnvöld samþykktu aðgerðaráætlunina Bankpakke V.<sup>6</sup> Hún var sérstaklega sniðin að þörfum FIH og sýndi vilja danskra stjórnvalda til að bjarga bankanum og gera honum kleift að halda áfram að lána til smárra og meðalstórra fyrirtækja. Eftir tilflutning á lánum til FS Property Finance og sölu þess félags til Finansiell Stabilitet A/S<sup>7</sup> lækkuðu heildarútlán bankans í 16 milljarða danskra króna samanborið við 43 milljarða ári áður. Á sama tíma rúmlega tvöfölduðust innlán og fóru í 14 milljarða. Viðsnúningurinn var slíkur að bankinn átti ekki í neinum vandræðum með að endurgreiða víkjandi lánið úr ríkissjóði 2012 og öll útgefna skuldabréfin með ríkisábyrgð á réttum tíma 2012 og 2013.

Virðisrýrnun útlána hjá FIH var enn há og því var bankinn rekinn með 1.537 milljón danskra króna tapi 2012 samanborið við 1.178 milljón króna tap 2011.

FIH skrappt enn frekar saman árið 2013. Heildarútlán námu aðeins 10.907 milljónum danskra króna í árslok 2013 samanborið við 75.015 milljónir þegar þau náðu hámarki í árslok 2007. Í árslok 2013 námu innlán 13.783 milljónum og var þetta í fyrsta sinn frá stofnun bankans 1958 að innlán voru hærri en útlán. Á árinu var samstæðan einfölduð þegar dótturfélagið FIH Kapital Bank var sameinað móðurfélaginu og dótturfélagið FIH Realkredit leyst upp.

#### 4.5 Endalokin

Í ársskýrslu FIH fyrir árið 2014 segir að eftir allar breytingar á starfsemi bankans 2011-2013 sem voru nauðsynlegar til að tryggja að bankinn gæti endurgreitt víkjandi lánið frá ríkissjóði og út-

3. Sjá kafla 5.3 og viðauka 4.

4. Sjá viðauka 5.

5. Samtals voru þetta um 50 milljarðar danskra króna, þ.e. víkjandi lán frá ríkissjóði að fjárhæð 1,9 milljarðar danskra króna sem taldist til eigin fjár FIH og ríkisábyrgð á útgefnum skuldabréfum að fjárhæð um 48 milljarðar. Sjá einnig kafla 5.3 og viðauka 4.

6. Sjá viðauka 4.

7. Finansiell Stabilitet var félag í eigu danska ríkisins, stofnað í október 2008 sem hluti af samkomulagi milli ríkisins og danskra banka og sparisjóða. Félagið fór með lykilhutverk í aðgerðaráætlunum danskra stjórnvalda í bankakreppunni (Bankpakke I – V, sjá Viðauka 4 og 7).

gefnu skuldabréfin með ríkisábyrgð, þá hafi verið orðið ljóst að arðsemi bankans gæti aldrei orðið ásættanleg miðað við viðskiptalíkan bankans og umfang starfseminnar. Hér ber m.a. að hafa í huga að bankinn hafði styrkt lausafjárstöðu sína með því að stórauka innlán og í því skyni boðið hærrí vexti en aðrir bankar. Því hafi verið ákveðið að selja sem mest af útlánum bankans og hætta að veita ný lán. Í reynd var bankinn því orðinn „hálfbanki“ og ljóst að eigendur hans stefndu að því að loka honum. Á þessu ári hætti annar bankastjórnanna án þess að ráðið væri í hans stað.

FIH skrapp enn frekar saman 2015. Það ár flutti bankinn úr glæsihúsinu við Langlinie Allé. Snemma árs 2016 var tilkynnt um enn frekari sölu á útlánum og öllum innlánum bankans. Það var síðan 18. mars 2016 sem FIH skilaði starfsleyfi sínu til Finanstilsynet. Samtímis var nafninu breytt í FIH A/S. Þar með var bankastarfseminni lokið.

Tafla 2

<i>Milljónir danskra króna</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hreinar vaxtatekjur	1.286	1.300	1.203	759	446	27	-32	133	170
Hreinar þóknatekjur	213	134	190	131	106	185	156	220	41
Hagnaður eftir skatta	184	12	525	-1.178	-1.537	228	62	145	87
Virðisrýrnun útlána	494	1.177	1.923	992	1.276	174	212	165	47
<i>Milljarðar danskra króna</i>									
Útlán	72,6	64,1	58,0	42,8	16,2	10,9	6,1	5,2	1,0
Innlán	32,1	20,7	7,5	6,1	14,0	13,8	10,3	0,3	0
Millibankalán	36,3	35,1	30,5	9,9	4,2	3,3	3,7	0	0
Útgefin skuldabréf	32,7	49,2	46,9	43,2	23,3	1,0	0	0	0
Efnahagur alls	122,1	130,4	109,3	84,2	60,8	27,5	23,4	8,5	5,9
Eigið fé	7,8	7,8	8,3	7,2	5,5	5,7	5,7	5,9	5,8

*Heimild:* Ársskýrslur FIH Erhvervsbank A/S og FIH A/S. Tölur fyrir árin 2008-2015 taka til FIH-samstæðunnar. Tölur fyrir árið 2016 taka til félagsins FIH A/S sem áður var bankinn FIH Erhvervsbank A/S (sjá FIH 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017).

## 5. Sölutilraunir 2008-2010

### 5.1 FIH verður eftir í slitabúi Kaupþings – sölutilraunir hefjast

Við fall Kaupþings aðfaranótt 9. október 2008 varð eignarhluturinn í FIH eftir í slitabúinu. Eins og rakið er í kafla 2.5 hafði eignarhluturinn þremur dögum áður verið settur að veði fyrir láni frá Seðlabankanum að fjárhæð 500 milljónir evra sem og öllum öðrum skuldum Kaupþings við bankann (allshejarveð). Vegna ákvæða í erlendum lánasamningum FIH um heimild lánveitenda til að gjaldfella lán við breytingu á eignarhaldi, töldu skilanefnd Kaupþings og Seðlabankinn ráðlegast að bankinn gengi ekki að veðinu að sinni.

Skilanefnd<sup>1</sup> Kaupþings og Seðlabankinn voru sammála um að leita þegar leiða til að selja FIH og staðfestu það skriflega 19. október 2008. Í samkomulagi aðila kemur fram að Seðlabankinn hafi þegar ráðið bandaríska bankann J.P. Morgan til ráðgjafar við að finna og hafa samband við hugsanlega kaupendur, aðstoða við að verðmeta FIH og aðstoða við nauðsynlega skjalagerð. Með samkomulaginu kom skilanefndin að þessu ferli en frumkvæðið var þó áfram hjá Seðlabankanum. Fram kom að Seðlabankinn taldi það farsælast út frá hagsmunum FIH, hluthafanna<sup>2</sup> og íslensku þjóðarinnar að eignarhluturinn yrði framseldur beint úr búi Kaupþings til væntanlegs kaupanda. Samþykkti skilanefndin að hafa ekkert frumkvæði að sölu eignarhlutarins en undirrita öll nauðsynleg skjöl ef til sölu kæmi. Þá samþykkti skilanefndin að söluverði myndi ganga beint til Seðlabankans til að gera upp þær skuldir sem tryggðar voru með eignarhlutnum.

Bæði skilanefnd Kaupþings og J.P. Morgan reyndu árangurslaust í október og nóvember 2008 að fá nákvæmar upplýsingar um ákveðin ákvæði í lánasamningum FIH, fyrst og fremst ákvæði um heimild til gjaldfellingar vegna breytingu á eignarhaldi FIH (e. change of control) en stjórnendur FIH vildu ekki afhenda þessar upplýsingar. Áhyggjur voru að ákvæði af þessu tagi gætu hrundið af stað kröfu um uppgreiðslu lána og mögulega ákvæði um afleiddar vanefndir (e. cross default). Stjórnendur FIH upplýstu að lokum að slík ákvæði væru til staðar og meginefni þeirra. Á þessum tíma var ástandið afar brothætt þar sem suma lánveitendur FIH í hópi þýskra og austurrískra banka sveið undan því að hafa tapað háum fjárhæðum á íslensku bönkunum og töluverð hætta var á að þeir myndu láta á þessi ákvæði reyna, sérstaklega ef þeir gætu freistað þess að fá danska ríkið til að grípa inn í atburðarásina. Því má bæta við að fyrrverandi bankastjórar Kaupþings Hreiðar Már Sigurðsson og Sigurður Einarsson sögðu sig úr stjórn FIH (Sigurður var varaformaður) 12. desember 2008. Á hluthafafundi FIH 15. janúar 2009 voru Guðni N. Aðalsteinsson og Ragnar Árnason kjörnir í stjórn bankans.<sup>3</sup>

Sölutilraunir á síðustu mánuðum 2008 báru takmarkaðan árangur. Fjórir bankar sýndu áhuga, spurðust fyrir um FIH og fengu aðgang að gagnaherbergi með ítarlegum upplýsingum um rekstur og fjárhag bankans en einungis eitt formlegt tilboð barst. Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) í Svíþjóð bauð í hluta af FIH, þ.e. hefðbundna lánastarfsemi bankans og fyrirtækjaráðgjöf. Jafnframt lýsti bankinn áhyggjum af starfsemi sem áhersla hafði verið lögð á á Kaupþingsárunum, þ.e. lánunum til fasteignatengdra verkefna (e. property finance) og sérhæfðri fjármögnun (e. structured finance og private equity) og síðar átti eftir að koma í ljós að áhyggjurnar voru réttmætar. Seðlabankinn og slitabúi Kaupþings vildu selja FIH í heilu lagi og því var tilboði SEB hafnað.

1. Skilanefnd Kaupþings var skipuð 9. október 2008 er Fjármálaeftirlitið tók yfir vald hluthafafundar Kaupþings banka hf. Slitastjórn Kaupþings var skipuð af héraðsdómi Reykjavíkur 25. maí 2009 og með því gat formlegt kröfulýsingarferli hafist. Skilanefndin sinni áfram því hlutverki að vernda eignasafn bankans þar til hún var lögð niður um áramót 2011/2012.

2. FIH-bankinn sjálfur og starfsfólk átti 0,11% af hlutafé FIH og slitabúið afganginn.

3. Guðni sat í skilanefnd Kaupþings á þessum tíma. Ragnar var tilvonandi bankaráðsmaður í Seðlabankanum og var kjörinn í ráðið 16. mars 2009.

Söluferlið fjaraði að lokum út, enda aðstæður í Danmörku og víða um heim afskaplega erfiðar á þessum tíma.<sup>4</sup> Það var þó almenn vitneskja um það á fjármálamarkaði að FIH væri til sölu þannig að áhugasamir kaupendur höfðu tækifæri til að gefa sig fram.<sup>5</sup>

## 5.2 Áhugi kviknar

Danski lífeyrissjóðurinn PFA Pension, sá næststærsti í Danmörku á eftir ATP, og Christian Peter Dyvig, stjórnandi og aðaleigandi ráðgjafar- og fjárfestingarfélagsins C.P. Dyvig & Co. höfðu frumkvæði að því að hitta Seðlabankann og skilanefnd Kaupþings ásamt ráðgjöfum þeirra á fundi í Reykjavík 9. júlí 2009. Henrik Heideby, þáverandi forstjóri PFA Pension, var forstjóri FIH á árunum 1987-1998. Á fundinum lögðu dönsku fjárfestarnir fram óformlegt tilboð í FIH. Seðlabankanum og skilanefndinni þótti tilboðið alltof lágt, enda það metið aðeins að jafnvirði 150 milljóna evra. Þá var í tilboðinu gert ráð fyrir að seljandi myndi taka á sig framtíðarafskrift útlána án þess að fá nokkra hlutdeild í framtíðarávinningi kaupenda. Þreifingar milli þessara aðila héldu áfram, m.a. með aðkomu og ráðgjöf J.P. Morgan. Þær leiddu m.a. í ljós að Seðlabankinn var reiðubúinn að íhuga árangurstengda greiðslu að hluta þannig að raunveruleg afskrift í bankanum á tilteknu tímabili hefði áhrif á endanlegt kaupverð.<sup>6</sup> Seðlabankinn víðraði þá útfærslu að upphafsgreiðsla í reiðufé næmi 250 milljónum evra (jafnvirði um 1.860 milljónum danskra króna) og seljendalán 400 milljónum evra (jafnvirði um 3.000 milljónum danskra króna). Á endanum lögðu fjárfestarnir fram nýtt og betra tilboð á fundi í Seðlabankanum hinn 19. október 2009. Því var einnig hafnað, enda upphafsgreiðslan aðeins 175 milljónir evra (jafnvirði um 1.300 milljónum danskra króna). Aftur á móti voru Danirnir reiðubúinir að fallast á að seljendalánið næmi 400 milljónum evra eins og J.P. Morgan hafði víðrað. Frekari þreifingar milli aðila leiddu ekki til neins. Vegna þeirrar miklu óvissu sem einkenndi danskt efnahagslíf og danskt bankakerfi þessi árin má fullyrða að það hafi verið algerlega útilokað að selja FIH án þess að kaupandi og seljandi deildu með einhverjum hætti áhættu af raunverulegu framtíðarverðmæti eigna bankans.

## 5.3 Dönsk stjórnvöld krefjast aðgerða

Árið 2010 dró til tíðinda á ný. Í ársbyrjun 2010 krafðist Finanstilsynet þess að bankar í Danmörku myndu framvegis skila mánaðarlegum lausafjárskýrslum, enda fyrirséð að brottfall almennrar ríkisábyrgðar á innstæðum og tilteknum óveðtrygðum kröfum hinn 30. september 2010 myndi torvelda þeim á ný að fjármagna starfsemi sína.<sup>7</sup> Í tilviki FIH var beðið um tilteknar viðbótarupplýsingar, enda bankinn hlutfallslega háðari fjármögnun á skuldabréfamarkaði og millibankamarkaði en aðrir stórir danskir bankar. Á þessum tíma hafði FIH þegar sótt um og þegið aðstoð á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke II sem var ætlað að auðvelda bönkum og sparisjóðum að takast á við brottfall almennu ríkisábyrgðarinnar.<sup>8</sup> Aðstoðin við FIH var tvíþætt. Annars vegar víkjandi lán að fjárhæð 1,9 milljarðar danskra króna sem taldist til eigin fjár bankans og styrkti því eiginfjárstöðu hans en nam það um 4% af heildareiginfjárframlagi ríkissjóðs til danskra banka. Hins vegar vilýrði fyrir ríkisábyrgð í gegnum Finansiell Stabilitet á útgefnum skuldabréfum til allt að þriggja ára að fjárhæð allt að 50 milljörðum danskra króna. Þar af nýtti bankinn ábyrgð fyrir samtals 48 milljarða danskra króna sem var tæplega 25% af heildarábyrgðinni sem ríkissjóður veitti dönskum bönkum.

4. Sjá umfjöllun í viðaukum 3-5.

5. Aðilar og fyrirspurnir voru af ýmsum toga. Þannig t.d. víðraði danskur aðili málverkasafn sem greiðslu.

6. Hér eftir verður til hægðarauka ávallt notað hugtakið seljendalán. Í samskiptum aðila á þessum tíma var notað enska hugtakið „vendor note“. Í samningnum um sölu á FIH í september 2010 var notað enska hugtakið „earn-out document“. Vegna þeirrar miklu óvissu sem einkenndi danskt efnahagslíf og danskt bankakerfi þessi árin má fullyrða að það hafi verið algerlega útilokað að selja FIH án þess að kaupandi og seljandi deildu með einhverjum hætti áhættu af raunverulegu framtíðarverðmæti eigna bankans.

7. Sjá einnig viðauka 4.

8. Fjallað er um fimm aðgerðaráætlanir danskra stjórnvalda til að bjarga bönkum og sparisjóðum 2008-2012, Bankpakke I-V, í kafla IV um eftirfylgni með fjármálakreppunni í skýrslu danska viðskiptaráðuneytisins frá árinu 2013 (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 309-336).

Dönsk stjórnvöld vörpuðu því líflínu til bankans og ljóst er að FIH var fyrirferðarmikill í björgunaraðgerðum danskra stjórnvalda (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 444).

Í bréfi Finanstilsynet frá 13. janúar 2010 til slitabús Kaupþings, sem Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn fengu afrit af, komu skýrt fram áhyggjur Finanstilsynet af stöðu FIH sem sjötta stærsta banka Danmerkur og hversu mjög hann væri háður fjármögnun á fjármálamörkuðum fremur en innlánun. Var bent á það í bréfinu að FIH hafi greint frá því að ríkisábyrgðin væri bráðnauðsynleg fyrir fjármögnun hans. Fram kom að Finanstilsynet taldi að sú staðreynd að FIH væri í eigu slitabús og reiddi sig í verulegum mæli á lánsfjármögnun, ylli því að það yrði mjög erfitt fyrir FIH að afla nægilegs fjármagns án ríkisábyrgðar. Kallað var eftir sjónarmiðum slitabús Kaupþings varðandi framtíð FIH, þ.á m. hvaða aðgerðir væri verið að undirbúa til að tryggja lausafjárstöðu bankans. Þá var vakin athygli á ákvæðum í lögum um fjármálastarfsemi sem áttu að tryggja að eigandi fjármálafyrirtækis hindraði ekki skynsamlega og viðhlítandi stjórnun þess. Eigandi yrði m.a. að hafa gott orðspor, reynslu, fjárhagslegan styrk og getu til að uppfylla kröfur eftirlitsaðila. Hnykkti Finanstilsynet á því að eftirlitið teldi að FIH þyrfti sterkan eiganda (e. strong owner) sem uppfyllti dönsk lagaskilyrði um orðspor og fjárhag.

Í framhaldi af bréfinu fundaði Seðlabankinn með forstjóra FIH og stjórnarformanni hvorum í sínu lagi lagi 5. mars 2010 í Kaupmannahöfn. Jafnframt var fundað með Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet. Tilgangur fundanna var fyrst og fremst sá að undirbúa fund með Finanstilsynet síðar í mánuðinum með því að fá sem gleggsta mynd af ástandi og horfum í danska bankakerfinu, sérstaklega um stöðu og starfsemi FIH auk viðhorfs danskra stjórnvalda til eignarhaldsins á FIH. Á þessum fundum kom fram að stjórnvöld voru svartsýnni um fjármögnunargetu FIH eftir að ríkisábyrgðin hyrfi en stjórnendur hans. Þá væri áframhaldandi ríkisábyrgð til banka umdeild í Danmörku og lítill akkur í því fyrir stjórnvöld að tryggja fjármögnun FIH og skapa með því íslenskum eigendum fjárhagslegan ávinning. Nú væri orðið tímabært að íslensku eigendurnir ákvæðu hvernig staðið yrði að sölu bankans. Einnig kom fram á fundunum að stjórnendur FIH töldu verðmæti bankans vera á svipuðu róli og sem nam veði Seðlabankans.

Hinn 25. mars 2010 funduðu Seðlabankinn og skilaneftnd Kaupþings með Finansiel Stabilitet og Finanstilsynet um málefni FIH. Af hálfu Finansiel Stabilitet var lögð áhersla á að vilyrði á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke II um ríkisábyrgð á skuldabréfum FIH að fjárhæð allt að 50 milljarðar danskra króna væri það næsthæsta til danskra banka, aðeins Danske bank hefði fengið hærra vilyrði. FIH ætti enn eftir að nýta um 15 milljarða danskra króna af vilyrðinu. Jafnframt kom fram að ekki væri víst að Finansiel Stabilitet myndi heimila FIH að nýta afganginn af vilyrðinu, það væri háð því hver væri eigandi FIH. Þá kom fram að af hálfu Finansiel Stabilitet væri ekki vilji til þess að veita frekari ríkisábyrgð til FIH til þess eins að núverandi íslenskir eigendur fengju hærra verð fyrir bankann. Einnig komu fram efasemdir um að slakt lánshæfismat FIH myndi batna í bráð þar sem bankinn gæti ekki fjármagnað sig á skuldabréfamarkaði.<sup>9</sup> Jafnframt kæmi óvissa um eignarhaldið í veg fyrir að lánshæfismatið batnaði. Hjá Finanstilsynet komu fram svipuð sjónarmið varðandi það hversu háð fjármögnun FIH væri ríkisábyrgðinni. Jafnframt kom skýrt fram að Finanstilsynet myndi ekki samþykkja hvaða nýjan eiganda sem er.

Þrátt fyrir að Finanstilsynet hefði á annað ár sýnt hinu óbeina eignarhaldi Seðlabankans á FIH skilning þá mat Seðlabankinn það á þessum tíma að þolinmæði danskra stjórnvalda væri að þverra. Finansiel Stabilitet og Finanstilsynet töldu að sú áætlun sem skilaneftndin hafði lagt fram um framtíð og fjármögnun FIH væri ekki nægilega sannfærandi. Þá var augljóst að dönskum stjórnvöldum var mest í mun að vernda danska hagsmuni en ekki íslenska og að þau myndu ekki víla fyrir sér að grípa til aðgerða um leið og þau teldu þörf á.<sup>10</sup>

9. Sjá umfjöllun um þróun lánshæfismats FIH í viðauka 5.

10. Hér má nefna að í öllum tilvikum þegar dönsk stjórnvöld yfirtóku banka á árunum 2008-2012 töpuðu hluthafar öllu hlutfé sínu (Sjá t.d. Finansiel Stabilitet. (2012, 2013, 2014, 2015).

## 6. Sala á FIH 2010

### 6.1 Söluferli leiðir fram eitt gilt skuldbindandi tilboð

Hinn 5. maí 2010 var gengið frá samkomulagi milli Finnsiel Stabilitet, Seðlabankans, slitabús Kaupþings og FIH. Þetta fjórhlíða samkomulag var gert í framhaldi af samkomulagi milli Seðlabankans og slitabúsins frá 3. maí 2010 um endurskipulagningu á eignarhaldi FIH, hvernig 500 milljón evra þrautavaralánið frá Seðlabankanum til Kaupþings yrði gert upp og hvernig veðsetningu eignarhlutans í FIH yrði aflétt. Í fjórhlíða samkomulaginu kom fram að skilaneftindin myndi stýra söluferlinu og að bandaríski bankinn Morgan Stanley myndi aðstoða hana.<sup>1</sup> Fram kom það markmið að gengið yrði frá bindandi kaupsamningi í síðasta lagi 30. september 2010, þó þannig að staðan yrði metin 30. júní 2010 og ákveðið hvort ferlinu skyldi haldið áfram á grundvelli samkomulagsins. Tilgreindir voru helstu verkþættir í hverjum mánuði fram í september. Skilaneftindin skuldbatt sig til að gera Finnsiel Stabilitet grein fyrir framgangi söluferlisins í lok hvers mánaðar.

Morgan Stanley hafði samband við fjölmarga aðila víða um heim í því skyni að vekja áhuga þeirra á FIH. Undirtektir voru dræmar. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að í júní 2010, um það bil sem Morgan Stanley reyndi að vekja áhuga á bankanum, tilkynnti Moody's að til stæði að endurskoða lánshæfismat FIH en það hafði síðast verið lækkað í september 2009.<sup>2</sup> Ástæðan væri sú að það stýttist í að almenna ríkisábyrgðin á innstæðum og óveðtryggðum skuldabréfum félli brott 30. september 2010. Moody's benti á að FIH ásamt Amagerbanken hefði þurft að treysta hlutfallslega mikið á aðstoð ríkisins í aðgerðaráætlnuninni Bankpakke II. Þannig áætlaði Moody's að ef vilyrði um ríkisábyrgð sem þessir tveir bankar höfðu fengið yrði nýtt að fullu, þá væri um 40% af fjármögnun þeirra fengin með stuðningi ríkisins. Endurskoðunin myndi m.a. beinast að því að meta hvort ríkið bæði gæti og vildi koma dönskum bönkum til bjargar ef á þyrfti að halda, sérstaklega þessum tveimur. Fréttatilkynning Moody's um lækkun lánshæfismatsins og rökstuðningur fyrir henni, hefur varla auðveldað Morgan Stanley að finna áhugasama kaupendur.

Aðeins eitt gilt skuldbindandi tilboð barst innan settra tímamarka, frá hópi fjárfesta sem síðar varð að FIH Holding A/S. Annað tilboð barst þó nokkru eftir að formlegum tilboðsfresti lauk frá hópi fjárfesta sem kallaði sig Triton sem hafði verið inni í tilboðsferlinu fram að þeim tímapunkti að leggja átti fram skuldbindandi tilboð. Það tilboð var ekki bara ógilt heldur var það töluvert lakara en það tilboð sem var tekið. Þannig var t.d. gert ráð fyrir mun lægri upphafsgreiðslu en í hinu eina gilda tilboði sem barst. Í báðum hópum voru fjársterkir aðilar, einkum danskir lífeyrissjóðir. Báðir hóparnir höfðu mikla reynslu af fjárfestingum. Hópurinn sem lagði fram gilt tilboð var leiddur af Christian Peter Dyvig. Hinn hópurinn (Triton) var leiddur af Carl Evald Bakke-Jacobsen.

Í hópnum (FIH Holding) sem lagði fram gilt tilboð voru:

- Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP), stærsti lífeyrissjóður Danmerkur.
- PFA Pension, forsikringsaktieselskab, næststærsti lífeyrissjóður Danmerkur.
- Folksam, ein stærsta tryggingasamstæða Svíþjóðar (að tilboðinu stóðu Folksam ömsesidig livförsäkring og Folksam ömsesidig sakförsäkring).
- C.P. Dyvig & Co., ráðgjafar- og fjárfestingarfélag sem tengist Christian Peter Dyvig.

Í hóp Carl Evald Bakke-Jacobsen (Triton) voru:

- Ýmsir aðilar tengdir breska fjárfestingarsjóðnum Triton Fund III.
- Pensionkassernes Administration f.h. átta danskra lífeyrissjóða, fyrst og fremst í heilbrigðis- og umönnunargreinum.

1. Morgan Stanley var aðalfjármálaráðgjafi slitstjórnarinnar þann tíma sem hún starfaði.

2. Sjá viðauka 5.

- AP Invest Høj Risiko, fjárfestingarsjóður á vegum AP Pension, dansks lífeyrissjóðs.
- Industriens Pensionsforsikring, danskur lífeyrissjóður.
- PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab, danskur lífeyrissjóður.
- SAMPENSION Alternative Investments, fjárfestingarsjóður á vegum Sampension KP Livsforsikring, eins af stærstu lífeyrissjóðum Danmerkur.

## 6.2 Meginatriði tilboðsins

Meginatriði hins gilda tilboðs eru í töflu 3 en í því var einnig gert ráð fyrir að stjórnendur FIH myndu bætast í hluthafahópinn.

Tafla 3

<i>FIH Holding</i>	
Greiðsla til Seðlabankans <sup>1</sup> í reiðufé við afhendingu hlutanna	1.900 m.DKK
Seljandalán frá Seðlabankanum	3.100 m.DKK sem greiddar verða eftir árslok 2014 þó þannig að í lok hvers árs 2010-2014 verður útistandandi fjárhæð endurmetin m.t.t. verðbólgu og raunverulegra afskrifta á viðkomandi ári af nánar tilgreindum eignum bankans eins og þær voru í efnahagsreikningi hans 30.6.2010
Hlutdeild Seðlabankans í söluhagnaði þegar kaupandi selur hlutinn sinn	Vilji til að ræða útfærslu af þessu tagi en þá gegn lækkun á reiðufjárgreiðslu eða seljandaláni
Hlutfjárframlag kaupanda eða tengdra aðila til FIH	
Lánalína af hálfu kaupanda eða tengds/tengdra aðila til FIH	10.000 m.DKK
Annað	Uppgreiðsla FIH á 100 m.EUR víkjandi láni frá Kaupþingi frá 14.9.2007

1. Raunverulegur seljandi var Eignasafn Seðlabanka Íslands ehf. (EÍ) en framvegis verður vísað til Seðlabankans í þessu sambandi.

Gengið var til viðræðna við FIH Holding á grundvelli ofangreinds tilboðs. Kaupsamningur var undirritaður 18. september 2010 en sólarhringana þar á undan var tekist stíft á um endanleg kjör og útfærslu.

## 6.3 Samningaviðræður og samningsgerð við erfiðar aðstæður

Lokasprettur samningaviðræðna um sölu á FIH til FIH Holding fór fram undir miklum þrýstingi frá dönskum stjórnvöldum. Hinn 3. september 2010 sendi Finansiel Stabilitet bréf til slitabús Kaupþings þar sem m.a. kemur fram að félagið liti á 16. september 2010 sem algeran lokafrest til að taka tilboði í sölu á eignarhlutum í bankanum. Tækist það ekki liti félagið svo á að söluferlinu væri lokið. Í því tilviki yrði að ganga frá nýju fjórhlíða samkomulagi í stað þess frá 5. maí 2010, þar sem m.a. yrði að kveða á um hvaða skilyrði þurfi að uppfylla til að FIH fengi að nýta síðasta hlutann að fjárhæð 10,2 milljarðar danskra króna af ríkisábyrgðinni sem bankinn hafði vilryði fyrir.<sup>3</sup> Í bréfinu kom einnig fram að Finansiel Stabilitet hafi verið upplýst um að FIH þyrfti að ræða við Finansilsynet fengi bankinn ekki 10,2 milljarða ríkisábyrgðina. Kaupþing svaraði bréfinu tveimur dögum síðar og benti á að bjóðendur ættu að skila bindandi tilboði 16. september 2010 og að Finansiel Stabilitet hefði áður verið upplýst um þá dagsetningu. Einnig kom fram að Kaupþing hefði undirbúið aðrar leiðir til að tryggja hagsmuni FIH ef ekkert yrði af sölu. Í samskiptum í framhaldi af bréfi skilaneftarinnar til Finansiel Stabilitet kemur fram að félagið teldi óraunhæft að gera ráð fyrir að FIH fengi að nota eftirstöðvar ríkisábyrgðarinnar nema í einni af leiðunum sem skilaneftindin nefndi,

3. Finansiel Stabilitet hafði gefið vilryði fyrir því að FIH gæti fengið ríkisábyrgð á skuldabréfum sem hann gæfi út að fjárhæð samtals 50 milljarðar danskra króna á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke II. Bankinn var þegar búinn að nýta 39,8 milljarða síðsumars 2010.

þ.e. að bankinn yrði seldur. Þetta var síðar staðfest af stjórnarformanni Finansiel Stabilitet á fundi með skilanevndinni 8. september 2010.

Enn jókst þrýstingurinn þegar Finanstilsynet sendi bréf til stjórnar og stjórnenda FIH 8. september 2010. Afrit var sent til Seðlabankans, Fjármálaeftirlitsins og endurskoðenda FIH. Þar kemur fram að stofnunin hefði af því áhyggjur að FIH gæti ekki uppfyllt lausafjárreglur eftir 30. september 2010 ef nýr sterkur eigandi hefði ekki fundist og ef FIH seldi ekki síðustu u.þ.b. 10 milljarða danskra króna af skuldabréfum bankans með ríkisábyrgð. Undirstrikað var að FIH yrði undir öllum kringumstæðum að hafa nægt laust fé til að uppfylla danskar lausafjárreglur. Að öðrum kosti kynni starfsleyfi FIH að verða afturkallað. Þess var krafist að bréfinu yrði svarað í síðasta lagi 20. september 2010.

Undir hinum mikla þrýstingi frá Finansiel Stabilitet og Finanstilsynet gengu skjöl með meginatriðum samnings (e. term sheet) og samningsdrög ásamt drögum að viðaukum fram og til baka milli aðila auk þess sem fundað var í Kaupmannahöfn síðustu dagana til að hnýta síðustu lausu endana. Afstaða danskra stjórnvalda þýddi í reynd að Kaupþing og Seðlabankinn urðu að leiða yfirstandandi ferli til lykta og selja FIH. Að öðrum kosti var einsýnt að FIH yrði tekinn yfir af dönskum yfirvöldum og veð Seðlabankans yrði þar með að engu. Ráðgjafar Seðlabankans voru bandaríski bankinn J.P. Morgan og LEX lögmannsstofa. Aðalráðgjafi slitabús Kaupþings á lokasprettinum var sem áður bandaríski bankinn Morgan Stanley og danska lögmannsstofan Kromann Reumert sem síðar í söluferlinu annaðist ráðgjöf fyrir Seðlabankann.

Markmið Kaupþings og Seðlabankans var að fá a.m.k. jafnvirði 550 milljóna evra (jafnvirði um 4.100 milljóna danskra króna) fyrir eignarhlutinn í FIH eða sem nam fjárhæð þrautavaralánsins til Kaupþings ásamt vöxtum. Tilboð FIH Holding tryggði það ekki. Af hálfu Kaupþings og Seðlabankans var því allt kapp lagt á að reyna að tryggja á lokaspretti samningaviðræðnanna að þessi lágmarksfjárhæð fengist. Af hálfu FIH Holding var lögð megináhersla á að hækka ekki reiðufjárgreiðsluna (1.900 milljónir danskra króna) en á móti var félagið reiðubúið að veita Seðlabankanum aukna hlutdeild í áætluðum framtíðarverðmætum. Þetta var á skjön við skriflegar og munnlegar yfirlýsingar um að FIH Holding bæði skildi og vildi koma til móts við samningsmarkmið Seðlabankans. Það var á valdi Más Guðmundssonar, seðlabankastjóra og stjórnarformanns ESÍ að ákveða hvort ESÍ myndi skrifa undir kaupsamninginn. Már var á Íslandi en fylgdist vel með framvindu mála í Kaupmannahöfn. Þegar honum voru kynnt lokadrög kaupsamningsins símléiðis rétt fyrir undirritun 18. september 2010 varð hann tregur til að samþykkja samninginn. Ljóst var að samningsmarkmið um tryggja greiðslu að jafnvirði a.m.k. 550 milljónir evra hafði ekki náðst, þótt líkur á því að fjárhæðin fengist greidd á endanum hefðu aukist. Í símtali seðlabankastjóra og eins fulltrúa forsvarsmanna kaupenda var staðhæft að samningurinn myndi færa Seðlabankanum nægilega hátt verð.

Á lokasprettinum var ákveðið á veðhafafundi í slitabúi Kaupþings 16. september 2010 að eignarhluturinn í FIH skyldi framseldur til Seðlabankans eða Eignasafns Seðlabanka Íslands ehf. (ESÍ) þegar bankinn kallaði eftir honum. Jafnframt var ákveðið að við framsalið teldist krafa Seðlabankans vegna þrautavaralánsins í slitabú Kaupþings að fullu greidd. Ef söluverð FIH yrði lægra en 550 milljónir evra ætti Seðlabankinn ekki frekari kröfu á slitabúið vegna þrautavaralánsins. Yrði söluverðið hins vegar hærra en 550 milljónir evra rynni það sem umfram væri til slitabúsins. Þessi ákvörðun var gerð í framhaldi af samskiptum skilanevndar og Más Guðmundssonar seðlabankastjóra 15. september 2010. Í samskiptunum kom fram að Már hefði áður rætt við Bjarne Graven Larsen, einn af fulltrúum kaupenda og greint honum frá því að Seðlabankinn vildi ganga til samninga á þeim nótum sem þá lágu fyrir. Þar sem skilanevndin tók ekki þátt í því samtali og fyrirliggjandi samningsdrög þýddu að slitabúið fengi ekkert í sinn hlut ákvað hún að taka ekki frekari þátt í samningaviðræðunum. Við þetta færðist allt frumkvæði í viðræðum við FIH Holding formlega til Seðlabankans sem jafnframt tók lokaákvörðun um sölu og undirritaði kaupsamninginn.

Nýir eigendur FIH voru augljóslega þóknanlegir dönskum stjórnvöldum því Finansiel Stabilitet heimilaði FIH umsvifalaust að nýta það sem eftir stóð af vilýrði fyrir ríkisábyrgð á skuldabréfum.



Það fór heldur ekki á milli mála að þeir uppfylltu vel það skilyrði að vera sterkur eigandi (e. strong owner).

Eignarhald FIH hefur ekkert breyst frá því að nýju eigendurnir keyptu eignarhlutinn af Seðlabankanum þó eðli starfseminnar hafi gjörbreyst enda hefur FIH skilað inn starfsleyfi sínu sem fjármálafyrirtæki.

## 6.4 Samanburður á tilboði og samningi

Mikilvægustu ákvæðin í upphaflegu tilboði FIH Holding og kaupsamningnum eru sýnd í töflu 4.

Tafla 4

	Upphaflegt tilboð	Kaupsamningur
Greiðsla til Seðlabankans í reiðufé við afhendingu hlutanna	1.900 milljónir danskra króna (jafnvirði um 255 milljónir evraEUR)	1.900 milljónir danskra króna
Seljandalán frá Seðlabankanum	3.100 milljónir danskra króna (jafnvirði um 466 milljónir evra) sem greiddar verða eftir árslok 2014 þó þannig að í lok hvers árs 2010-2014 verður útistandandi fjárhæð endurmetin m.t.t. verðbólgu og raunverulegra afskrifta á viðkomandi ári af nánar tilgreindum eignum bankans eins og þær voru í efnahagsreikningi hans 30.6.2010	3.100 milljónir danskra króna sem greiddar verða 31.3.2015 þó þannig að í lok hvers árs 2010-2014 verður útistandandi fjárhæð endurmetin m.t.t. verðbólgu og 90% af raunverulegum afskriftum á viðkomandi ári af nánar tilgreindum eignum bankans eins og þær voru í efnahagsreikningi hans 30.6.2010; tekið er sérstaklega fram að 90% af samanlögðum greiðslum til bankans eftir 30.6.2010 vegna eignarhlutar hans í fjárfestingarsjóðnum Axcel III <sup>1</sup> og sem eru umfram mat á verðmæti þessa eignarhlutar 30.6.2010 skuli meðtalinn; einnig er tekið sérstaklega fram að Seðlabankinn geti fengið hlutdeild í hagnaði af eignarhlutnum í Axcel III eftir 31.12.2014 undir tilteknum kringumstæðum; loks er tekið fram að tap af eignarhlutnum í Axcel III skuli vera hluti af nettun á verðbreytingum á eignarliðunum „hlutabréf“ og „eignarhlutir í tengdum félögum“ eins og þeir voru í efnahagsreikningi bankans 30.6.2010
Hlutdeild Seðlabankans í söluhagnaði þegar kaupandi selur hlutinn sinn	Vilji til að ræða útfærslu af þessu tagi en þá gegn lækkun á reiðufjárgreiðslu eða seljandaláni	20% af söluhagnaði umfram þrefalt virði upphaflegrar fjárfestingar; gert upp í síðasta lagi 31.12.2015 (e. upside participation)
Lánalína af hálfu kaupanda eða tengds/ tengdra aðila til FIH	10.000 milljónir danskra króna	10.000 milljónir danskra króna
Annað	Uppgreiðsla FIH á 100 milljóna evra víkjandi láni frá Kaupþingi banka frá 14.9.2007	Uppgreiðsla FIH á 100 milljóna evra víkjandi láni frá Kaupþingi banka frá 14.9.2007

1. Eignir sjóðsins voru einkum hlutabréf í danska skartgripaframleiðandanum og –salanum Pandora A/S. Á þessum tíma var almennt talið að þar væri um mikil verðmæti að ræða.

Með kaupsamningnum („Share Sale and Purchase Agreement“) fylgdu ellefu viðaukar („Schedule“). Ákvæði kaupsamningsins eru á engan hátt óvenjuleg fyrir viðskipti af þessu tagi. Kveðið er á um hlutdeild Seðlabankans í söluhagnaði FIH Holding í meginmáli samningsins. Í einum viðaukanna er fjallað ítarlega um seljandalánið frá Seðlabankanum, þ.á m. hvernig það skuli endurmetið bæði til hækkunar og lækkunar. Þessi tvö ákvæði eru nefnd sérstaklega því deilt var um þau síðar og þeim breytt.

Á lokaspretti samningaviðræðnanna tókst að knýja á um að í samninginn var bætt ákvæði um að Seðlabankinn fengi 20% af söluhagnaði FIH Holding umfram þrefalt virði upphaflegrar fjárfestingar svo framarlega sem selt yrði fyrir árslok 2015. Frá söluverðinu skyldi dreginn allur sölukostnaður. Upphaflega fjárfestingin var skilgreind sem reiðufjárgreiðslan til Seðlabankans við

afhendingu eignarhlutarins (1.900 milljónir danskra króna) að viðbættum öllum kostnaði FIH Holding og hluthafa þess félags við kaupin af Seðlabankanum. Ef FIH Holding hefði ekki selt fyrir árslok 2015, þá skyldi verðmæti eignarhlutarins metið af alþjóðlegum fjárfestingarbanka. Við það mat skyldi gengið út frá því að verið væri að verðmeta FIH sem lið í kauphallarskráningu bankans. Var nánar útfært hvernig að slíku mati skyldi staðið. Þá var tekið á því tilviki ef hluthafar í FIH Holding seldu eignarhluta sína í því félagi. Einnig var tekið á því tilviki ef FIH Holding seldi eignarhlut í FIH í skiptum fyrir önnur verðmæti en reiðufé.

## 6.5 Seljandalánið

Skilmálar seljandalánsins voru útfærðir ítarlega í sérstökum viðauka, eins og áður sagði. Grunnhugsunin var sú að vegna efnahagssamdráttar og síðar efnahagsstöðnunar, verðfalls á fasteignum og erfiðleika margra af viðskiptavinum FIH ríkti töluverð óvissa um framtíðarverðmæti eigna FIH. Seðlabankinn hafði áður léð máls á því 2009 að kaupandi og seljandi myndu deila óvissu af þessu tagi með einhverjum hætti. Sú varð niðurstaðan í samningaviðræðunum við FIH Holding.

Seljandalánið skyldi gert upp hinn 31. mars 2015 miðað við verðmæti eigna bankans í árslok 2014. Verðmæti lánsins skyldi endurreiknað á hverju ári, í fyrsta sinn 2011 miðað við árslok 2010. Þrennt skyldi endurreiknað:

1. Höfuðstóll lánsins (3.100 milljónir danskra króna í upphafi) skal uppreiknaður að teknu tilliti til breytingar á vísitölu neysluverðs frá ársmeðaltali til ársmeðaltals og að teknu tilliti til breytinga sem þegar hafa verið gerðar á höfuðstólnum.
2. Verðmæti eigna FIH eins og þær voru við gerð hálfársuppgjörs 30. júní 2010 (viðmiðunarefnahagsreiknings)<sup>4</sup> skuli lækkað um 90% af raunverulegu tapi af þessum eignum fyrir skatta. Í viðaukanum er farið yfir alla helstu eignaflokka, þ.á m. ábyrgðir og afleiðusamninga, og kveðið á um hvernig raunverulegt tap skuli fundið. Þá er kveðið á um hvernig með skuli fara þegar eign er skipt út fyrir aðra, ef veitt er lán eða ábyrgð sem tengist eign sem er í viðmiðunarefnahagsreikningnum, ef veitt er nýtt lán til að endurgreiða lán sem er í viðmiðunarefnahagsreikningnum o.s.frv. Það er m.ö.o. reynt að sjá fyrir öll tilvik sem koma upp í starfsemi banka. Þá er skilgreint hvenær raunverulegt tap á sér stað (ekki reiknað tap). Loks er kveðið á um að greiðslur FIH vegna þátttöku í aðgerðaráætlunum ríkisins (d. Bankpakke) skuli teljast til taps, þó ekki vaxtagreiðslur af víkjandi láni úr ríkissjóði.<sup>5</sup>
3. Bætt skal við 90% af reiðufjárgreiðslum til FIH frá Axcel III fjárfestingarsjóðnum vegna arðgreiðslna, útborgana eða annarra reiðufjárgreiðslna að því marki sem þær samanlagt eru hærrí en verðmæti Axcel-III-hlutanna í viðmiðunarefnahagsreikningnum. Kveðið er á um að Seðlabankinn njóti áfram góðs af slíkum greiðslum eftir árslok 2014 en með tilteknum leiðréttingum. Þá er tekið fram að tap af Axcel-III-hlutunum teljist til taps sem skuli lækka verðmæti viðkomandi liðar í viðmiðunarefnahagsreikningnum.

Í seljandaláninu er kveðið á um að Seðlabankinn hafi forkaupsrétt að öllum eignum sem FIH hyggst selja eða færa á annan hátt og sem kunni að leiða til taps og lækkunar á höfuðstöli seljandalánsins.

Í seljandaláninu er einnig kveðið á um að Seðlabankinn geti tilnefnt á eigin kostnað lög-giltan endurskoðanda til að fara yfir útreikninga á verðmæti seljandalánsins. Endurskoðandanum var tryggður aðgangur að nauðsynlegum gögnum og ef Seðlabankinn vildi gera athugasemd við útreikningana, þá skuli það gert innan 40 daga frá því að þeir lágu fyrir. Kveðið var á um að samningsaðilar reyndu að útkljá ágreining sinn með viðræðum. Tækist það ekki innan tíu daga gæti

4. Á þeim tíma var FIH enn í eigu slitabús Kaupþings.

5. Sjá kafla 6.3 og viðauka 4.

annar hvor samningsaðilinn vísað málinu til óháðs löggilts endurskoðanda sem aðilar velja í sameiningu. Unnt væri að skjóta niðurstöðu þessa óháða endurskoðanda til gerðardóms.

Sem fyrr greinir var kaupsamningurinn undirritaður 18. september 2010. Eignarhluturinn var síðan afhentur nýjum eigendum 6. janúar 2011 samtímis því sem greiðsla að fjárhæð 1.900 milljónir danskra króna var innt af hendi til Seðlabanka Íslands.

## 7. Breytingar á kaupsamningi 2010 og 2012

### 7.1 Breytingar í þrígang

Kaupsamningnum og viðaukum hans var breytt í þrígang frá undirritun 18. september 2010:

Fyrsta breytingin sem gerð var í lok árs 2010 varðaði einungis minniháttar breytingar og leiðréttingu á tæknilegri villu í seljendaláninu. Um var að ræða leiðréttingu á tæknilegri villu í ákvæði um verðtryggingu seljendalánsins, breytingu á ákvæði um afhendingu eignarhlutarins eftir að ljóst varð hvaða dag það myndi gerast (6. janúar 2011) og breytingu á ákvæði um stjórnarmenn og endurskoðendur (ákveðið að tiltekinn einstaklingur myndi sitja áfram í stjórn eins af dótturfélögum FIH í stað þess að segja af sér eins og allir aðrir við eigendabreytinguna og að þáverandi endurskoðendur samstæðunnar myndu halda áfram).<sup>1</sup>

Í byrjun árs 2012 voru gerðar verulegar breytingar á kaupsamningi og viðauka um seljendalánið.<sup>2</sup> Síðasta breytingin var gerð á vormánuðum 2014 í kjölfar þess að Seðlabankinn hafði vísað ágreiningi um kaupsamninginn og seljendalánið til danska gerðardómsins Voldgiftsinstitutet.<sup>3</sup> Aftur var gerð veruleg breyting á kaupsamningnum auk þess sem viðaukinn um seljendalánið var felldur úr gildi. Með síðustu breytingunni var gert ráð fyrir að kaupin yrðu ekki endanlega uppgerð fyrir en 31. desember 2018 í stað 2015 í upphaflegum kaupsamningi. Um þessa síðustu breytingu samningsins er fjallað í 8. kafla.

Skömmu áður en eignarhluturinn skyldi afhentur 6. janúar 2011 var ljóst að uppi var ágreiningur um það hvernig túlka bæri ákvæði seljendalánsins um útreikning afleiðusamninga. Mismunandi skilningur á útreikningnum var til staðar frá upphafi en þar sem Seðlabankinn var undir mikilli tímapressu að selja FIH vegna þeirrar hættu að Finanstilsynet svipti bankann starfsleyfi var ekki annað í stöðunni í september 2010 en að ganga að þeim samningi sem þá lá fyrir. Ágreiningurinn snérist einkum um það að Seðlabankinn taldi að eingöngu ætti að telja með raunverulegt tap af afleiðusamningum en FIH Holding taldi að miða ætti við reiknað gangvirði afleiðusamninga í árslok 2010-2014 samanborið við virði þeirra í efnahagsreikningi bankans 30. júní 2010. Ekki tókst að jafna þennan ágreining fyrir 6. janúar 2011 sem var efndadagur samningsins og reiðufjárgreiðsla kaupverðsins, þ.e. 1.900 milljónir danskra króna. Því var ákveðið að greina frá þessum ágreiningi í minnisblaði um afhendingu eignarhlutarins (e. closing memorandum). Þar segir að aðilar séu ósammála um túlkun á ákvæðum um afleiðusamninga og að þeir hafi ákveðið að hefja viðræður í góðri trú þegar ársreikningur bankans fyrir árið 2010 liggur fyrir. FIH Holding muni þá leggja fram sína útreikninga og síðan munu samningsaðilar reyna að komast að samkomulagi innan 60 daga þaðan í frá. Hafi niðurstaða ekki fengist fyrir lok maí 2011 geti annar hvor aðilanna vísað málinu í gerð í samræmi við ákvæði kaupsamningsins.

### 7.2 Afleiðusamningar höfðu mikil áhrif – kaupsamningi breytt

Útreikningar á verðmæti seljendalánsins miðað við árslok 2010 lágu fyrir í mars 2011. Þá kom glögggt í ljós hversu mikil áhrif meðhöndlun afleiðusamninga hafði.<sup>4</sup> Alls nam lækkun á seljendalánu 1.937 milljónum danskra króna samkvæmt útreikningunum, þar af nam tap af afleiðusam-

1. „Addendum I to Share Sale and Purchase Agreement“ og „Addendum I to Earn out Agreement“.  
 2. „Addendum II to Share Sale and Purchase Agreement“ og „Addendum II to Earn out Agreement“.  
 3. „Addendum III to Share Sale and Purchase Agreement“ og „Addendum III to Earn out Agreement“.  
 4. Sjá Svaneborg, 2016 þar sem er m.a. gerð grein fyrir viðskiptum og samskiptum nokkurra aðila í fasteignatengdum verkefnum við FIH. Þar kemur fram að bankinn notaði afleiðusamninga í ríkum mæli til að útbúa láns- og greiðslukjör sem hentuðu viðskiptavinum, enda þarfi þeirra iðulega á skjön við fjármögnun bankans (viðskiptavinir vilja lán til langs tíma á föstum vöxtum en fjármögnun bankans var til skamms eða meðallangs tíma og með breytilegum vöxtum). Því er lýst hvernig afleiðusamningarnir urðu verulega íþyngjandi fyrir viðskiptavinum þegar aðstæður á fjármálamörkuðum versnuðu. Sjá einkum 1. kafla í bókinni.

ingum 1.712 milljónum. Verðmæti seljandalánsins hafði því lækkað úr 3.100 milljónum danskra króna í 1.163 milljónir, eða um rúmlega 62% á nokkrum mánuðum. Fyrirséð var að umtalsvert útlánatap yrði á árunum 2011-2014 (1.085 milljónir danskra króna) og enn frekara tap af afleiðusamningum (2.375 milljónir). Á móti því kæmi áætlaður hagnaður af Axcels III fjárfestingarsjóðnum (943 milljónir). Því benti allt til að staða seljandalánsins yrði neikvæð um 1.503 milljónir danskra króna þegar upp yrði staðið í árslok 2014. Það þýddi að FIH Holding myndi ekkert greiða Seðlabankanum samkvæmt þessum lið kaupsamningsins.

Seðlabankinn gerði alvarlegar athugasemdir við þessa útreikninga við FIH Holding í byrjun sumars 2011. Bent var á að þetta mikil aukning á tapi sem drægist frá seljandaláninu gæti stafað að því að samningsákvæði um hvað teldist til taps voru nú túlkuð með rýmri hætti en gert var ráð fyrir við gerð kaupsamningsins. Bent var á að Seðlabankinn væri ósammála því hvernig afleiðusamningar voru meðhöndlaðir í útreikningunum. Óháð því hvor aðilanna hafi rétt fyrir sér varðandi túlkun og framkvæmd ákvæða um seljandalánið, þá var ljóst að nálgun FIH Holding væri í ósamræmi við það sem aðilum hafi farið á milli allt frá því að þreifingar hófust sumarið/haustið 2009. Ávallt hafði verið lögð á það áhersla að kaupandi fengi einhverja vörn gegn raunverulegum útlánatöpum FIH. Aldrei hafði verið rætt um vörn gegn markaðsáhættu eða óinnleystu tapi eða slíkt tilgreint í skriflegum tilboðum. Væri túlkun FIH Holding rétt, þá væri ljóst að kaupsamningurinn endurspeglaði ekki með skýrum hætti í nokkrum veigamiklum atriðum það sem upphaflega var ætlunin.

Samningsaðilar hittust á fundi í Reykjavík í september 2011 þar sem farið var yfir sjónarmið beggja og reynt að jafna ágreininginn. Í framhaldi var skipst á skriflegum tillögum sem tóku m.a. mið af þeim hugmyndum og tillögum sem upphaflega fóru milli aðila 2009. Samningar um breytingu á kaupsamningnum og breytingu á viðauka um seljandalánið voru undirritaðir í janúar 2012.<sup>5</sup> Breytingarnar fólust einkum í:

- Fjárhæð seljandalánsins var lækkuð úr 3.100 milljónum í 2.900 milljónir danskra króna.
- FIH Holding féllst á þá túlkun Seðlabankans að eingöngu skyldi telja með raunverulegt tap af afleiðusamningum við árlegan útreikning á verðmæti seljandalánsins. Þetta þýddi að lækkun á seljandaláninu miðað við árslok 2010 varð 255 milljónir danskra króna í stað 1.937 milljóna sem FIH Holding hafði haldið fram.
- Við útreikning á verðmæti seljandalánsins skyldi miðað við 100% af tapi á einstökum liðum í stað 90%.
- Verðtrygging seljandalánsins var felld brott.
- Hlutdeild í söluhagnaði af eignarhlut FIH í Axcels III fjárfestingarsjóðnum var felld brott enda hafði verð hlutabréfa í danska skartgripaframleiðandanum og –salanum Pandora, helstu eign Axcels III hríðfallið í ágúst 2011 og því engin von til þess að þessi liður myndi skila Seðlabankanum ávinningi í bráð.
- Hlutdeild (20%) í hugsanlegum söluhagnaði FIH Holding við sölu félagsins á eignarhlutnum í bankanum var felld brott (e. upside participation).
- FIH Holding fékk heimild til að fresta lokaviðmiðunardegi seljandalánsins um allt að tvö ár, þ.e. til 31. desember 2016 í stað 31. desember 2014.

### 7.3 Seðlabankinn mótmælir viðskiptum FIH við Finansiell Stabilitet

Eftir því sem efnahagsstöðnunin í Danmörku dróst á langinn og bankakreppan dýpkaði, varð æ ljósara að FIH átti við verulegan endurfjármögnunarföngu að glíma. Fyrirséð var að ríkisábyrgð á útgefnum skuldabréfum bankans að fjárhæð hátt í 50 milljarðar danskra króna (um 60% af heildarstærð efnahags hans í árslok 2011) rynni út 2012 og 2013. Í viðauka 4 kemur fram að aðgerðaáætlunin Bankpakke V sem dönsk stjórnvöld kynntu í mars 2012 hafi einkum verið ætlað að

5. Addendum II to Share Sale and Purchase Agreement og Addendum II to Earn-out Document.

þjarga FIH. Á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar flutti FIH 300 fasteignatengd útlán að fjárhæð 17,1 milljarður danskra króna til nýstofnaðs dótturfélags, FS Property Finance, sem samstundis var selt til Finansiell Stabilitet. Samhliða var gerður umsýslusamningur við FIH þannig að FIH hélt áfram að þjónusta lánin þótt hann ætti þau ekki lengur. Jafnframt var um það samið að FIH og eigandi hans, FIH Holding, tækju á sig allt tap sem yrði af þessum útlánum þannig að Finansiell Stabilitet bæri engan skaða af viðskiptunum.

FIH Holding greindi Seðlabankanum frá þessum fyrirætlunum fyrri part árs 2012. Seðlabankinn var upplýstur um að flutningur á fasteignatengdum lánum frá FIH til FS Property Finance myndi leiða til þess að lánin yrðu færð niður um u.þ.b. 1,5 milljarða danskra króna og samsvarandi tap skráð í bækur bankans. Áætlað var að eftir þessi viðskipti og eftir mat á öðrum eignum FIH stæði seljandalánið í um 400 milljónum danskra króna.<sup>6</sup>

Þá voru lögð fram drög að breytingu á samningsákvæðum um seljandalánið. Í drögum var m.a. kveðið á um að FIH Holding tæki ábyrgð á tapi sem FS Property Finance (og þar með Finansiell Stabilitet) kynni að verða fyrir þar til lánasafnið hefði verið endanlega gert upp í síðasta lagi 31. desember 2016 með mögulegri framlengingu til 31. desember 2018 og jafnvel 31. desember 2019. Slíkt mögulegt tap eigi Seðlabankinn síðan að bera með lækkun seljandalánsins.

Samkvæmt ákvæðum seljandalánsins átti Seðlabankinn forkaupsrétt á eignum sem féllu undir samninginn og FIH vildi selja. Í fyrrgreindum drögum sem FIH Holding sendi Seðlabankanum var gert ráð fyrir að fallið yrði frá forkaupsrétti á þessum tilteknu fasteignatengdu lánum.

Seðlabankinn ákvað að leita til dönsku lögmannsstofunnar Horten um ráðgjöf og til að annast samskiptin við FIH Holding vegna sölu á lánum til FS Property Finance og tillagna um breytingu á samningsákvæðum um seljandalánið. Jafnframt ákvað Seðlabankinn að fela endurskoðunar- og ráðgjafarfélaginu PricewaterhouseCoopers (PwC) í Danmörku að fara yfir útreikninga FIH á verðmæti seljandalánsins, þ.m.t. að meta áhrif af flutningi lánanna til FS Property Finance. Seðlabankanum var heimilt að leita með þessum hætti til utanaðkomandi aðila um yfirferð á útreikningum á grundvelli samningsákvæða um seljandalánið.

FIH Holding sendi útreikninga FIH á verðmæti seljandalánsins miðað við árslok 2011 til Seðlabankans í byrjun maí 2012. Þar kom fram að uppsafnað tap til ársloka 2011 var ríflega 970 milljónir danskra króna. Verðmæti seljandalánsins hafði þar með lækkað úr 2.900 milljónum danskra króna í um 1.930 milljónir. Seðlabankinn mótmælti þessu mati í júní 2012 og var þar byggt á niðurstöðum úr yfirferð PwC. Taldi PwC að tapið væri ofmetið um tæpar 70 milljónir danskra krónur.

Í byrjun júlí 2012 greindi Seðlabankinn FIH Holding frá því að hann telji að samningurinn um flutning á eignum úr FIH til FS Property Finance, sala á því félagi til Finansiell Stabilitet og meðferð á tapi sem af viðskiptunum leiddi samrýmdist ekki samningsákvæðum um seljandalánið.<sup>7</sup> Seðlabankinn væri reiðubúinn að ræða breytingar á samningsákvæðum um seljandalánið en þá aðeins þannig að breytingar yrðu ekki eingöngu FIH Holding til hagsbóta, t.d. breyting á forkaupsréttarákvæðum og lenging á viðmiðunartíma, heldur einnig Seðlabankanum, t.d. hlutdeild í verðmætaaukningu eins og var í upphaflegum kaupsamningi.

Þessu andmælti FIH Holding skömmu síðar og ítrekaði fyrri afstöðu um að upphafstap og framtíðartap vegna sölunnar á FS Property Finance til Finansiell Stabilitet skyldi talið með við útreikning á verðmæti seljandalánsins. Neikvæð afstaða Seðlabankans breytti engu um að tilflutningur fasteignatengdra lána úr FIH í FS Property Finance og sala á félaginu til Finansiell Stabilitet á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke V fór fram eins og ráðgert hafði verið.

6. Höfuðstóll seljandalánsins eftir breytingar í janúar 2012 (Addendum II) var 2.900 milljónir danskra króna.

7. Hér má minna á að upphafstap FIH af viðskiptunum við Finansiell Stabilitet var áætlað 1,5 milljarður danskra króna auk þess sem FIH og FIH Holding höfðu fallist á að taka á sig hugsanlegt tap af starfsemi FS Finance Property í framtíðinni. Að mati FIH Holding átti að bæta þessu tapi við annað uppsafnað tap á grundvelli samningsákvæða um seljandalánið. Samkvæmt þessu væri verðmæti seljandalánsins því komið niður í ríflega 400 milljónir danskra króna (=2.900 - 970 - 1.500) og enn nokkur ár eftir af samningstímanum. Samkvæmt þessum skilningi FIH Holding stefndi því hraðbyri í að Seðlabankinn fengi ekkert í sinn hlut á grundvelli seljandalánsins.

## 8. Gerðardómur 2013-2014 og breytingar á sölusamningi 2014

### 8.1 Seðlabankinn vísar ágreiningi til gerðardóms

Sumarið 2012 gafst Seðlabankanum og FIH Holding tækifæri til að fara betur yfir útreikninga FIH á uppsöfnuðu tapi og verðmæti seljandalánsins miðað við árslok 2011 og skiptast á skoðunum um útreikningana. Síðla sumar komu forsvarsmenn FIH Holding og annar af forstjórum FIH til fundar við Seðlabankann. Ágreiningurinn stóð einkum um það með hvaða hætti dráttarvextir af tilteknum kröfum skyldu reiknaðir, hvernig farið skyldi með tap vegna afleiðusamnings um hlutabréf og tap af skuldatryggingu. Báðir aðilar lýstu yfir vilja sínum til að finna lausn á yfirstandandi deilu um frekari breytingar á samningsákvæðum um seljandalánið í ljósi viðskiptanna við Finansiell Stabilitet. Aðilar skiptust á ýmsum hugmyndum í framhaldinu, m.a. á fundi í Kaupmannahöfn í september 2012. Af hálfu Seðlabankans var lögð á það áhersla að hlutur bankans yrði ekki lakari en hann var áður en viðskiptin við Finansiell Stabilitet áttu sér stað.

Ekki tókst að jafna ágreining milli aðila. Svo fór að í mars 2013 vísaði Seðlabankinn deilunni til danska gerðardómsins Voldgiftsinstituttet eins og heimilt var samkvæmt kaupsamningnum frá 18. september 2010 (Share Sale and Purchase Agreement) og viðaukanum um seljandalánið (Earn-out Document).<sup>1</sup> Í framhaldinu skiluðu báðir aðilar ítarlegum kröfugerðum og andsvörum.

### 8.2 Sátt næst áður en dómur fellur

Ljóst var að málarekstur fyrir gerðardómi yrði kostnaðarsamur fyrir báða aðila auk þess sem hann myndi krefjast mikillar vinnu af hálfu starfsfólks og ráðgjafa beggja og tíma og athygli af hálfu stjórnenda. Sérstaklega virtist FIH Holding áhugasamt um að aðilar reyndu til þrautar að semja um ásættanlega niðurstöðu, í fyrstu til að reyna að koma í veg fyrir að gerðardómsferlið hæfist og síðar til að reyna að stöðva það.

Á þessum tíma lá fyrir að seljandalánið var orðið verðlaust fyrir nokkrum misserum vegna mikilla afskrifta í FIH (sjá t.d. Larsen, B.G., 2012).<sup>2</sup> Einu verðmæti þess frá sjónarhóli Seðlabankans voru ákvæði í viðaukanum sem bundu hendur FIH Holding og hlutahfa þess félags sem styrkti samningsstöðu bankans.

Þreifingar milli Seðlabankans og FIH Holding héldu áfram út árið 2012 og á árinu 2013 samhliða því sem báðir aðilar skiluðu greinargerðum til gerðardómsins. Þær leiddu að lokum til þess að skrifað var undir samning um breytingu á kaupsamningnum ásamt viðauka um seljandalánið 3. apríl 2014.<sup>3</sup> Gerðar voru verulegar breytingar á kaupsamningnum og viðauki um seljandalánið felldur úr gildi í heild sinni. Breytingar á kaupsamningnum miðuðu að því að fella betur saman en áður hagsmuni Seðlabankans og FIH Holding og hluthafa þess, fyrst og fremst með því að veita Seðlabankanum hlutdeild í verðmætaaukningu hluthafa FIH Holding, að auka svigrúm FIH Holding til að þróa starfsemi sína og að öll viðskipti milli FIH Holding og hluthafa þess yrði á grundvelli armslengdarsjónarmiða.

Ákvæði um hlutdeild Seðlabankans í greiðslum<sup>4</sup> til hluthafa FIH Holding voru þrepaskipt og tímatengd allt til ársloka 2018. Jafnframt var skilgreind bæði lágmarksfjárhæð og hámarksfjárhæð sem FIH Holding gæti þurft að greiða. Hámarksfjárhæðin var í kringum 90 milljónir danskra króna.<sup>5</sup>

1. Endanleg ákvörðun um að vísa málinu til gerðardóms var tekin á stjórnarfundum í ESÍ 14. febrúar 2013.
2. Sem dæmi má nefna að greining PwC fyrir Seðlabankann í september 2012 sýnir að verðmæti seljandalánsins sé á bilinu -93 milljónir danskra króna og 483 milljónir, allt eftir því hvaða forsendur eru valdar. Er þá jafnframt reiknað með að höfuðstóll lánsins fái verðbættur en það samningsákvæði var reyndar fellt niður við breytingu á kaupsamningnum í janúar 2012.
3. Addendum III to Share Sale and Purchase Agreement og Addendum III to Earn-out Document.
4. Hér er um að ræða hvers kyns greiðslur til hluthafanna. Tekið er á fjölmörgum tilvikum sem upp geta komið. Einu gildir hvort greiðslur falli til í mörgum hlutum.
5. Greint var í stuttu máli frá ágreiningi milli Seðlabankans og FIH Holding, gerðardómsmálinu og sátt milli aðila í dönskum viðskiptafjölmíðlum í ágúst 2014, sjá t.d. (Nielsen, H.B., 2014).

Í samningnum var reynt að sjá fyrir þau tilvik sem upp gátu komið til ársloka 2018, m.a. hvernig taka skuli tillit til hlutafjárukningar í FIH Holding, ef af yrði, samruna við annað félag o.s.frv.

Í lokin skal bent á að eigið fé FIH Holding (félagið FIH meðtalið í samstæðuuppgjöri) nam 5.672 milljónum danskra króna í árslok 2016. Þar sem starfsemi FIH hefur skroppið mikið saman, hann þegar innleyst helstu eignir sínar, þ.á m. eignarhlutinn í fjárfestingarsjóðnum Axcel III (Pandora-hlutabréfin), og skilað starfsleyfi sínu sem banki hefur verðmæti FIH og þar með eigið fé FIH Holding lítið aukist síðan þá.<sup>6</sup> Ef gert er ráð fyrir að fjárfesting eigenda FIH Holding skili þeim 5.700 milljónum danskra króna, þá fengi Seðlabankinn um 44 milljónir danskra króna í sinn hlut að lokum.

Helstu ráðgjafar Seðlabankans í gerðardómsferlinu voru danska lögmannsstofan Horten og endurskoðunar- og ráðgjafarfélagið PricewaterhouseCoopers (PwC) í Danmörku.

---

6. Hér má nefna að í janúar 2017 seldi FIH ýmis skuldabréf í sinni eigu og greiddi FIH Holding arð sem nam 4.500 milljónum danskra króna.



## Viðaukar

### Viðauki 1: Heimild Seðlabankans til að veita þrautavaralán

Í 7. gr. laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands eru bankanum veittar tvenns konar heimildir til lánveitinga. Í 1. mgr. er fjallað um lánveitingar til lánastofnana sem geta átt innlánsviðskipti við bankann. Nánar er fjallað um þessi lánsviðskipti í reglum bankans nr. 553/2009 um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands. Hér er um að ræða hefðbundin viðskipti seðlabanka við lánastofnanir. Lánin eru veitt með kaupum á verðbréfum eða gegn veði í tryggingum sem bankinn metur gildar.

Í 2. mgr. 7. gr. er kveðið á um lánsviðskipti sem ekki teljast til hefðbundinna viðskipta. Í ákvæðinu segir að „[þ]egar sérstaklega stendur á og Seðlabankinn telur þess þörf til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins getur hann veitt lánastofnunum í lausafjávanda ábyrgðir eða önnur lán en um ræðir í 1. mgr. á sérstökum kjörum og gegn öðrum tryggingum en um getur í 1. mgr. eða öðrum skilyrðum sem bankinn setur“.

Í frumvarpi því sem varð að lögum nr. 36/2001 er m.a. að finna eftirfarandi athugasemd:

„Í 2. mgr. 7. gr. felst nýmæli. Hér er fjallað um það hlutverk seðlabanka sem kallað hefur verið lánveitandi til þrautavara (eða örþrífalánveitandi, á ensku „lender of last resort“). Í gildandi Seðlabankalögum er ekkert ákvæði sem beinlínis kveður á um að Seðlabankanum sé heimilt við sérstakar aðstæður að veita lánastofnunum fyrirgreiðslu umfram þá sem fellur undir regluleg viðskipti. Í málsgreininni segir að þegar sérstaklega stendur á og Seðlabankinn telur þess þörf til að vera til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins geti hann veitt lánastofnunum í lausafjávanda ábyrgðir eða önnur lán en um ræðir í 1. mgr. á sérstökum kjörum og gegn öðrum tryggingum en um getur í 1. mgr. eða öðrum skilyrðum sem bankinn setur. Þetta þýðir að þegar bankinn metur það svo að fyrirgreiðsla hans sé nauðsynleg til þess að ekki skapist ótti um öryggi fjármálakerfisins eða möguleiki á keðjuverkun vegna erfiðleika einnar stofnunar geti hann gripið inn í til þess að fleyta viðkomandi stofnun tímabundið yfir þá erfiðleika sem hún kann að hafa ratað í. Sérstaklega er tekið fram að þetta gildi um lausafjávanda einstakra stofnana. Það þýðir að Seðlabankinn kemur ekki til aðstoðar með sérstakri fyrirgreiðslu til þess að efla eiginfjárstöðu stofnana sem lenda í vanda. Hann veitir með öðrum orðum ekki gjaldþrota lánastofnunum eða stofnunum með eiginfjárstöðu undir löglegum mörkum fyrirgreiðslu til þess að forða þeim frá gjaldþroti eða gera þeim kleift að uppfylla skilyrði laga um lágmarks eigið fé. Í slíkum tilvikum verður að koma til nýtt hlutafé. Seðlabankinn má aðeins veita sérstaka fyrirgreiðslu ef sannanlegt þykir að viðkomandi stofnun eigi við lausafjávanda en ekki eiginfjávanda að stríða. Fyrirgreiðsla Seðlabankans getur annars vegar falist í því að hann veiti ábyrgð á skuldbindingum þeirra lánastofnana sem í hlut eiga eða veiti þeim lán með sérstökum kjörum og þá hugsanlega gegn öðrum tryggingum en venja er að krefjast í viðskiptum skv. 1. mgr., þ.e. reglulegum viðskiptum bankans við lánastofnanir. Það verður Seðlabankans að meta tryggingarnar sem hér um ræðir og geta þær m.a. verið önnur skuldabréf í eigu viðkomandi stofnunar en þau sem uppfylla þau skilyrði sem Seðlabankinn hefur sett til reglubundinna viðskipta skv. 1. mgr. eða fasteignir eða aðrar eignir viðkomandi lánastofnunar. Þá getur einnig komið til álita að bankinn krefjist breytinga á starfsemi viðkomandi stofnunar, t.d. breytinga á yfirstjórn, sem skilyrði fyrir fyrirgreiðslu. Erfitt getur reynst að greina á milli lausafjávanda og víðtækari vanda stofnunar. Þegar upp koma vandamál af því tagi sem ákvæði þessarar málsgreinar beinast að leiðir af sjálfu sér að Seðlabankinn mun eiga náðið samstarf og samráð við Fjármálaeftirlitið við lausn þess vanda

sem upp kann að hafa komið. Þá verður einnig að gera ráð fyrir að Seðlabankinn geri ráðherra sérstaklega grein fyrir slíkum tilvikum.“

Ákvæðið er afdráttarlaust og veitir Seðlabankanum ótvíræða heimild til að veita þrautavarálán án atbeina annarra stjórnvalda. Jafnframt er ljóst að Seðlabankinn hefur rúmt val við töku trygginga.

## Viðauki 2: Starfsreglur um viðbrögð við lausafjávanda

Ólíkt því sem segir í 1. mgr. 7. gr., þá er í 2. mgr. ekki kveðið á um að Seðlabankinn skuli setja nánari reglur um þrautavarlán. Um þrautavarlán hafa ekki verið settar sérstakar reglur líkt og um hefðbundin viðskipti Seðlabankans sbr. 1. mgr. 7. gr. laganna. Í bankastjórnarsamþykkt nr. 1167 frá 21. apríl 2008 er hins vegar kveðið á um starfsreglur um viðbrögð Seðlabankans við lausafjávanda skv. 2. mgr. 7. laga nr. 36/2001. Í inngangi starfsreglnanna segir:

„Starfsreglum þessum er ætlað að vera leiðbeinandi fyrir starfshóp Seðlabanka Íslands um viðbrögð við alvarlegum lausafjávanda lánastofnana sem leitt geta til þess að bankastjórn veiti lán í samræmi við 2. mgr. 7. gr. laga um Seðlabanka Íslands, þ.e. lán til þrautavara. Starfsreglunum er ætlað að vera stuðningstæki starfshópsins við mótun tillagna til bankastjórnar um aðgerðir vegna lausafjávanda innlánsstofnana, sem eru eðli máls samkvæmt mótaðar undir miklu álagi og í tímaskorti.“

Í reglunum er kveðið á um skipun starfshóps og verklag. Því er skipt í sex þætti, þ.e. undirbúning, greiningu á lausafjávanda, könnun á mögulegum markaðslausnum, framlagningu tillögu til bankastjórnar, ákvörðun bankastjórnar og eftirfylgni. Enn fremur er fjallað um það við hvaða skilyrði lán til þrautavara kemur til greina og settur fram gátlisti vegna mögulegra aðgerða bankans til lausnar aðsteðjandi vanda.

Þegar þrautavarlánið var veitt voru uppi einstakar aðstæður sem líkja mátti við stríðsástand á mörkuðum eins og áður hefur komið fram og því þurfti að bregðast fljótt við. Vegna hinnar miklu tímapressu við lánveitinguna reyndist ekki unnt að fylgja starfsreglunum að öllu leyti enda geta slíkar reglur eingöngu verið leiðbeinandi en ekki bindandi þar sem ekki er alltaf hægt að sjá fyrir hvernig ástand í fjármálaáfalli raungerist.

## Viðauki 3: Stutt yfirlit yfir þróun efnahagsmála í Danmörku frá aldamótum

Alþjóðlega fjármálakreppan hafði töluverð áhrif í Danmörku eins og í öðrum þróuðum ríkjum. Efnahagsumsvif drógust verulega saman og danskt fjármálakerfi lenti í kröggum, þótt vandinn hafi ekki verið eins alvarlegur og hér á landi. Batinn í kjölfar kreppunnar hefur verið hægur og er danskur þjóðarbúskapur nú fyrst að ná fyrri styrk. Í þessum viðauka er í stuttu máli farið yfir efnahagsþróunina í Danmörku í aðdraganda kreppunnar og efnahagsbatann í kjölfar hennar.

### 1. Árin fram að fjármálakreppunni<sup>1</sup>

Hagvöxtur var tiltölulega hægur á fyrstu árum þessarar aldar. Hagvöxtur var að meðaltali 0,6% árin 2001-2003 eftir að hafa verið að meðaltali um 3% árin fimm þar á undan. Komu þar nokkrar ástæður til. Má þar t.d. nefna breytingar á frádráttarbærni vaxtagreiðslna við álagningu skatta sem minnkaði ráðstöfunartekjur fólks. Einnig hægði á vexti útflutnings vegna efnahagsstöðunar á helstu útflutningsmörkuðum. Loks má nefna samdrátt í íbúðafjárfestingu eftir mikinn kipp um aldamótin.

Nokkur viðsnúningur varð er líða tók á áratuginn. Hagvöxtur jókst í 2,7% árið 2004, studdur af aukinni eftirspurn í kjölfar skattalækkana. Vöxturinn var kominn í 3,9% árið 2006. Þar gætti einnig áhrifa hraðrar aukningar í umsvifum á íbúðamarkaði en farið var að bjóða nýjar tegundir íbúðalána, annars vegar með breytilegum vöxtum og hins vegar með engum afborgunum framan af, jafnvel í allt að tíu ár af 30 ára lánstíma. Þá gætti áhrifa lágra alþjóðlegra vaxta og greiðs aðgangs að alþjóðlegu lánsfjármagni eins og víða annars staðar.

Uppgangurinn bar öll hin klassísku merki: Innlend eftirspurn jókst hratt. Þannig jókst einkaneysla um 4,6% árið 2004 og fjárfesting um 13,7% árið 2006. Þetta birtist m.a. í hröðum vexti innflutnings sem jókst t.d. um 14,0% árið 2006. Atvinnuleysi minnkaði mikið, úr 5,5% árið 2004 í 3,9% árið 2006. Útlán banka og sparisjóða jukust hröðum skrefum, t.d. um 26,0% árið 2006 (Finanstilsynet, 2007). Loks má nefna að hlutabréfaverð rauk upp. Þannig hækkaði danska úrvals-vísitalan OMXC20 um 37,3% frá upphafi til loka árs 2005 (Nasdaq OMX, e.d.).

Uppgangurinn var ekki síst áberandi á fasteignamarkaði. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði jókst um samtals 45,8% á tímabilinu 2003-2006 og þar af um 16,7% árið 2005. Á sama tíma hækkaði fasteignaverð hratt. Þannig hækkaði verð einbýlishúsa um 21,5% árið 2006 og atvinnuhúsnæðis um 24,8% (Danmarks Statistik, e.d.).

### 2. Fjármálakreppan

Sem fyrr segir einkenndust árin 2004-2006 af miklum uppgangi í dönskum þjóðarbúskap. Fastgengisstefna danska seðlabankans kom í veg fyrir að hægt væri að beita peningastefnunni til að hægja á innlendri eftirspurn. Þunginn í hagstjórn færðist þá yfir á stjórn ríkisfjármála. Eftir á að hyggja virðist ljóst að meira aðhalds hefði þurft að gæta (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 97).

Töluvert hægði á hagvexti árið 2007, m.a. vegna þess að spenna á vinnumarkaði og þar með hækkandi laun drógu úr samkeppnishæfni danskra fyrirtækja. Það ár fór hagvöxtur undir 1%, heildarfjárfesting jókst um 0,7%, íbúðafjárfesting dróst saman um 5,5% og verulega hægði á hækkun fasteignaverðs. Í skýrslu viðskiptaráðuneytisins frá árinu 2013 er bent á að margir hafi vænst mjúkrar lendingar eftir uppgangsárin (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 111). Annað

1. Tölur í þessum kafla eru fengnar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og OECD nema annað sé tekið fram.

kom í ljós og lendingin varð hörð eftir að áhrif alþjóðlegu fjármálakreppunnar skullu af þunga á landinu á síðari hluta ársins 2008. Það ár dróst verg landsframleiðsla saman um 0,5% og aftur um 4,9% árið 2009. Mælt í árstölum varð samdrátturinn því 5,4% árin 2007-2009 sem er svipaður samdráttur og varð í Svíþjóð á sama tímabili (5,7%) en töluvert minni en varð hér á landi (10,0% árin 2009-2010), sjá mynd 1.

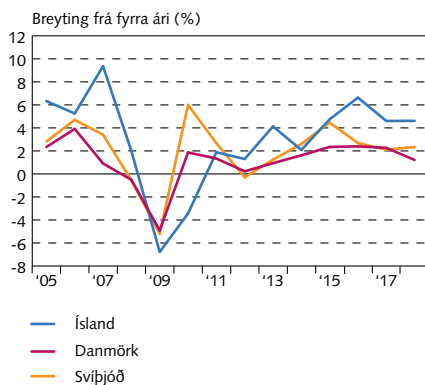
### 3. Hægur efnahagsbati í kjölfar kreppunnar

Efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar voru meiri og langvinnari en í kjölfar hefðbundinna niðursveifna. Það hversu víðfeðm kreppan var gerði alþjóðlegar forsendur útflutningsdrifins efnahagsbata erfiðari en ella. Efnahagssumsvif tóku að aukast á ný 2010 en hagvöxtur var lítill. Hann var 1,9% árið 2010 en einungis 0,8% að meðaltali árin þrjú þar á eftir. Innlend eftirspurn lét mikið á sjá. Þannig dróst íbúðafjárfesting t.d. saman um ríflega 15% á ári að meðaltali árin 2008-2010. Verð á einbýlishúsum féll um næstum 20% frá því að það náði hámarki haustið 2007 og til síðasta ársfjórðungs 2012 þegar það byrjaði að hækka á ný (Danmarks Statistik, e.d.). Einkaneysla jókst um 0,5% árið 2008 en dróst saman um 3,4% árið eftir. Atvinnuleysi jókst og náði hámarki í 7,6% árið 2011. Eftir það hefur það smám saman lækkað á ný en fremur hægt.

Hagvöxtur hefur heldur aukist frá árinu 2014 en frá þeim tíma hefur hann verið á bilinu 1,2-2,4% og náði landsframleiðslan fyrra hámarki árið 2014. Landsframleiðsla á mann náði hins vegar ekki fyrra stigi fyrr en árið 2016 sem er tveimur árum síðar en í Svíþjóð en á sama tíma og á Íslandi, þótt samdrátturinn hér á landi hafi verið mun meiri (sjá mynd 2).

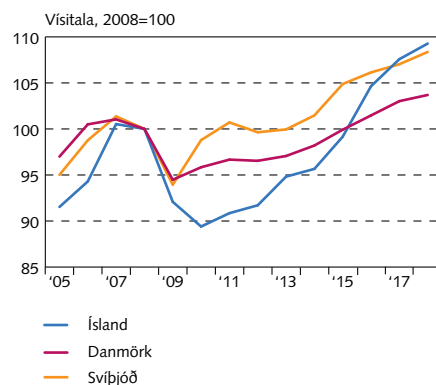
Tímabilið eftir árið 2008 hefur því verið fremur erfitt í dönsku efnahagslífi. Þessu er lýst ágætlega í fáum orðum í reglulegri úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á dönsku efnahagslífi frá árinu 2012: „Alþjóðlega fjármálakreppan kom harkalega niður á Danmörku og batinn hefur verið hægur og brokkgengur“ (IMF, 2012, bls. 4-5). Jafnframt kemur fram í skýrslunni að batinn í Danmörku hafi verið hægari en í nágrannaríkjum þess (IMF, 2012).

Mynd 1  
Hagvöxtur í Danmörku, Svíþjóð og á Íslandi 2005-2018



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands.

Mynd 2  
VLF á mann í Danmörku, Svíþjóð og á Íslandi 2005-2018



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands.

## Viðauki 4: Bankakreppa og umfangsmiklar björgunaraðgerðir

### 1. Uppgangur og fall danskra banka

Hagur danskra banka blómstraði sem aldrei fyrr á uppgangsárunum 2004-2006 í dönsku efnahagslífi. Á sérhverju af þessum þremur árum lá arðsemi eigin fjár fyrir skatta á bilinu 21-22% eins og sést í töflu 5. Á sama tíma óx samanlagður hagnaður þeirra sem aldrei fyrr og náði hámarki 2006 í rúmlega 33 milljörðum danskra króna sem samsvarar um 2,0% af vergri landsframleiðslu þess árs. Þetta gerbreyttist með alþjóðlegu fjármálakreppunni sem átti eftir að leika danskt efnahagslíf og danska banka grátt (Finanstilsynet, 2018).

Tafla 5 Arðsemi eigin fjár banka og sparisjóða fyrir skatta 2000-2008

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
17,6%	17,3%	16,6%	20,7%	17,3%	21,2%	21,7%	17,2%	-2,7%

Heimild: Finanstilsynet, 2018.

Í árlegum skýrslum Finanstilsynet um starfsemi banka og sparisjóða og helstu atriði í ársreikningum þeirra er dregið fram hvernig helstu liðir í rekstri og efnahag þeirra þróuðust ár frá ári.<sup>1</sup> Þar kemur glögggt fram hversu erfið þessi ár voru, einkum vegna mikilla afskrifta útlána, sérstaklega fasteignatengdra útlána. Það var ekki fyrr en 2013 að það fór að rofa til. Arðsemin var þó enn mun lakari en hún var á uppgangsárunum.

Tafla 6 Arðsemi eigin fjár banka og sparisjóða fyrir skatta 2008-2017

Meðaltal 2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
18,7%	-2,7%	-6,5%	1,7%	1,4%	2,9%	5,9%	5,6%	9,1%	12,2%	14,2%

Heimild: Finanstilsynet, 2018.

Í skýrslu danska viðskiptaráðuneytisins frá árinu 2013 er fjallað ítarlega um orsakir, afleiðingar og lærdóm af bankakreppunni í Danmörku. Engin ástæða er til að rekja allt efni hennar en látið nægja að benda á eftirfarandi atriði, enda koma þau að góðu gagni þegar rýnt er í sögu og örlög FIH (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 15-24):

- Árin fyrir bankakreppuna einkenndust af tiltölulega háum og að því er virtist viðvarandi hagvexti víða um lönd ásamt lágrí og stöðugri verðbólgu og lágum vöxtum.
- Góðu efnahagsástandi fylgdi mikil bjartsýni. Hún gróf um sig meðal stjórnámamanna, stjórnvalda, seðlabanka, lánastofnana, lánshæfismatsfyrirtækja, atvinnufyrirtækja og almennings.
- Þessi útbreidda bjartsýni leiddi til vanmats á áhættu og þar með þess endurgjalds sem krafist var fyrir að taka á sig áhættuna. Síðar kom í ljós að áhættan var umtalsverð í mörgum tilvikum.
- Fjármálakreppan, og sérstaklega dýpt hennar, kom flestum á óvart. Ein af ástæðum þess voru viðskipti með sífellt flóknari fjármálagerninga (einkum afleiðusamninga) sem var ætlað að dreifa áhættu með markvissari hætti en áður og auka þannig viðnámsþrótt fjármálakerfisins í heild. Reyndin varð önnur, ekki síst vegna þess að flækjustig þessara fjármálagerninga dró úr gagnsæi.
- Ólíkt því sem gerðist á fyrri uppgangsárum í Danmörku, voru lausatök í fjármálum hins opinbera. Í stað þess að dempa efnahagsuppsveifluna ýttu þau undir hana. Þetta var sérlega óheppilegt því stefnan í peningamálum beindist alfarið að því að verja fast gengi dönsku krónunnar gagnvart evru. Því var ekkert svigrúm til að beita stjórnþækjum peningamála til að slá á þensluna.

1. Sjá árleg rit Finanstilsynet: Markedsudvikling - Pengeinstitutter.

- Fasteignabóla blés út vegna góðs efnahagsástands, vaxandi framboðs af lánsfé, breytinga á lánskjörum, einkum lána án afborgana í allt að fyrstu tíu ár af lánstímanum, tiltölulega lágra vaxta, frystingar á fasteignaskatti<sup>2</sup> og mikillar bjartsýni. Ástandið á fasteignamarkaði var byrjað að breytast áður en bankakreppan hófst en bólan sprakk með bankakreppunni og versnandi efnahagsástandi. Það magnaði erfiðleika banka og þannig koll af kalli.
- Fasteignabólan náði til flestra kima markaðarins: Íbúðarhúsnæðis í eigu íbúa, íbúðarhúsnæðis í eigu leigufélaga, fasteigna með blöndu af íbúðum og atvinnuhúsnæði, ýmiss konar atvinnuhúsnæðis og landbúnaðarjarða. Ýmsir bankar, einkum meðal smárra og meðalstórra, lánuðu ótæpilega til leigufélaga og lentu í verulegum erfiðleikum eftir að bankakreppan hófst.
- Áhættusækni banka jókst að meðaltali á árunum fyrir bankakreppuna. Útlán jukust verulega, jafnvel í alþjóðlegum samanburði.
- Bankar fjármögnuðu útlánavöxtinn í vaxandi mæli með því að taka lán á millibankamarkaði og með lánnum á alþjóðlegum fjármálamarkaði. Samhliða minnkaði vægi innlána í fjármögnun þeirra. Aðgangur að alþjóðlegum fjármálamörkuðum var forsenda fyrir útlánavextinum. Það þýddi að danskir bankar urðu berskjaldaðri en áður fyrir þróuninni á þessum alþjóðlegu mörkuðum. Eftir á er augljóst að því var ekki gefinn nægur gaumur fyrir bankakreppuna að þessi uppspretta fjármagns kynni að þorna, þ.e. að til staðar væri raunveruleg endurfjármögnunar- og lausafjánhætta í danska bankakerfinu.
- Innleiðing á nýjum alþjóðlegum reikningsskilastöðlum (e. international financial reporting standards, IFRS) og nýjum alþjóðlegum eiginfjárreglum lánastofnana í Danmörku (sk. Basel III) leiddi til þess að útlánageta banka og sparisjóða jókst á óheppilegum tíma miðað við ástand efnahagsmála.
- Finanstilsynet benti stundum á áhættuþætti í viðskiptalíkani einstakra banka í eftirlitsskýrslum sínum, einkum mikinn útlánavöxt. Frá 2005 var eftirlitinu heimilt að krefjast þess að eiginfjárlutfall einstakra banka væri hærra en annarra svo þeir gætu betur mætt þeirri áhættu sem í starfseminni fælist. Þessari heimild var þó ekki beitt fyrr en 2008.
- Danmarks Nationalbank benti sömuleiðis á útlánavöxtinn. Engu að síður taldi bankinn allt fram á sumarið 2008 að bankakerfið í heild stæði traustum fótum.
- Þegar alþjóðlega fjármálakreppan hófst fyrir alvöru haustið 2008 varð fjöldi danskra banka fyrir barðinu á henni, sérstaklega ýmsir smáir og meðalstórir. Samanlagðar útlánaafskriftir danskra banka hafa verið miklar í alþjóðlegum samanburði. Í samanburði við mörg önnur lönd hefur Danmörk orðið hart úti, bæði efnahagslífið í heild og bankakerfið.

## 2. Aðgerðaráætlanir til að bjarga illa stöddum bönkum

Á árunum 2008-2012 innleiddu dönsk stjórnvöld fimm aðgerðaráætlanir til að varðveita fjármála-stöðugleika og koma í veg fyrir alvarlega bankakreppu. Sú staðreynd að grípa þurfti til síendurtekinna aðgerða sýnir vel hversu illa samdráttur og stöðnun í dönsku efnahagslífi og alþjóðlega fjármálakreppan léku þarlenda banka (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013).

Aðgerðaráætlanirnar gengu undir heitinu „Bankpakke“ og fengu númerin I-V. Ólíkt því sem gildi í sumum löndum var frá upphafi gert ráð fyrir að bankakerfið sem heild en ekki skattgreiðendur myndu standa undir kostnaði við þessar aðgerðaráætlanir (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013).

## 3. Aðgerðaráætlun I - Bankpakke I

Aðgerðaráætlunin Bankpakke I var kynnt 5. október 2008. Í ágúst og september 2008 blasti við að aðgangur danskra banka að lánsfjármagni innan lands og utan hafði versnað til muna eftir því

2. 2002 var reglum breytt þannig að í stað þess að taka mið að sífelld hækkingu markaðsvirði fasteignar var ákveðið að festa fasteignaskattinn í þeirri krónutölu sem hann þá stóð í. Þetta þýddi að skatturinn lækkaði ár frá ári sem hlutfall af verðmæti fasteignar.

sem alþjóðlega fjármálakreppan dýpkaði. Lausafjárstaða þeirra hriðversnaði. Svo fór að Danmarks Nationalbank yfirtók Roskilde Bank, tíunda stærsta banka Danmerkur, 25. ágúst 2008. Staðan versnaði enn frekar eftir fall bandaríska bankans Lehman Brothers 15. september 2008. Hvert landið á fætur öðru greip til aðgerða til að koma í veg fyrir bankahrún. Sem dæmi má nefna að írsk stjórnvöld ákváðu 28. september 2008 að ábyrgjast allar skuldbindingar írskra banka, þ.á m. innlán. Hið sama gerðu þýsk stjórnvöld 17. október 2008. Víðast um Evrópu og í Bandaríkjunum ákváðu stjórnvöld að ábyrgjast skuldbindingar banka á millibankamarkaði, enda sá markaður nánast óvirkur. Þá yfirtóku stjórnvöld banka eða lögðu þeim til eigið fé (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 442). Einnig má benda á björgunaraðgerðir íslenskra stjórnvalda í byrjun október 2008 með setningu neyðarlaganna og aðgerða í kjölfarið.

Það var mat danskra stjórnvalda að vandamálið væri ekki einskorað við einstaka banka heldur snerist það um allt bankakerfið. Því væri fjármálastöðugleiki í hættu og þar með hagur almennings og fyrirtækja.

Meginatriðin í Bankpakke I voru:

- Ríkissjóður Danmerkur ábyrgðist allar innstæður í dönskum bönkum og útibúum erlendra banka í Danmörku til 30. september 2010. Einnig ábyrgðist ríkissjóður tiltekna óveðtryggðar kröfur á hendur bönkunum, þ.á m. millibankalán. Skilyrðið fyrir ábyrgðinni var að viðkomandi banki ætti aðild að Det Private Beredskab sem hafði verið stofnað af Finansrådet (hagsmunasamtökum danskra banka og sparisjóða) í júní 2007 til að annast aðstoð bankakerfisins við einstaka banka sem glíma við fjárhagslega erfiðleika. Det Private Beredskab og aðildarbankar þess skyldu greiða ríkissjóði allt að 35 milljarða danskra króna á gildistíma ábyrgðarinnar. Ríkisábyrgðin var án hámarks. Sé miðað við hálfársuppgjör bankanna 2008 má ætla að ábyrgðin hafi náð til krafna að fjárhæð allt að 3.000 milljarðar danskra króna eða sem samsvaraði rúmlega einni og hálfri landsframleiðslu Danmerkur það ár (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 313).
- Ríkissjóður stofnaði félagið Finansiell Stabilitet A/S með heimild til að yfirtaka og loka eða selja banka sem lentu í erfiðleikum og að því gefnu að ekki tækist að leysa vanda þeirra með öðrum hætti, s.s. yfirtöku af hálfu annars banka. Með síðari aðgerðaráætlunum var hlutverkið útvíkkað.
- Bönkum sem nýttu sér aðgerðaráætlunina var bannað að greiða arð, halda úti endurkaupaáætlun hlutafjár, innleiða nýjar eða framlengja gildandi kaupréttaráætlunum stjórnenda/starfsfólks eða hampa ríkisábyrgðinni í markaðssetningu.
- Reglur um sölu á eigin hlutabréfum banka voru hertar.
- Finanstillsynet var eft.

Bankpakke I hafði strax tilætluð áhrif. Lausafjárstaða bankanna batnaði og tímabundin ró færðist yfir. Engu að síður voru nokkrir bankar svo illa staddir að Finansiell Stabilitet þurfti að yfirtaka þá:

- EBH Bank, 21. nóvember 2008.
- Løkken Sparekasse, 2. mars 2009.
- Gudme Raaschou Bank, 16. apríl 2009.
- Fionia Bank, 28. maí 2009 (í hópi tíu stærstu banka Danmerkur).
- Capinordic Bank, 11. febrúar 2010.
- QEik Banki, 30. september 2010.<sup>3</sup>
- Eik Banki Danmark, 30. september 2010.

3. Bankinn hét áður Føroya Sparikassi. Dótturfélag hans, Eik Banki Danmark, var áður í sameiginlegri eigu Kaupþings banka (80%) og Føroya Sparikassi (20%) og hét þá Kaupthing Bank Danmark.



#### 4. Aðgerðaráætlun II - Bankpakke II

Þegar ljóst varð undir árslok 2008 að Danmörk glímdi við alvarlegan efnahagssamdrátt og hrun á fasteignamarkaði jukust á ný áhyggjur af dönskum bönkum. Í þetta sinn beindist athyglin fyrst og fremst að getu þeirra til að takast á við vaxandi afskriftir útlána án þess að draga á sama tíma alvarlega úr framboði á lánum til fyrirtækja og heimila. Bankar þurftu að styrkja eiginfjárstöðu sína en á sama tíma voru fjárfestar tregir til að leggja bönkum til aukið eigið fé. Óttinn við lánsfjákræppu magnaðist og þar með óttinn við enn frekari efnahagssamdrátt.

Í janúar 2009 kynntu dönsk stjórnvöld aðgerðaráætlunina Bankpakke II (Kreditpakken). Megintilgangur hennar var að styrkja fjárhagsfjárstöðu danskra banka með tvennum hætti og þar með útlánagetu þeirra í því skyni að draga úr líkum á lánsfjákræppu. Meginatriðin í Bankpakke II voru:

- Fram til ársloka 2009 gátu bankar sótt um eiginfjárframlag úr ríkissjóði í formi víkjandi láns. Lagt var bann við því að bankar létu fjármagnið renna til móður- eða systurfélaga. Bankarnir þurftu að greiða 9-11,25% vexti af eiginfjárframlaginu, allt eftir aðstæðum hvers banka.
- Fram til ársloka 2010 gátu bankar sótt um ríkisábyrgð til allt að þriggja ára hjá Finansiell Stabilitet á skuldabréfum sem þeir gæfu út. Sækja þurfti um þessa aðstoð og kom hún í stað ótakmarkaðrar ríkisábyrgðar í Bankpakke I á innlánum í öllum bönkum og tilteknum kröfum á hendur þeim. Bankarnir þurftu að greiða fyrir ríkisábyrgðina.
- Bönkum sem nýttu sér eiginfjárframlagið var m.a. bannað að greiða arð, halda úti endurkaupaáætlun hlutafjár eða innleiða nýjar eða framlengja gildandi kaupréttaráætlunum stjórnenda/starfsfólks. Einnig þurfti að gæta aðhalds í launamálum.
- Ákveðið var að birta opinberlega niðurstöður úr vettvangsathugunum Finanstilsynet í bönkum.
- Reglur um breytilegan kaupauka til stjórnenda í fjármálafyrirtækjum voru hertar.
- Embætti Forbrugerombudsmanden (umboðsmaður neytenda) var eflt.

Alls fengu 43 bankar eiginfjárframlag úr ríkissjóði samtals að fjárhæð rétt tæplega 46 milljarðar danskra króna. Alls sóttu 63 bankar um og fengu vilyrði fyrir ríkisábyrgð á útgáfu skuldabréfa að fjárhæð samtals 338 milljarðar danskra króna. Nokkrir bankar ákváðu síðar að nýta ekki vilyrðið þannig að bankarnir urðu að lokum 50 og samanlögð fjárhæð ríkisábyrgðarinnar 193 milljarðar danskra króna (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 317-19 og 444-46).

#### 5. Aðgerðaráætlun III - Bankpakke III

Heimildir Finansiell Stabilitet til að yfirtaka banka og sparisjóði í vanda áttu að renna út 30. september 2010 ásamt öðrum þáttum í Bankpakke I. Ákveðið var að endurnýja þessa heimild Finansiell Stabilitet í aðgerðaráætluninni Bankpakke III (Exitpakken) með lögum sem tóku gildi 1. október 2010. Ekki leið á löngu þar til nýta þurfti þessar heimildir þegar Amagerbanken, tíundi stærsti banki Danmerkur, lenti í alvarlegum fjárhagskröggum og var yfirtekinn 6. febrúar 2011, fyrst og fremst vegna þess að hann hafði lánað ótæpilega til fasteignatengdra verkefna. Hinn 24. júní sama ár var Fjordbank Mors yfirtekinn.

#### 6. Aðgerðaráætlun IV - Bankpakke IV

Vegna erfiðrar skuldastöðu hins opinbera í nokkrum ríkjum í Suður-Evrópu, einkum Grikklandi, var viðvarandi óróleiki á fjármálamörkuðum 2010-2011. Það ásamt efnahagsstöðnuninni í Danmörku íþyngdi stöðugt rekstri danskra banka. Erfiðleikar Amagerbanken og Fjordbank Mors á fyrri hluta 2011 sýndu að það gat verið erfitt, og reyndar ómögulegt í þessum tveimur tilvikum, að fá trausta banka til að yfirtaka banka í vanda. Því kynnntu dönsk stjórnvöld aðgerðaráætlunina Bankpakke IV (Konsolideringspakken) í ágúst 2011. Meginatriðin í Bankpakke IV voru:

- Finnsiel Stabilitet og Garantifonden for Indskydere og Investorer (tryggingarsjóður innstæðu-eigenda og fjárfesta) var heimilað að styrkja banka sem yfirtæki annan banka í vanda um fjárhæð sem svaraði til þess taps sem þessir aðilar hefðu ella orðið fyrir.
- Heimilt var að veita yfirtökubanka ríkisábyrgð ef það yrði til að liðka fyrir samruna.

Á grundvelli aðgerðaráætlunar IV yfirtók Finnsiel Stabilitet Max Bank 8. október 2011 og Sparekassen Østjylland 21. apríl 2012. Þar með hafði félagið yfirtekið ellefu banka frá nóvember 2008 auk þess sem eignarhaldið á Roskilde Bank færðist til félagsins frá Danmarks Nationalbank.

## 7. Aðgerðaráætlun V - Bankpakke V

Erfiðleikar danskra banka voru ekki að baki. Í ársbyrjun 2012 benti ýmislegt til að þrálát efnahagsstöðnun innanlands myndi valda því að smærri bankar myndu árum saman eiga í erfiðleikum með að fjármagna starfsemi sína. Erfiðleikar þessara banka myndu hafa neikvæð áhrif á aðgang lítilla og meðalstórra fyrirtækja, þ.á m. í landbúnaði, að lánsfjármagni. Var talið nauðsynlegt að grípa til aðgerða sem myndu ýta undir vöxt banka til að koma í veg fyrir samdrátt og jafnvel lokun.

Í mars 2012 kynntu dönsk stjórnvöld aðgerðaráætlunina Bankpakke V (Udviklingspakken). Megintilgangur hennar var að bregðast við versnandi aðgangi fyrirtækja, einkum lítilla og meðalstórra, að bankalánum. Bankar höfðu orðið fyrir miklu útlánatapi og þess vegna orðið varkárari en áður. Á sama tíma var eiginfjárstaða margra fyrirtækja bágborin. Að mati stjórnvalda benti margt til þess að dýpt bankakreppunnar þýddi að fyrirtæki hefðu takmarkaðan aðgang að lánsfjármagni mörg næstu ár. Við því hefði verið brugðist með fyrri aðgerðaráætlun en bæta þyrfti í. Aðgerðaráætlunin skiptist í þrennt (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013 og 2012):

- FIH var skipt í tvö félög, þ.e. FIH og FS Property Finance. Bæði voru í eigu sama hluthafa, þ.e. FIH Holding. Í FS Property Finance voru flutt fasteignatengd lán að fjárhæð um 17 milljarðar danskra króna.<sup>4</sup> Finnsiel Stabilitet keypti félagið af FIH Holding en með því skilyrði að seljandinn (FIH Holding) myndi taka á sig allar afskriftir og annað tap sem kynni að verða í félaginu til ársloka 2016 (mögulegt var að fresta uppgjörstímanum allt til ársloka 2019). Jafnframt var samið um að FIH myndi halda áfram að þjónusta lánin gegn greiðslu umsýsluþóknunar frá FS Property Finance. Með því að létta þessum lánum af FIH skapaðist svigrúm fyrir bankann til að endurfjármagna sig á næstu misserum og endurgreiða að fullu eiginfjárframlag ríkissjóðs og útistandandi lán með ríkisábyrgð. Aðrir bankar gátu samið við Finnsiel Stabilitet um svipaða lausn og FIH.
- Stofnaður var Landbrugets FinansieringsBank til að auðvelda aðgengi bænda að fjármagni til frekari þróunar í greininni.
- Aukið fjármagn var sett í tvo sjóði sem höfðu það hlutverk að auðvelda dönskum fyrirtækjum að vaxa og auka útflutning, Vækstfonden (framtakssjóður fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki) og Eksport Kredit Fonden (útflutningslána- og útflutningsábyrgðasjóður).

Aðgerðaráætlunin Bankpakke V er gagnrýnd í skýrslu danska viðskiptaráðuneytisins frá árinu 2013 vegna þess að með henni var brotin meginreglan í fyrri aðgerðaráætlunum um að þær væru almenns eðlis (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013, bls. 23 og 336). Bent var á að stjórnvöld hefðu átt að koma hreint fram og greina frá því að með aðgerðunum væri fyrst og fremst verið að verja hagsmuni ríkissjóðs í FIH því hann hafði bæði lagt bankanum til eigið fé í formi víkjandi láns (1,9 milljarðar danskra króna) og ábyrgst verulegan hluta af lántökum bankans á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke II (tæplega 50 milljarðar danskra króna). Þá er það gagnrýnt að með því að aðstoða FIH með þessum hætti, þá gæti það leitt til aukinnar áhættusækni banka í framtíðinni

4. Lánin komu bæði frá FIH og dótturfélaginu FIH Kapital Bank.

Því þeir gætu treyst því að verða komið til hjálpar ef á bjátaði. Þá hafi aðgerðaráætlunin bætt stöðu FIH gagnvart keppinautum.

Einnig hefur verið bent á að með aðgerðaráætluninni hafi stjórnvöld verið að bregðast við yfirlýstum áformum FIH um að minnka verulega útlán sín, fyrst og fremst fasteignatengd útlán. Það hefði haft alvarlegar afleiðingar fyrir marga af lántökunum og þar með á ýmsa minni banka og sparisjóði sem höfðu lánað til sömu verkefna en gegn lakara veði en FIH. Auk þess hefðu þessi áform FIH getað valdið usla á fasteignarmarkaði ef lántakar eða bankar og sparisjóðir hefðu þurft að selja fjölda fasteigna á skömmum tíma á meðan fasteignamarkaðurinn var enn í ládeyðu. Engin leið sé hins vegar að vita hvort FIH hefði staðið við áformin ef á það hefði reynt (Svaneborg, 2016).

Dönskum stjórnvöldum bar að tilkynna um aðgerðaráætlunina til framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins (ESB). Framkvæmdastjórnin úrskurðaði fljótlega að aðgerðaráætlunin fæli í sér ríkisaðstoð og krafðist breytinga á tilteknum þáttum hennar. Jafnframt tilkynnti framkvæmdastjórnin að hún myndi hefja formlega rannsókn. Í mars 2014 komst framkvæmdastjórnin að þeirri niðurstöðu að dönskum stjórnvöldum hefði verið heimilt að grípa til aðgerðaráætlunarinnar. Jafnframt taldi hún að hluti af stuðningnum við FIH fæli í sér ólöglega ríkisaðstoð sem bankanum bæri að endurgreiða. Í ársreikningi bankans fyrir árið 2013 voru gjaldfærðar 425 milljónir danskra króna í þessu skyni.

FIH og FIH Holding höfðuðu mál fyrir Almenna dómstólnum (e. General Court) innan Evrópudómstólsins (e. The Court of Justice of the European Union) 24. maí 2014 til að fá ákvörðun framkvæmdastjórnarinnar hnekkt. Dómur féll 15. september 2015. Hann var FIH og FIH Holding í vil. Í málinu reynir á tiltekin grundvallaratriði tengd mati á ríkisaðstoð. Því ákvað framkvæmdastjórnin að áfrýja málinu til Evrópudómstólsins. Ekki er ljóst hvenær dómur fellur. Í ársreikningi FIH fyrir árið 2016 kemur fram að ef málið vinnst, þ.e. ef dómurinn frá 2015 stendur, þá fái félagið endurgreidda um 0,5 milljarða danskra króna frá ESB.

## Viðauki 5: Moody's sem örlagavaldur FIH

### 1. Moody's sem örlagavaldur FIH

FIH var með ýmiss konar lánsþæfismat frá bandaríska lánsþæfismatsfyrirtækinu Moody's Investors Service: Mat á fjárhagslegum styrk banka (e. bank's financial strength rating), mat á einstökum útgáfum óveðtryggðra skuldabréfa (e. senior unsecured debt), mat á einstökum útgáfum víkjandi skuldabréfa, mat á einstökum útgáfum skuldabréfa til skemmri tíma í innlendum og erlendum gjaldmiðli og mat á innstæðum til skemmri og lengri tíma í innlendum og erlendum gjaldmiðli. Í þessum viðauka er einkum litið til mats á fjárhagslegum styrk og mats á einstökum óveðtryggðum skuldabréfum.

### 2. Endurtekin lækkan lánsþæfismats 2008-2010

Moody's lækkaði mat á fjárhagslegum styrk FIH 9. október 2008 úr C+ í C.<sup>1</sup> Samtímis var mat á óveðtryggðum skuldabréfum lækkað úr A1 í A2.<sup>2</sup> Ástæðan var fyrst og fremst fall Kaupþings banka (Moody's Investors Service, Inc., 2008). Í rökstuðningi Moody's er bent á að viðskiptalíkan FIH eigi undir högg að sækja (e. increasingly challenging) í ljósi versnandi markaðsaðstæðna. Afkoma danskra fyrirtækja hafi farið versnandi, einkum í fasteignatengdri starfsemi. Samsetning tekna FIH hafi smám saman breyst á síðustu árum. Sífellt stærri hluti teknanna komi af starfsemi sem í eðli sínu er sveiflukenndari en sú sem áður einkenndi bankann. Er sérstaklega bent á tekjur af verkefnum á sviði sérhæfðrar fjármögnunar (e. structured finance) og fasteignaviðskipta. Í ljósi breyttra aðstæðna verði að telja ólíklegt að tekjur af þessari starfsemi verði stöðugar. Þá er bent á að breyttar markaðsaðstæður muni auka fjármögnunarkostnað bankans. Loks er bent á að eigandi FIH, Kaupþing banki, hafi verið yfirtekinn af Fjármálaeftirlitinu og því sé varla að vænta stuðnings frá eigandanum ef á þurfi að halda. Þá sé líklegt að eignarhaldið breytist í nánustu framtíð.

Auk þess að lækka lánsþæfismat FIH boðaði Moody's að það yrði áfram til skoðunar og þá til frekari lækkunar.

Eins og rakið er í viðauka 4 gripu dönsk stjórnvöld til síendurtekinna aðgerðaráætlana til að bjarga danska bankakerfinu. Í ljós kom að þau hikuðu ekki við að taka yfir tiltölulega stóra banka þegar það var talið nauðsynlegt til að varðveita fjármálastöðugleika í landinu og verja hagsmuni almennings, t.d. Roskilde Bank í ágúst 2008 og Amagerbanken í febrúar 2011. Í báðum tilvikum töpuðu hluthafar öllu sínu fé og í því síðara töpuðu skuldabréfaeigendur einnig hluta af sínu. Þar sem danskt efnahagslíf náði sér ekki á strik um árabíl eftir samdráttinn 2008 og 2009,<sup>3</sup> reyndist bankakreppan langvinnari en nokkurn óraði fyrir.

Ástandið var ekki síst erfitt fyrir FIH. Í mars 2009 lækkaði Moody's mat á fjárhagslegum styrk bankans á ný úr C í D+. Samtímis var lánsþæfismatið á skuldabréfum lækkað úr A2 í Baa3. Rökstuðningurinn var svipaður og áður: Hagnaður hafði minnkað og gæði eigna minnkað. Viðbúið var að hagnaður bankans yrði undir þrýstingi í framtíðinni. Viðskiptalíkan bankans treystir í verulegum mæli á tekjur af sérhæfðri fjármögnun og fasteignatengdum verkefnum sem bæði myndu eiga undir högg að sækja í erfiðu efnahagsástandi. Þá var bent á að tiltölulega hátt hlutfall af stórum áhættuskuldbindingum bankans tengdist fasteignum. Loks var bent á að óvissa ríki um framtíðar-

1. Við mat á fjárhagslegum styrk banka horfir Moody's einkum til þess hvort hann muni þurfa á aðstoð að halda frá eigendum, opinberum aðilum eða öðrum. Matinu er skipt í fimm flokka frá A til E auk þess sem + og – eru notaðir til að greina á milli þrepa innan sama flokks.

2. Lánsþæfismatið er í níu flokkum frá Aaa til C auk þess sem + og – eru notaðir til að greina á milli þrepa innan sama flokks. Lánsþæfismat í flokknum Baa og neðar er sagt vera í ruslflokki (e. non-investment grade eða speculative grade, iðulega kallað junk á ensku).

3. Sjá viðauka 3.

eignarhald á bankanum og hvaða áhrif það hefði á markaðsstöðu hans (e. franchise value). Á móti var bent á að stjórnendur bankans hefðu þegar gripið til aðgerða sem miðuðu að því að styrkja rekstur hans (Moody's Investors Service, Inc., 2009).

Erfiðleikar danska bankakerfisins og FIH virtust engan endi ætla að taka. Í september 2009 var lánshæfismat ýmissa banka lækkað, þ.á m. FIH. Þetta endurtók sig í febrúar 2010. Aftur var FIH þeirra á meðal. Mat á fjárhagslegum styrk bankans var nú komið í D-.

Í júní 2010 tilkynnti Moody's að til stæði að endurskoða lánshæfismat Amagerbanken og FIH. Ástæðan væri sú að það stýttist í að almenna ríkisábyrgðin á innstæðum og tilteknum óveðtryggðum kröfum myndi falla brott 30. september 2010. Moody's benti á að báðir þessir bankar hefðu þurft að treysta hlutfallslega mikið á aðstoð ríkisins í aðgerðaráætluninni Bankpakke II. Þannig áætlaði Moody's að ef vilyrði um ríkisábyrgð sem bankarnir höfðu fengið yrðu nýtt að fullu, þá væri um 40% af fjármögnun þeirra með stuðningi ríkisins. Endurskoðun á lánshæfismatinu myndi m.a. beinast að því hvort ríkið bæði gæti og vildi koma dönskum bönkum til bjargar ef á þyrfti að halda, sérstaklega þessum tveimur (Moody's Investors Service, Inc., 2010a).<sup>4</sup>

### 3. Moody's jákvæðara eftir sölu á FIH

Brúnin á Moody's lyftist örlítið þegar FIH var seldur. Undir lok september 2010 var mat á fjárhagslegum styrk bankans hækkað um eitt þrep úr D- í D. Að mati Moody's væru nýir eigendur í betri stöðu en slitastjórn Kaupþings banka og Seðlabankinn til að veita bankanum stefnumótandi leiðsögn og fjárhagslegan stuðning. Áfram var þó bent á megináskoranir sem FIH stæði frammi fyrir, þ.e. viðhalda nægilegri arðsemi, gæði eigna og lausafjárstaða (Moody's Investors Service, Inc., 2010b). Þetta mat Moody's á fjárhagslegum styrk FIH var staðfest á ný í janúar 2011. Jafnframt var staðfest að annað lánshæfismat bankans væri enn til skoðunar og þá fremur til lækkunar. Í því sambandi var bent á að nýir eigendur, einkum ATP, gætu af lagalegum ástæðum eða öðrum átt erfitt með að leggja bankanum til aukið fé ef á þyrfti að halda.<sup>5</sup> Jafnframt nefndi Moodys's þann möguleika að nýir eigendur bankans gætu hugsanlega ekki viljað styðja við bakið á honum ef á þyrfti að halda (Moody's Investors Service, Inc., 2011a).

### 4. Innlán og skuldabréf FIH í rusflokki

Áfram héldu erfiðleikar í danska bankakerfinu. Í byrjun febrúar 2011 féll Amagerbanken, tíundi stærsti banki Danmerkur, og var yfirtekinn af Finansiel Stabilitet. Það voru ekki eingöngu hluthafar bankans sem töpuðu öllu sínu, heldur máttu sumir skuldabréfaeigendur og innstæðueigendur þola tap. Viðbrögð Moody's létu ekki á sér standa. Hinn 16. febrúar 2011 var tilkynnt að lánshæfismat ýmissa danskra banka hefði verið lækkað og að frekari lækkun væri hugsanleg. Einn þessara banka var FIH. Eftir þessa lækkun voru t.d. innstæður í bankanum og óveðtryggð skuldabréf bankans komin í rusflokkin Ba1. Jafnframt var horfum breytt um mat á fjárhagslegum styrk þriggja banka. Einn þeirra var FIH. Í tilvik hans var horfunum á matinu D breytt úr stöðugum í neikvæðar. Þar vó þyngst að mati Moody's að eftir fall Amagerbanken yrði enn erfiðara en áður fyrir danska banka að fjármagna starfsemi sína (Moody's Investors Service, Inc., 2011b).

Þess var ekki langt að bíða að Moody's lækkaði lánshæfismatið á FIH enn frekar. Í júní 2011 var mat á óveðtryggðum skuldabréfum og innlánunum lækkað úr Ba1 í Ba2, þ.e. einu þrepi neðar í rusflokkinum, og mat á fjárhagslegum styrk úr D í D-. Það mat var nú aðeins einu þrepi frá því að bankinn teldist hafa veikan fjárhagslegan styrk og þurfa líklega á utanaðkomandi stuðningi eða fjárhagslegri aðstoð að halda (Moody's Investors Service, Inc., 2011c).

4. Benda má á að á þessum tíma var Morgan Stanley að reyna að finna kaupendur að FIH fyrir Seðlabankann og slitastjórn Kaupþings banka á grundvelli fjórhliða samkomulagsins frá 5. maí 2010, sbr. kafla 7.1.

5. Þótt það sé ekki sagt berum orðum, þá er Moody's að vísa til þess að lögum samkvæmt mátti ATP ekki eiga meirihluta hlutafjár í fjármálfyrirtæki. Þessari takmörkun var aflétt í júní 2011.

Í rökstuðningi Moody's var einkum bent á fjármögnun bankans. Hann þurfi að endurfjármagna útgefin skuldabréf, sem eru með ríkisábyrgð, að fjárhæð um 50 milljarðar danskra króna (yfir 50% af fjármögnun bankans) á tímabilinu ágúst 2012 til júní 2013. Að mati Moody's muni það reynast bankanum erfitt að endurfjármagna þessar skuldir á markaði í ljósi þess að fjárfestar sem áttu skuldabréf útgefin af Amagerbanken máttu þola tap. Á móti taldi Moody's jákvætt að lögum hefði verið breytt fyrr í mánuðinum þannig að ATP, stærsti eigandi FIH, mætti nú eignast meirihluta í fjármálafyrirtæki. Þannig gæti ATP komið FIH til aðstoðar með eiginfjárframlagi ef á þyrfti að halda. Sem fyrr benti Moody's á viðvarandi erfitt efnahagsástand í Danmörku, aukin vanskil meðal viðskiptavina FIH og hversu stór hluti af útlánum bankans væri í fasteignatengdum verkefnum. Á þessum tíma taldi Moody's ólíklegt að mat á fjárhagslegum styrk FIH hækkaði að sinni í ljósi erfiðra rekstrarskilyrða. Hins vegar væru til staðar ýmsir þættir sem kynnu að leiða til frekari lækkunar (Moody's Investors Service, Inc., 2011c).

## 5. Moody's bregst við falli Pandora

Enn syrti í álinn fyrir FIH í ágúst 2011. Í byrjun þess mánaðar tilkynnti danski skartgripaframleiðandinn og –salinn Pandora um verulegan samdrátt í sölu og þar með fyrirsjáanlegt tap af starfsemiinni. Jafnframt var greint frá því að forstjórinn hefði látið af störum. Verð hlutabréfa í Pandora, sem skráð voru og eru í kauphöllinni í Kaupmannahöfn, féll umsvifalaust um 65%. FIH átti umtalsverða hlutdeild í Pandora í gegnum fjárfestingarsjóðinn Axcel III. Í kauphallartilkynningu frá FIH 3. ágúst 2011 kemur fram að þessi verðlækkun á hlutabréfum í Pandora þýði tap fyrir bankann að fjárhæð 730 milljónir danskra króna. Það muni leiða til um 1% lækkunar á eiginfjárlutfalli bankans.

Moody's taldi að þetta tap FIH og lækkun á eiginfjárlutfalli myndi auka enn frekar á endurfjármögnunarerfiðleika bankans. Sem aftur jók áhyggjur Moody's af framtíð bankans vegna ýmissa óvissu- og áhættuþátta í starfsemi hans. Því taldi Moody's nauðsynlegt að taka lánshæfismat bankans til endurskoðunar, mögulega til lækkunar (Moody's Investors Service, Inc., 2011d).

Það gekk eftir 7. október 2011 þegar mat á fjárhagslegum styrkleika FIH var lækkað úr D- í E+, aðeins tveimur þrepum frá botninum. Samtíms var mat á óveðtryggðum skuldabréfum og innstæðum lækkað úr Ba2 í B1. Rökin fyrir lækkuninni voru þau að Moody's hefði vaxandi áhyggjur af því að áform FIH um að leysa endurfjármögnunarvanda bankans 2012 og 2013 myndu ekki ganga eftir. Moody's benti á að áætlanir FIH hefðu ákveðin vandamál í för með sér. Þannig gæti verið erfitt að draga úr útlánum ef viðskiptavinirnir ættu í vandræðum með að endurfjármagna lánin. Og það að auka innlánin yrði erfitt því samkeppni á þessu sviði færi vaxandi. Sem fyrr benti Moody's á hlutfallslega hátt vægi útlána til fasteignatengdra verkefna og gæði eigna því afskriftir væru enn að aukast (Moody's Investors Service, Inc., 2011e).

## 6. Ekkert lát á neikvæðni

Í júlí 2013 staðfesti Moody's fyrra mat sitt á fjárhagslegum styrk FIH og lánshæfiseinkunnir. Jafnframt var tekið fram að horfurnar væru enn neikvæðar. Meginrök Moody's fyrir því að staðfesta matið voru þau að FIH hefði tekist að endurfjármagna allar útistandandi skuldir með ríkisábyrgð, að hluta með því að selja safn útlána til Finansiell Stabilitet á grundvelli aðgerðaráætlunarinnar Bankpakke V.<sup>6</sup> Það að horfurnar haldi áfram að vera neikvæðar endurspeglar að mati Moody's áframhaldandi erfiða fjármögnunarmöguleika bankans, einkum geti verið erfitt fyrir bankann að halda í allar þær innstæður sem streymt hefðu til bankans síðustu misseri og væru næmar fyrir þeim vaxtakjörum sem í boði væru (Moody's Investors Service, Inc., 2013). Sem fyrr nefndi Moody's erfitt efnahagsástand í Danmörku, slök gæði eigna FIH og minnkandi getu til að afla tekna af kjarnastarfsemi bankans. Í þessu sambandi var bent á að útlánatap 2012 hafi verið mun meira en áætlanir stjórnenda gerðu ráð fyrir.

6. Sjá viðauka 4.

Í sama mánuði greindi Moody's frá því að matsfyrirtækið teldi að horfur fyrir danskt banka-kerfi séu enn neikvæðar, eins og þær hafi verið allt frá nóvember 2008. Efnahagsástand í Danmörku sé bágborið með litlum sem engum hagvexti. Batni ástandið, þá sé líklegt að batinn verði bæði hægur og viðkvæmur. Lítil hagvöxtur muni halda aftur af lánsfjáreftirspurn og einkaneyslu. Lítil hagvöxtur í Danmörku og slakt efnahagsástand í mikilvægum útflutningslöndum muni setja áframhaldandi þrýsting á dönsk fyrirtæki. Að sama skapi muni háar skuldir heimila og óvissa á fasteignamarkaði hafa neikvæð áhrif á útlán til heimila (Moody's Investors Service, Inc., 2013b).

Það er við þessar aðstæður sem lokakaflinn í sögu FIH hófst.<sup>7</sup> Hinn 31. júlí 2014 tilkynnti Moody's svo að allt lánsþæfismat á FIH hafi verið fellt niður af viðskiptalegum ástæðum. Tæplega einum mánuði síðar, 27. ágúst 2014, tilkynnti Moody's loks að horfum fyrir danska bankakerfið hefði verið breytt úr neikvæðum í stöðugar.

---

7. Sjá kafla 4.4 og 4.5.

## Viðauki 6: Hluthafar í FIH Holding A/S

### FIH Erhvervsbank A/S

99,89% í eigu    FIH Holding A/S (0,11% í eigu bankans sjálfs og hóps starfsfólks)

### FIH Holding A/S

100% í eigu    ATP (48,8%)  
                   PF I A/S (48,8%)  
                   Stjórnendur FIH (2,2%)  
                   Eigin bréf (0,2%)

### PF I A/S

100% í eigu    Fcpd A/S (60,01%)  
                   PFA Pension (39,99%)

### Fcpd A/S

100% í eigu    Folksam Cruise Holding AB (49,1% af hlutafé, 66,7% af atkvæðisrétti)  
                   Cruise I A/S (50,9% af hlutafé, 33,3% af atkvæðisrétti)

### Folksam Cruise Holding AB

100% í eigu    Folksam ömsesidig livförsäkring (75%)  
                   Folksam ömsesidig sakförsäkring (25%)

### Cruise I A/S

100% í eigu    C.P. Dyvig & Co. A/S (78,25%)  
                   Fritz Schur A/S (21,75%)

Þegar leyst er úr óbeinu eignarhaldi lítur myndin svona út:

### FIH A/S

48,75%        ATP  
 19,49%        PFA  
 10,77%        Folksam ömsesidig livförsäkring  
 11,65%        C.P. Dyvig & Co. A/S  
 3,59%        Folksam ömsesidig sakförsäkring  
 3,24%        Fritz Schur A/S  
 2,2%        Stjórnendur FIH  
 0,31%        Eigin hlutir og hópur (fyrirverandi) starfsfólks



## Viðauki 7: Danskar stofnanir og félög

Listi yfir nokkrar danskar stofnanir og félög sem nefnd eru í skýrslunni.

Danmarks Nationalbank	Seðlabanki Danmerkur.
FIH A/S	Þegar FIH Erhvervsbank A/S skilaði starfsleyfi sínu til Finanstilsynet í mars 2016 var nafni hans breytt í FIH A/S.
FIH Erhvervsbank A/S	Viðskiptabanki og móðurfélag FIH-samstæðunnar. Félagið var stofnað í október 1958 sem lánastofnun og hét þá Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk A/S. Síðar fékk félagið leyfi sem viðskiptabanki. Bankinn skilaði starfsleyfi sínu til Finanstilsynet í mars 2016. Samtímis var nafninu breytt í FIH A/S.
FIH Holding A/S	Eignarhaldsfélag í eigu hóps fjárfesta sem keypti FIH af Seðlabanka Íslands í september 2012.
FI-Holding A/S	Eignarhaldsfélag sem upphaflega var í eigu sænska bankans FöreningsSparbanken (Swedbank) og fleiri stofnanafjárfesta. Félagið var gagnert stofnað til að kaupa FIH Erhvervsbank A/S 1999. Kaupþing keypti FI-Holding A/S 2004. Félagið var sameinað FIH Erhvervsbank A/S 2007.
Finansiel Stabilitet A/S	Félag í eigu danska ríkisins sem stofnað var í október 2008 sem hluti af samkomulagi milli ríkisins og danskra banka og sparisjóða við upphaf bankakreppunnar. Félaginu var af hálfu ríkisins falið lykilhlutverk í aðgerðaráætlunun danskra stjórnvalda í bankakreppunni (Bankpakke I – V), þ.á m. að leggja bönkum til eigið fé, veita ábyrgðir, fara með eignarhluti í bönkum sem ríkið yfirtók og koma eignum í verð.
Finanstilsynet	Danska fjármálaeftirlitið.
FS Property Finance A/S	Félag sem FIH stofnaði 2012 og sem yfirtók hluta af fasteignalánum FIH. Félagið var strax selt til Finansiel Stabilitet. Þetta var meginatriðið í aðgerðaráætlun danskra stjórnvalda til að bjarga FIH (Bankpakke V).
Voldgiftsinstituttet	Dönsk gerðardómsstofnun í Kaupmannahöfn. Samkvæmt kaupsamningi FIH Holding við Seðlabanka frá september 2010 um kaupin á FIH Erhvervsbank A/S er heimilt að vísa ágreiningi milli aðila til gerðardóms á vettvangi stofnunarinnar.

## Heimildaskrá

- Bank for International Settlements. (Júní 2009). *79th Annual Report*. Basel: Bank for International Settlements. Sótt af <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf>.
- Bank of England (June 2009). *Financial Stability Report*. London: Bank of England. Sótt af: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2009/june-2009.pdf?la=en&hash=093EA962436560768C9F07249324CEC867506158>.
- Danmarks Statistik. (e.d.). *Prisindeks for ejendomssalg (2006=100) efter ejendomskategori [tafla]*. Sótt af: <https://www.statistikbanken.dk/ejen6>
- Davíð Oddsson (viðmælandi). (2008, 7. október). *Kastljós: Viðtal við Davíð Oddson formann bankastórnar Seðlabanka Íslands* (Viðtal eftir Sigmar Guðmundsson dagskrárgerðarmaður, Þórhallur Gunnarsson ritstj.). [Sjónvarpsviðtal]. Sótt af: <https://www.ruv.is/frett/kastljós-thridjudag-7-oktober>
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2012). *Udviklingspakken – Initiativer til fremme af især små og mellemstore virksomheders finansiering*. Sótt af: <https://em.dk/nyhedsarkiv/2012/marts/udviklingspakken-initiativer-til-fremme-af-isaer-smaa-og-mellemstore-virksomheders-finansiering/>
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2013). *Den Finansielle Krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*. Sótt af: <https://em.dk/media/9193/rapport-fra-udvalget-om-finanskrisens-rsager.pdf>
- FIH Erhvervsbank A/S. (2005). *FIH Regnskabsmeddelelse 2004*. Sótt af: <file:///C:/Users/kol-brunth/Downloads/74695.pdf>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2006). *Årsrapport 2005*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=155966&lang=da>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2007). *Årsrapport 2006*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=172307&lang=da>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2007b). *Fondsbørsmeddelelse 2/2007 - FIH Erhvervsbank og ATP bag nyt finansielt produkt*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=171969&lang=da>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2008). *Financial Report 2007*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=254479&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2008b). *Interim Report first half 2008*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=282940&lang=en>.
- FIH Erhvervsbank A/S . (2009). *Annual Report 2008*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=310629&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2010). *Annual Report 2009*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=383887&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2011). *FIH Annual Report 2010*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=438120&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2012). *FIH Annual Report 2011*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=489838&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2013). *FIH Annual Report 2012*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=540591&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2014). *FIH Annual Report 2013*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=592541&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2015). *FIH Annual Report 2014*. Sótt af: <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=643166&lang=en>
- FIH Erhvervsbank A/S . (2016). *FIH Annual Report 2015*. Sótt af heimasíðu fyrirtækjaskrár Danmerkur: <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=17029312&soeg=fih&type=undefined&language=da>.

- FIH Erhvervsbank A/S . (2017). *FIH Annual Report 2016*. Sótt af heimasíðu fyrirtækjaskrár Danmerkur: <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhetstype=virksomhed&id=17029312&soeg=fih&type=undefined&language=da>.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The financial crisis inquiry report: The final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States including dissenting views*. Cosimo, Inc. Sótt af: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.
- Finansiel Stabilitet. (2015). *Årsrapport 2014*. Sótt af: <https://www.fs.dk/nyheder/årsrapporter>
- Finansiel Stabilitet. (2014). *Årsrapport 2013*. Sótt af: <https://www.fs.dk/nyheder/årsrapporter>
- Finansiel Stabilitet. (2013). *Årsrapport 2012*. Sótt af: <https://www.fs.dk/nyheder/årsrapporter>
- Finansiel Stabilitet. (2012). *Årsrapport 2011*. Sótt af: <https://www.fs.dk/nyheder/årsrapporter>
- Finanstilsynet. (2007). *Markedsudviklingen i 2006 for pengeinstitutter*. Sótt af: [https://www.finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/pressemeddelelser/2007/Markedsudvikling\\_2006\\_bank.pdf](https://www.finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/pressemeddelelser/2007/Markedsudvikling_2006_bank.pdf)
- Finanstilsynet. (2018). *Nøgletal – Pengeinstitutter 2000-2017* [tafla]. Sótt af: <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Noegletal>
- Fjármálaeftirlitið. (2003). Töflur: *Efnahags- og rekstrarreikninga banka, sparisjóða og lánaþyrirtækja fyrir árið 2003*. Sótt af: <https://www.fme.is/utgefing-efni/tolulegar-upplýsingar/>
- Francesco Guerrera og Robin Harding (Desember 2010). Crisis-hit banks flooded Fed with junk. *Financial Times*. Sótt af: <https://www.ft.com/content/fe8a477a-fe52-11df-abac-00144feab49a>.
- Héraðsdómur Reykjavíkur 26. janúar 2016 í máli nr. S-408/2014. Sótt af: <https://www.heradsdomstolar.is/default.aspx?pageid=347c3bb1-8926-11e5-80c6-005056bc6a40&id=43878d36-cb4b-48ff-9d90-20bde95e2b24>
- IMF. (2012). *Denmark: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*. Sótt af: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1322.pdf>
- Ingimundur Friðriksson. (2009). Hrun íslensku bankanna og samskipti við stjórnvöld í öðrum ríkjum, Fylgiskjal 3 við 6. kafla í viðauka 11: Skriflegar athugasemdir samkvæmt 13. gr. laga nr. 142/2008. Í Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritstj.). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (Viðaukar 5-12, aðeins birt á vef). Sótt af <https://www.rna.is/media/skjol/RNAvefVidauki11-6IF.pdf>
- Kailay, S.S. (2010, 15. janúar). Danmark undslap íslensk katastrofe. *Berlingske Business*. Sótt af: <https://www.business.dk/finans/danmark-undslap-islensk-katastrofe>
- King, Mervyn. (2016). *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. New York og London: W.W. Norton and Company.
- Lög nr. 125/2008 um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármála-markaði o.fl.
- Larsen, B.G. (14. júní 2012). FIH-tab har udslettet Íslensk bonus (Viðtal eftir Christian Sehested). *FinansWatch*. Sótt af: <https://finanswatch.dk/secure/Finansnyt/article4722748.ece>
- Lindsor var stjórnad af stjórnendum Kaupþings. (2011, 24. maí). *Viðskiptablaðið*. Sótt af: <http://www.vb.is/frettir/lindsor-var-stjornad-af-stjornendum-kaupthings/62474/>
- Már Guðmundsson. (2011). The Implications of Cross-Border Banking and Foreign-Currency Swap Lines for the International Monetary System. Í Blanchard, O., Romer, D., Spence, A., & Stiglitz, J. (ritstj.), *In the wake of the crisis: Leading economists reassess economic policy (191-198)*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Moody's Investors Service, Inc. (2005, 28. desember). *FIH Erhvervsbank A/S* [Moody's Investors Service Analysis]. Sótt af gagnagrunni Moody's Investors Service.
- Moody's Investors Service, Inc. (2006, 18. september). *FIH Erhvervsbank A/S* [Moody's Investors Service Analysis]. Sótt af gagnagrunni Moody's Investors Service.

- Moody's Investors Service, Inc. (2008, 9. október). *Moody's downgrades FIH (Denmark), on review for possible downgrade* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Denmark-on-review-for-possible-downgrade--PR\\_164654](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Denmark-on-review-for-possible-downgrade--PR_164654)
- Moody's Investors Service, Inc. (2009, 25. mars). *Moody's downgrades FIH (Denmark) to Baa3/P-3/D+ from A2/P-1/C* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Denmark-to-Baa3P-3D-from-A2P-1C--PR\\_175010](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Denmark-to-Baa3P-3D-from-A2P-1C--PR_175010)
- Moody's Investors Service, Inc. (2010a, 2. júní). *Moody's places Amagerbanken and FIH on review for possible downgrade (Denmark)* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-places-Amagerbanken-and-FIH-on-review-for-possible-downgrade--PR\\_200331](https://www.moody.com/research/Moodys-places-Amagerbanken-and-FIH-on-review-for-possible-downgrade--PR_200331)
- Moody's Investors Service, Inc. (2010b, 28. sept.). *Moody's upgrades FIH Erhvervsbank's BFSR to D; Baa3 rating remains on review for downgrade (Denmark)* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-upgrades-FIH-Erhvervsbanks-BFSR-to-D-Baa3-rating-remains--PR\\_206227](https://www.moody.com/research/Moodys-upgrades-FIH-Erhvervsbanks-BFSR-to-D-Baa3-rating-remains--PR_206227)
- Moody's Investors Service, Inc. (2011a, 14. jan.). *Moody's maintains FIH Erhvervsbank's Baa3/P-3 ratings on review for possible downgrade (Denmark)* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-maintains-FIH-Erhvervsbanks-Baa3P-3-ratings-on-review-for--PR\\_212607](https://www.moody.com/research/Moodys-maintains-FIH-Erhvervsbanks-Baa3P-3-ratings-on-review-for--PR_212607)
- Moody's Investors Service, Inc. (2011b, 16. feb.). *Moody's downgrades five Danish banks' senior ratings following reduction of systemic support* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-five-Danish-banks-senior-ratings-following-reduction-of--PR\\_214083](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-five-Danish-banks-senior-ratings-following-reduction-of--PR_214083)
- Moody's Investors Service, Inc. (2011c, 13. júní). *Moody's downgrades FIH Erhvervsbank to Ba2/D-; outlook negative (Denmark)* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Erhvervsbank-to-Ba2D-outlook-negative-Denmark--PR\\_220752](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Erhvervsbank-to-Ba2D-outlook-negative-Denmark--PR_220752)
- Moody's Investors Service, Inc. (2011d, 8. ág.). *Moody's places FIH Erhvervsbank's Ba2/D- ratings on review for downgrade (Denmark)* [Moody's Investors Service Announcement]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-places-FIH-Erhvervsbanks-Ba2D-ratings-on-review-for-downgrade--PR\\_224175](https://www.moody.com/research/Moodys-places-FIH-Erhvervsbanks-Ba2D-ratings-on-review-for-downgrade--PR_224175)
- Moody's Investors Service, Inc. (2011e, 7. okt.). *Moody's downgrades FIH Erhvervsbank to B1/E+; outlook negative (Denmark)* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Erhvervsbank-to-B1E-outlook-negative-Denmark--PR\\_227623](https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-FIH-Erhvervsbank-to-B1E-outlook-negative-Denmark--PR_227623)
- Moody's Investors Service, Inc. (2013, 5. júlí). *Moody's affirms FIH's ratings at B1; outlook negative* [Moody's Investors Service Rating Action]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-FIHs-ratings-at-B1-outlook-negative--PR\\_276965](https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-FIHs-ratings-at-B1-outlook-negative--PR_276965)
- Moody's Investors Service, Inc. (2013b, 18. júlí). *Denmark's banking system outlook remains negative* [Moody's Investors Service Announcement]. Sótt af: [https://www.moody.com/research/Moodys-Denmarks-banking-system-outlook-remains-negative--PR\\_277955](https://www.moody.com/research/Moodys-Denmarks-banking-system-outlook-remains-negative--PR_277955)
- Nasdaq OMX. (e.d.). *OMXC20*. Sótt af: [http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical\\_prices?Instrument=DK0016268840](http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=DK0016268840)
- Nielsen, H.B. (29. ágúst 2014). *FIH har sluttet fred med Island*. *FinansWatch*. Sótt af: <https://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/article6981384.ece>
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritstj.) (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (1. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis. Sótt af <https://www.rna.is/media/skjol/RNABindi1.pdf>

- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritstj.) (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (7. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis. Sótt af <https://www.rna.is/media/skjol/RNABindi7.pdf>
- Ridley, M. (6. október 2018). Bankarnir urðu að fá að falla (Viðtal eftir Stefán E. Stefánsson). *Morgunblaðið*, 106(235), bls. 22.
- Seðlabanki Íslands. (2008). *Athugasemd vegna ummæla Björgólfs Thors Björgólfssonar um beiðni Landsbanka Íslands um fyrirgreiðslu Seðlabanka Íslands*. Sótt af: <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2008/10/27/Athugasemd-vid-ummaeli-Bjorgulfs-Thors/>
- Seðlabanki Íslands (2009). *Fjármálastöðugleiki*. Reykjavík: Seðlabanki Íslands. Sótt af: <https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Fj%C3%A1rm%C3%A1last%C3%B6%C3%B0ugleiki/2009/FS09.pdf>.
- Stefán E. Stefánsson. (18. nóvember 2017). Ræddu örlög bankakerfisins. *Morgunblaðið*, 105(272), bls. 24.
- Svaneborg, T.G. (2016). *Kunsten at tømme en bank – og slippe godt fra det*. København: People'sPress.