



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

# FJÁRMÁL

## Vefrit Fjármálaeftirlitsins

### Efni:

#### **Skráðar skuldabréfaútgáfur fagjáfrestasjóða**

Hörður Tulinius, sérfræðingur á vettvangs- og verðbréfaeftirlitssviði

#### **Sjálfstæði eftirlitsstofnana**

Margrét Sigurðardóttir, lögfræðingur á sviði yfirlögfræðings

**Bókardómur:** The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about it

# SKRÁÐAR SKULDABRÉFAÚTGÁFUR FAGFJÁRFESTASJÓÐA



Hörður Tulinius,  
sérfræðingur á vettvangs- og  
verðbréfaeftirlitssviði

Í kjölfar falls bankakerfisins árið 2008 voru sett á fjármagnshöft á Íslandi sem enn eru við lýði. Þótt tilgangur þeirra sé að varðveita stöðugleika á innlendum fjármagnsmarkaði hafa þau orðið þess valdandi að íslenskir fagfjárfestar<sup>1</sup> eiga mun erfiðara með að ávaxta fjármuni sína. Lífeyrissjóðir eru fagfjárfestar og þar að auki bundnir af heimildum í lögum sem segja til um hve miklu af eignum sínum þeir mega ráðstafa til kaupa á ákveðnum tegundum fjármálagerninga, sbr. 36. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (hér eftir „lífeyrissjóðalögin“). Fjárfestingakostir eru af skornum skammti nú þegar höftin hamla fjárfestingu erlendis og því reynir á hugmyndaflug fjárfesta við að leita leiða til að ná þeirri ávöxtun sem lífeyrissjóðir þurfa til að geta veitt lágmarkstryggingarvernd.

Fagfjárfestasjóðir (samkvæmt lögum nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestasjóði, hér eftir „verðbréfasjóðalögin“) hafa hingað til verið nýttir til þess að bjóða lífeyrissjóðum að taka þátt, ásamt öðrum fagfjárfestum, í fjárfestingu í fjármálagerningum sem þeir hefðu annars fullfjárfest í m.v. heimildir þeirra samkvæmt lífeyrissjóðalögunum. Lífeyrissjóðum er ekki heimilt að binda meira en 10% af eignum sínum í hlutdeildarskirteinum fagfjárfestasjóða, sbr. 4. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna. Séu fagfjárfestasjóðirnir hins vegar reknir í félagiformi er lífeyrissjóðum heimilt að flokka fjárfestingar í þeim sem hlutabréf fyrirtækja. Því gildir

fyrirnefnd 10% takmörkun 4. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna ekki um slíkar fjárfestingar heldur eru lífeyrissjóðirnir bundnir af 20%<sup>2</sup> takmörkun laganna varðandi fjárfestingar í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegan verðbréfamarkað. Gefi fagfjárfestasjóðirnir út skuldabréf sem tekin verða til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði mega lífeyrissjóðir ráðstafa allt að 50% eigna sinna til fjárfestingar í skuldabréfum þeirra sbr. 9. tl. 1. mgr. 36. gr. laganna, en þó ekki meira en 5% frá hverjum útgefanda.

Skráðar skuldabréfaútgáfur fagfjárfestasjóða hafa aukist umtalsvert á undanförunum árum. Í greininni verður fjallað um fyrrgreindar skuldabréfaútgáfur sem eru liður í því sem oft er nefnt „skuggabankastarfsemi“ og áhrif þeirra á verðbréfamarkaðinn

## Skuggabankastarfsemi

Rekstur viðskiptabanka er leyfis skyld starfsemi, sbr. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálaafyrirtæki, og ströng skilyrði og eftirlit Fjármálaeftirlitsins fylgja því starfsleyfi. Heimildir viðskiptabanka ná meðal annars bæði yfir móttöku innlána og veitingu útlána sem eru lykilmættir í miðlun fjármagns. Skuggabankastarfsemi er í sinni einföldustu mynd samheiti yfir annars konar miðlun fjármagns sem fram fer utan hins leyfis skylda viðskiptabankakerfis. Þegar fagfjárfestasjóðir selja fagfjárfestum skuldabréf líkt og nefnt er hér að framan

er það nánast undantekningarlaust til að miðla fjármuninum áfram eða til að fjármagna kaup á eignum sem í eðli sínu getur talist útlánastarfsemi.

Skuggabankastarfsemi hefur vaxið umtalsvert á heimsvísu á síðustu árum en samkvæmt könnun Fjármálastöðugleikaráðsins (e. The Financial Stability Board) voru eignir „annarra fjármagnsmiðlara“ (e. other financial intermediaries) um 25% af öllum fjáreignum heimsúrtaks könnunarinnar eða sem samsvarar um helmingi allra eigna bankakerfanna og 117% af samanlagðri vergrí landsframléiðslu úrtaksins. Miðlun fjármagns í gegnum skuggabankakerfi var 71 billjón (71 þúsund milljarðar) bandaríkjadala árið 2012 samkvæmt könnuninni<sup>3</sup>.

Tekið skal fram að skuggabankastarfsemi, burtséð frá gildishlöðnu og neikvæðu heiti hennar, getur verið eðlilegur hluti af skilvirkum fjármálamarkaði. Miðað við breiðustu skilgreiningu geta t.d. skráð skuldabréf fyrirtækja í rekstri fallið undir skuggabankastarfsemi.

## Rekstrarform fagfjárfestasjóðanna

Fagfjárfestasjóður er skilgreindur í verðbréfasjóðalögunum sem „sjóður um sameiginlega fjárfestingu sem eingöngu stendur fagfjárfestum til boða“. Fagfjárfestasjóður getur verið stofnaður sem sjóður eða deild innan fjármálaafyrirtækis sbr. 60. gr. laganna. Í þeim tilvikum er fyrirkomulag skuldabréfaútgáfunnar í sinni einföldustu

1 Með fagfjárfestum er átt við viðskiptavini fjármálaafyrirtækis sem búa yfir reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu til að taka sjálfir ákvarðanir um fjárfestingar og meta áhættuna sem þeim fylgir, samkvæmt 9. tl. 1. mgr. 1. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfaútskipti. Nánari skilgreiningu á hugtakinu er að finna í sömu grein.

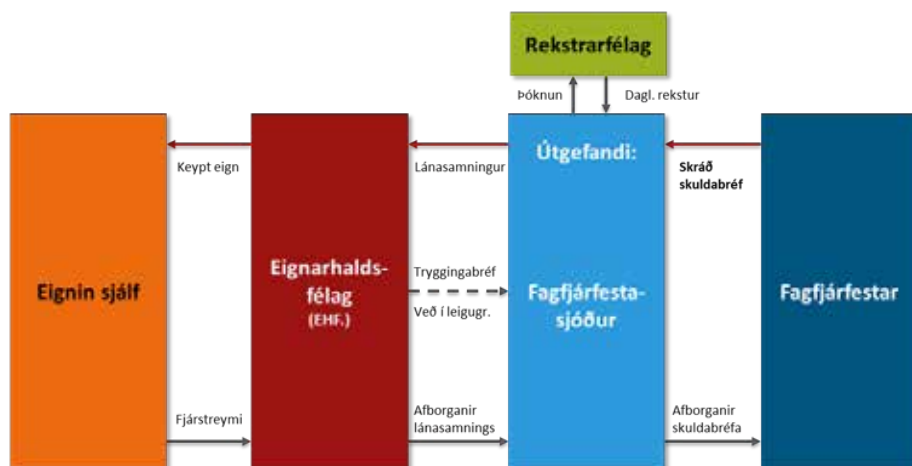
2 Heimildin er 15% í lífeyrissjóðalögunum en var hækkuð tímabundið í 20% samkvæmt bráðabirgðaákvæði VII í sömu lögum.

3 Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, 14. nóvember 2013, bls 4 – Financial Stability Board [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf)

mynd oftast þannig að stofnað er einkahlutafélag (ehf.) sem kaupir þá eign sem þarf að fjármagna og fær til þess lán frá fagfjárfestasjóði sem settur hefur verið á fót og rekinn af rekstrarfélagi sem hefur til þess starfsleyfi frá Fjármálaeftirlitinu. Hlutdeildarskírteini sjóðsins eru ýmist í eigu fjárfestanna sjálfra eða rekstrarfélagsins. Lánasamningur sjóðsins við félagið er tryggður með veði í eigninni sjálfri, leigusamningum (ef um fasteign er að ræða) og bankainnistæðum félagsins. Fagfjárfestasjóður gefur út skuldabréf með veði í öllum eignum sjóðsins (lánasamningar, verðbréf og reiðufé), sem tekin eru til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði og seld fagfjárfestum. Gegnumstreymisfyrirkomulag er á sjóðnum sem felur í sér að greiðslur af lánasamningi fagfjárfestasjóðsins við einkahlutafélagið streyma beint til skuldabréfaeigenda með afborgunum af bréfunum. Mismuninum á vaxtagreiðslum lánasamnings og skuldabréfanna er ætlað að greiða þóknunir og er hagnaði sjóðsins síðan dreift á skirteinishafa að loknum starfstíma sjóðsins.

Verði greiðslufall í keðjunni verða fagfjárfestarnir að gjaldfella skuldabréfin og mun þá fagfjárfestasjóðurinn leysa til sín eignina og selja til að greiða upp kröfurnar. Ekki er tryggt að fullt verð fái fyrir eignirnar og mögulegt er að kröfurnar verðir ekki greiddar upp að fullu.

Fagfjárfestasjóði má einnig stofna sem hlutafélag eða í öðru félagiformi, sbr. 61. gr. verðbréfasjóðalaganna og eru þeir þá oftast stofnaðir sem eignarhaldsfélög<sup>4</sup> með rekstrarform samlagshlutafélags (slhf). Samlagshlutafélag er samkvæmt XX. kafla laga



Mynd 1 Fagfjárfestasjóður sem sjóður eða deild innan fjármálafyrirtækis

nr. 2/1995 um hlutfélög „sú tegund samlagsfélaga þar sem einn eða fleiri félagsmenn (ábyrgðaraðilar) bera beina og ótakmarkaða ábyrgð á skuldbindingum félagsins en aðrir félagsmenn (hluthafar), einn eða fleiri, bera takmarkaða ábyrgð á grundvelli framlaga sem mynda hlutafé í félaginu.“

Oftar en ekki eru fagfjárfestar hluthafar í félaginu sjálfu og jafnvel líka hluthafar í ábyrgðaraðilanum. Þeir skuldbinda sig til fjármögnunar á þeim verkefnum sem sjóðurinn tekur sér fyrir hendur í réttu hlutfalli við eign sína í félaginu. Sú fjármögnun er í formi kaupa á skráðum skuldabréfum sem félagið gefur út. Fagfjárfestar eru samkvæmt þessu fyrirkomulagi að kaupa skuldabréf útgefin af félögum sem þeir eiga sjálfir. Samlagshlutafélagið á eignina sjálft sem auðveldar fagfjárfestum að leysa hana til sín ef greiðslufall verður á skuldabréfunum. Samlagshlutafélagiformið er notað vegna bráðabirgðaákvæðis um undanþágu frá ákvæðum 5. mgr. 36. gr. lífeyrissjóðalaganna, sem heimilur eign lífeyrissjóða á allt að 20% útgefna

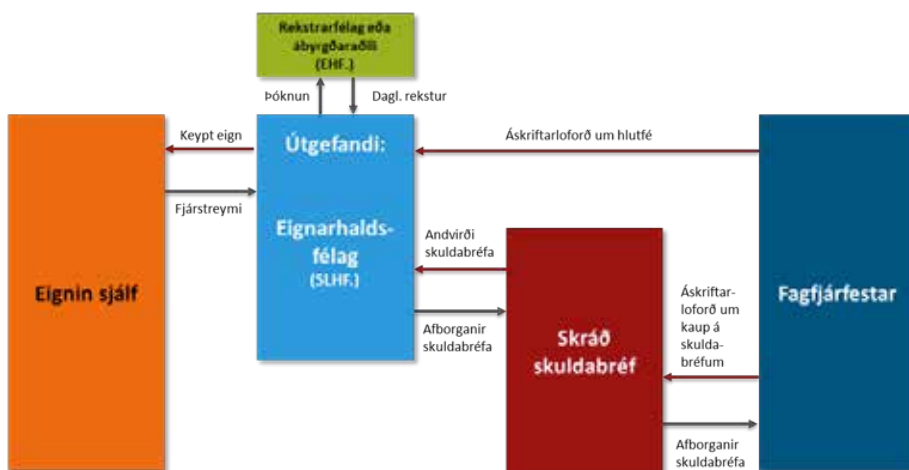
hluta í samlagshlutafélögum, eins og áður hefur komið fram. Lífeyrissjóðum er almennt heimilt að eiga allt að 15% af hlutafé í hverju fyrirtæki eða hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu samkvæmt fyrrnefndum ákvæðum. Sú undanþága er í gildi til 31. desember 2014, en eftir það eru nýjar fjárfestingar umfram 15% í hverjum sjóði óheimilur þó sjóðnum sé ekki skylt að selja sig niður fyrir þessi mörk aftur.

### Undirliggjandi eignir

Tilgangur umræddra skuldabréfa-útgáfna, fyrir utan að auka framboð fjárfestingakosta fyrir fagfjárfesta, er að fjármagna kaup á eignum eða endurfjármagna eignir.

Mest hefur farið fyrir því að fasteignir séu á bak við umrædd skuldabréf. Stórar, dýrar og oft sérhæfðar fasteignir og atvinnuhúsnæði, eða jafnvel söfn fasteigna hafa verið fjármögnuð með framangreindu fyrirkomulagi. Eigendur fasteignanna leigja þær út og leigutekjurnar fara beint í afborganir af skuldabréfunum. Áður en skuldabréfin

4 Á ensku eru félög af þessu tagi oftast kölluð „special purpose vehicle“ eða SPV, sem stofnað er með þann eina tilgang að eiga eina ákveðna eign.



Mynd 2 Fagfjárfestasjóður í félagaformi

eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði er ítarlegt verðmat á fasteigninni birt ásamt lýsingu<sup>5</sup> útgefanda. Í verðmatinu er fasteignin verðmetin sem fjárfestingareign í samræmi við alþjóðlega reiknings-skilastaðla.

Kaup á einstökum verðbréfum eru einnig fjármögnuð með þessum hætti. Oftast er um að ræða verðbréf sem ekki eru í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði. Greiðslufæði undirliggjandi eigna er nýtt til greiðslu afborgana skuldabréfanna. Ekki er gerð krafa samkvæmt lögum og reglugerðum um að verðmat sé birt, líkt og í tilfelli fasteigna. Algengast er að fagfjárfestasjóðir samkvæmt 60. gr. verðbréfasjóðalaganna séu stofnaðir utan um slíkar fjárfestingar. Við töku skuldabréfa fagfjárfestasjóðsins til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði verður til skráður fjármálagerningur sem er að öllu leyti háður tekjuflæði

frá öðrum fjármálagerningi sem er mögulega ekki tækur til skráningar á markað.

Dæmi eru um að undirliggjandi eignir séu verðbréf í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði auk afleiðu<sup>6</sup>. Í þeim tilfellum er verðbréfunum, sem oftast eru sértryggð skuldabréf lánastofnanna, ætlað að tryggja endurgreiðslu höfuðstóls í hlutfalli við vægi þeirra í eignasafninu. Ávöxtun er hins vegar háð afleiðunni. Oftast er afleiðan kaupréttur á körfu sem samanstendur af gengi ýmissa vísitalna verðbréfamarkaða um allan heim, og er því í erlendri mynt. Tilgangurinn er að bjóða fagfjárfestum upp á leið til að ráðstafa endurfjárfestanlegum gjaldeyri sínum, samkvæmt 13. gr. e. laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál, og þá í hlutfalli við vægi afleiðunnar í eignasafninu.

### Eignavarin skuldabréf

Margar af umræddum skuldabréfa-

útgáfum eru skilgreindar sem „eignavarin skuldabréf“. Við yfirferð Fjármálaeftirlitsins á lýsingum skuldabréfa fyrir töku þeirra til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hefur borið á misskilningi um hvað teljist vera eignavarin útgáfa og hvað ekki. Samkvæmt reglum nr. 808/2008 um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands eru „eignavarin verðbréf“ (e. asset backed securities) verðbréf sem tryggð eru með fjárstreymi af undirliggjandi eignum. Þá er hugtakið skilgreint í 5. tl. 2. gr. reglugerðar nr. 809/2004/EB sem verðbréf sem a) standa fyrir eignahagsmuni, þ.m.t. öll réttindi sem ætlað er að tryggja þjónustu eða að handhafar þessara eigna móttaki fjárhæðir sem greiða skal samkvæmt þessum réttindum eða móttaki þær tímanlega, eða b) eru tryggð með eignum og í skilmálum þeirra er kveðið á um greiðslur sem tengjast greiðslum eða sanngjarna greiðsluáætlun sem er reiknuð út með tilvísun í skilgreindar eða skilgreinanlegar eignir.

Eignavarin skuldabréf eru því m.v. ofangreint skuldabréf sem tryggð eru með fjárstreymi af skilgreindri eða skilgreinanlegri undirliggjandi eign. Því verður útgefandi að tilgreina þessa afmörkuðu eign sem ætlað er að standa straum af greiðslum útgefina skuldabréfa í útgáfulýsingunni vegna skráningar í kerfi Verðbréfaskráningar Íslands<sup>7</sup>. Verði sú eign seld á líftíma bréfsins skal útgefandi greiða upp skuldabréfin, eða setja sambærilega eign í staðinn fyrir þá sem seld er.

<sup>5</sup> Samkvæmt 44. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti er það skilyrði fyrir almennu útbóði verðbréfa eða töku þeirra til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, að birt sé lýsing á verðbréfunum og útgefanda þeirra. Lýsingin er staðfest af Fjármálaeftirlitinu og birt opinberlega á evrópska efnahagssvæðinu. Lýsing inniheldur allar nauðsynlegar upplýsingar fyrir fjárfesta sem ihuga kaup á verðbréfum.

<sup>6</sup> Gylfi Magnússon, dósent í hagfræði við Háskóla Íslands skilgreinir „afleiður“ sem mjög víðan flokk verðbréfa „sem hafa öll hafa það sameiginlegt að greiðsluskylda útgefanda og þar með verðmæti afleiðanna fer eftir verðþróun annarrar eignar (hugsanlega margra). Nafnið visar því til þess að verðmæti afleiðanna leiðir af verðþróun annarra eigna. Þær eignir sem afleiðurnar eru leiddar af eru kallaðar undirliggjandi eignir.“

Hvað eru afleiður og þá afleiðustöður og notkun þeirra í fyrirtækja rekstri? Visindavefurinn.

Vefslóð: <http://www.visindavefur.is/svar.php?id=4126>. [Sótt 30. júní 2014]

<sup>7</sup> Þegar skuldabréf er gefið út rafrænt birtast allir skilmálar þess í útgáfulýsingu vegna skráningar í kerfi Verðbréfaskráningar Íslands sem myndu annars birtast í skuldabréfinu sjálfu, væri það á pappírsmóti.

**Tafla 1** Skráðar skuldabréfaútgáfur fagfjárfestasjóða frá 2012 eftir rekstrarformi og undirliggjandi eign

Rekstrarform (m.kr.)	Fjöldi	Nafnverð	Heimild	Ónýtt	Undirliggjandi eign (m.kr.)	Fjöldi	Nafnverð	Heimild	Ónýtt
Sjóður/deild í fft.	10	7.856	17.000	9.144	Fasteignir	10	32.706	41.850	9.144
Í félagiformi	3	30.193	35.850	5.657	Verðbréf	1	4.000	4.000	0
<b>Samtals</b>	<b>13</b>	<b>38.049</b>	<b>52.850</b>	<b>14.801</b>	Verðbréf ásamt afleiðu	2	1.343	7.000	5.657
					<b>Samtals</b>	<b>13</b>	<b>38.049</b>	<b>52.850</b>	<b>14.801</b>

### Áhrif á fjármálamarkaði

Frá árinu 2012 hafa 13 skuldabréfaútgáfur, líkt og þær sem lýst hefur verið hér að framan, verið teknar til viðskipta á Aðalmarkaði NASDAQ OMX Iceland hf. Samanlagt nafnverð þessara útgáfna er rétt rúmlega 38 milljarðar króna. Þessir skuldabréfaflokkar hafa hins vegar heimild stjórnar útgefanda til útgáfu tæplega 53 milljarða og er því ónýtt heimild upp á tæplega 15 milljarða. Af þessum þrettán skuldabréfaútgáfum eru tíu útgefnar af fagfjárfestasjóðum stofnuðum samkvæmt 60. gr. verðbréfasjóðalaganna (hlutdeildarskírteinasjóðum) og þrjár af sjóðum reknum í félagiformi samkvæmt 61. gr. sömu laga. Útgáfur þeirra fyrrnefndu eru tæplega 8 milljarðar á móti rúmlega 30 milljörðum frá þeim síðarnefndu. Langstærstur hluti skuldabréfaútgáfnanna er með fasteign eða safn fasteigna sem undirliggjandi eign eða tæplega 33 milljarðar króna sem er um 86% af heildinni.

Árið 2012 voru fjórar útgáfur fagfjárfestasjóða teknar til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði samtals að nafnvirði 8,3 milljarðar. Árið 2013 voru það níu útgáfur að nafnvirði 29,7 milljarðar. Útlit er fyrir að árið 2014 verði svipað árinu 2013. Til viðbótar útgefnum skuldabréfum sjóða reknum í félagiformi sem nefnd eru hér að framan, hafa lífeyrissjóðir og aðrir fagfjárfestar

skuldbundið sig til að leggja fram 12 milljarða króna í hlutafé til sjóðanna. Til samanburðar má nefna að áætluð árleg fjárfestingarþörf lífeyrissjóðanna er um 100 milljarðar króna. Flestar umræddar skuldabréfaútgáfur bera 4-5% fasta verðtryggða vexti og líftími þeirra er um 8-30 ár. Það skilar lífeyrissjóðunum u.þ.b. einu prósentustigi umfram 3,5% viðmið raunávöxtunar þeirra, en engin af útgáfunum fer undir þau mörk.

Þörf er á fjárfestingakostum fyrir lífeyrissjóði til að ráðstafa þeim fjármunum sem þeir hafa yfir að ráða á sem skilvirkastan hátt. Vandamálið við þetta fyrirkomulag er hins vegar tvíþætt út frá markaðs- og áhættusjónarmiðum.

Fyrri vandamálið tengist því að umrædd starfsemi tekur viðskipti frá hefðbundinni, eftirlitsskyldri útlána-starfsemi. Bankar með almennan rekstur geta ekki keppt í vaxtakjörum við slíka sjóði sem hafa nánast enga yfirbyggingu og þurfa ekki að standast þær ströngu kröfur sem eftirlitsaðilar gera til viðskiptabanka. Hætt er við að verðmætustu eignirnar með bestu tryggingarnar færast úr lánasöfnum bankanna til fagfjárfestasjóða.

Seðlabanki Íslands hóf árið 2013 að taka saman gögn um ný útlán viðskiptabankanna og sparissjóðanna og sundurliða þau eftir starfsgreinum.

Þegar þessi gögn eru könnuð með hliðsjón af upp- og umframgreiðslum af öðrum lánnum sést að árið 2013 dragast ný útlán til fasteignafélaga saman um rúmlega 1,2 milljarða króna. Breytingin frá janúar til apríl 2014 er þó jákvæð um 3 milljarða króna. Þessar tölur eru hins vegar án hreinna nýrra útlána til eignarhaldsfélaga vegna fasteignaverkefna.

Fjármálaeftirlitið sendi viðskiptabönkunum fyrirspurn í maí 2014 um hrein ný útlán þeirra til fasteignafélaga og eignarhaldsfélaga vegna fasteignaverkefna á árunum 2012 og 2013. Í svörum bankanna kom fram að slík útlán voru rétt undir 30 milljörðum árið 2012 og um 48 milljarðar 2013.

Árið 2012 voru skuldabréfaútgáfur fagfjárfestasjóða, með fasteign eða safn fasteigna sem undirliggjandi eign, að andvirði 4,3 milljarða teknar til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Árið 2013 voru slíkar skuldabréfaútgáfur að andvirði 28,4 milljarða teknar til viðskipta. Þegar þetta er ritað, í byrjun júní 2014, eru 19,4 milljarðar í skráningarferli.

Framangreindar tölur um útgáfur fagfjárfestasjóða, með fasteign eða safn fasteigna sem undirliggjandi eign, samsvöruðu 14,5% af hreinum nýjum útlánnum viðskiptabankanna til

fasteignafélaga eða eignarhaldsfélaga vegna fasteignaverkefna árið 2012. Árið 2013 var hlutfallið 59,1%.

Síðara vandamálið stafar af því að almennum fjárfestum er ekki ætlað að fjárfesta í fagfjárfestasjóðum. Fjármálagerningar sem teknir hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði mega ekki vera bundnir söluhömlum af neinu tagi og skal frjálst framsal þeirra vera tryggt að öllu leyti. Í tilfalli skuldabréfa útgefina af fagfjárfestasjóðum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði, verður til fjármálagerningur gefinn út af útgefanda sem almennir fjárfestar geta ekki fjárfest

í, en geta aftur á móti hæglega keypt skuldabréfaútgáfur sama útgefanda. Einingastærð skuldabréfanna er ekki hindrun þar sem lágmarksstærð nafnverðseininga margra af umræddum útgáfum er 1 kr. Nafnverðseiningar skuldabréfa sem almennt eru ætluð fagfjárfestum eru oft á milli 10 og 20 milljónir króna.

Hvað varðar þá áhættu (e. exposure) lífeyrissjóðanna sem stafar af fjárfestingu í þessum útgáfum, er hún á útgefandann en ekki sjálfa eignina sem ætlað er að tryggja greiðslur af skuldabréfunum. Upplýsingagjöf er einnig frá útgefanda en sjaldnast frá endanlegum skuldara þar sem eignarhald getur verið lagskipt.

Ekki er útilokað að þróunin geti verið í átt til verðbréfunar<sup>8</sup> áhættusamari eignaflokka, eins og bíla- og tækjalána.

Hafa ber í huga að þótt taka fjármálagerninga til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði sé háð skilyrðum, eins og aukinni upplýsingaskyldu o.s.frv., er hún ekki heilbrigðisvottorð fyrir viðkomandi fjármálagerning. Sagan hefur sýnt að svo er ekki. Mikilvægt er að heimildir lífeyrissjóða verði endurskoðaðar, í það minnsta tímabundið, þannig að fjárfestingar þeirra séu á yfirborðinu en ekki settar í annan búning til að þær uppfylli formkröfur laga og reglna óháð eðlilegum áhættumörkum.





# SJÁLFSTÆÐI EFTIRLITSSTOFNANA



Margrét Sigurðardóttir,  
lögfræðingur á sviði  
yfirlögfræðings

## Almennt

Sjálfstæði eftirlitsstofnana með fjármálamörkuðum er talin ein af grundvallarforsendum þess að slíkar stofnanir geti gegnt hlutverki sínu. Umræða um sjálfstæði eftirlitsstofnana hefur aukið skilning á eðli og inntaki þess, m.a. hjá stjórnámálamönnum, en stuðningur þeirra er nauðsynlegur til að tryggja undirbúning löggjafar sem styður við slíkt sjálfstæði.

Upphaf umræðu um sjálfstæði eftirlitsstofnana með fjármálamörkuðum má einkum rekja til ársins 1996<sup>1</sup>. Sjálfstæði eftirlitsstofnana var ennfremur fyrst sett fram sem grundvallarforsenda árið 1997 í Basel kjarnareglum um árangursríkt eftirlit með bönkum, Core Principles for Effective Banking Supervision, BCP<sup>2</sup>.

Kjarnareglurnar eru gefnar út af Basel-nefnd um bankaeftirlit og eru almennt viðurkenndar sem alþjóðlegar lágmarkskröfur um eftirlit með bönkum, en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (e. International Monetary Fund, IMF) framkvæmir m.a. reglulegar úttektir á framfylgni eftirlitsstofnana, þ.m.t. Fjármálaeftirlitsins, við Basel kjarnareglurnar.

Í endurskoðaðri útgáfu Basel kjarnareglanna frá árinu 2012 er að finna 29 kjarnareglur (e. Core Principle). Kjarnaregla 2 lýtur sérstaklega að sjálfstæði eftirlitsstofnana. Tilurð þeirrar reglu má einkum rekja til þróunar á alþjóðlegu regluverki sem leiddi af frjálsu flæði fjármagns og þeim lærdómi sem fékkst af kerfislægum bankareppum á tíunda áratug síðustu aldar. Áföll á fjármála-

mörkuðum víða um heim og afleiðingar þeirra á síðustu árum, þ.m.t. á Íslandi, hafa auk þess leitt til frekari þróunar á alþjóðlegu regluverki með aukinni áherslu á sjálfstæði eftirlitsstofnana.

Kjarnareglan ber yfirskriftina: *Independence, accountability, resourcing and legal protection for supervisors*, og er efni hennar eftirfarandi: *The supervisor possesses operational independence, transparent processes, sound governance, budgetary processes that do not undermine autonomy and adequate resources, and is accountable for the discharge of its duties and use of its resources. The legal framework for banking supervision includes legal protection for the supervisor.* Þá eru auk þess settar fram nánari kröfur varðandi einstaka þætti kjarnareglunnar í níu meginviðmiðum (e. Essential criteria) sbr. rammagrein hér aftar.

## Fjórar víddir sjálfstæðis

Allnokkuð hefur verið ritað um sjálfstæði eftirlitsstofnana. Í eftirfarandi umfjölun er vikið að þeim fjórum víddum sjálfstæðisins sem einkum hafa verið skilgreindar og inntaki þeirra<sup>3</sup>.

**Sjálfstæði stofnunar (Institutional independence):** Visar til sjálfstæðis eftirlitsstofnunar gagnvart framkvæmdavaldi og löggjafarvaldi. Þrír lykilþættir eru taldir leggja grunninn að sjálfstæði stofnunar:

*Ráðningarskilmálar*, einkum ákvæði um starfslok æðstu stjórnenda. Skýrar reglur um ráðningu og brottvikningu

þurfa að vera til staðar, sem ættu einkum að snerta hæfni og frammistöðu eftirlitsstarfsmanna. Samkvæmt slíkum reglum ættu eftirlitsstarfsmenn að njóta ráðningarfestu sem myndi gera þeim kleift að tjá sig og taka ákvarðanir án ótta við brottvikningu af hálfu stjórnvalda á hverjum tíma.

*Stjórnskipulag stofnunar.* Fjölmennar stjórnir stofnunar stuðla að stöðugleika og samfelli í ákvarðanatöku yfir lengri tíma og eru síður líklegar til að láta stjórnast af viðhorfum eins aðila innan stjórnar.

*Opin stjórnarsýsla og gagnsæi í ákvarðanatöku.* Margar ákvarðanir fela óhjákvæmilega í sér umfjöllun um gögn er varða viðkvæma viðskiptahagsmuni sem væri erfitt að opinbera. Allan vafa þar um ætti að túlka með opna stjórnarsýslu að leiðarljósi og gera þannig almenningi og eftirlitsskyldum aðilum kleift að rýna ákvarðanir eftirlitsstofnunarinnar, sem jafnframt dregur úr líkum á pólitískum afskiptum.

**Sjálfstæði til reglusetningar (Regulatory independence):** Visar til þess að stofnunin hafi nægilegt sjálfstæði til þess að setja varfærnisreglur (e. prudential rules and regulations) fyrir eftirlitsskylda starfsemi. Með varfærnisreglum er átt við almennar reglur um stöðugleika í rekstri og starfsemi, kröfur um lágmarks eigið fé og kröfur um hæfi og hæfni æðstu stjórnenda, sem og sérstakar reglur sem fylgja séreðli fjármálaþjónustu.

<sup>1</sup> Marc Quintyn, Silvia Ramirez, and Michael W. Taylor. The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisors. IMF Working Paper. 2007.

<sup>2</sup> <http://www.bis.org/>

<sup>3</sup> Marc Quintyn, Silvia Ramirez, and Michael W. Taylor. The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisors. IMF Working Paper. 2007.



Sjálfstæði stofnunar til reglusetningar er mikilvægt, m.a. til að tryggja að markaðurinn hlíti alþjóðlegum viðmiðum um bestu framkvæmd, en tímafrekt er að innleiða slíkar reglur í lög og því mikilvægt að stofnun hafi sjálfræði um slíkt. Ef eftirlitsstofnun skortir sjálfstæði á þessu sviði getur það leitt til tafa á því að nýjar reglur verði teknar upp á pólitískum vettvangi eða að málsmeðferð á hinum pólitíska vettvangi dragi úr áhrifamætti reglnanna með upptöku pólitískra sjónarmiða í reglum sem eru að öðru leyti tæknilegar. Hjá þeim ríkjum þar sem stjórnarskrá eða lagahefð girðir fyrir að sjálfstæðar stofnanir hafi reglusetningarvald, ætti að huga að möguleika á að veita undantekningu vegna mikilvægis reglusetningar fyrir fjármálageirann og eftirlits með honum, líkt og gert hefur verið í sumum löndum á vettvangi seðlabanka.

**Sjálfstæði til eftirlits (*Supervisory independence*):** Felst í því að eftirlitsaðili geti beitt mati og úrræðum á sviði leyfisveitinga, vettvangsathugana, við reglubundið eftirlit auk ákvarðana um beitingu viðurlaga.

Sjálfstæði til eftirlits er talinn mikilvægasti þáttur sjálfstæðis eftirlitsstofnana fyrir fjármálastöðugleika en er jafnframt sú vidd sem erfiðast er að tryggja. Til að styrkja sjálfstæði til eftirlits er mikilvægt að vernda með lögum framkvæmd eftirlits. Viðunandi launakjör styrkja einnig sjálfstæði eftirlits þar sem það laðar að reynt og hæfileikaríkt starfsfólk.

**Fjárhagslegt sjálfstæði (*Budgetary independence*):** Vísar til getu eftirlitsstofnunar til að ákvarða umfang fjárhagsáætlunar sinnar, ráðstafa auðlindum (e. resources) og forgangsraða verkefnum innan fjárhagsáætlunar. Sé slíkt fjárhagslegt sjálfstæði fyrir hendi er

eftirlitsstofnun betur í stakk búin til að standast pólitísk afskipti, t.d. þrýsting við fjárlagagerð, til að bregðast hraðar við nýrri þörf á sviði eftirlits og tryggja að launakjör starfsmanna séu samkeppnishæf til að laða að hæft starfsfólk.

Eftirlitsstofnun sem er fjármögnuð af fjárveitingum til þess ráðuneytis sem hefur eftirlit með henni eða er fjármögnuð með almennum fjárlögum (e. general government budget), er opin fyrir pólitískum afskiptum. Ríkisstjórn gæti hótad að skerða fjárframlög, t.d. vegna afskipta eftirlitsstofnunar af pólitískt tengdri fjármálastofnun. Ennfremur gæti niðurskurði verið beitt þegar áföll dýnja yfir bankakerfi, einmitt þegar er þörf á meira eftirliti. Fjármögnun fjármálaeftirlits í formi sérstaks eftirlitsgjalds er talin draga úr hættunni á framangreindu. Á hinn bóginn verður slíkt skattlagning að hafa málefnalegar forsendur, því ella kann að skapast það viðhorf að eftirlitið sé fjárhagslega háð hinum eftirlitskyldu aðilum. Til að varna slíkum tökum markaðarins á eftirlitsstofnun og tryggja sanngirni eftirlitsgjaldsins hefur fjárhæð þess í sumum löndum verið ákvörðuð sameiginlega af eftirlitsstofnuninni og stjórnvöldum. Ef framlög til fjármálaeftirlits eru háð afkomu eftirlitsskyldra aðila er jafnframt hættu á að fjárhagur eftirlitsstofnunar verði rýrari þegar þrengir að í rekstri hjá hinum eftirlitskyldu aðilum. Við slíkar aðstæður virðist besta lausnin felast í því að heimila eftirlitsstofnun að byggja upp varasjóð.

### Innlend löggjöf

Við stofnun Fjármálaeftirlitsins, með setningu laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi og laga nr. 99/1999 um greiðslu kostnaðar við opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, voru umrædd sjónarmið um sjálfstæði eftirlitsstofnana höfð að leiðarljósi.

Í lögum nr. 87/1998 er sjálfstæði Fjármálaeftirlitsins gagnvart stjórnvöldum tryggt með ýmsum hætti. Þannig er í 3. og 4. gr. laganna fjallað um að Fjármálaeftirlitið lúti sérstakri stjórn skipaðri af ráðherra til fjögurra ára. Henni er ætlað að móta áherslur í starfi og fylgjast með rekstri Fjármálaeftirlitsins og taka meiri háttar ákvarðanir, þ.m.t. ákvarðanir um álagningu stjórnvaldssekta. Stjórn Fjármálaeftirlitsins ræður forstjóra ótímabundinni ráðningu skv. 5. gr. laganna. Í því felst m.a. að ráðherra setur forstjóra ekki erindisbréf og getur ekki veitt honum áminningu eða lausn frá störfum skv. lögum um réttindi og skyldur starfsmanna ríkisins, nr. 70/1996. Í upphaflegri útgáfu laga nr. 87/1998 og fram að setningu laga nr. 87/2009 voru starfskjör forstjóra ákveðin af stjórn Fjármálaeftirlitsins, en eru eftir laga-breytinguna ákveðin af kjararáði skv. lögum nr. 47/2006. Þá eiga sérstök hæfisskilyrði og trúnaðarskyldur við um stjórnarmenn, forstjóra og starfsmenn skv. 6. og 13. gr. laga nr. 87/1998, til viðbótar almennum hæfisskilyrðum laga nr. 70/1996. Ennfremur er sjálfstæði Fjármálaeftirlitsins tryggt með 2. mgr. 18. gr. laga nr. 87/1998 á þann veg að ákvörðunum þess verður ekki skotið til ráðherra. Þá birtist gagnsæi í stefnumótun og störfum Fjármálaeftirlitsins m.a. í stefnu stjórnar, ársskýrslu og í svo nefndum gagnsæistilkynningum sem eru aðgengilegar á vef stofnunarinnar, sem og á ársfundi hennar.

Í lögum nr. 99/1999 og almennum athugasemdum við frumvarp til sömu laga er fjárhagslegt sjálfstæði Fjármálaeftirlitsins áréttad. Þar kemur fram að tilgangur laganna sé m.a. sá að auka möguleika Fjármálaeftirlitsins á því að bregðast við miklum sveiflum í efnahag og rekstri einstakra flokka eftirlitsskyldra aðila. Í 1. gr. laganna er til að mynda

áréttaður grundvöllur og markmið eftirlitsgjaldsins og tilgreint að eftirlitsskyldir aðilar skuli standa straum af kostnaði við rekstur Fjármálaeftirlitsins í samræmi við ákvæði laganna. Þar segir að eftirlitsgjald samkvæmt lögunum renni beint til reksturs Fjármálaeftirlitsins og sé innheimt af Fjármálaeftirlitinu. Samkvæmt lögunum standa þeir aðilar sem falla undir eftirlit Fjármálaeftirlitsins straum af kostnaði við rekstur stofnunarinnar með

greiðslu eftirlitsgjalds og er í lögunum byggt á því að mismunur á tekjum og gjöldum síðasta árs endurspeglar í álagningu næsta árs þannig að afgangur komi til lækkunar við álagningu næsta árs og öfugt.

### **Niðurlag**

Hér að framan hefur verið gerð grein fyrir inntaki og mikilvægi sjálfstæðis eftirlitsstofnana með fjármálastarfsemi

og útfærslu þess í íslenskri löggjöf.

Sjálfstæði er grundvallarforsenda í starfsemi eftirlitsstofnana og því brýnt að sjálfstæði þeirra sé vakt að, brugðist sé við hvers konar ógnum sem að sjálfstæðinu steðja og jafnframt tryggt að löggjöf um starfsemi eftirlitsstofnana með fjármálamörkuðum endurspegli viðurkennd alþjóðleg viðmið er varða sjálfstæðið.

## **Níu meginviðmið kjarnareglu 2**

1. *The operational independence, accountability and governance of the supervisor are prescribed in legislation and publicly disclosed. There is no government or industry interference that compromises the operational independence of the supervisor. The supervisor has full discretion to take any supervisory actions or decisions on banks and banking groups under its supervision.*

2. *The process for the appointment and removal of the head(s) of the supervisory authority and members of its governing body is transparent. The head(s) of the supervisory authority is (are) appointed for a minimum term and is removed from office during his/her term only for reasons specified in law or if (s) he is not physically or mentally capable of carrying out the role or has been found guilty of misconduct. The reason(s) for removal is publicly disclosed.*

3. *The supervisor publishes its objectives and is accountable through a transparent framework for the discharge of its duties in relation to those objectives.*

4. *The supervisor has effective internal governance and communication processes that enable supervisory decisions to be taken at a level appropriate to the*

*significance of the issue and timely decisions to be taken in the case of an emergency. The governing body is structured to avoid any real or perceived conflicts of interest.*

5. *The supervisor and its staff have credibility based on their professionalism and integrity. There are rules on how to avoid conflicts of interest and on the appropriate use of information obtained through work, with sanctions in place if these are not followed.*

6. *The supervisor has adequate resources for the conduct of effective supervision and oversight. It is financed in a manner that does not undermine its autonomy or operational independence. This includes:*  
*(a) a budget that provides for staff in sufficient numbers and with skills commensurate with the risk profile and systemic importance of the banks and banking groups supervised;*  
*(b) salary scales that allow it to attract and retain qualified staff;*  
*(c) the ability to commission external experts with the necessary professional skills and independence, and subject to necessary confidentiality restrictions to conduct supervisory tasks;*  
*(d) a budget and programme for the regular training of staff;*  
*(e) a technology budget sufficient to equip its staff with the tools needed to supervise the banking*

*industry and assess individual banks and banking groups; and (f) a travel budget that allows appropriate on-site work, effective cross-border cooperation and participation in domestic and international meetings of significant relevance (eg supervisory colleges).*

7. *As part of their annual resource planning exercise, supervisors regularly take stock of existing skills and projected requirements over the short- and medium-term, taking into account relevant emerging supervisory practices. Supervisors review and implement measures to bridge any gaps in numbers and/or skill-sets identified.*

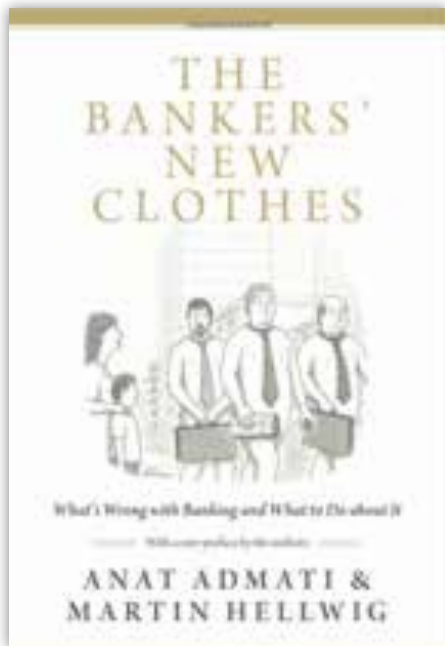
8. *In determining supervisory programmes and allocating resources, supervisors take into account the risk profile and systemic importance of individual banks and banking groups, and the different mitigation approaches available.*

9. *Laws provide protection to the supervisor and its staff against lawsuits for actions taken and/or omissions made while discharging their duties in good faith. The supervisor and its staff are adequately protected against the costs of defending their actions and/or omissions made while discharging their duties in good faith.*

## Bókardómur:

*The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*  
Höfundar: Anat Admati og Martin Hellwig.

# NÝJU FÖTIN BANKAMANNANNA



Á síðasta ári kom út bókin „The Bankers' New Clothes“ eftir Anat Admati og Martin Hellwig. Hún hefur vakið talsverða athygli og fengið fjölda verðlauna og mjög góða dóma meðal gagnrýnenda, þ.m.t. seðlabankastjóra og nóbelsverðlaunahafa í hagfræði. Bókin fjallar að mestu um eiginfjárkröfur sem gerðar eru til banka. Í upphafi hennar er bent á sérstöðu síðustu kreppu. Tap banka vegna bandarískra undirmálslána, sem komu kreppunni af stað, nam einum tíunda af þeirri fjárhæð sem bandarísk hlutabréf lækkuðu um þegar „dot-com“ bólan sprakk um síðustu aldamót. Þrátt fyrir það urðu afleiðingar þess að „dot-com“ bólan sprakk mun minni en hrún markaða með undirmálslán og verðbréf byggð á þeim. Höfundar telja að rekja megi hinar alvarlegu afleiðingar síðustu kreppu til lágra eiginfjárlutfalla banka, sem hafi farið lækkanði síðustu 150 árin. Þeir segja

að lágar eiginfjárkröfur byggi á þeirri ranghugmynd að hærri eiginfjárkröfur skaði hagkerfið. Höfundar segja þá hugmynd ekki rétta. Þvert á móti felist einungis kostir í hærri eigin fé.

### Hlutfé er ekki dýrt

Bókin hrekur á sannfærandi hátt þá fullyrðingu að hlutfé sé dýr fjármögnun fyrir banka (ef lítið er framhjá þeim hag sem skattaleg meðferð skulda felur í sér). Einhver helstu rök fyrir lágum eiginfjárlutföllum hafa verið að bankar greiddu svo lága vexti af skuldum sínum að lánsfé væri ákjósanlegra til fjármögnunar þeirra. Höfundar segja að ástæða þess hve vextirnir séu lágir sé að lánadrottinn bankanna hafi ástæðu til að ætla að ríkisvaldið greiði skuldir bankanna ef þeir geti það ekki sjálfir, eins og gerst hefur ítrekað í gegnum tíðina. Því sé vaxtakostnaður bankanna í raun niðurgreiddur af ríkisvaldinu sem hvetji bankana til að hafa eigið fé eins lágt og mögulegt er. Af þeim sökum sé eigið fé banka mun lægra en eigið fé í öðrum atvinnugreinum og benda höfundar í því sambandi á að Apple sé algerlega fjármagnað með hlutfé.

Þeir benda jafnframt á að ef hluthafar banka sætti sig ekki við lægri ávöxtun (og áhættu) sem aukið eigið fé banka felur í sér, geti þeir tekið meiri áhættu og vænst hærri ávöxtunar með því að taka sjálfir lán til að fjárfesta í bönkunum, í stað þess að bankarnir geri það (svokölluð innri skuldsetning). Með því taki þeir áhættuna en ekki skattgreiðendur.

Í bókinni er jafnframt bent á að síðustu áratugi hafi orðið mikil samþjöppun í



Guðmundur Örn Jónsson,  
sérfræðingur á greiningasviði

fjármálageiranum og séu vísbendingar um að bankar séu orðnir stærri en hægt sé að réttlæta út frá rekstrarhagkvæmni. Höfundar segja að þar sem áhætta þjóðar af því að leyfa banka að fara í þrot aukist almennt með stærð hans, vaxi líkurnar á því að skattgreiðendur hjálpi honum eftir því sem hann stækkar. Niðurgreiðsla skattgreiðenda á vaxtakostnaði banka aukist með öðrum orðum með aukinni stærð hans og megi rekja samþjöppunina til þess.

### Útlán minnka ekki

Í bókinni er sú fullyrðing hrakin að hærri eiginfjárkröfur takmarki getu banka til útlána og skaði því hagkerfið. Höfundar segja að eigið fé sé ekki aðgerðarlaus varasjóður eins og margir virðist halda. Ef svo væri sæti allt fjármagn Apple aðgerðarlaust og félagið gerði ekkert. Krafa um aukið eigið fé snúist um hvernig bankar séu fjármagnaðir og hafi ekkert með það að gera hvernig bankar ráðstafi þeim fjármunum.

### Smithætta

Höfundar benda á þá miklu smithættu sem fylgi lágu eiginfjárlutfalli banka við lækkun eignaverðs. Banki með lítið eigið fé þarf að selja mun stærra hlutfall eigna sinna til að ná fyrra eiginfjárlutfalli heldur en sá sem hefur meira eigið fé. Þannig þyrfti banki með 8% eiginfjárlutfall að selja 23% eigna sinna ef verð þeirra félli um 2% á meðan banki með 30% eiginfjárlutfall þyrfti einungis að selja 5% eigna sinna við sama verðfall, eða fimm sinnum minna. Þetta sýni að lág eiginfjárlutföll banka magni upp áhrif af niðursveiflum á eignaverði þegar bankar með lítið eigið fé reyna að selja eignir í kjölfar verðfalls þeirra.

Lág eiginfjárlutföll geti einnig valdið hruni millibankamarkaðar og fellt banka sem treysta á fjármagn þaðan. Hið lága eigið fé valdi því að bankar treysti því ekki að mótaðilar þeirra séu ekki þegar orðnir gjaldþrota og eigi þess vegna síður viðskipti á millibankamarkaði.

### Þjóðarhagur

Höfundar benda á að forsenda þess að áhætta sé rétt verðlögð sé að þeir sem taki áhættu þurfi einnig að taka afleiðingunum þegar illa gengur. Lág eiginfjárlutföll séu þess valdandi að það gerist ekki, heldur lendi hluti hugsanlegs taps á skattgreiðendum. Þeir segja að tilhneiging til áhættutöku sé sérstaklega rík hjá stjórnendum sem uppskera ríkulega þegar vel gengur en verða fyrir takmörkuðu tjóni þegar illa gengur. Hærrí eiginfjárlutföll sporni gegn því.

### Niðurlag

Höfundar The Bankers' New Clothes telja að hægt sé að byggja upp fjármálakerfi sem þjóni hagkerfinu mun betur. Það verði fyrst og fremst gert með hærri eiginfjárkröfum, sérstaklega hjá þeim fjármálafyrirtækjum sem komi að greiðslumiðlun. Líkja þeir eiginfjárkröfum við þær kröfur sem gerðar séu til sumra fyrirtækja um mengunarvarnir. Þær auki kostnað þessara fyrirtækja en bæti þjóðarhag, rétt eins og hærri eiginfjárkröfur. Þeir segja að það sé ekki réttlætjanlegt að standa vörð um alþjóðlega samkeppnishæfni banka sé það á kostnað skattgreiðenda. Nýi Basel III staðallinn gerir ráð fyrir 3% lágmarks eiginfjárlutfalli þegar eignir eru ekki áhættuvegnar. Mæla höfundar með því að lágmarks eiginfjárlutfall nemi 20% og bönkum sé óheimilt að greiða út arð sé hlutfallið undir 30%.

Höfundar benda á að að sögn bankamanna sé aftur á móti aldrei rétti tíminn til að auka eiginfjárkröfur. Þegar kreppa sé í hagkerfinu segi þeir að auknar eiginfjárkröfur geti leitt til minnkandi lánsfjármagns og dýpkað kreppuna, en þegar vel gengur segi þeir að ekki sé þörf á auknu eigin fé. Höfundar telja að besta leiðin til hækkunar eiginfjár banka sé að banna honum að greiða út arð. Sé enginn hagnaður af banka til lengri tíma séu auknar líkur á að hann sé í raun gjaldþrota.

Miðað við þær móttökur sem boðskapur bókarinnar hefur fengið gæti hún átt þátt í að auknar eiginfjárkröfur verði gerðar til banka í framtíðinni.





FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

**Ritstjórn:** Jón Þór Sturluson, Kristján Ólafur Jóhannesson, Ragnar Hafliðason, Ragnheiður Morgan Sigurðardóttir, Sara Sigurðardóttir og Sigurður G. Valgeirsson

Skoðanir sem koma fram í greinum í þessu riti eru skoðanir höfunda(r) og þurfa ekki að endurspeгла skoðun Fjármálaeftirlitsins.