



MŚ ritgerð
Fjármál fyrirtækja

Einkavæðing Landsbankans og Búnaðarbankans
Voru bankarnir einkavæddir á réttmætan hátt

Kristín Erla Jónsdóttir

Leiðbeinandi: Sveinn Agnarsson, dósent

Viðskiptafræðideild

Júní 2013



HÁSKÓLI ÍSLANDS

Einkavæðing Landsbankans og Búnaðarbankans

Voru bankarnir einkavæddir á réttmætan hátt

Kristín Erla Jónsdóttir

Lokaverkefni til MS-gráðu í viðskiptafræði

Leiðbeinandi: Sveinn Agnarsson, dósent

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2013

Einkavæðing Landsbankans og Búnaðarbankans; voru bankarnir einkavæddir á réttmætan hátt

Ritgerð þessi er 30 eininga lokaverkefni til MS prófs við Viðskiptafræðideild, Félagsvísindasvið Háskóla Íslands.

© 2013 Kristín Erla Jónsdóttir

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Háskólaprent ehf.

Reykjavík, 2013

Formáli

Ritgerð þessi, til 30 ECTS eininga, er lokaverkefni mitt í meistaranámi í fjármálum fyrirtækja við Háskóla Íslands.

Ég vil þakka leiðbeinanda mínum, Sveini Agnarssyni dósent við Háskóla Íslands, fyrir góða leiðsögn, gagnlegar ábendingar og skemmtilegt samstarf við vinnslu verkefnisins. Þá vil ég þakka Guðrún Guðmundsdóttir fyrir yfirlestur ritgerðarinnar.

Að lokum vil ég þakka fjölskyldu minni fyrir alla hvatninguna, þolinmæðina og aðstoð á meðan á ritgerðarsmíðinni stóð.

Útdráttur

Hér á landi átti sér stað umfangsmikið einkavæðingarferli á árunum 1998 til ársins 2005. Meðal þeirra fyrirtækja sem einkavædd voru á þessu tímabili voru ríkisbankarnir Landsbanki Íslands og Búnaðarbanki Íslands.

Þegar íslensku bankarnir þrír, Landsbanki Íslands, Kaupþing banki, og Glitnir banki, féllu haustið 2008 voru ekki liðin sex ár frá því að sölu ríkisins á stórum eignarhluta í tveimur af fyrrnefndu bönkunum lauk.

Markmið þessarar rannsóknar er að kanna hvort rétt hafi verið staðið að einkavæðingu Landsbankans og Búnaðarbankans. Sérstaklega verður skoðað hvort bankarnir voru einkavæddir á réttlætanlegu verði miðað við þáverandi forsendur.

Gert var virðismat út frá fjölþrepa arðgreiðslulíkani og kennitölugreiningu. Í virðismatinu er notast við ársreikninga bankanna frá tímabilinu 1998 til ársins 2002.

Helstu niðurstöður eru þær, samkvæmt niðurstöðum úr fjölþrepa arðgreiðslulíkaninu og kennitölusamanburði, að í flestum tilvikum er söluvirði bankanna innan verðmarka miðað við gefnar forsendur ársins 2002. Því má segja að þeir hafi verið einkavæddir á réttmætu verði á þeim tíma.

Bankarnir voru einkavæddir með nokkurra vikna millibili undir lok árs 2002 og fram í byrjun árs 2003. Aðstæður á fjármálamörkuðum þóttu ekki nægilega góðar þegar salan á bönkunum fór fram. Ekki var farið að tilmælum framkvæmdanefndar um einkavæðingu að fresta sölunni þar til aðstæður á mörkuðum bötnuðu. Litið var því fram hjá tilmælum nefndarinnar en hlutverk hennar var að tryggja faglegan undirbúning á sviði einkavæðingar.

Efnisyfirlit

Formáli	4
Útdráttur	5
Efnisyfirlit	6
Myndaskrá.....	8
Töfluskrá	8
1 Inngangur	9
2 Einkavæðing	10
2.1 Helstu einkenni ríkisrekstrar	11
2.2 Efnahagsleg áhrif einkavæðingar	12
2.3 Áhrif einkavæðingar á rekstur fyrirtækja	14
2.4 Heildræn áhrif einkavæðingar	16
2.5 Umfjöllun um einkavæðingu banka	17
2.6 Umfjöllun um einkavæðingu í Danmörku og Finnlandi	19
2.7 Einkavæðing á Íslandi	20
2.7.1 Einkavæðing Landssímans.....	25
3 Einkavæðing bankanna.....	28
3.1 Fyrstu skref í einkavæðingu bankanna.....	28
3.1.1 Áhugi SEB á Landsbankanum árið 1998.....	29
3.2 Frekari sala hlutafjár í bönkunum	31
3.3 Breytingar á lögum	31
3.4 Ávörðun um samhliða sölu bankanna	33
3.5 Framkvæmdanefnd um einkavæðingu	34
3.6 Kjölfestufjárfestir	35
3.7 Söluferli Landsbankans	37

3.7.1	Samson hópurinn.....	38
3.7.2	Samningur Samson ehf. við íslenska ríkið.....	39
3.8	Söluferli Búnaðarbankans	40
3.8.1	S-Hópurinn.....	41
3.8.2	Samningur S-hópsins við Íslenska ríkið.....	41
3.9	Mat HSBC á fjárfestahópunum	42
4	Gagnrýni á sölu bankanna	47
4.1	Ósætti um störf framkvæmdanefndar um einkavæðingu	47
4.2	Niðurstaða Ríkisendurskoðunar á einkavæðingu bankanna.....	50
4.3	Niðurstaða Rannsóknarnefndar Alþingis á einkavæðingu bankanna.....	51
	Virðismat.....	55
4.4	Virðismat samkvæmt fjölþrepa arðgreiðslulíkani	56
4.4.1	Niðurstaða arðgreiðslulíkans.....	59
4.5	Virðismat samkvæmt kennitölugreiningu	61
4.5.1	Niðurstöður kennitöluverðmats.....	62
5	Samandregnar niðurstöður	66
6	Lokaorð.....	70
	Heimildaskrá.....	71
	Viðaukar.....	75

Myndaskrá

Mynd 1 Tekjur af sölu ríkisfyrirtækja 1992-2007 á föstu verðlagi 2012	22
Mynd 2 Skipting tekna af sölu ríkisfyrirtækja 1992-2007 á föstu verðlagi 2012	23
Mynd 3 Jafna fyrir ávöxtunarkröfu eiginfjár samkvæmt CAPM líkaninu	57
Mynd 4 Breyting á hlutabréfagengi 1998-2002.....	68
Mynd 5 Breyting á hlutabréfagengi 2003-2008.....	69

Töfluskrá

Tafla 1 Einkavædd fyrirtæki á Íslandi árunum 1992-2007.....	24
Tafla 2 Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum	43
Tafla 3 Mat á fjárhagslegum skilmálum tilboða í Landsbankann	44
Tafla 4 Heildarmat á tilboðum í Landsbankann skv. einkunnargjöf HSBC.....	45
Tafla 5 Heildarmat á tilboðum í Búnaðarbankann skv. einkunnargjöf HSBC	46
Tafla 6 Virðismat Landsbankans samkvæmt arðgreiðslulíkani.....	59
Tafla 7 Virðismat Búnaðarbankans samkvæmt arðgreiðslulíkani	59
Tafla 8 Álagspróf á virði eigin fjár Landsbanka Íslands	60
Tafla 9 Álagspróf á virði eigin fjár í Búnaðarbanka Íslands	60
Tafla 10 Samaburður á V/H hlutfalli	62
Tafla 11 Útreikningur á V/H hlutfalli Landsbankans	63
Tafla 12 Útreikningur á V/H hlutfalli Búnaðarbankans	63
Tafla 13 Samaburður á V/I hlutfalli.....	64
Tafla 14 Útreikningur á V/I hlutfalli Landsbankans.....	64
Tafla 15 Útreikningur á V/I hlutfalli Búnaðarbankans	65
Tafla 16 Samaburður á arðsemi eigin fjár	65

1 Inngangur

Bankar skipta miklu máli þegar kemur að efnahagslífi hvernar þjóðar. Þeir skipta ekki einungis viðskiptavinum, eigendum og starfsmenn þeirra máli heldur skipta þeir máli fyrir samfélagið í heild. Þeir gegna lykilhlutverki í að skapa hagvöxt. Hlutverk banka er að taka við fjármagni frá þeim sem ekki þurfa að nota það, varðveita og ávaxta það. Bankar leggja til fjármagn til þeirra sem á þurfa að halda eins og fyrirtækja, heimilla og opinberra aðila sem gerir þeim kleift að ráðast í fjárfestingar, stórar sem smáar.

Tilgangur ritgerðarinnar er að leggja mat á hvort rétt var staðið að einkavæðingu Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands. Sérstaklega verður skoðað hvort bankarnir voru einkavæddir á réttlætunlegu verði árið 2002 miðað við þáverandi forsendur.

Í ritgerðinni verður farið yfir heildræn áhrif einkavæðingar, aðdraganda og atburðarrásina í kringum söluna á eignahlut ríkisins í þessum tveimur bönkum. Einnig er komið inn á gagnrýni sem fram hefur komið á einkavæðingarferlinu. Að lokum er gert virðismat á báðum bönkunum út frá fjölþrepa arðgreiðslulíkani og kennitölusamanburði. Rannsóknarefni ritgerðarinnar er að leggja mat á hvort salan á bönkunum tveimur var réttmæt.

2 Einkavæðing

Í kjölfar efnahagshrunsins sem átti sér stað á Íslandi haustið 2008 hefur mikið verið fjallað um einkavæðingu og áhrif hennar á efnahagshrunið. Við lok síðustu aldar fór hér fram umfangsmikil sala á ríkisfyrirtækjum.

Segja má að á undanförunum tveimur áratugum hafi orðið miklar breytingar á rekstri hins opinbera á Íslandi. Á tilteknum sviðum hefur ríkið dregið úr umsvifum sínum á almennum markaði og einungis verið í því hlutverki að setja lög og reglur fyrir aðila á markaði. Þetta ferli hefur verið nefnt einkavæðing en í því felst fyrst og fremst að opinberum rekstri er breytt yfir í hlutafélag og því næst eru bréfin seld til aðila á markaði (Arnar Þór Másson 2007).

Hér skapaðist sú venja að hlutafélagavæðing var nær alltaf undanfari þess að ríkið hætti afskiptum í tilteknum rekstri og fæli hann einkaaðilum. Frá aldamótum hefur sú breyting orðið á að ríkið hefur í sívaxandi mæli farið þá leið að velja hlutafélagiformið sem rekstrarform án þess að til standi að losa um eignarhald ríkisins í félögunum (Arnar Þór Másson 2007).

Í upphafi níunda áratugs 20. aldar hóf Thatcher ríkisstjórnin í Bretlandi sölu á fyrirtækjum í ríkiseigu til einkaaðila. Segja má að ákveðin þáttaskil hafi orðið í Evrópu í kjölfar þess að ríkisstjórn Margretar Thatchers tók við völdum í Bretlandi. Thatcher beindi sjónum sínum hvað mest að þremur þáttum sem hún taldi að þyrfti að breyta. Í fyrsta lagi þurfti að draga úr ríkisumsvifum og ríkisafskiptum. Í öðru lagi þurfti að lækka skatta á einstaklinga og fyrirtæki og í þriðja lagi þurfti að draga úr þeim áhrifum sem verkalýðsfélög höfðu í landinu (Seymour, 2012).

Segja má að viðhorfið til einkavæðingar hafi í kjölfarið breyst mikið í þá átt að starfsemi sem byggist á sölu á vörum og þjónustu væri best komin í höndum einkaaðila. Á árunum 1980-2000 var fjöldinn allur af fyrirtækjum í opinberri eigu einkavæddur um heim allan. Þessi þróun fór síðar af stað hér á landi en víðast hvar annars staðar.

2.1 Helstu einkenni ríkisrekstrar

Talsverður munur er á rekstri fyrirtækja á almennum markaði annars vegar og fyrirtækja í ríkisrekstri hins vegar. Í ríkisrekstri þarf ábyrgð að vera skýr, einnig þarf eftirlit með starfseminni til að tryggja réttmæta málsmeðferð og jafnræði innan reksturins. Með nokkurri einföldun má greina eftirfarandi átta einkenni ríkisrekstrar á Íslandi (Arnar Þór Másson, 2007):

1. **Skýrir rammar.** Ríkisstofnanir hafa yfirleitt skýrt og afmarkað hlutverk sem kemur fram í sérlögum um stofnanir, lögum um málaflokka og almennum lögum um ríkisreksturinn. Um hann gilda sérstök lög um fjárreiður, réttindi og kjarasamninga ríkisstarfsmanna sem og upplýsingalög og stjórnsýslulög. Markmið með þeim er m.a. að koma í veg fyrir spillingu og misbeitingu valds. Segja má að ríkisstofnunum sé ekki heimilt að gera annað en það sem leiðir af lögum.
2. **Valdheimildir og ábyrgð.** Það er meginregla í starfsemi ríkisins að framsali ákvarðanatöku og fjár fylgi ábyrgð. Þannig er tryggt að meðferð valdheimilda og fjármuna samræmist almannahagsmunum. Um er að ræða nokkurs konar ábyrgðarkeðju; ríkisstofnanir starfa í umboði ráðherra og ber forstöðumaður þeirra ábyrgð gagnvart honum en ráðherra ber síðan ábyrgð gagnvart ríkisstjórn, Alþingi og almenningi. Ráðherra fer, í umboði Alþingis og almennings, með yfirstjórnarhlutverk gagnvart stofnunum og vegna náninna tengsla getur hann haft nokkuð bein áhrif á rekstur og eftirlit með starfsemi þeirra innan þess ramma sem um starfsemina gildir, enda svarar hann fyrir gjörðir þeirra. Eftir því sem stofnunum og fyrirtækjum ríkisins er veitt meira sjálfstæði þeim mun meiri þörf er á að tryggja að ábyrgð stjórnenda þeirra sé skýr – ef dregið er úr valdi ráðherra yfir stofnun minnkar bein ábyrgð hans að sama skapi.
3. **Ótakmörkuð ábyrgð á skuldbindingum.** Ríkið ber ótakmarkaða ábyrgð á skuldbindingum og rekstri ríkisstofnana. Ef illa gengur í rekstri stofnana og þær eiga í erfiðleikum með að standa við skuldbindingar sínar þarf að grípa til aðgerða, þ.e. auka fjárveitingar, hagræða eða draga úr þjónustu. Ríkisstofnanir verða ekki gjaldþrota þótt illa gangi og starfsemin verður ekki leyst upp meðan talin er þörf fyrir hana í samfélaginu.
4. **Gagnsæi.** Ríkisrekstur byggist á gagnsæi þannig að allar ákvarðanir þurfa að þola nána skoðun. Meðal annars hafa verið sett upplýsingalög og stjórnsýslulög til þess að

tryggja að þetta markmið náist og eins hafa Alþingi og ráðherra rétt til að krefjast upplýsinga frá ríkisstofnunum.

5. **Samfélagsleg markmið.** Markmið með rekstri ríkisins er ekki að skila hagnaði heldur eru ríkisafskipti réttlætt með nauðsyn þess að veita tiltekna þjónustu og til þess að leiðrétta markaðsbrest. Ríkisstofnanir hafa því fyrst og fremst samfélagsleg markmið og gerðar eru kröfur um árangur frekar en hagnað.
6. **Bein fjárframlög.** Flestar stofnanir ríkisins eru fjármagnaðar með beinum framlögum frá ríkinu í gegnum fjárlög. Einnig hafa sumar stofnanir sértekjur sem eru þó oftast aðeins lítill hluti rekstrartekna þeirra. Ríkisstofnunum er óheimilt að taka lán á almennum markaði.
7. **Hömlur á meðferð fjármuna.** Ríkisrekstur byggist á hömlum og eftirliti með meðferð fjármuna. Þannig má ekki stofna til útgjalda nema heimild sé fyrir því frá Alþingi í fjárlögum. Ástæður þessa eru að verið er að sýsla með skattfé og því eru settar strangar reglur um meðferð þess.
8. **Einfalt eignarhald.** Stofnanir ríkisins eru nær undantekningarlaust að fullu í eigu ríkisins.

Ofangreind atriði eru öll einkennandi fyrir ríkisrekstur og nauðsynlegt að rekstrarform ríkisins taki mið af þeim (Arnar Þór Másson, 2007).

2.2 Efnahagsleg áhrif einkavæðingar

Á síðastliðnum þremur áratugum hafa um 100 lönd einkavætt opinber fyrirtæki. Samanlagðar tekjur ríkissjóða um allan heim af einkavæðingu náðu hámarki á árunum 1997-1999 og voru um 140 milljarðar bandaríkjadala árlega (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

Á árunum 2000-2007 voru tekjur af einkavæðingu í ríkjum OECD nærri 500 milljarðar dollara, sem er um 62.500 milljarðar íslenskra króna¹. Tekjur af einkavæðingu fyrirtækja á þessu tímabili náði hámarki árið 2005 (OECD, 2009).

¹ Míðað við miðgengi Seðlabanka Íslands 1. apríl 2013.

Tafla 1 Topp 10 einkavæðingar í OECD löndunum frá 2000-2007

Stærstu einkavæðingar í hlutfalli við landsframleiðslu hvers þjóðar	
Land	% af vergri landsframleiðslu árið 2006
Slóvakía	13,5
Tékkland	9,2
Finnland	8,7
Ísland	8,6
Ungverjaland	6,9
Grikkland	4,8
Tyrkland	4,7
Portúgal	4,4
Frakkland	4,4
Pólland	4,3
Heildar OECD	1,4

(Heimild: OECD, 2009)

Tafla 1 sýnir að uppsafnað söluverðmæti er um 1,4% af vergri landsframleiðslu eins árs í OECD ríkjunum, en hlutfallið er mun hærra í einstökum ríkjum. Í þeim hópi eru eins og Slóvakía (13,5%) og Tékkland (9,2%). Á Íslandi nemur þessi fjárhæð 8,6%, sem er svipað og Finnland og Ungverjaland (OECD, 2009).

Í skýrslu Friðriks og Guðmundar kemur fram að yfirlýst markmið flestra ríkisstjórna varðandi einkavæðingu hafa verið eftirfarandi:

- Tekjuöflun fyrir hið opinbera
- Bætt rekstrarhagkvæmni
- Minni afskipti hins opinbera
- Víðtækari hlutabréfaeign
- Aukin samkeppni
- Aðhald markaðar að fyrirtækjum sem áður voru að fullu í opinberri eigu
- Efling fjármálamarkaða

Yfirlétt er hafist handa við að einkavæða fyrirtæki í þeim geirum þar sem ríkir samkeppni, t.d. iðnaði og fjármálastarfsemi. Í öðrum greinum, t.d. í fjarskipta og orkugeiranum, þarf oft að gera ýmsar skiplagsumbætur áður en fyrirtæki eru

einkavædd t.d. með því að koma á lagaumhverfi sem stuðlar að samkeppni og tryggja nægilegt eftirlit og aðhald með fyrirtækjum í einokunarstöðu. Því getur einkavæðing slíkra fyrirtækja verið flóknari og vandasamari en t.d. iðnfyrirtækja. Innan OECD hefur engu að síður mestra tekna verið aflað með sölu fjarskiptafyrirtækja eða um þriðjungs af heildinni en þar hefur einkavæðing orðið að veruleika samhliða skipulagsumbótum, hraðfara tækniþróun og markaðsvæðingu geirans. Orku- og veitufyrirtæki og samgöngufyrirtæki hafa einnig verið einkavædd í miklum mælum á síðari árum. Sala á hlutabréfum í ríkisfyrirtækjum hefur verið lang algengasta aðferðin við einkavæðingu í OECD ríkjunum og falla um tveir þriðju af tekjum af einkavæðingu til með þeim hætti (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

2.3 Áhrif einkavæðingar á rekstur fyrirtækja

Mikill fjöldi rannsókna hefur verið gerður á áhrifum einkavæðingar á framleiðni, stjórnun og aðrar hliðar einkavæðingar og á rekstri þeirra fyrirtækja sem hafa verið einkavædd. Draga má helstu niðurstöður þessara rannsókna saman á eftirfarandi veg (Netter og Megginson, 2001):

1. Einkavæðing undangenginna 20 ára hefur dregið verulega úr umfangi ríkisrekkinna fyrirtækja í efnahagslífi flestra landa. Þannig lækkaði hlutdeild slíkra fyrirtækja í framleiðslu ríkja heims úr rúmum 10% árið 1979 í innan við 6% árið 2000.
2. Sýnt hefur verið fram á með fjölda rannsókna á fyrirtækjum í öllum heimsálfum að fyrirtæki í einkaeigu eru almennt betur rekin heldur en sambærileg fyrirtæki í opinberri eigu. Vísbendingar, sérstaklega frá Kína, eru um að hægt sé að bæta rekstur og framleiðni með skipulagsbreytingum af öðru tagi (frjálsri verðlagningu, aukinni samkeppni og notkun fjárhagslegra hvata gagnvart stjórnendum), en líklegt er að enn frekari árangri mætti ná með einkavæðingu. Ennfremur eru vísbendingar um það að þó að fyrirtæki eða félög séu aðeins einkavædd að hluta hafi það strax jákvæð áhrif ef að til staðar er virkur hlutabréfamarkaður sem veitir fyrirtækjunum aðhald.
3. Ríkisstjórnir beita þremur meginaðferðum við einkavæðingu: sölu hlutabréfa, sölu eigna og dreifingu ávísana á hlutabréf í ríkisfyrirtækjum (s.k. *voucher privatisation* eða *mass privatisation*). Síðastnefnda aðferðin, sem er síst frá hagfræðilegu sjónarhorni, hefur eingöngu verið notuð í umbreytingaríkjum (fyrrum austantjaldsríkjum) þar sem vart hefur verið völ á annarri aðferð.

4. Almennt er reynt að ná jafnvægi milli efnahagslegra, stjórnmalalegra og fjármalalegra sjónarmiða þegar ákveðnar eru aðferðir og kjör í hlutafjárútbodum fyrirtækja sem á að einkavæða. Oftast er verðlagning í lægri kantinum (sérstaklega í frumútboðum²) og síðan eru hlutabréf boðin ákveðnum markaðilum, oft til að reyna að fá innlenda kaupendur. Starfsmenn fyrirtækjanna njóta oftast betri kjara en aðrir. Ríkisstjórnir halda gjarnan eftir svokölluðum „gullnum“ hlutum sem gefa þeim neitunarvald í stjórnnum fyrirtækjanna og stundum eru sett takmarkandi ákvæði af ýmsu tagi í samþykktir þeirra.
5. Eins og fram kemur í tölulíð 2 þá hefur einkavæðing skilað góðum árangri hvað varðar hagkvæmni í rekstri. Það sýnir sig einnig að fjárfestingar fyrirtækjanna aukast og fjárhagsleg staða þeirra batnar. Niðurstöður eru ekki einhlítar hvað varðar fjölgun eða fækkun starfsmanna að einkavæðingu lokinni, en útkoman er augljóslega háð því hvort fyrirtækin ná að auka framleiðslu sína hraðar en þau auka framleiðni. Flestar rannsóknir sýna fækkun starfsmanna, en þrjár stórar kannanir komast að þeirri niðurstöðu að starfsmönnum fjölgi. Vísbendingar eru einnig um að betri árangur náist ef nýjir stjórnendur með reynslu af rekstri einkafyrirtækja eru fengnir að rekstri fyrirtækjanna.
6. Yfirleitt hækka hlutabréf einkavæddra fyrirtækja töluvert umfram almennar verðbreytingar á hlutabréfum frá útboði til fyrstu markaðsviðskipta og hækkunin er almennt meiri en gerist í hlutafjárútbodum einkafyrirtækja. Miklar hækkunir á hlutabréfaverði á árunum 1995-2000 hafa hins vegar gengið að miklu leyti til baka og það á einnig við um mörg hinna einkavæddu fyrirtækja, e.t.v. sérstaklega fjarskiptafyrirtæki. Engu að síður hefur verð á hlutabréfum einkavæddra fyrirtækja hækkað hlutfallslega umfram önnur fyrirtæki þegar lítið er til lengri tíma.
7. Hlutabréfamarkaðir hafa vaxið og dafnað betur í löndum sem hafa einkavætt í miklum mæli með sölu hlutabréfa, en í þeim löndum sem hafa ekki einkavætt fyrirtæki eða hafa einkavætt með sölu eigna (Bandaríkin undanskilin). Einkavædd fyrirtæki eru víða eitt af tveimur eða þremur verðmætustu fyrirtækjunum í flestum löndum utan Bandaríkjanna og tíu stærstu (og þrjátíu af þrjátíu og fimm stærstu) hlutabréfaútgáfur í sögu fjármálamarkaða hafa tengst einkavæðingu.

² Frumútboð (e. Initial public offering) er þegar fyrirtæki fara í fyrsta skiptið í hlutafjárúboð á markaði.

8. Vísbendingar eru um að umbætur verði í stjórnarfarir fyrirtækja (þ.e.a.s. lögum, reglum og venjum þeim er lúta að rekstri fyrirtækja – *corporate governance*) samhliða einkavæðingu. Erfitt er að mæla slíkt, en ljóst er að einkavæðingu fylgja umbætur á lögum og reglum um verðbréfamarkaði, reglum um upplýsingagjöf og fleiri slíkum reglum sem nauðsynlegar eru nútíma fjármálamörkuðum.

Rannsakendur eru ekki sammála um áhrif einkavæðingar. Þar má nefna að rannsakað hefur verið hvernig ýmis einkenni fyrirtækja og rekstrarumhverfis þeirra hefur áhrif á árangur þeirra eftir einkavæðingu. Í viðamikilli rannsókn á 118 fyrirtækjum í 29 löndum og 28 atvinnugreinum kom í ljós að þroskaðir fjármálamarkaðir, sem veita fyrirtækjum aðhald, lítil eignaraðild starfsmanna og hins opinbera, en mikil eignaraðild erlendra aðila, stuðla að góðum árangri á mælikvarða aukinnar framleiðni og arðsemi. Í samræmi við aðrar rannsóknir kom í ljós að framleiðni jókst og arðsemi batnaði, en einnig sýndi það sig að þessi árangur náðist án þess að störfum í fyrirtækjum fækkaði (D'Souza, Megginson og Nash, 2001).

Í rannsókn sem gerð var á íslenskum fyrirtækjum og var til þess fallin að greina breytingar á rekstri íslenskra ríkisfyrirtækja sem einkavædd voru á árunum 1992-2005 kom í ljós að rekstur fyrirtækjanna var skilvirkur bæði fyrir og eftir einkavæðinguna. Gerð var greining á rekstri fyrirtækjanna fyrir og eftir einkavæðingu og voru helstu niðurstöður þær að ekki væri marktækur munur á rekstri fyrirtækjanna fyrir og eftir einkavæðingu. Samanburðarhópur einkafyrirtækja sýndi hins vegar marktækan bata í rekstri í kjölfar einkavæðingar ríkisfyrirtækjanna (Þróstur Olaf Sigurjónsson og Auður Arna Arnardóttir, 2011).

2.4 Heildræn áhrif einkavæðingar

Þær niðurstöður sem dregnar hafa verið saman hér að framan varða að mestu fyrirtækin sjálf. Þar gefur að líta jákvæðar niðurstöður um rekstrarhagkvæmni og má þá leiða að því líkur að áhrif á efnahagslíf þeirra landa þar sem vel tekst til séu einnig jákvæð. Þetta er þó ekki fyrirfram gefið og þarf að kanna sérstaklega.

Til lengri tíma litið er það hagvöxtur sem skiptir mestu máli hvað varðar lífskjör þjóða. Í rannsókn frá 2003 sem gerð var af sérfræðingum OECD kemur fram að einkavæðing og önnur skipulagsatriði sem stuðla að aukinni hagkvæmni og aukinni

samkeppni í efnahagslífi OECD ríkjanna, stuðla að aukinni heildarframleiðni og búa þannig í haginn fyrir langtímahagvöxt. Raunar er munur á eignaraðild hins opinbera á fyrirtækjum talin ein mikilvægasta skýring þess hve mikill munur hefur verið á hagvexti innan ríkja OECD á síðustu árum. Talið er að ef lönd, þar sem ríkið á stóran hluta atvinnulífsins, lækkuðu þetta hlutfall í þrepum á tíu árum í það sem viðgengst að jafnaði í OECD ríkjunum þá gæti heildarframleiðni aukist um 0,7% árlega, sem þýðir að hagvöxtur yfir svipað tímabil ætti að geta hækkað sem því nemur.³ Á einum áratug getur því kaupmáttur í landi sem fylgir slíkri stefnu batnað um 7% umfram lönd sem halda uppi óbreyttri stefnu (Nicoletti og Scarpetta, 2003).

Í rannsókn á átján umbreytinga- og þróunarríkjum kemur þó fram að tekjum ríkjanna af einkavæðingu síðustu áratugi var almennt varið til að lækka skuldir (Davis, Ossowski, Richardson og Barnett, 2000). Jafnframt voru vísbendingar um að afkoma ríkissjóðs hefði batnað. Ennfremur bentu niðurstöður til þess að aukinn hagvöxtur og fjölgun starfa væru fylgifyiskar einkavæðingar. Atvinnuleysi minnkar yfirleitt í kjölfar einkavæðingar en bent er á að einstakir hópar launþega geta borið skarðan hlut frá borði a.m.k. tímabundið.

2.5 Umfjöllun um einkavæðingu banka

Mörgum aðferðum hefur verið beitt við einkavæðingu fjármálafyrirtækja og hefur árangurinn verið misjafn. Flest dæmin eru um einkavæðingu í nýmarkaðsríkjum eða þróunarríkjum. Fyrir nokkrum misserum þótti hafa tekist vel til við að einkavæða ungverskra banka. Ástæðan fyrir því má helst rekja til þess að fengnir voru erlendir bankar sem kjölfesturfjárfestar í ríkisbankana. Með erlendum fjárfestum fékkst þekking og reynsla á bankarekstri á samkeppnismarkaði. Þar sem að í flestum tilvikum hafði erlendum bönkum verið seldur verulegur hlutur í bönkunum höfðu þeir hag af því að hámarka arðsemi til langs tíma (Ábel og Stiklos, 2004).

Árið 1982 voru bankar í Mexíkó þjóðnýttir. Stuttu eftir þjóðnýtinguna fór að halla undan fæti, þjónusta versnaði, sparnaður dróst saman og erfitt reyndist að fá lánsfjármagn. Stuttu seinna var hafist handa við að selja bankana á ný og fyrsti áfangi í endureinkavæðingunni fór fram á árunum 1990 til 1992. Eitt helsta

³ Höfundar skýrslunnar nefna sérstaklega Finnland, Grikkland, Austuríki, Frakkland og Ítalíu, sem dæmi um slík lönd. Ísland er ekki með í þessari könnun.

markmiðið sem stefnt var að með einkavæðingunni var að fá dreift eignarhald. Fram til ársins 1993 var erlent eignarhald takmarkað við 30%. Aðeins innlendum fjárfestum var heimilt að bjóða í bankana og voru þeir seldir á ríflega þreföldu bókfærðu virði. Stjórnvöld fengu því gott verð fyrir bankana sem nota átti til að minnka erlendar skuldir ríkisins. Mikil samkeppni um kaup á bönkunum milli valdahópa leiddi til þess að verðið var orðið of hátt. Kaupin á eignarhlut í bönkunum voru almennt illa fjármögnuð. Algengast var að fjármögnunin færi fram með bankalánum sem fjárfestarnir veittu sjálfum sér og eflaust kann það að hafa átt þátt í aðdraganda fjármálakreppunnar í Mexíkó árið 1994. Markmið ríkisstjórnarinnar var að fá dreift eignarhald, það tókst á endanum ekki, og endaði eignarhald á bönkunum í höndum fárra aðila sem voru helstu viðskiptablokkir Mexíkó. Efnahagshorfur fóru batnandi á þessum tíma í Mexíkó og árið 1991 hafði bindiskylda verið afnumin. Nýju einkavæddu bankarnir voru fullir af lausu fé og útlánageta þeirra var mikil. Hinir nýju eigendur voru margir hverjir án nokkurrar reynslu og þekkingar af bankarekstri. Þeir voru hins vegar mjög ákafir í því að auka velferð annarrar starfsemi sem þeir voru í og margir hverjir lánuðu jafnvel sjálfum sér fjármagnið sem þeir notuðu til að kaupa bankana (Mannsberger og McBride, 2007).

Þessu til viðbótar hafði bankaeftirlitið misst sitt besta fólk og hafði þar af leiðandi ekki yfirsýn eða getu til að sinna eftirliti með bönkunum og útlánavöxtur þeirra varð gríðarlegur. Í upphafi tíunda áratugarins var góðæri, bankarnir voru viljugri til að lána út og leiddi það til þess að bæði fyrirtæki og einstaklingar voru viljug til að skuldsetja sig. Þetta leiddi til þess að bankar fóru að vanmeta útlánaáhættu og tóku slæm veð. Á þessum tíma var gjaldmiðillinn sterkur. Bein erlend fjárfesting í landinu jókst mikið og einnig var töluvert innflæði fjármagns þar sem fjárfestar nýttu sér vaxtamun en vextir í Mexíkó voru töluvert hærri en í Bandaríkjunum. Af því leiddi að viðskiptahalli var orðinn verulegt vandamál og gjaldeyrisforði seðlabankans var á þrotum. Ýmsir atburðir á árinu 1994 leiddu til þess að traust á Mexíkó fór dvínandi, þ.a.l. hækkaði landsálagið. Það varð nauðsynlegt að fella gjaldmiðilinn. Við það hækkuðu vextir og útlánatap jókst töluvert. Í nóvember 1995 var staðan sú að 36% lána í bankakerfinu voru í vanskilum (Mannsberger og McBride, 2007).

2.6 Umfjöllun um einkavæðingu í Danmörku og Finnlandi

Hin mikla bylgja einkavæðingar á alheimsvísu er lítt merkjanleg í hagkerfum Norðurlandanna.

Aðalástæða þess að einkavæðing leikur svona lítið hlutverk í Danmörku er sú að þar er fátt til að einkavæða. Þar eru næstum engin ríkisrekin fyrirtæki í hefðbundnum greinum. Iðnaður, verslun og bankastarfsemi hafa nær alltaf verið einkarekin. Af þeim fyrirtækjum sem starfa í fjármálastarfsemi eru 99% þeirra í einkaeigu og hafa verið þannig um langt skeið (Christoffersen og Paldam, 2003).

Í Danmörku er löng hefð fyrir opnu hagkerfi, eignaréttur hefur löngum verið virtur og viðskipti hafa verið frjáls í langan tíma. Að sögn Christoffersen og Paldam (2003) er Danmörk eitt af þróuðustu velferðarríkjum heims en jafnframt með eitt af opnustu hagkerfunum í hinum vestræna heimi. Engu að síður hefur verið reynt að fylgja þróun einkavæðingar sem átti sér stað í heiminum. Stærsta einkavæðingin sem átti sér stað í Danmörku var einkavæðing á Tele Danmark, auk þess hafa 11 smærri einkavæðingar átt sér stað á tímabilinu 1980 til 2002 (Christoffersen og Paldam, 2003).

Árið var 1993 hófst einkavæðing á GiroBank í Danmörku þegar 52% af hlutafé bankans var selt. Árið 1995 voru eftirstöðvar af hlutafé bankans selt og bankinn var sameinaður sparisjóðnum Bikuben og fengu þeir nafnið BG bank. Nokkru seinna varð BG bankinn hluti af stærstu fjármálastofnun Danmörku þegar þeir sameinuðust Danske Bank samsteypunni en eru ennþá starfandi undir nafninu BG bank (Christoffersen og Paldam, 2003).

Ríkisrekin fyrirtæki í Finnlandi hafa verið fleiri en í flestum öðrum Norðurlöndum. Þessi fyrirtæki voru upphaflega stofnuð af ríkinu vegna vöntunar á hlutafé, þar sem fjármálamarkaðir töldust ekki nægilega þróaðir. Markmið með stofnun þessara fyrirtækja var að koma á iðnaði, sérstaklega á afskekktum svæðum sem löðuðu ekki til sín fjárfesta. Sum fyrirtækin hafa nú verið einkavædd og hefur gengið nokkuð vel að ná fram þeim markmiðum um að auka tekjur og endurskipulagningu. En ríkisreknu fyrirtækin hafa einnig náð nokkuð góðum árangri í rekstri sínum þannig að þrátt fyrir aukna áherslu á hagnað finnst engin sönnun fyrir bættri fjárhagslegri afkomu eða lækkun framleiðslukostnaðar. Hins vegar hefur

kostnaður oft verið lækkaður í hinum hefðbundna ríkisrekstri með ýmsum aðferðum svo sem að einfalda reglugerðir, útboð einstakra verkþátta og öðrum viðskiptalegum markmiðum (Willner, 2003).

Margar ástæður eru fyrir þessari sterku stöðu ríkisfyrirtækja í Finnlandi. Erlendar yfirtökur voru ekki vel séðar og hafði ríkið því áhuga á að veita aðgang að fjármagni þegar nútíma fjármálamarkaðir þekktust ekki. Önnur ástæða var að minnka yferráð hins völduga sænskumælandi minnihlutahóps yfir fjármálageiranum. Talið var að aukning í ríkisrekstri myndi gera það að verkum að verkalýðsfélög myndu stilla launakröfum í hóf og ekki leiða af sér há laun eins og nú er oft haldið fram.

Drög að einkavæðingu komust ekki upp á borðið fyrr en árið 1991. Frá þeim tíma hefur einkavæðing verið framkvæmd í köflum eftir því hvaða ríkisstjórn hefur setið við völd (Willner, 2003).

2.7 Einkavæðing á Íslandi

Fyrstu hugmyndir um einkavæðingu á Íslandi komu fram vorið 1977 þegar ungir sjálfstæðismenn með Friðrik Sophusson, síðar fjármálaráðherra, í fararbroddi kynntu nýja stefnuskrá undir kjörorðinu „Báknið burt“. Þar var lagt til að í ríkisrekstri yrði aukin áhersla lögð á að þeir greiddu fyrir þjónustuna sem notuðu hana og að selja bæri þau fyrirtæki sem mögulegt væri að reka á frjálsum markaði. Í kjölfar þeirrar umfjöllunar skipaði Matthías Á. Matthiesen, þáverandi fjármálaráðherra, nefnd sem skyldi rannsaka hvort ýmissi framleiðslu- og þjónustustarfsemi, sem hið opinbera hafði undir höndum, væri betur komið hjá einstaklingum og samtökum og enn fremur hvort aðild ríkisins að atvinnustarfsemi í landinu í samkeppni við einkaaðila væri æskileg. Nefndin skilaði af sér nokkrum skýrslum þar sem bent var á möguleika til einkavæðingar en ekki varð úr að tillögum nefndarinnar yrði hrint í framkvæmd (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

Það var ekki fyrr en með helmingaskiptastjórn Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks árið 1983 sem aftur komst einhver hreyfing á einkavæðingarmál þótt rólega væri enn farið í sakirnar (Steingrímur Ari Arason og Hannes Hólmsteinn Gissurarason, 1988).

Meðal fyrstu einkavæðingarverkefnanna voru að ríkið seldi hlutabréf sín í Flugleiðum hf. og Eimskipafélagi Íslands hf. Lagmetisiðjan Siglósíld var einnig seld

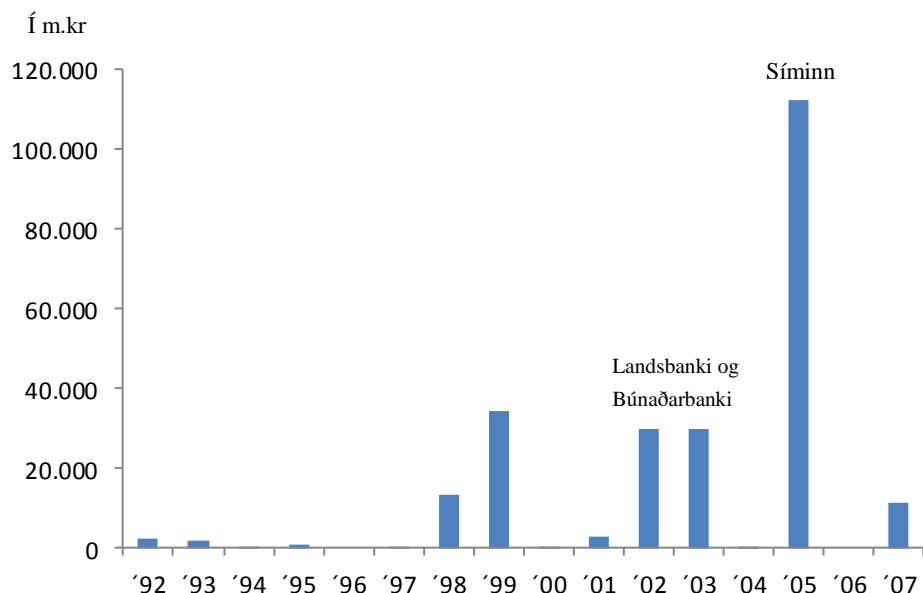
en hún hafði verið í eigu ríkisins. Árið 1985 var svo Landssmiðjan seld starfsmönnum. Árið 1988 var Útvegsbanka Íslands breytt í hlutafélag og síðan seldur. Útvegsbankinn varð gjaldþrota árið 1985 vegna vangoldinna skulda eins stærsta viðskiptavinar síns, Hafskips. Seinna var hann sameinaður í Íslandsbanka ásamt Iðnaðarbankanum, Verslunarbankanum og Alþýðubankanum (Eggert Þór Bernharðsson, 2004). Tveir þriðju hluti ríkisins í Ferðaskrifstofu Íslands var seldur starfsmönnum. Þá var stofnað hlutafélag um rekstur Bifreiðaeftirlits ríkisins og Bifreiðaskoðunar Íslands, þar sem ríkissjóður átti helming hlutafjár. Árið 1990 seldi ríkið síðan stærsta hlut hlutabréfa sinna í Þormóði ramma hf. (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003). Fram til þessa hafði einkavæðing fyrirtækja í eigu ríkisins fyrst og fremst verið rekin á grundvelli einstakra mála sem ekki tengdust frekari fyrirmælum um einkavæðingu (Ríkisendurskoðun, 1994).

Eftir Alþingiskosningar vorið 1991 mynduðu Sjálfstæðisflokkurinn og Alþýðuflokkurinn ríkisstjórn sem nefnd var Viðeyjarstjórnin. Viðeyjarstjórnin lét markaðssjónarmiðin ráða ferðinni. Ríkisstjórnin hafði þá stefnu að í atvinnulífinu skyldi ríkja frelsi, hvort sem um var að ræða atvinnufrelsi, innflutningsfrelsi eða frelsi til fjármagnsflutninga á milli landa. Reynt var að afnema og minnka þau höft sem fyrir höfðu verið. Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar kemur fram að markmið var að rjúfa kyrrstöðu og auka verðmætasköpun í atvinnulífinu sem átti að skila sér í bættum lífskjörum landans (Forsætisráðuneyti, 1991). Það var svo árið 1994 að Ísland gerðist aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) sem fól í sér frjáls vöru- og þjónustuviðskipti, frjálsa fjármagnsflutninga og sameiginlegan vinnumarkað innan EES (Utanríkisráðuneytið, 2013).

Segja má að árið 1992, eftir myndun Viðeyjarstjórnarinnar, hafi einkavæðingin komist á flug enda var það helsta markmið stjórnarinnar. Þegar litið er til tekna ríkissjóðs af einkavæðingu kemur í ljós að Ísland er í hópi þeirra ríkja sem hafa einkavætt hvað mest og nemur uppsafnað söluverðmæti einkavæddra fyrirtækja, fært til verðlags 2012, um 240 milljörðum króna (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003). Einkavæðingarferlið fór fremur hægt af stað á Íslandi en líkt og víða annars staðar jókst umfangið þegar leið á áratuginn. Ferlið líktist því sem gerst hefur í öðrum löndum þar sem byrjað var á að einkavæða iðnfyrirtæki og smærri þjónustufyrirtæki sem störfuðu þegar í samkeppnisumhverfi. Síðan kom röðin að

ríkisbönkunum, enda hafa fjármálamarkaðir, samkeppni á þeim og öll starfsskilyrði þroskast hratt á síðustu árum og öll efnahagsleg rök mælt með einkavæðingu. Vegna smæðar markaðarins er augljóslega enn vandasamara að einkavæða fyrirtæki í markaðsráðandi stöðu hér á landi en annars staðar og því þarf að vanda vel til verka svo ætluð hagræðing komi fram í reynd (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

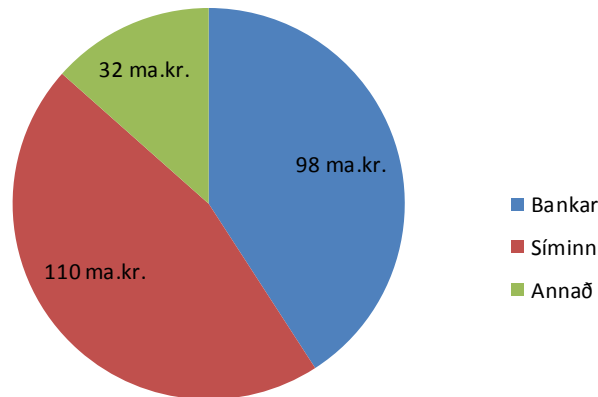
Á árunum 1992-2007 fór fram hér á landi umfangsmikil einkavæðing þar sem seldir voru hlutir ríkisins í fjölda fyrirtækja. Stærstu einkavæðingarverkefni voru sölurnar á ríkisbönkunum og Landssíma Íslands.



Mynd 1 Tekjur af sölu ríkisfyrirtækja 1992-2007 á föstu verðlagi 2012

(Heimild: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2007).

Mynd 1 sýnir þróun á tekjum sem ríkið fékk vegna einkavæðingar á árunum 1992-2007. Þróunin hér á landi er frábrugðin því sem gerst hefur víðast annars staðar að því leyti að söluverðmætið náði hámarki á árinu 2005, en a.m.k. í OECD löndunum dró mjög úr umfanginu árið 2001 frá því sem áður var. Þar kemur aðallega tvennt til: annars vegar almennur samdráttur í efnahagslífi og lækkun á verði hlutabréfa sem hófst árið 2000 og hins vegar var einfaldlega minna eftir til að selja í kjölfar bylgjunnar sem reið yfir árin 1990–2000 og náði hámarki árið 1999 (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).



Mynd 2 Skipting tekna af sölu ríkisfyrirtækja 1992-2007 á föstu verðlagi 2012

(Heimild: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2007).

Mynd 2 sýnir skiptingu á tekjum sem sköpuðust við sölu ríkisfyrirtækja á árunum 1992-2007. Myndin sýnir að langstærsti hluti tekna ríkissjóðs er tilkominn vegna sölu á ríkisbönkunum og Landsíma Íslands. Sala bankanna skilaði 98 ma.kr. og sala Landsímans skilaði 110 ma.kr. í ríkiskassann reiknað á verðlagi 2012. Heildarupphæð seldra fyrirtækja var á verðlagi ársins 2012 um 240 ma.kr.

Það er einnig ólíkt með Íslandi og öðrum löndum hve bankar hafa verið hátt hlutfall af heildinni, en söluverðmæti ríkisbankanna árin 1998-1999 og 2002-2003 nam alls 98 milljörðum króna á verðlagi ársins 2012, eða 88% af heildarverðmæti einkavæddra fyrirtækja árin 1992-2003. Eins og áður sagði eru það fyrirtæki í fjarskiptageiranum sem mynda langstærsta hlutdeild í söluverðmæti einkavæddra fyrirtækja í OECD ríkjum og orku- og veitufyrirtæki eru einnig með hátt hlutfall. Sala á hlutabréfum í Landssíma Íslands hf. fór seint af stað miðað við það sem gerðist víðast annars staðar. Í útboði árið 2000 mistókst salan og aðeins seldust um 2,5% hlutafjár í útiboðinu. (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003). Árið 2005 lauk svo sölu á eignarhlut ríkisins þegar seldur var 98% hlutur og var söluandvirðið 66,7 milljarðar króna á verðlagi ársins 2005 (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2005). Orkufyrirtæki eru enn að mestu leyti í eigu ríkis og bæja.

Tafla 2 Einkavædd fyrirtæki á Íslandi árunum 1992-2007

	Fyrirtæki	Söluár	% af heildarhlutafé
1	Prentsmiðjan Gutenberg hf.	1992	100.00
2	Framleiðsludeild ÁTVR	1992	100.00
3	Ríkisskip (eignasala)	1992	100.00
4	Ferðaskrifstofa Íslands hf.	1992	33.33
5	Jarðboranir hf.	1992-95	50.00
6	Menningarsjóður	1992	100.00
7	Þróunarfélag Íslands hf.	1992	29.00
8	Íslensk endurtrygging hf.	1992	36.50
9	Rýni hf.	1993	100.00
10	SR-mjöl hf.	1993	100.00
11	Þormóður rammi hf.	1994	16.60
12	Lyfjaverslun Íslands hf.	1994-95	100.00
13	Þörungaverksmiðjan hf.	1995	67.00
14	Skýrr hf.	1997	28.00
15	Bifreiðaskoðun hf.	1997	50.00
16	Íslenska járnblendifélagið hf.	1998	26.50
17	FBA	1998	49.00
18	Skýrr hf.	1998	22.00
19	Íslenskir aðalverktakar hf.	1998	10.70
20	Stofnfiskur(Til starfsmanna)	1999	19.00
21	Áburðarverksmiðjan hf.	1999	100.00
22	Skólavörubúð Námsgagnastofnunar	1999	100.00
23	Hólalax hf.	1999	33.00
24	FBA	1999	51.00
25	Íslenska menntanetið hf.	1999	100.00
26	Búnaðarbanki Íslands hf.	1999	13.00
27	Landsbanki Íslands hf.	1999	13.00
28	Intís hf.	2000	22.00
29	Kísiliðjan hf.	2001	51.00
30	Stofnfiskur	2001	33.00
31	Landssími Íslands hf.	2001	2.69
32	Steinullarverksmiðjan hf.	2002	30.11
33	Landsbanki Íslands hf.	2002	20.00
34	Íslenska járnblendifélagið hf.	2002	10.49
35	Landsbanki Íslands hf.	2002	45.80
36	Búnaðarbanki Íslands hf.	2003	45.80
37	Landsbanki Íslands hf.	2003	2.50
38	Búnaðarbanki Íslands hf.	2003	9.11
39	Íslenskir aðalverktakar hf.	2003	39.86
40	Sementsverksmiðjan hf.	2003	100.00
41	Barri hf.	2004	22.39
42	Eignarhaldsfélagið Verðbréfaþing hf.	2004	4.43
43	Flugskóli Íslands hf.	2005	21.90
44	Landssími Íslands hf.	2005	98.80
45	Lánasjóður landbúnaðarins (útlánasafn)	2005	100.00
46	Hitaveita Hjaltadals	2006	100.00
47	Hitaveita Suðurnesja hf.	2007	15.20
48	Baðfélag Mývatnssveitar hf.	2007	24.00

(Heimild: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2007)

Í töflu 2 má sjá lista yfir öll þau fyrirtæki sem hafa verið einkavædd á Íslandi frá árinu 1992 til ársins 2007.

Ekki hafa verið gerðar rannsóknir hér á landi á áhrif einkavæðingar á efnahagslífið í heild. Ef marka má reynslu annarra þjóða má reikna með að áhrifin hafi verið jákvæð. Af fyrirbyggjandi upplýsingum má ráða að t.d. velta og starfsmannafjöldi hafi aukist í flestum fyrirtækjum. Það er þó erfitt að draga ályktanir um áhrif einkavæðingar af starfsmannatölum einum saman, því til að meta slík áhrif þarf að bera saman þróun hjá fyrirtækjum sem voru einkavædd og öðrum sambærilegum fyrirtækjum, sem hafa verið einkarekin yfir lengra tímabil. Ennfremur hafa fyrirtækin í mörgum tilvikum sameinast öðrum fyrirtækjum, sem þýðir að væntanlega hefur verið hagrætt töluvert í rekstri, en jafnframt gerir það greiningu á áhrifum erfiðari. Það ber einnig að hafa í huga að tiltölulega skammur tími leið frá því að stærstu fyrirtækin voru einkavædd og þar til algjört efnahagshrun varð á Íslandi árið 2008 sem hafði áhrif á flest öll fyrirtæki í landinu (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

2.7.1 Einkavæðing Landssímans

Þann 5. ágúst 2005 undirritaði Geir H. Haarde fjármálaráðherra kaupsamning f.h. íslenska ríkisins við Skipti ehf. um kaup á 98,8% hlut ríkisins í Landssíma Íslands hf. (Símanum). Kaupverðið var 66,7 milljarðar króna miðað við gengisskráningu þann 27. júlí 2005. Með sölunni var lokið stærstu einkavæðingu Íslandssögunnar.

Sölufერიlið á kjölfestueignarhlut ríkisins í Símanum hófst árið 2004 þegar gerð var áreiðanleikakönnun og verðmat á fyrirtækinu. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu ákvað að ganga til samninga við ráðgjafar- og fjármálafyrirtækið Morgan Stanley í Lundúnum að undangengnu mati á tilboðunum þar sem horft var meðal annars til verðþáttar, þjónustu og gæða.

Þann 4. apríl 2005 kynnti framkvæmdanefnd um einkavæðingu fyrirkomulag sölu á hlut ríkisins í Símanum jafnframt því sem nefndin lagði fram viðamikla skýrslu um Símann, lagalegt umhverfi fjarskiptageirans á Íslandi, tæknilega þætti grunnnets, sem og framkvæmd einkavæðingarinnar. Lagði nefndin til að allur hluturinn yrði seldur í einu lagi einum hópi kjölfestufjárfesta. Var sú tilhögun í samræmi við

tillögu Morgan Stanleys. Sala bréfa til hóps kjölfestufjárfesta yrði hins vegar háð eftirtöldum skilyrðum:

- Að enginn einn einstakur aðili, skyldir eða tengdir aðilar, eignist stærri hlut í Símanum, eða í félagi sem stofnað er til kaupa á hlut ríkisins í Símanum, en 45%, beint eða óbeint, fram að skráningu félagsins á Aðallista í Kauphöll.
- Að tiltekinn hluti keyþra hlutabréfa og ekki minna en 30% af heildarhlutafé félagsins yrði af hálfu kaupanda boðinn almenningi og öðrum fjárfestum til kaups fyrir árslok 2007, og sala á hlutum í félaginu til annarra ætti sér ekki stað fyrir en að lokinni slíkri sölu.
- Að Síminn yrði skráður á Aðallista Kauphallar hér á landi að uppfylltum skilyrðum Kauphallarinnar samhliða sölu til almennings og annarra fjárfesta, og innlausnarrétti yrði ekki beitt gagnvart núverandi hluthöfum í Símanum (1,2%) fram að skráningu félagsins á Aðallista Kauphallar.
- Að kjölfestufjárfestir færi ekki með eignaraðild, beina eða óbeina, í fyrirtækjum í samkeppni við Símann hér á landi.

Gert var ráð fyrir tvíþættu sölufarli. Í fyrstu skyldu bjóðendur, á grundvelli fyrirbyggjandi útboðsgagna, skila inn óbindandi tilboðum. Við mat á óbindandi tilboðum yrði meðal annars horft til verðs, fjárhagslegs styrks og lýsingar á fjármögnun, reynslu af rekstri fyrirtækja, hugmynda og framtíðarsýn varðandi rekstur Símans, starfsmannastefnu og þjónustu í þéttbýli og dreifbýli næstu fimm árin, svo og sjónarmiða bjóðenda hvað varðaði markmið ríkisins með sölunni. Við mat á bindandi tilboðum, á síðara stigi sölufarlis, yrði hins vegar einungis horft til verðþáttar. Við mat á bindandi kauptilboðum yrði aðeins litið til verðs og gengið til viðræðna við hæstbjóðendur. Þó áskildi framkvæmdanefnd um einkavæðingu sér rétti til að hafna öllum tilboðum reyndust þau ófullnægjandi. Til að tryggja gagnsæi ákvað framkvæmdanefnd um einkavæðingu að opna þau bindandi tilboð sem bærust í viðurvist allra bjóðenda og fjölmiðla.

Þann 17. maí 2005 rann út skilafrestur fyrir óbindandi tilboð og bárust alls 14 óbindandi tilboð í hlutabréf ríkisins í Símanum. Að baki tilboðanna stóðu 37 fjárfestar, innlendir og erlendir. Fjármálaráðherra, sem fór með eignarhlut ríkisins í

Símanum, í samráði við ráðherranefnd um einkavæðingu, samþykkti tillögu framkvæmdanefndar um einkavæðingu um að taka tilboði Skipta ehf., í 98,8% hlut ríkisins í Símanum. Tilboðið nam 66,7 ma.kr. miðað við gengisskráningu þann 27. júlí, sem var jafnframt hæsta tilboð sem barst. Fjárfestahópurinn Skipti ehf. samanstóð af eftirtöldum aðilum:

Exista ehf. 45%

Lífeyrissjóður verslunarmanna 8.25%

Gildi lífeyrissjóður 8.25%

Sameinaði lífeyrissjóðurinn 2.25%

Samvinnulífeyrissjóðurinn 2.25%

MP Fjárfestingabanki hf. 2%

Imis ehf. 2%

Kaupþing banki 30%

Eftir söluna á Símanum hafði ríkisvaldið dregið sig að öllu leyti út úr samkeppnisrekstri á fjarskiptamarkaði (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2005).

3 Einkavæðing bankanna

Ríkisstjórn Sjálfstæðisflokksins og Framsóknarflokksins, sem komst til valda árið 1995, var með það á stefnuskrá sinni að einkavæða ríkisfyrirtæki og sú stefna átti einnig við um ríkisbankana (Forsætisráðuneytið, 1995).

Í fyrstu var stefnt að dreifðu eignarhaldi. Þáverandi forsætisráðherra, Davíð Oddsson, færði rök fyrir því á þinginu haustið 1999. Þar sagði hann meðal annars að það væri óæskilegt ef stórir eigendur, sem eru í annarri atvinnustarfsemi, eignist ráðandi hluti í bönkum. Forsætisráðherra benti á að ekki væri æskilegt að einn aðili ráði svo stórum hlut í banka að hann nái að knýja sitt fram í andstöðu annarra smærri hluthafa. Því væri æskilegt að takmarka hámarkseign við hóflegan hlut (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

3.1 Fyrstu skref í einkavæðingu bankanna

Fyrsta skrefið í einkavæðingu bankanna var vorið 1997 þegar sett voru lög nr. 50/1997⁴ um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands. Í lögnum var mælt fyrir um stofnun hlutafélaga um bankana en við stofnun þeirra skyldi allt hlutafé vera í eigu ríkisins. Öll sala á hlutafé ríkisins var óheimil án samþykkis frá Alþingi en viðskiptaráðherra fékk aftur á móti vald til að heimila útboð á nýju hlutafé til að styrkja eiginfjárstöðu bankanna. Samanlagður eignarhlutur annarra aðila en ríkissjóðs mátti hins vegar ekki vera hærrí en 35% af heildarfjárhæð hlutafjár í hvorum bankanum fyrir sig (Ríkisendurskoðun, 2003).

Um vorið 1997 voru sett lög um stofnun Fjárfestingabanka atvinnulífsins hf. (FBA) nr. 60/1997⁵. Þann 1. janúar 1998 yfirtók bankinn allar eignir, skuldir og skuldbindingar Fiskveiðasjóðs Íslands, Iðnlánasjóðs, Útflutningaslánasjóðs og Iðnþróunarsjóðs, öðrum en þeim sem sem ráðstafað var með öðrum hætti samkvæmt lögum um Nýsköpunarsjóð atvinnulífsins. Ríkissjóður varð eigandi alls hlutafjár í bankanum við stofnun hins nýja banka en heimilt var að selja allt að 49% hlutfjárins.

⁴ Lög um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands nr. 50/1997

⁵ Lög um stofnun Fjárfestingabanka atvinnulífsins hf. nr.60/1997

Eftir gildistöku laganna var það í höndum iðnaðarráðherra og sjávarútvegsráðherra að hefja undirbúning að sölu hlutfjár⁶.

Ríkisstjórnin samþykkti þann 28. ágúst 1998 stefnumótun varðandi sölu hlutfjár í bönkunum þremur. Um haustið var heimildin í lögum um útboð á nýju hlutfé nýtt og boðið var út nýtt hlutfé sem nam 15% af heildarfé hvers banka um sig⁷.

Sala á nýju hlutfé fór fram í þrennu lagi. Í fyrsta lagi gafst starfsmönnum tækifæri á að kaupa hlutabréf á gengi sem samsvaraði innra virði félagsins. Í öðru lagi gafst almenningi kostur á að kaupa hlutabréf í áskriftarsölu og í þriðja lagi var lítill hluti boðinn í tilboðsölu (Stefnumótun ríkisstjórnarinnar, 1998).

Í útboði Landsbankans var fjöldi áskrifenda 12.112, söluandvirðið var 1,7 milljarðar króna og gengið í útboði til almennings var 1,90. Í útboði Búnaðarbankans var fjöldi áskrifenda rúmlega 93.000, söluandvirðið var um einn milljarður og gengið í útboðinu 2,15. Í byrjun nóvember 1998 var ákveðið að nýta heimild til sölu á 49% hlutafjár ríkissjóðs í FBA. Í útboðinu skráðu 10.732 einstaklingar sig fyrir 18,9 milljarða króna en útboðsgengið var 1,4. Einungis var til sölu 4,665 milljarðar kr. og var því mikil umframeftirspurn í útboðinu. Því kom til skerðingar á hlut hvers og eins (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003). Með þessari sölu hófst einkavæðing bankanna.

3.1.1 Áhugi SEB á Landsbankanum árið 1998

Um sumarið 1998 fóru fram viðræður milli sænska bankans Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) og íslenskra stjórnvalda um hugsanleg kaup SEB á hlut í Landsbankanum, sem þá var að fullu í eigu ríkisins. SEB hafði lýst yfir áhuga sínum við íslensk stjórnvöld að hann hefði áhuga á kaupum á þriðjungshlut í bankanum. Yfir sumartímenn fóru fram viðræður milli íslenskra stjórnvalda og fulltrúa bankans. SEB hafði fyrirætlun um að kaupa þriðjungshlut í Landsbankanum og við sölu ríkisins á afgangshlut sínum í bankanum, sem gert var ráð fyrir að yrði þremur árum eftir kaup SEB, ætti þeir forkaupsrétt á 17% af hlutfé. Að sögn Óttars Guðjónssonar, sem var starfsmaður SEB og einn af fulltrúum bankans í viðræðunum

⁶ Lög um stofnun Fjárfestingabanka atvinnulífsins hf. nr.60/1997

⁷ Lög um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands.

við íslensk stjórnvöld, var gengið út frá því af hálfu SEB að samkomulag hefði tekist um kaupin í meginatriðum. Stuttu seinna fær SEB þau skilaboð frá Íslandi að viðræðum við SEB sé slitið (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Í skýrslutöku hjá rannsóknarnefnd Alþingis segir Davíð Oddsson að hann sjálfur hefði ráðið að mestu leyti um þá ákvörðun að stöðva viðræðurnar. Samkvæmt Davíð var það hans ákvörðun að stöðva söluna til SEB þar sem einkavæðing ríkisfyrirtækja flokkaðist almennt undir verksvið hans sem forsætisráðherra. Ástæðan fyrir ákvörðuninni sagði Davíð vera þau sjónarmið að ekki væri eðlilegt að semja í tvíhliða lokuðu ferli heldur yrði ferlið að vera opnara og gagnsærra svo aðrir áhugasamir fjárfestar hefðu kost á að bjóða í bankann (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í skýrslutöku fyrir rannsóknarnefndinni segir Halldór J. Kristjánsson að SEB hefði viljað kaupa í bankanum áður en hann yrði skráður á almennan hlutabréfamarkað. Hann sagði upplifun sína hafa verið að viðræður hefðu strandað á framangreindri kröfu SEB um kauprétt. Geir H. Haarde lýsti að hluta til sömu sjónarmiðum og Halldór um skort á pólitískum vilja til að klára endanlega söluna en nefndi einnig þá afstöðu sína að verðið sem SEB bauð hafi ekki verið fullnægjandi (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Páll Gunnar Pálsson, var á þessum tíma starfsmaður viðskiptaráðuneytisins og átti þátt í viðræðum við SEB. Hann sagði í skýrslutöku við rannsóknarnefndina: „Þarna tel ég að hafi verið gerð fyrstu og ein stærstu mistökin í einkavæðingaferlinu. Það má velta því fyrir sér hvernig fjármálamarkaðir hefðu þróast ef að sænskur aðili hefði gert sig gildandi á honum? Við getum ekkert sagt um hvað hann hefði verið hér lengi eða hvernig það hefði þróast, en það er a.m.k. hægt að slá því föstu að það hefði þróast með betri hætti heldur en gerðist“ (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Hreinn Loftsson var formaður framkvæmdanefndar um einkavæðingu á þessum tíma. Hann tók undir afstöðu Davíðs Oddssonar í þessu máli og sagði að það hefði verið gegn stefnu nefndarinnar og ríkisstjórnarinnar að semja um sölu á eignarhlut ríkisins í Landsbankanum í lokuðu ferli eins og þarna stefndi í. Því hafi verið rétt ákvörðun að hætta viðræðum við SEB og fylgja þeirri stefnu sem sett hafði verið um að selja bankana í opnu og gegnsæju ferli eins og fyrirfram var búið að ákveða (Hreinn Loftsson munnleg heimild, 10. apríl 2013).

3.2 Frekari sala hlutafjár í bönkunum

Fjárfestingabanki atvinnulífsins var seldur að fullu árið 1999. Fyrirkomulagið við sölu var kynnt í september sama ár⁸. Markmið útboðsins var að hámarka söluverð.

Næsta sala á hlutum í Landsbankanum og Búnaðarbankanum fór fram í desember 1999. Alls skráðu 55 þúsund manns sig fyrir hlut í bönkunum og söluandvirðið nam 5,5 milljörðum króna þar af voru 3,3 milljarðar vegna sölu á hlutabréfum Landsbankans. Umframeftirspurn í útboðunum var það mikil að hægt hefði verið að selja allan hlut ríkisins í báðum bönkunum í þessum áfanga. Eftirstandandi hlutur ríkisins í bönkunum var um 72% eftir sölu (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Með sölu var verið að ná markmiðum ríkisstjórnarinnar um dreifða eignaraðild og þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði.

Næsta sala á hlutafé ríkisins í bönkunum fór fram árinu 2002 en hlutur ríkisins minnkaði þó vegna hlutafjárukningar. Þannig fór hlutur ríkisins í Landsbankanum niður í u.þ.b. 68% í júní árið 2000 vegna hlutafjárukningar sem til kom vegna kaupa Landsbankans á breska bankanum The Heritable and General Investment bank. Þá lækkaði einnig hlutur Búnaðarbankans úr 72% í u.þ.b. 55% á árunum 2000-2001 vegna samruna bankans við Lýsingu og Gildingu en báðir þessir samrunar voru fjármagnaðir með hlutafjárukningu (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

3.3 Breytingar á lögum

Í stefnulýsingu ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks frá maí 1999 var fjallað nánar en áður hafði komið fram um einkavæðingu ríkisfyrirtækja. Þar kom fram ákveðin fyrirætlun um sölu hlutabréfa í ríkisbönkunum (Forsætisráðuneytið, 1999).

Það var hinn 5. mars 2001 sem Valgerður Sverrisdóttir, þáverandi viðskiptaráðherra, lagði fram frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 50/1997 um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands. Í frumvarpinu var gerð breyting á fyrri lögum sem leyfði nú sölu á eignarhlut ríkissjóðs í bönkunum tveimur. Þessi breyting var eina efnislega breytingin á lögnum en ekki var tekin afstaða til annarra atriða varðandi væntanlegt söluferli. Í

⁸ Lög um breytingu á lögum nr. 60/1997, um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf.

frumvarpinu kom einnig fram sjónarmið til stuðnings því afhverju ríkið stundaði ekki starfsemi á fjármagnsmarkaði sem einkaaðilar væru tilbúnir að annast með eðilegum hætti og þar með fyrir því að selja ætti bankana til einkaaðila (Þingskjal 817, 2000-2001).

Í athugasemdum með frumvarpinu kom fram að stefnt var að því að hefja sölu á hlutafé ríkisins í bönkunum árið 2001 og ljúka sölunni fyrir lok kjörtímabilsins 2003. Leggja áttí áherslu á sölu til almennings og tilboðssölu samkvæmt stefnu ríkisstjórnarinnar. Framkvæmdanefndar um einkavæðingu áttí að sjá um að koma með tillögur til viðskiptaráðherra um fyrirkomulag sölu bæði til almennings og tilboðssölu. Einnig áttí að kanna áhuga kjölfestufjárfesta um kaup á stórum hlut í bönkunum og áttí þar sérstaklega að skoða fjárfestingu erlends fjármálafyrirtækis í bönkunum. Við val á slíkum fjárfesti áttí að taka mið af verklagsreglum um einkavæðingu (Þingskjal 817, 2000-2001).

Við þinglega meðferð málsins kom fram að sjónarmið stjórnarandstöðunar var að réttast væri að selja aðeins annan bankann á þessum tíma (Þingskjal 1193, 2000-2001).

Í nefndarálti meirihluta efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis um frumvarp viðskiptaráðherra kom fram að ekki voru lagðar til breytingar á því heldur lagt til að það yrði samþykkt óbreytt (Þingskjal 1089, 2000-2001).

Alþingi samþykkti frumvarp Valgerðar Sverrisdóttur 18. maí 2001 óbreytt með 35 atkvæðum þingmeirihlutans, þingmanna Sjálfstæðisflokksins og Framsóknarflokksins. Aðrir flokkar á þinginu sátu hjá eða greiddu atkvæði gegn frumvarpinu, þ.e. Samfylkingin, Frjálslyndi flokkurinn og Vinstri hreyfingin – grænt framboð (Þingskjal 1421, 2000-2001)

Með breytingu á lögum nr. 70/2001 var ekki gerð nein útfærsla á því hvernig salan á eignarhlut ríkisins í bönkunum ætti að fara fram. Söluheimildin var að mestu leyti opin og óákvörðuð. Öll frekari ákvarðanatöka varðandi fyrirkomulag sölunnar fór því ekki fram á þinginu heldur hjá stjórnvöldum. Þar á meðal var það ákvörðun stjórnvalda hvort selja ætti einungis annan bankann eða báða, hvort þeir skyldu seldir á sama tíma, hversu stór eignarhlutur yrði seldur, hvaða viðmið ætti að nota varðandi verð á eignarhlutum, hvort og hvaða skilmála ætti að gera til kaupanda og svo mætti áfram telja. Þannig vísaði Alþingi öllum nánari atriðum um fyrirkomulag

sölu bankanna nema sjálfri söluheimildinni til stjórnvalda og voru þau þannig leidd til lykta af hálfu stjórnvalda en ekki þingsins (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í skýrslutöku hjá Rannsóknarnefnd Alþingis í október 2009 er Valgerður Sverrisdóttir spurð út í þá leið sem farin var við sölu bankanna, þ.e. að hafa söluheimildina opna í lögnum og láta stjórnvöld ákveða nánari skilyrði og framkvæmd sölunnar. Meðal annars er hún spurð að því hvort hún teldi að setja hefði átt þar fram og afmarka skilyrði sem framkvæmdarvaldinu hefði þá borið að fylgja við framkvæmd sölunnar. Valgerður tók undir það að heimildin hefði verið mjög opin. Í skýrslutökunni segir hún: „Já, svona eftir á að hyggja þá er þetta náttúrulega mjög opið en þetta var dálítið barn síns tíma, framkvæmdavaldið var náttúrulega mjög dómínerandi í þinginu á þeim tíma“ (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Þegar Valgerður var spurð um þá gagnrýni sem fram hafði komið af hálfu stjórnarandstöðu um skort á pólitískri ákvarðanatöku um hvernig skyldi standa að einkavæðingunni, sagði Valgerður að reglur hefðu verið til um það hvernig einkavæðingarnefnd skyldi starfa og að Alþingi hefði alltaf tækifæri til að spyrja um alla hluti (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

3.4 Ávörðun um samhliða sölu bankanna

Með samþykkt á lögum nr. 70/2001⁹ var veitt söluheimild á báðum bönkunum. Í álit meirihluta efnahags- og viðskiptanefndar var vísað til þess að framkvæmdanefnd um einkavæðingu ynni að undirbúningi tillagna um fyrirkomulag sölu bankanna tveggja. Nefndin átti að taka afstöðu til áfangaskiptingar og tímasetninga varðandi söluna sem og þess hvort um samhliða sölu þeirra yrði að ræða eða ekki (Þingskjal 1089, 2000-2001). Í álit minnihluta efnahags- og viðskiptanefndar var ekki fallist á það að selja báða bankana í einu heldur var lagt til að ríkisstjórnin fengi einungis heimild til að selja hlutinn í Búnaðarbankanum. Rökin fyrir þeirri tillögu voru í meginatriðum efnahagsleg og vegna aðstæðna á fjármálamörkuðum á þeim tíma þar sem þeir töldu að óheppilegt væri að ráðast í sölu á báðum bönkunum. Þetta álit minnihlutans fékk ekki hljómgrunn og var ferlið sett í hendur framkvæmdanefndar um einkavæðingu (Þingskjal 1193, 2000-2001).

⁹ Lög um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum.

Í minnisblaði framkvæmdanefndar um einkavæðingu (FnE), dagsett 23. maí 2001, til Ráðherranefndar um einkavæðingu koma fram fimm tillögur til ráðherranefndarinnar. Fyrsta tillagan byggir á því sjónarmiði FnE að æskilegast væri að sala á hlutabréfum í bönkunum yrði aðskilin. Nefndin taldi að miðað við stöðu bankanna ætti að byrja á undirbúningi sölu á Landsbankanum en stefnumótun við sölu á Búnaðarbankanum ætti að fresta fram á haustið 2001. Aðrar tillögur nefndarinnar snéru að Landsbankanum (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Á ríkisstjórnarfundum 18. júní 2001 var lagt fram minnisblað viðskiptaráðherra sem byggðist á framangreindum tillögum FnE um undirbúning að sölunni, nefndinni falið að auglýsa eftir tilboðum í ráðgjöf vegna hennar og vinna drög að skilmálum sölunnar (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Útboðsferli vegna tilboða í ráðgjöf við söluna lauk með tilkynningu 17. ágúst 2001 um að gengið yrði til samninga við breska fjárfestingabankann HSBC um verkið (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

3.5 Framkvæmdanefnd um einkavæðingu

Hlutverk framkvæmdanefndar um einkavæðingu (FnE) var að annast undirbúning, samræmingu verkefna og tryggja faglegan undirbúning á sviði einkavæðingar. Á verkssviði nefndarinnar var m.a. yfirumsjón með breytingu ríkisfyrirtækja í hlutafélög, sölu ríkisfyrirtækja og sölu á eignarhluta ríkisins í öðrum fyrirtækjum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Það var hlutverk þáverandi forsætisráðherra, Davíðs Oddssonar, að skipa framkvæmdarnefndina. Nefndin var skipuð eftirfarandi einstaklingum: Hreinn Loftsson hrl., sem skipaður var formaður nefndarinnar, Jón Sveinsson hrl., Steingrímur Ari Arason hagfræðingur og Sævar Þór Sigurgeirsson löggiltur endurskoðandi. Breytingar urðu á skipan nefndarinnar á árinu 2002 þegar Ólafur Davíðsson, ráðuneytisstjóri í forsætisráðuneytinu, tók sæti Hreins Loftssonar í febrúar og þegar Baldur Guðlaugsson, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu, tók sæti Steingríms Ara Arasonar í september sama ár. Starfsmenn nefndarinnar á tímabilinu voru Skarphéðinn B. Steinarsson, fyrrv. skrifstofustjóri í forsætisráðuneytinu og Guðmundur Ólason, stjórnarsýslufræðingur í fjármálaráðuneytinu (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Í skýrslu FnE frá árinu 2003 eru nefndir sex þættir sem nefndin telur að séu markmið einkavæðingar: (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003)

1. Að auka samkeppni og skilvirkni í þjóðfélaginu
2. Að draga úr pólitískum áhrifum í fyrirtækjum.
3. Að efla hlutabréfamarkað
4. Að bæta stöðu ríkissjóðs
5. Að bæta hag neytenda
6. Að draga úr áhrifum sérhagsmunahópa

Framkvæmdarnefndin fékk ráðgjöf frá breska fjárfestingarbankanum HSBC vegna sölu á Landsbankanum. Haustið 2001 unnu framkvæmdanefnd og HSBC að því að leita tilboða á alþjóðlegum vettvangi samkvæmt þeirri stefnumörkun að selja ætti umtalsverðan hlut í bankanum einum kjölfestufjárfesti sem æskilegt þótti að yrði erlendur. Talið var að kaup erlends banka myndi hafa jákvæð áhrif á fjármálamarkaðinn og hagkerfið. Voru dregnir fram þeir kostir að erlent eignarhald myndi að öðru óbreyttu bæta lánshæfismat bankans og draga úr kostnaði t.d. vegna upplýsingakerfa (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Leit HSBC bankans að erlendum kjölfestufjárfesti skilaði ekki árangri. Þann 21. desember 2001 sendi FnE tilkynningu um að sala á bréfum Landsbankans yrði slegið á frest og var ástæðan sögð vera vegna erfiðra markaðsskilyrða (Forsætisráðuneytið, 2001). Aðstæður á mörkuðum í heiminum voru á þessum tímamarki mjög slæmar sem einkum má rekja til þess að internetkrísan náði hámarki á árunum 2000-2001. Hryðjuverkaárásirnar á tvíburaturnana í New York hinn 11. september árið 2001 hafði einnig gríðarleg áhrif á fjármálamarkaði um allan heim sem tóku skarpa dýfu í kjölfar árásanna í New York.

3.6 Kjölfestufjárfestir

Í umfjöllun þeirra sem stóðu að sölu bankanna fyrir hönd ríkisins var með orðinu kjölfestufjárfestir ekki eingöngu vísað til stærðar eignarhluta heldur var þar einnig í

ýmsum tilvikum vísað til krafna um þekkingu og reynslu væntanlegs kaupanda af rekstri banka eða á sviði fjármálaþjónustu.

Ráðherrar þeirrar ríkisstjórnar og forystumenn þingmeirihlutans sem stóð að sölunni á hlutum ríkisins í Búnaðarbankanum og Landsbankanum höfðu við ýmis fyrri tækifæri lýst opinberlega þeirri afstöðu að dreift eignarhald væri æskilegt á ríkisbönkunum eftir einkavæðingu þeirra. Í viðtali við Davíð Oddsson sem birtist í Morgunblaðinu 8. ágúst 1998 kemur fram að hann teldi það mikilvægt að eignarhaldi á bönkum yrði dreift og eigendurnir yrðu sem hlutlausastir gagnvart viðskiptalífínu. Þar sagði hann einnig að til greina kæmi að tryggja það með lagasetningu að eignarhald í bönkunum yrði dreift (Hjálmar Jónsson, 1998, bls. 30-31). Hinn 28. ágúst 1998 kynnti Finnur Ingólfsson, þáverandi viðskiptaráðherra, stefnumótun ríkisstjórnarinnar um sölu ríkisbanka sem ráðherranefnd um einkavæðingu hafði unnið að. Stefnumótunin gerði bæði ráð fyrir dreifðri eignaraðild og aðild kjölfestufjárfestis. Lagði nefndin til að kannaður yrði sá möguleiki að fá kjölfestufjárfesti að öllum bönkunum og átti hann helst að vera erlendur. Nefndin taldi að með aðkomu erlends kjölfestufjárfestis mundi það stuðla að aukinni samkeppnishæfni og auknu verðmæti (Morgunblaðið, 29. ágúst 1998). Ekki var rætt um kjölfestufjárfesti í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 28. maí 1999 þar sem sett var fram hið pólitíska markmið þeirrar ríkisstjórnar um sölu á hlutabréfum í ríkisbönkunum (Forsætisráðuneytið, 1999). Söluheimild laga nr. 70/2001 hafði heldur ekki að geyma tiltekin skilyrði af hálfu Alþingis um söluna, þ.á.m. hvorki um sölu á kjölfestuhlut, og þá hvað fælist í því hugtaki, né um tryggingu að dreifðu eignarhaldi (Þingskjal 1421, 2000-2001).

Í minnisblaði FnE til Ráðherranefndar um einkavæðingu (RnE) komu fram tillögur FnE um fyrirkomulag sölu á hlut ríkisins. Þar var lagt til að umtalsverður hlutur yrði seldur til kjölfestufjárfestis. Tilagan beindist aðeins að Landsbankanum þar sem nefndin hafði lagt til að einungis hann yrði seldur til að byrja með. Í minnisblaðinu kom fram að binda ætti söluna þeim skilyrðum að hún leiddi til aukinnar samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði og yki samkeppnishæfni hans. Sérstaklega var nefnt að kaup erlends banka myndu fyrirsjáanlega hafa jákvæð áhrif á fjármálamarkaðinn og hagkerfið. Talið var að erlent eignarhald myndi að öðru

óbreyttu bæta lánsþæfismat bankans og draga úr kostnaði t.d. vegna upplýsingakerfa (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í skýrslutöku Davíðs Oddssonar fyrir rannsóknarnefnd Alþingis má ráða að við stefnumörkun um sölu á bönkunum innan ríkisstjórnarinnar hafi hugtökin „kjölfestufjórðing“ og „dreifð eignaraðild“ togast á. Einnig kom fram hjá Davíð að það hefði verið pólitísk niðurstaða að stefna á sölu á umtalsverðum hlut í ríkisbönkunum til kjölfestufjórðinga, þó í bland við dreifða sölu á almennum markaði (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Á fundum ríkisstjórnarinnar 18. júní 2001 samþykkti hún tillögur viðskiptaráðherra um að hefja undirbúning að sölu Landsbankans. Ákvörðunin kvað á um að selja skyldi umtalsverðan hlut, þ.e. ráðandi hlut eða a.m.k. þriðjung hlutafjár í félaginu, til kjölfestufjórðinga að undangengnu forvali og útboði. Skilyrði var að salan yki samkeppnishæfni bankans og leiddi til aukinnar samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði (Frankvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Í grein sem birt var í Morgunblaðinu 5. júlí 2001 undir yfirskriftinni „Sala Landsbankans“ skilgreindi Valgerður Sverrisdóttir hugtakið kjölfestufjórðing. Í greininni segir: „Kjölfestufjórðing er sá sem hefur þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og getur því aukið styrk bankans og gefið honum ný sóknartækifæri. Kjölfestan gefur Landsbankanum færi á að auka þjónustuframboð sitt, veitir honum aðgang að fleiri dreifileiðum og mörkuðum og jafnframt aðgang að þróun og samkeppnishæfni bankans. Aðrir aðilar en þeir sem þekkingu og reynslu hafa af fjármálamörkuðum, hvort sem þeir eru innlendir eða erlendir, geta ekki veitt kjölfestu með þeim hætti sem hér er lýst.“ (Valgerður Sverrisdóttir, 2001)

Leitað var að erlendum kjölfestueiganda fyrir Landsbankann frá hausti 2001 og fram á vetur 2002 og kannaður áhugi hjá hátt á þriðja tug erlendra fjórðinga, mestmegnis fjármálafyrirtækja (Frankvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

3.7 Söluferli Landsbankans

Í minnisblaði FnE frá apríl 2002 er síðan talið að fyrirhuguð sala til kjölfestufjórðinga í Landsbankanum muni frestast í óákveðinn tíma.

Frankvæmdanefndin skoðaði þann möguleika í byrjun árs 2002 að selja hluta af bankanum á innlendum markaði í gegnum viðskiptakerfi Kauphallar Íslands.

Viðskiptin áttu sér stað á markaðsverði miðað við gengi á hverjum tíma. Landsbankinn setti inn sölutilboð í Kauphöllina og kannaði jafnframt áhuga fagfjárfesta. Það var mat Landsbankans og annarra markaðsaðila að þessi leið væri mjög ákjósanleg miðað við ríkjandi markaðsaðstæður. Almennt útboð á 20% hlutafjár í bankanum hófst þann 14.júní 2002. Útboðsgengið var ákveðið 3,50 fyrstu þrjá daga útboðsins en gert var ráð fyrir að útboðið gæti staðið í einn mánuð. Útboðið kláraðist á 15 mínútum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Nokkrum dögum seinna eða 27. júní 2002 barst framkvæmdarnefndinni bréf frá Björgólfi Thor Björgólfssyni, Björgólfi Guðmundssyni og Magnúsi Þorsteinssyni. Í bréfinu var lýst yfir vilja þeirra til að fjárfesta í að minnsta kosti 33% af hlutafé Landsbankans og óskað var eftir viðræðum um kaupin (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

3.7.1 Samson hópurnir

Samson hópurnir, sem samanstóð af þeim Björgólfi Thor Björgólfssyni, Björgólfi Guðmundssyni og Magnúsi Þorsteinssyni, hafði hagnast töluvert á sölu Bravo bjórverksmiðjunnar, sem þeir voru með í Pétursborg í Rússlandi, til stórfyrirtækisins Heineken.

Premeningarnir sem lýstu yfir áhuga sínum á kaupum á hlutfé Landsbankans stofnuðu einkahlutafélag utan um kaupin og var það nefnt Samson ehf. Í bréfinu sem þeir sendu til FnE í júní 2002 var sagt frá tilboði um kaup á a.m.k 33,3% af hlutafé Landsbankans og kauprétti að 10% heildarhlutafjár í 24 mánuði frá undirritun kaupsamnings, þ.e. samtals 43,3% af heildarhlutafé bankans eða um 90% af eignahlut ríkisins. Í kjölfar bréfsins auglýsti framkvæmdanefndin í fjölmiðlum eftir áhugasömum fjárfestum um kaup á a.m.k fjórðungshlut í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Í auglýsingunni var fjárfestum sjálfum látið eftir að tilgreina nánar þann hlut sem þeir hefðu áhuga á að kaupa á milli 25% og heildarhlutafjáreignar ríkisins í bönkunum eins og hún var þá, þ.e. um 48% í Landsbankanum og 55% í Búnaðarbankanum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Í skýrslutöku fyrir Rannsóknarnefnd Alþingis skýrði Björgólfur Guðmundsson aðdraganda þess að áhugi kviknaði hjá Samson hópnum fyrir kaupum á hlut í Landsbankanum. Segir hann að Magnús og Björgólfur Thor hafi hitt mann frá HSBC

bankanum í kokteilboði í London og hann rætt við þá um hugsanlega sölu á Landsbankanum en það hafi að mestu verið rætt í léttleika. Stuttu seinna setti hópurinn sig í samband við Ólaf Davíðsson formann einkavæðinganevndar og kemur fram í skýrslutökunni að þeir hafi verið í stöðugu sambandi við Ólaf áður en formlegt bréf þeirra var sent til framkvæmdanevndarinnar. Einnig kemur fram að Samson hópurinn hafi átt fund með Davíð Oddssyni þáverandi forsætisráðherra til þess að kynna sínar hugmyndir um hugsanleg kaup (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Alls voru fimm aðilar sem skiluðu inn tilkynningu um áhuga á kaupum á hlut í Landsbankanum en það var einungis Samson hópurinn sem lýsti yfir áhuga á meira en 33% eignarhlut. Allir aðilarnir fimm sem skiluðu inn tilkynningu voru innlendir aðilar. Stjórnvöld völdu síðan 3 aðila sem þeir fóru í frekari viðræður við sem voru Samson hópurinn, S-hópurinn og Kaldbakur (Framkvæmdanevnd um einkavæðingu, 2003).

Það var í höndum HSBC bankans að gera heildarmat á tilboðum þessara aðila og skýra niðurstöðuna fyrir framkvæmdanevndinni. Niðurstöður matsins voru ræddar á fundum framkvæmdanevndarinnar í byrjun september 2002 og í framhaldi af því var ákveðið að velja Samson eignarhaldsfélag ehf. til einkaviðræðna um kaup á bankanum (Framkvæmdanevnd um einkavæðingu, 2003).

3.7.2 Samningur Samson ehf. við íslenska ríkið

Viðræður framkvæmdanevndar um einkavæðingu og Samson hófust í kjölfar tilkynningar nefndarinnar. Þann 19. október náðist samkomulag milli þeirra um kaup á 45,8% hlutabréfa í Landsbankanum. Söluverðið var rúmlega 12,3 milljarðar kr. Helstu atriði samkomulagsins voru eftirfarandi (Forsætisráðuneytið, 2002a):

- Afhending hlutabréfanna og greiðsla yrði tvískipt. Annars vegar 33,3% hlutafjár í kjölfar undirritunar kaupsamnings og hins vegar 12,5% að ári liðnu.
- Núvirt meðalgengi hlutabréfa í viðskiptunum yrði 3,91. Það var 6% yfir 90 daga meðalgengi og 12% hærra en gengi í útboði ríkisins sem fór fram í júní 2002.
- Kaupverð átti að fullu að greiðast í bandaríkjadöllum og átti að nýtast til greiðslu á erlendum skuldum ríkissjóðs

Á gamlársgangi 2002 var undirritaður samningur um sölu á Landsbanka Íslands. Viðskiptaráðherra og fjármálaráðherra skrifuðu undir kaupsamninginn fyrir hönd íslenska ríkisins við Samson eignarhaldsfélag. Kaupsamningurinn var gerður á

grundvelli samkomulagsins frá 18. október. Í kaupsamningnum voru ákvæði um takmarkaða verðaðlögun, allt að 700 m.kr., ef þróun efnahagsliða yrði önnur en gengið var út frá í áætlunum milli aðilanna frá 18. október (Forsætisráðuneytið, 2002a). Það kom svo í ljós síðari hluta árs 2003 að þessir þættir höfðu áhrif til lækkunar á endanlegt kaupverð (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

3.8 Söluferli Búnaðarbankans

Segja má að söluferli Búnaðarbankans hafi hafist formlega um leið og söluferli Landsbankans hófst með auglýsingu FnE, sumarið 2002, þar sem auglýst var eftir fjárfestum að kaupum að bönkunum.

Val á viðræðuaðilum var gert með sama hætti og við sölu á Landsbankanum. S-hópurinn hafði verið meðal þeirra þriggja fjárfesta sem nánar var rætt við varðandi kaupin á Landsbankanum. Nokkrum dögum eftir samkomulag ríkisins við Samson setti FnE söluferli Búnaðarbankans aftur á stað. Með bréfi, dagsett 23.október 2002, leitaði FnE til S-hópsins og Kaldbaks ehf., sem einnig hafði verið meðal áhugasamra fjárfesta um Landsbankann, um svör við nánari atriðum sem lögð yrðu til grundvallar við val á kaupanda að Búnaðarbankanum. Með bréfinu var áðurnefndum aðilum gerð grein fyrir söluferlinu og óskað eftir nánari upplýsingu um eftirfarandi atriði (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003):

- Fjárhagsleg staða
- Stærð eignarhlutar
- Verð
- Framtíðaráform
- Reynsla og þekking á fjármálamarkaði

Þessi atriði átti að leggja til grundvallar við val á endanlegum sammingsaðila. Samkvæmt nefndinni höfðu þessi fjögur atriði öll svipað vægi. Í bréfinu kom fram að FnE hygðist selja lágmark 25% en hámark 45,8%. S-hópurinn lýsti yfir áhuga á 45,8% hlut og Kaldbakur lýsti yfir áhuga á kaupum á 25% hlutfjár. HSBC bankinn lagði síðan mat á bjóðendur í ljósi fyrrgreindra atriða. Í framhaldi af því var S-hópurinn valinn til frekari viðræðna um kaupin og á endanum var honum seldur samtals 45,8% hlutur í bankanum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Ráðherranefnd um einkavæðingu tók ákvörðun um að selja eftirstandandi hlut ríkissjóðs í Búnaðarbankanum í almennu útboði. Hlutturinn, 9,11%, var seldur í gegnum viðskiptakerfi Kauphallar Íslands þann 7. mars á genginu 5,05. Gengi hlutabréfa í sölnni var ákveðið eftir greiningu á eftirspurn. Söluandvirðið var um 2,5 ma. kr. Þar með lauk einkavæðingu Búnaðarbanka Íslands hf. og jafnframt eignaraðild ríkisins að fyrirtækjum í bankarekstri (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

3.8.1 S-Hópurinn

S-HÓPURINN svokallaði, samanstendur af nokkrum félögum sem eiga rætur sínar í Sambandi íslenskra samvinnufélaga (SÍS). Kjarni þessa hóps myndar þau félög sem keyptu saman eignarhlut ríkisins í Búnaðarbanka Íslands. Þetta eru Vátryggingafélag Íslands (VÍS), Ker, Samvinnulífeyrissjóðurinn og Eignarhaldsfélagið Samvinnutryggingar. Félögin höfðu um árabíl tengst þéttum böndum og sömu einstaklingar gjarnan skipað stjórnir þeirra (Morgunblaðið, 2002).

Það voru félögin Eгла ehf., Samvinnulífeyrissjóðurinn, VÍS og Eignarhaldsfélag Samvinnutryggingar, sem eignuðust 45,8% kjölfestuhlut ríkisins í Búnaðarbanka Íslands.

Við undirritun kaupsamningsins skiptust eignarhlutur í Búnaðarbankanum eftirfarandi hætti milli kaupenda: Eгла ehf. (71,2%), Vátryggingafélagi Íslands (12,7%), Samvinnulífeyrissjóðnum (8,5%), og Eignarhaldsfélagið Samvinnutryggingar (7,6%) (Forsætisráðuneytið, 2003).

3.8.2 Samningur S-hópsins við Íslenska ríkið

Samkomulag náðist við Eglu ehf. (félags í eigu VÍS, Kers og Hauck & Aufhauser Privatbankiers), Samvinnulífeyrissjóðinn og Vátryggingafélag Íslands þann 15. nóvember um kaup þessara aðila á 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbankanum. Söluverð var rúmlega 11,8 milljarðar króna miðað við gengi Bandaríkjadals 15. nóvember 2002. Samkomulagið var gert með fyrirvara um áreiðanleikakönnun beggja aðila. Helstu atriði samkomulagsins eru eftirfarandi (Forsætisráðuneytið, 2002b):

- Afhending hlutabréfanna og greiðsla verður tvískipt. Annars vegar 27,48% hlutafjár í kjölfar undirritunar kaupsamnings og hins vegar 18,32% eigi síðar en 20. desember 2003.
- Núvirt meðalgengi hlutabréfa í viðskiptunum er 4,81.

Þegar samkomulagið var gert í nóvember 2002 var gengið á 27,5% hlutafjár 4,75 og gengið á 18,3% hlutafjár 4,9, þ.e. meðalgengi var 4,81. Á sama tíma var gengi á markaði 4,7. Heildarfjárhæð samkomulagsins var rúmir 11,9 ma.kr. Þegar endanlegur samningur var undirritaður 16. janúar 2003 hafði gengi dalsins lækkað. Í bókhaldi ríkisins er söluandvirði bókað á 11,4 ma.kr (Ríkisendurskoðun, 2003).

Ráðgert hafði verið að ganga frá kaupsamningi fyrir áramót en það gekk ekki eftir. Viðskiptaráðherra og fjármálaráðherra skrifuðu f.h. ríkisins undir kaupsamning við fjárfestahópinn þann 16. janúar 2003 (Forsætisráðuneytið, 2002c).

3.9 Mat HSBC á fjárfestahópunum

Eins og áður hefur komið fram var það breski fjárfestingabankinn HSBC sem var fenginn til að veita FnE ráðgjöf við sölu á bönkunum.

Í sölufjerli Landsbankans voru þrjú fjárfestingahópar sem voru valdir til frekari viðræðna, Samson-hópurinn, Kaldbakur og S-hópurinn, eftir fundi með hverjum og einum hópi sendi FnE fulltrúum þeirra samhljóða bréf. Með bréfunum tilkynnti FnE og afmarkaði fimm nánar tilgreinda áhrifaþætti eða viðmið sem líta átti til við val á þeim fjárfestahópi sem rætt yrði beint við um kaup á Landsbankanum. Þessi fimm atriði voru: fyrirkomulag eignarhalds, stærð eignarhlutar, fjármögnun kaupanna, framtíðarsýn og forsendur af hálfu kaupenda (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Upplýsingarnar sem fjárfestahóparnir þrjú sendu FnE sem svar við bréfinu voru unnar í sérstakri samantekt HSBC. Athygli vekur að við mat HSBC kemur aftur inn í matsrammann sem einn af áhrifaþáttunum fimm viðmiðið „þekking og reynsla af fjármálamörkuðum“, enda þótt ekki hefði verið getið um það atriði í bréfinu til fjárfestahópanna þriggja sem afmarkaði rammann við valið. Mest var hægt að fá 20 stig af heildarfjöldanum 100 fyrir þennan áhrifaþátt í matinu. Í umfjöllun HSBC um fjárfestahópana þrjú um viðmiðið um reynslu af fjármálamörkuðum var greint á milli reynslu af alþjóðlegum og innlendum fjármálamarkaði. Í fyrsta lagi var lýst reynslu og samböndum sem hóparnir voru taldir hafa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í öðru lagi komu í töflunni fram þær athugasemdir um þekkingu og reynslu af íslensku fjármálakerfi (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Niðurstöður samanburðar varðandi þekkingu og reynslu af fjármálamörkuðum voru þær að S-hópurinn fékk 16 stig en Samson-hópurinn og Kaldbakur 14 stig hvor hópur fyrir sig. Í umfjöllun um þann lið í samantektinni kom m.a. fram að ekki hefði verið horft til reynslu af hlutafjareign í fjármálastofnunum heldur einnig á líklega getu fjárfestisins til að útvega sambönd við nytsama tengiliði innan fjármálamarkaðanna (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Tafla 3 Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum

<i>Fjárfestir</i>	<i>Reynsla af og sambönd innan alþjóðlegra fjármálamarkaða</i>	<i>Þekking og reynsla af fjármálakerfinu innanlands</i>	<i>Heildarprósenta af 20%</i>
Samson-hópur	-Sambönd við alþjóðlega bankastarfsemi gegnum fyrri viðskipti. -Samkvæmt stjórnendum Landsbankans hefur fjárfestahópurinn alþjóðlega sýn (e.international outlook) sem er líkleg til að styðja alþjóðlegar áætlanir Landsbankans	-Engin fyrri reynsla af umtalsverðri eign í íslenskrri fjármálastofnun	14
S-hópur	-hefur gefið til kynna að nýtt verði alþjóðleg þekking og reynsla úr öðrum félögum í eigu fjárfesta -Stjórnarformaður (e. CEO) Kers er fyrrum forstjóri lítils banka sem sameinaðist Landsbanka	-Einn fjárfesta er stór hluthafi í VÍS	16
Kaldbakur	- Hefur ekki gefið til kynna stig alþjóðlegrar reynslu - Hefur gefið til kynna fyrirætlun um að stuðla að vexti á alþjóðlegum mörkuðum	- Ráðandi hluthafinn í fjárfestahópnum hefur reynslu af að fara með umtalsverðan eignarhlut í Íslandsbanka - Stjórnarformaður (e. CEO) Kaldbaks hefur verið í stjórn Íslandsbanka og hefur verið útibússtjóri hjá Landsbankanum á Akureyri	14

(Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010)

Athugasemdir HSBC um fjárfestahópana þrjá má sjá í töflu númer 3. Í töflunni kemur fram að Samson-hópurinn er ekki sagður hafa neina reynslu af umtalsverðu eignarhaldi í íslenskrri fjármálastofnu. Um S-hópinn var tekið fram að þessu leyti að einn af

fjárfestunum væri stór hlutafjäreigandi í tryggingafélaginu VÍS. Varðandi athugasemdir um alþjóðleg sambönd voru þær einungis almennar. Ekki voru nefnd dæmi eða tilteknir bankar sem samböndin voru við (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Sama dag og FnE afhenti hópunum bréfið átti nefndin einkafundi með hverjum þeirra fyrir sig. Af fundargerðum FnE og öðrum fyrirliggjandi gögnum verður ekki annað ráðið en að á þeim einkafundi S-hópsins með nefndinni komi fram af hálfu S-hópsins tilvísun til aðkomu erlendra aðila að tilboðsgerð hópsins. Í fundargerðunum er bókað að fulltrúar S-hópsins hafi upplýst að tveir erlendir bankar hefðu sýnt áhuga á að koma að málinu sem ráðgjafar eða fjárfestar og síðan hafi fulltrúi hópsins spurt hvort það breytti stöðu hópsins í ferlinu. Samkvæmt fundargerðinni svaraði formaðurinn því að svo væri ekki, frekar væri gefinn plús fyrir erlenda peninga (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Tafla 4 Mat á fjárhagslegum skilmálum tilboða í Landsbankann

<i>Fjárfestir</i>	<i>verðtilboð á hvern hlut (kr.)</i>	<i>Stærð hlutar sem boð beinist að</i>	<i>Heildarprósenta af 20%</i>
Samson-hópur	3,00 - 3,90 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun	- 33,3% með valrétti um frekari 12,5% í 24 mánuði	10-15
S-hópur	4,10 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun og ásættanlegan samning	-Að lágmarki 25%, en hefur áhuga á að kaupa allan hlut ríkisins	17
Kaldbakur	4,16 á hlut, með fyrirvara um áreiðanleikakönnun	-30% plús 5-10% valréttur yfir 6 mánuði, með kauprétti á afgangshlut ríkisins	18

(Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010)

Í töflu 4 eru settar fram upplýsingar yfir matsþáttinn fjárhagslegir skilmálar tilboðs. Þar kemur fram að Kaldbakur bauð hæsta verðtilboðið á hvern hlut en Samson-hópurinn bauð lægsta. Það var Samson-hópurinn sem bauð í kaup á öllum eignarhlut ríkisins í Landsbankanum eða um 33,3% með valrétti á á frekari 12,5% kaupum, S-hópurinn vildi kaupa að lágmarki 25% hlut en lýsti yfir áhuga á að kaupa allan hlut ríkisins og Kaldbakur vildi kaupa 30% hlut með valrétti á kauprétti á afgangshlut ríkisins.

Niðurstöður samanburðar varðandi mat á fjárhagslegum skilmálum tilboða voru þær að S-hópurinn fékk 10-15 stig, S-hópurinn fékk 17 stig og Kaldbakur fékk 18 stig.¹⁰

Tafla 5 Heildarmat á tilboðum í Landsbankann skv. einkunnargjöf HSBC

<i>Fjárfestir</i>	<i>Fjárhagsstaða</i>	<i>Fjárhagslegir skilmálar tilboðs</i>	<i>Áætlanir um framtíðarstefnu bankans</i>	<i>Þekking og reynsla af fjármálamörkuðum</i>	<i>Skilyrði kaupanda</i>	<i>Hlutfall af 100%</i>
<i>Vægi matsþáttar</i>	25%	20%	25%	20%	10%	
Samson hópurinn	20	10 - 15.	18	14	8	70-75
S-hópur	15	17	12	16	6	66
Kaldbakur	13	18	10	14	6	61

(Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010)

Niðurstöður úr heildarmati á tilboðum hópanna skv. einkunnargjöf HSBC má sjá í töflu 5. Þar fær Samson hópurinn hæstu heildareinkunn eða 70-75 stig af 100 mögulegum. S-hópurinn fékk 66 stig og Kaldbakur fékk 61 stig.

Samantekt HSBC var rædd á fundum FnE 8. og 9. september 2002. Á síðarnefnda fundinum var ákveðið að velja Samson eignarhaldsfélag ehf. til einkaviðræðna um kaup á bankanum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Viðmiðið um faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og söluna á Búnaðarbankanum má bæta því við að eftir að sölufarli Búnaðarbankans var tekið aftur upp í október 2002 varð fljótlega ljóst að valið stæði á milli S-hópsins og Kaldbaks um það við hvorn hópin FnE tæki upp einkaviðræður um kaupin. FnE sendi hópunum bréf líkt og gert var í sölufarli Landsbankans. HSBC gerði sambærilega samantekt fyrir Búnaðarbankann og gerð var í tilviki Landsbankans með mati og samanburði á hópunum tveimur út frá tilteknum áhrifaþáttum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

Í bréfi S-hópsins er vísað til Soci t  G n ral sem r dgjafi hópsins við tilbo sger ina en einnig sérstaklega vísað til franska bankans sem hugsanlegs fjárfestis í hópnum.   bréfi Kaldbaks var ekki getið til um erlenda fjármálastofnun meðal þeirra stofnana og einstaklinga sem sagðir voru me fj rfestar   tilboði Kaldbaks (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

  þessu stigi viðræðna er ómögulegt   d ma um hvort ver tilbo in s u raunhæf boð eða tilraunir til   tryggja einkaviðræður, sem eigi svo   semja um   síðara stigi. Þetta er óhjákvæmileg áhætta sem fylgir því   taka upp einkaviðræður svo snemma   s lufarlinu (Ranns knamefnd Alþingis, 2010).

Upplýsingar S-hópsins og Kaldbaks voru metnar og bornar saman af HSBC á sama hátt og gert var við sölu á Landsbankanum.

Tafla 6 Heildarmat á tilboðum í Búnaðarbankann skv. einkunnargjöf HSBC

<i>Fjárfestir</i>	<i>Fjárhagsstaða</i>	<i>Fjárhagslegir</i>	<i>Áætlanir um framtíðarstefnu</i>	<i>Þekking og reynsla af</i>	<i>Heildarprósenta</i>
<i>Vægi matsþáttar (%)</i>	<i>skilmálar tilboðs</i>	<i>bankans</i>	<i>fjármálamörkuðum</i>	<i>af 100%</i>	
	30	25	25	20	
S-hópur	17	19	16-20	14-18	66-74
Kaldbakur	17	14	18	15	64

(Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010)

Heildarmat á tilboðum skv. einkunnargjöf HSBC má sjá í töflu 6. Niðurstaða HSBC var að S-hópurinn uppfyllti markmið og áhrifapætti FnE betur en hinn bjóðandinn. Í niðurstöðukafla samantekarinnar var einn af þremur helstu styrkleikum tilboðs S-hópsins talin vera þátttaka virtrar alþjóðlegrar fjármálastofnunar, þar sem upplýst hafði verið að Soci t  G n rale og/eða önnur fjármálastofnun myndi fjárfesta fyrir eigið fé   eignarhaldsfélagi S-hópsins   Búnaðarbankanum (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Samantekt HSBC um tilboðin   Búnaðarbankann var kynnt FnE   fundi nefndarinnar 4. nóvember 2002.   fundargerð var bókað   fulltrúi HSBC hefði sagt S-hópinn vera sterkari kost en Kaldbak hvort sem Soci t  G n rale væri með eða ekki. Þann 4. nóvember samþykkti RnE tillögu FnE   ganga til einkaviðræðna við S-hópinn varðandi kaup   hlut ríkisins   B na arabankanum (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

4 Gagnrýni á sölu bankanna

Talsverð gagnrýni kom upp í fjölmiðlum í kjölfar ákvörðunar stjórnvalda um að hefja aftur leit að fjárfestum þ.e. að hafin var aftur leit af fjárfestum svo stuttu eftir að gefið var út að henni hefði verið hætt.

Í yfirheyrslum hjá Rannsóknarnefnd Alþingis er Valgerður Sverrisdóttir þáverandi viðskiptaráðherra, spurð út í þessa ákvörðun. Um ástæður þessarar stefnubreytingar svarar hún því að langt hefði verið liðið á kjörtímabilið og stefna ríkisstjórnarinnar hefði verið að selja bankana á kjörtímabilinu. Valgerður var einnig spurð um það hvort við þá ákvörðun hefði verið tekið tillit til þess að boðin væru út tvö hliðstæð fyrirtæki á markaði sem hefði verið í lægð síðustu misseri og hvort stjórnvöld hefðu talið það gott árferði til að selja tvo banka. Af svari Valgerðar má ráða að stjórnvöld hafi verið meðvituð um að markaðsaðstæður væru ekki sem bestar á þessum tíma en ákveðið að gera tilraun til að auglýsa bankana samt sem áður og þá m.a. haft í huga að auglýsing fæli ekki í sér skuldbindingu um sölu (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í byrjun árs 2002 fór að bera tölvvert á gagnrýni á einkavæðingarferli bankanna. Gagnrýnin á ferlið kom ekki aðeins úr fjölmiðlum heldur einnig úr framkvæmdanefnd einkavæðingarinnar sjálfar en tveir nefndarmenn sögðu sig úr nefndinni með stuttu millibili á árinu 2002. Í byrjun árs var það Hreinn Loftsson formaður nefndarinnar sem hætti störfum vegna trúnaðarbrests og ósættis milli hans og Davíðs Oddssonar. Við starfi Hreins tók Ólafur Davíðsson. Í september 2002 sagði Steingrímur Ari Arason sig úr nefndinni en hans uppsögn kom daginn eftir að ákveðið var að ganga til viðræðna við Samson eignarhaldsfélag um kaup á Landsbankanum (Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, 2003).

4.1 Ósætti um störf framkvæmdanefndar um einkavæðingu

Steingrímur Ari Arason var fulltrúi fjármálaráðherra í framkvæmdarnefnd um einkavæðingu frá árinu 1991 og þar til hann sagði sig úr nefndinni með bréfi til forsætisráðherra í september 2002 (Morgunblaðið 11. september 2002a). Í bréfinu gaf Steingrímur Ari upp að ástæðan fyrir úrsögn hans væru þau vinnubrögð sem

viðhöfð hefðu verið í aðdraganda þeirrar ákvörðunar sem leitt hefði til þess að aðrir áhugasamir kaupendur hefðu verið sniðgengnir þrátt fyrir hagstæðari tilboð fyrir ríkissjóð á alla hefðbundna mælikvarða. Steingrímur sagði einnig í bréfinu að frá því hann hóf störf í nefndinni árið 1991 hafi hann aldrei kynnst öðrum eins vinnubrögðum og er þar með að vísa í að Samson hópurinn hafi verið valinn til viðræðna um kaupin á Landsbankanum (Ríkisendurskoðun, 2002).

Gagnrýni Steingríms Ara á vinnubrögð nefndarinnar sneru einkum að tveimur eftirtöldum atriðum: (Ríkisendurskoðun, 2002)

- Reglur um hvernig meta skyldi tilboð í bankana voru óljósar og í veigamiklum atriðum ákveðnar eftir að tilboð lágu fyrir. Í stað þess að meta hlutina með hlutlægum og gegnsæjum hætti leiddu vinnubrögð framkvæmdanefnarinnar til huglægrar niðurstöðu, það er geðþótta ákvarðana.
- Mikilvæg atriði voru ófrágengin þegar samþykki lá fyrir um að ganga til viðræðna við Samson ehf. en traust undirstaða getur augljóslega ráðið úrslitum um þróun mála þegar til lengri tíma er litið.

Þess ber að gæta að þrátt fyrir gagnrýni hans á vinnubrögð nefndarinnar, tekur hann fulla ábyrgð á gjörðum hennar.

Steingrímur Ari bendir á að með setningu verklagsreglna um útboð og sölu ríkisfyrirtækja var ætlun stjórnvalda að tryggja jafnan aðgang og um leið tækifæri fyrir alla landsmenn til að eignast hlut í fyrirtækjum og að taka þátt í útboðum á vegum ríkisins á jafnréttisgrundvelli. Jafnframt að eyða þeirri óvissu, sem fylgt hafði mismunandi aðferðum við sölu á eignarhlut ríkisins í fyrirtækjum og útboðum. Í samræmi við markmiðið með verklagsreglunum er leitast við að hafa sölufarlið hverju sinni eins hlutlægt og gegnsætt og kostur er. Til að tryggja þetta skal meta tilboð til staðgreiðsluverðs og taka því tilboði, sem gefur öruggustu greiðslurnar og hæsta staðgreiðsluverðið. Einungis er heimilt að víkja frá þessari reglu ef sérstakar ástæður eru fyrir hendi (Ríkisendurskoðun, 2002).

Hann leggur áherslu á að sú aðferðafræði að meta tilboð til staðgreiðsluverðs geti átt við þó að tilboð gangi ekki einungis út á hámarksgreiðslu. Ef önnur atriði eru tekin inn í myndina, t.d. reynsla og þekking eða framtíðaráform tilboðsgjafa, tryggir aðferðafræðin að sett er verð á þessi viðbótaratriði. Þannig er hægt að stilla þeim upp

við hlið hefðbundinnar greiðslu og eftir sem áður meta tilboð eftir hlutlægum og gegnsæjum reglum. Í þessu sambandi bendir hann á ákvæði í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar um einkavæðingu bankanna (Ríkisendurskoðun, 2002).

Í skýrslutöku hjá Rannsóknarnefnd Alþingis segir Steingrímur Ari að hann hafi verið farinn að fá þá tilfinningu að á lokastigi söluférlisins væri ákvörðunin um kaupanda ekki lengur í höndum RnE heldur eingöngu Davíðs Oddssonar og Halldórs Ásgrímssonar, forsætis- og utanríkisráðherra. Steingrímur taldi að þeir hefðu tekið „pólítískar ákvarðanir“ um val á viðsemjendum og FnE hefði fengið þau skilaboð frá þeim að ganga ætti til viðræðna við S-hópinum um kaup á Búnaðarbankanum og Samson-hópinum um kaup á Landsbankanum (Rannsóknarnefnd Alþingis. 2010).

Þegar skoðuð er afstaða fjárfestanna þriggja sem valdir voru til viðræðna um kaup í Landsbanka Íslands hf. er skemmst frá því að segja að það er samhljóða álit þeirra að ekki hafi verið nægilega faglega að verki staðið. Söluférlíð hafi verið óskýrt nánast allan tímann og markmiðin sem bjuggu að baki sölunni hafi verið óskýr. Þótti fjárfestum enn fremur sem ekki hafi verið fullljóst í upphafi í hvaða farveg málið færi heldur hafi ferlið að einhverju leyti verið spunnið eftir því sem á það leið. Taka þeir sem dæmi að upplýsingar um þær reglur og aðferðir, sem beitt var við mat á tilboðum þeirra, hafi annaðhvort ekki verið veittar eða verið búnar til eftir á. Þetta hafi oft leitt til misskilnings. Þannig hafi nánast engar upplýsingar verið veittar um vægi þeirra atriða sem fjárfestarnir voru beðnir um að gera sérstaklega grein fyrir. Tveir aðilar bentu enn fremur á að svo virtist sem að lagt hafi verið upp úr því hvernig samsetning fjárestingahópanna og viðskipta- og eignatengslum við Landsbankann í því samhengi hafi verið háttáð, þó litlar sem engar vísbendingar hafi verið getið í gögnum FnE um að slík atrið myndu skipta máli. Þá bentu tveir fjárfestanna á að fjármálaráðherra hafi sjálfur greint frá því opinberlega, í kjölfar þess að valið hafði farið fram að það myndi skipta miklu máli varðandi valið ef fjárfestar gætu greitt fyrir hlutina í erlendum gjaldeyri. Á þetta atriði var hins vegar aldrei minnst á meðan á ferlinu stóð, hvorki í auglýsingunni né öðrum gögnum frá Framkvæmdanefndinni (Ríkisendurskoðun, 2002).

4.2 Niðurstaða Ríkisendurskoðunar á einkavæðingu bankanna

Í kjölfar þessarar gagnrýni var ákveðið að láta Ríkisendurskoðun fara yfir vinnubrögð framkvæmdanefndar um einkavæðingu við undirbúning og sölu á Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Það var álit ríkisendurskoðunar að ekki hefðu verið brotnar neinar verklagsreglur sem gilda við sölu ríkisfyrirtækja. Niðurstaða þeirra er sú að áhugaverðast hafi verið að ganga til beinna viðræðna við Samson miðað við þær forsendur og áherslur, sem lagðar voru til grundvallar á valinu.

Hins vegar tók ríkisendurskoðun undir ýmislegt af þeirri gagnrýni sem kom fram á framkvæmdina. Tekið er undir þá gagnrýni að þegar útboðsferlið hófst lá ekki fyrir nákvæm verkáætlun um áformaða sölu á hlut ríkisins í Landsbankanum. Þá var ekki gerð nákvæm og formleg grein fyrir sölufurlinu og tímasetningum. Á sama hátt hefði verið æskilegra að fyrir í ferlinu hefðu bæði legið fyrir nákvæmari og skýrari upplýsingar um þau atriði, sem úrslitum réðu við valið og a.m.k. leiðbeining um innbyrðis vægi þeirra. Í úttektinni er líka fjallað um mat HSBC bankans og þar kemur fram gagnrýni á hvort það sé eðlilegt að láta fjárhagslega getu bjóðenda vega svo þungt, sem raun bar vitni, í ljósi þess að hvorki fór fram sjálfstæð skoðun af hálfu ríkisins eða ráðgjafa hans á þessu atriði. Ríkisendurskoðun segir í álitinu að æskilegt hefði verið að slík athugun hefði farið fram (Ríkisendurskoðun, 2002).

Eins og fram hefur komið þá taldi Ríkisendurskoðun að ekki hefðu verið brotnar verklagsreglur við sölu Landsbankans en benda hins vegar á atriði sem hefði átt að gera betur.

Varðandi söluna á Búnaðarbankanum taldi Ríkisendurskoðun að söluaðferðin þ.e. að auglýsa ráðandi hlut í Búnaðarbankanum til sölu á sama tíma og Landsbanka Íslands hefði verið óheppileg. Í fyrsta lagi þar sem ekki hafði verið komin reynsla á þessa söluaðferð og í öðru lagi taldi Ríkisendurskoðun að hún gæfi minni möguleika á að koma á samkeppni milli áhugasamra kaupenda.

Ríkisendurskoðun taldi það vekja spurningar um hvort sá tími sem valinn var til sölunnar hefði verið heppilegur. Gengi á bréfum í Búnaðarbankanum lækkaði verulega í ársbyrjun 2001 og fór ekki að hækka aftur fyrir en líða tók á árið 2002.

Þegar S-hópurinn keypti ráðandi hlut í Búnaðarbankanum var ekki samið um að allt kaupverðið yrði staðgreitt. Nær undantekningalaust hafa stærri fjárfestar

staðgreitt kaupin og fengið bréfin í hendur. Um leið og búið er að skrifa undir samning fer sá aðili sem kaupir í raun með valdið sem fylgir eignarhlutnum þó að ekki sé búið að afhenda hann formlega. Ríkið átti því formlega 18,32% í Búnaðarbanka þegar hann sameinaðist Kaupþingi í maí árið 2003. Þar sem kaupendum var frjálst að selja 12,5% af 45,8% og sameinast öðru fyrirtæki hefði verið heppilegast að kaupendur staðgreiddu öll kaupin. Minna má á að í forvali var lögð áhersla á fjárhagslega getu kaupenda.

Almenn viðhorf eru þau að sala á ráðandi hlut í fyrirtæki sé á hærra gengi en á markaði. Kaupendur greiddu óverulega hærra verð en gengið var á markaðnum. Gengið á markaðnum var um 4,7 í nóvember 2002 þegar samið var um gengið 4,8.

Ríkið seldi restina (9,11%) af eign sinni í gegnum Kauphöllina 7. mars 2003 á genginu 5,05. Gera hefði mátt ráð fyrir að enn frekari eftirspurn hefði verið á bankanum eftir að ljóst var hver kjölfestufjórðingin var. Sala á markaðnum hafði farið upp í 5,10 í lok febrúar. Sama dag og salan fór fram fór gengið á markaðnum í 5,2. Ríkisendurskoðun taldi að heppilegra hefði verið að reyna að selja þennan hlut í opnu tilboði (Ríkisendurskoðun, 2002).

4.3 Niðurstaða Rannsóknarnefndar Alþingis á einkavæðingu bankanna

Í niðurstöðum Rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram gagnrýni af hálfu nefndarinnar vegna einkavæðingarinnar. Þar segir m.a. að lög sem sett voru hér á landi og heimiluðu sölu bankanna mörkuðu ramma um framtíðarskipan varðandi starfsumhverfi banka á Íslandi. Þar er átt við lög nr. 70/2001 (Þingskjal 1421, 2000-2001) sem heimilar sölu á hlutfé í Landsbankanum og Búnaðarbankanum. Samhliða þessu gerði Alþingi breytingar á lögum nr.60/2001¹¹ en þar var kveðið á um að ekki væri rétt að innleiða hér á landi beinar takmarkanir á stærð eignarhluta einstakra aðila í fjármálafyrirtækjum. Talið var að slík takmörkun gæti skert samkeppnisstöðu íslenskra fjármálafyrirtækja gagnvart erlendum fjármálafyrirtækjum sem veittu þjónustu hér á landi samkvæmt (Þingskjal 1422, 2000-2001). Þessi lagasetning átti að styrkja samkeppnisstöðu íslenskra fjármálafyrirtækja sem varð til þess að ekki

¹¹ Lög um breytingu á lagaákvæðum um eftirlit með eigendum virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjum.

kom til frekar lagasetningar um dreifða eignaraðilda að fjármálafyrirtækjum. Í niðurstöðum Rannsóknarnefndarinnar kemur fram að stór og ráðandi eignarhlutir áttu eftir að setja mark sitt á eignarhald og starfsemi íslenskra banka fram að falli þeirra. Þar komi að mestu til sömu aðilar og höfðu keypt stóra eignarhluti af ríkinu við einkavæðinguna (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í skýrslunni kemur einnig fram að með heimild Alþingis á sölu í bönkunum var ekki tekin fram nein stefnumörkun af hálfu Alþingis né efnislegar reglur hvernig ætti að standa að sölu. Það var því alfarið í höndum stjórnvalda undir forystu ríkisstjórnarinnar að ákveða framkvæmd og forsendur fyrir sölu á bönkunum. Rannsóknarnefnd bendir á að þar með hafi það verið háð pólitískri stefnumörkun og ákvörðunum þeirra ráðherra sem fóru með málið hvaða kröfur yrðu gerðar til kaupenda á eignarhlut ríkisins, hvenær þeir yrðu seldir og hverjum. Eðli málsins samkvæmt þurftu stjórnvöld að fylgja almennum reglum sem gilda um vald þeirra. Það var því höndum ráðherranefndar um einkavæðingu hver niðurstaðan varð.

Í frumvarpi ráðherra kom reyndar fram tilhögun og markmið sölu, m.a. að selt yrði til almennings í dreifðri sölu og til kjölfestufjárfestis sem helst átti að vera erlent fjármálafyrirtæki. Þar kom einnig fram að stefnt væri að því að ljúka sölu á bönkunum fyrir lok kjörtímabilsins, en næstu Alþingiskosningar skyldu verða vorið 2003 (Þingskjal 817, 2000-2001).

Í niðurstöðum rannsóknarnefndarinn segir að: „Í ljósi þess hversu afdrifarík einkavæðing ríkisbankanna hlaut að verða fyrir framtíðarþróun íslenska bankakerfisins og að teknu tilliti til sérstöðu kerfislega mikilvægra banka í samfélaginu, voru miklir hagsmunir bundnir því hvaða meginsjónarmið yrði ráðandi við einkavæðinguna. Alþingi hafði þannig brýnar ástæður til að taka afstöðu til grundvallarforsendna við einkavæðinguna í löggjöf um söluheimildina. Minnt er á að stefna sem Alþingi hefði mótað og bundið í lög að þessu leyti hefði vitaskuld getað komið til endurskoðunar síðar ef ríkisstjórn og þingmenn hefðu talið þörf á breytingum, t.d. ef ekki hefði tekist að framfylgja fyrri stefnumörkun. Ríkar ástæður voru þannig almennt séð fyrir því að lögbinda fyrirfram forsendur og framkvæmd sölu bankanna. Atburðarás í söluferlinu varð síðan í reynd þannig frá hausti 2001 til áramóta 2002-2003, einkum og sér í lagi á lokastigi þess frá miðju sumri 2002, að kröfur og viðmið sem stjórnvöld settu fram og gengu út frá framan af í söluferlinu

reyndust óstöðug“. Rannsóknarnefndin telur að á lokastigi söluférlisins hafi verið dregið úr kröfum, stjórnvöld breytt forgangs röðun krafna og viðmið við söluna verið breytt eftir því hvernig söluférlinu vatt fram (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Við sölu á eignarhlut ríkisins í bönkunum var það rökstutt með því að verið væri að fá kjölfestufjárfesta að bönkunum. Með kjölfestufjárfesti var átt við aðila sem hafði faglega þekkingu og reynslu á sviði fjármálaþjónustu og gæti þar með aukið samkeppnishæfni viðkomandi banka. Með hugtakinu kjölfestufjárfestir var annars vegar vísað til stærð eignarhlutar sem viðkomandi aðili færi með og hins vegar var átt við þá faglegu þekkingu og reynslu sem hann hafði. Ekki gekk sem skildi að fá slíkan kjölfestufjárfesti að bönkunum þegar leitað var eftir því haustið 2001. Ástæður þess má rekja til óróa á mörkuðum vegna Internet bóllunnar og hryðjuverkaárásanna í New York. Hins vegar hafði SEB bankinn í Svíþjóð sýnt mikinn áhuga á kaupum á kjölfestuhlut í Landsbankanum árið 1998. En þeim viðræðum hafði verið slitið af hálfu íslenskra stjórnvalda (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í kjölfar bréfs sem Samson-hópurinn sendi íslenskum stjórnvöldum sumarið 2002, þar sem þeir lýstu yfir áhuga að kaupa kjölfestuhlut í Landsbankanum, var ákveðið að taka upp viðræður að nýju um sölu á eignarhlut ríkisins í bönkunum báðum. Stjórnvöld auglýstu báða bankana aftur til sölu og kom þar fram að stefnt var að því að ljúka sölunni fyrir lok árs 2002. Þannig setti ríkið enn knappari tímaramma til ljúka sölunni en áður hafði verið gert. Ríkið hafði áður sett það markmið að ljúka sölunni fyrir lok kjörtímabilsins eða fyrir vorið 2003. Rannsóknarnefndin telur að þessi auglýsing hafi einungis náð til innlendra aðila. Í skýrslutöku Rannsóknarnefndarinnar af þáverandi forystumönnum í ríkisstjórn má ráða að ákvörðun um sölu á báðum bönkunum á þessum tíma hafi verið pólitísk ákvörðun. Hún hafi verið tekin þrátt fyrir vitund ráðamanna að markaðsaðstæður væru ekki ákjósanlegar til að selja tvær hliðstæðar og hlutfallslega stórar fjármálastofnanir á sama tíma. Í skýrslutökunni kom fram að tvö sjónarmið lægu að baki ákvörðunarinnar. Í fyrsta lagi var að ná pólitískum markmiðum ríkisstjórnarinnar um selja bankanna á kjörtímabilinu og hins vegar að afla fjár í ríkissjóð, þá einkum erlends gjaldeyris (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Rannsóknarnefnd Alþingis telur að á lokastigum sölunnar hafi verið fallið frá þeim kröfum sem settar höfðu verið um faglega þekkingu og reynslu af fjármálaþjónustu til kaupenda á kjölfestuhlut í bönkunum. Sett höfðu verið markmið að kjölfestufjárfestir þyrfti að uppfylla faglegar kröfur varðandi reynslu og þekkingu og aðkoma hans yrði til að auka samkeppnishæfni viðkomandi banka. Þessum kröfum var ekki framfylgt í lokaáfangi einkavæðingar bankanna. Áherslan breytist í það að fá kaupendur að eignarhlut ríkisins í báðum bönkunum og ljúka sölunni innan þess tímaramma sem settur hafði verið (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Í mati Ríkisendurskoðunar á einkavæðingarferlinu frá október 2002 kemur fram gagnrýni á að stjórnvöld hafi alfarið lagt það í hendurnar á HSBC bankanum að ákveða vægi á einstökum atriðum, bæði faglegum og fjárhagslegum, við mat á því hvaða aðila ríkið ætti að velja til frekari viðræðna um kaup á eignarhlutum. Undir þessa gagnrýni tekur Rannsóknarnefnd Alþingis (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Rannsóknarnefndin veur sérstaka athygli á tölvupósti, frá 29. ágúst 2002, sem fulltrúi HSBC sendi á starfsmann framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Í tölvupóstinum er lýst þeim möguleika að hagræða matsviðmiðum á þann hátt að tryggt sé að sá aðili sem stjórnvöld vilja helst semja við („preferred party) verði fyrir valinu á beitingu þeirra. Ráðherranefnd og framkvæmdanefnd um einkavæðingu höfðu ekki tekið afstöðu til þess hvaða vægi einstök atriði áttu að hafa við matið áður en til mats HSBC kom. Ágreiningur kom upp varðandi þetta sem varð til þess að einn nefndarmanna í framkvæmdanefnd um einkavæðingu sagði sig úr nefndinni í september 2002 (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

Frá og með sumri 2002 hafi stjórnvöld í vaxandi mæli látið pólitísk markmið um að ljúka einkavæðingunni hafa forgang á kostnað þeirra faglegu markmiða sem áður höfðu verið sett fram og gengið hafi verið út frá í sölufurlinu fram að þeim tíma (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010).

5 Virðismat

Virðismat banka og annarra fjármálafyrirtækja er flóknara ferli en virðismat annarra fyrirtækja. Ársreikningar fjármálafyrirtækja segja oft nokkuð takmarkaða sögu þegar virðismeta á banka þar sem reikningsskil þeirra getur verið háð ákvörðunum stjórnenda um framsetningu reikningskilanna. Það getu því gert greinendum erfitt fyrir að nálgast viðeigandi upplýsingar. Greinendur skortir oft nákvæma yfirsýn yfir möguleg útlánatöp og einnig misræmi sem getur myndast milli eigna og skulda. Einnig flækir það málin þegar bankar eru alhliða bankar (e. universal banks) og stunda bæði viðskiptabanka- og fjárfestingarbankastarfsemi eins og í tilviki Landsbankans og Búnaðarbankans. Fjármálastofnanir eru undir talsvert meira eftirliti en önnur hefðbundin fyrirtæki af eftirlitsaðila, eins og seðlabanka og fjármálaeftirliti, sem taka þarf tillit til. Alhliðabankar geta einnig rekið tryggingaþjónustu samhliða bankarekstrinum. Slíka banka þarf að virðismeta eftir einstökum tekjusviðum þar sem horft er á hvert tekjusvið sem sjálfstæða einingu innan stofnunarinnar (Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

Hér verður sett fram virðismat á Landsbankanum og Búnaðarbankanum sem byggt er á fjölþrepa arðgreiðslulíkani (e. multi stage dividend discount model). Líkaninu er ætlað að varpa ljósi á mögulegt virði bankanna tveggja á þeim tímapunkti sem einkavæðing á þeim fór fram. Niðurstaða virðismatsins sýnir verð á hlut miðað við 31.12.2002 en kaupsamningur um sölu á Landsbankanum var undirritaður á þeim degi og samingur í höfn um sölu á Búnaðarbankanum sem síðar var undirritaður nokkrum dögum síðar.

Ákveðnir liðir sem koma fram í rekstrarreikningi spá fyrir um endanlegan hagnað og eru því ein af meginforsendum fyrir notkun arðgreiðslulíkansins. Þessir þættir eru meðal annars vaxtamunur, þóknunatekjur, kostnaðaruppbygging og gæði útlánasafns. Þessir þættir koma fram í rekstrarreikningi bankanna og er stuðst við söguleg gögn úr ársreikningum þeirra frá árunum 1998 til 2002 til að búa til spá fram í tímann (Haraldur Yngvi Pétursson e.d).

Öll virðismöt eru í eðli sínu nálganir og ber að túlka niðurstöður með þeim fyrirvara að um ófullkomnar upplýsingar er að ræða.

Einnig verður gert kennitöluverðmat sem byggist aðalega á verðmati út frá V/H hlutfalli (price to earnings ratio) og V/I hlutfalli (price to book ratio) en þessar tvær kennitölur eru betur til þess fallnar að virðismeta fjármálafyrirtæki en aðrar kennitölur (Damodaran, 2002).

5.1 Virðismat samkvæmt fjölþrepa arðgreiðslulíkani

Eftirfarandi eru þær forsendur sem notaðar voru við gerð virðismatsins:

- Ávöxtunarkrafa eiginfjár var fundin út með CAPM líkaninu (e. capital asset pricing model).
- Langtímavöxtur var áætlaður með því að finna árlegt meðaltal á hagvexti á Íslandi frá árinu 1990 til og með 2003.
- Notast var við ársskýrslur Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands frá árunum 1998 til ársins 2002 til að áætla hagnað fyrir spátímabilið.
- Árlegar arðgreiðslur voru áætlaðar 10% sem er meðaltal arðgreiðslna bankanna tveggja á árunum 1998 til ársins 2002.
- Virðismatið er miðað við árslok 2002.

Til að finna ávöxtunarkröfu eiginfjár var notast við CAPM líkanið, en sú aðferð er algengust við ákvörðun á ávöxtunarkröfu (Koller o.fl., 2010). Samkvæmt líkaninu samanstendur ávöxtunarkrafan (k_i) af áhættulausum vöxtum (k_{RF}) og markaðsálagi (MRP eða $k_M - k_{RF}$) margfölduðu með betagildi (β_i) hlutabréfsins. Betagildið segir til um hlutfallslega áhættu hlutabréfs félagsins samanborið við hlutabréfamarkaðinn í heild. Í því samhengi er oftast notast við söguleg gögn til fimm ára. Þar sem ekki er til beta gildi fyrir íslensk félög er þess í stað notast við meðaltalsbetagildi fjármálafyrirtækja í Evrópu, sem gefur betagildið 0,75 (Damodaran, 2013). Beta gildi undir einum gefur til kynna að ef markaðurinn fer upp mun hlutabréfaverð hækka sem nemur hlutfalli af því. Ef beta gildið er 1 þá mun hlutabréf hreyfast eins og markaðurinn. Félag með sveiflukenna afkomu ætti að vera með sveiflukennt

hlutabréfaverð og þar af leiðandi verður beta stuðull yfir einn. Við val á áhættulausri ávöxtun er jafnan notast við ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa. Hér verður stuðst við meðaltal á ávöxtunarkröfu fyrir 7-11 ára íslensk ríkisskuldabréf fyrir árið 2002. Notast er við íslensk ríkisskuldabréf þar sem báðir bankanir eru með sína starfsemi á Íslandi. Ávöxtunarkrafa fyrir 7-11 ára ríkisskuldabréf er 8,14%¹². Markaðsálagið er fengið úr rannsókn þar sem búið er að finna út hver umframávöxtun hlutabréfa var yfir langtímaáhættulausa vexti. Þar sem ekki eru til slík gögn fyrir Ísland var tekið meðaltal fyrir Svíþjóð, Danmörku og Noreg og stuðst við þær niðurstöður. Meðaltal þessara þriggja landa fyrir markaðsálag er 5,35% (Damodaran, 2011).

$$k_i = k_{RF} + \beta_i * MRP = 8,14\% + 0,75 * 5,35\% = 12,2\%$$

$$k_i = k_{RF} + \beta_i * (k_M - k_{RF})$$

Mynd 3 Jafna fyrir ávöxtunarkröfu eiginfjár samkvæmt CAPM líkaninu

Þegar ofangreindum forsendum er stungið inn í jöfnu CAPM líkansins fæst að ávöxtunarkrafa eiginfjár er 12,2%. Hér aðeins um nálgun að ræða. Ávöxtunarkrafan er síðan notuð til þessa að reikna út afvöxtunarstuðul sem notaður er til núvirðingar arðgreiðslna og lokavirðis við virðismatið.

Þeir þættir sem notast er við til að spá fyrir um endanlegan hagnað arðgreiðslulíkansins eru mat á helstu liðum í rekstrarreikningi bankanna. Þeir eru:

- 1. Vaxtamunur:** Vaxtamunur banka er munur á innláns- og útlánsvöxtum. Prósentu vaxtamunar er reiknuð út frá stöðu á lánum til viðskiptavina og vaxtamun. Meðaltal vaxtamunar á tímabilinu fyrir Landsbankann er 4%, en fyrir Búnaðarbankann er vaxtamunur 4,17%. Við útreikning á vaxtamun fyrir spátímabilið er notast við meðaltalstölur. Áætlað var að vöxtur milli ára í lánum til viðskiptavina yrði 10%.

¹² http://www.lanamal.is/assets/nyrlanasysla/2003_3_5_0103.pdf

- 2. Þóknanatekjur:** Þóknanatekjur má skipta niður í nokkra liði t.d. tekjur af miðlun ýmissa fjármálapappíra (hlutabréf, skuldabréf, gjaldeyrir o.fl.), tekjur af fyrirtækjaráðgjöf (yfirtökur, endurskipulagning fyrirtækja o.fl.) eða tekjur af eignastýringu (sjóðstýring, söfn einstaklinga o.fl.). Í líkaninu eru þóknanatekjum skipt niður í tvennt. Annars vegar hreinar þóknanatekjur og hins vegar aðrar rekstrartekjur. Til að áætla fyrir spátímabilið er þróun þessara tveggja flokka fyrir sögulega tímabilið metið. Vöxtur í þóknanatekjum er áætlaður 10% milli ára út spátímabilið en vöxtur í öðrum rekstrartekjum er áætlaður 2%. Ástæða þess að rekstrartekjur eru áætlaður svo hóflega eða 2% er sú að mjög erfitt að spá fyrir þennan lið og hefur hann verið mjög sveflukenndur yfir sögulega tímabilið.
- 3. Kostnaðaruppbygging:** Kostnaðaruppbygging er misjöfn milli banka. Í líkaninu er kostnaði skipt í tvennt, annars vegar launakostnað og hins vegar annan kostnað. Skoðuð var þróun á kostnaði síðustu ára og áætluð aukning metin 3% á ári út spátímabilið. Kostnaðarhlutfall bankanna beggja er talsvert hátt fyrir árin 1998-2002 og er gert ráð fyrir því að það muni lækka fyrir spátímabilið og er því gert ráð fyrir hógværru aukningu kostnaðar.
- 4. Gæði eignasafns / útlánatöþ:** Einn mikilvægasti þáttur í rekstri banka er gæði eignasafna þar sem góðar eignir nýtast sem veð í viðskiptum við seðlabanka og eru almennt auðseljanlegri. Mikil gæði útlánasafns þýðir lítil útlánatöþ (Haraldur Yngvi Pétursson, e.d.). Til að meta gæði eignasafns er framlag í afskriftarreikning bankanna, sem færður er í rekstrarreikning, reiknað sem hlutfall af heildarlánnum til viðskiptavina. Tekið var mið af þróun yfir sögulega tímabilið til að spá fyrir framtíðinna og er stuðst við 1% afskriftarprósentu fyrir spátímabilið.

Eftirtaldar töflur má sjá í viðauka.

5.1.1 Niðurstaða arðgreiðslulíkans

Tafla 7 Virðismat Landsbankans samkvæmt arðgreiðslulíkani

Virðismat Landsbankans	Söguleg gögn					Spátímabil					Lokavirði
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Eigið fé	9.741	11.436	13.639	15.505	16.309	18.135	20.793	24.044	27.955	28.626	
Hagnaður	911	1.521	955	1.750	2.029	2.954	3.611	4.346	5.168	5.292	
Arður	56	152	62	175	203	295	361	435	517	529	
Vöxtur hagnaðar	0%	67%	-37%	83%	16%						
Arðsemi eigin fjár (ROE)	12,4%	11,5%	8,1%	13,1%	13,5%	16,3%	17,4%	18,1%	18,5%	18,5%	
Afvöxtunarstuðull						1,1	1,3	1,4	1,6		
Núvirði arðgreiðslna	1.185					263	287	308	327		
Lokavirði 2007										47.214	
Núvirði lokavirðis	29.843										
Virði eigin fjár	31.028										
Fjöldi útistandandi hluta	6.846										
Verð á hlut	4,53										

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Tafla 7 sýnir virði eigin fjár Landsbankans miðað við árslok 2002. Niðurstaða virðismatsins gefur að virði eigin fjár er 31.028 m.kr. og verð á hlut 4,53. Raunverulegt söluverð Landsbankans, til Samson hópsins, árið 2002 var 3,91 á hlut sem er lægra en niðurstaða virðismatsins segir til um. Virði Landsbankans sýnist því hafa verið undirverðlagt samkvæmt niðurstöðum virðislíkansins.

Tafla 8 Virðismat Búnaðarbankans samkvæmt arðgreiðslulíkani

Virðismat Búnaðarbankans	Söguleg gögn					Spátímabil					Lokavirði
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Eigið fé	6.138	7.072	8.009	12.959	15.192	17.138	19.020	21.438	24.455	25.042	
Hagnaður	650	1.221	202	1.062	2.289	2.091	2.686	3.353	4.098	4.197	
Arður	52	122	8	106	343	209	269	335	410	420	
Vöxtur hagnaðar		88%	-83%	426%	116%						
Arðsemi eigin fjár (ROE)	14,6%	20,0%	2,8%	12,0%	18,2%	12,2%	14,1%	15,6%	16,8%	16,8%	
Afvöxtunarstuðull						1,1	1,3	1,4	1,6		
Núvirði arðgreiðslna	896,7					186,4	213,6	237,7	259,0		
Lokavirði 2007										36.868	
Núvirði lokavirðis	23.303										
Virði eigin fjár	24.200										
Fjöldi útistandandi hluta	5.418										
Verð á hlut	4,47										

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Tafla 8 sýnir virði eigin fjár Búnaðarbankans við árslok 2002. Niðurstaða virðismatsins sýnir að virði eigin fjár er 24.200 m.kr. sem gefur verð á hlut upp á 4,47. Þegar niðurstaðan er borin saman við raunverulegt söluverð, sem var 4,81 á hlut, sem S-hópurinn keypti á kemur í ljós að söluverðið var örlítið hærra en niðurstaða verðmatsins segir til um. Virði Búnaðarbankans sýnist því ekki vera ofmat samkvæmt niðurstöðum úr virðislíkaninu.

Til að skoða frekar niðurstöðu úr virðismatinu var sett upp álagspróf.

Tafla 9 Álagspróf á virði eigin fjár Landsbanka Íslands

Forsendur	Upphaflegt virðismat	Álagspróf 1	Álagspróf 2
Ávöxtunarkrafa eigin fjár	12,20%	10,20%	14,20%
Langtímavöxtur	2,40%	1,40%	3,40%
Niðurstöður álagsprófa - Landsbankinn			
Virði eigin fjár	31.028	38.558	24.869
Verð á hlut	4,53	5,63	3,63

Tafla 9 sýnir hvernig virði Landsbankans breytist með því að breyta forsendum virðislíkansins. Hér er búið að breyta ávöxtunarkröfu eiginfjár og langtímavexti. Niðurstaðan úr virðislíkaninu og álagsprófunum gefur til kynna að verð á hlut fyrir bréf í Landsbankanum ætti því að vera á bilinu 3,63 – 5,63. Raunverulegt söluvirði bréfanna var 3,91 sem er innan verðbils álagsprófsins.

Tafla 10 Álagspróf á virði eigin fjár í Búnaðarbanka Íslands

Forsendur	Upphaflegt virðismat	Álagspróf 1	Álagspróf 2
Ávöxtunarkrafa eigin fjár	12,20%	10,20%	14,20%
Langtímavöxtur	2,40%	1,40%	3,40%
Niðurstöður álagsprófa - Búnaðarbankinn			
Virði eigin fjár	24.200	30.284	19.243
Verð á hlut	4,47	5,59	3,55

Tafla 10 sýnir hvernig virði Búnaðarbanka Íslands breytist með því að breyta forsendum virðislíkansins (ávöxtunarkröfu eigin fjár og langtímavexti). Niðurstaða úr virðislíkaninu og álagsprófunum gefur til kynna að verð á hlut fyrir bréf í Búnaðarbankanum ætti að vera á bilinu 3,55 – 5,59. Raunverulegt söluvirði bréfanna var 4,81 sem er innan verðbils álagsprófsins.

5.2 Virðismat samkvæmt kennitölugreiningu

Kennitöluverðmatið er byggt á samanburði milli ára á þremur kennitölum. Þær eru V/H hlutfall (price/earnings ratio), V/I hlutfall (price/book ratio) og arðsemi eigin fjár (return on stockholders' equity).

Þessar kennitölur gefa stjórnendum vísbendingu um hvað fjárfestum finnst um frammistöðu fyrirtækisins og framtíðarhorfur þess.

V/H hlutfallið segir til um hversu mörg ár fyrirtæki er að skila til baka ígildi fjárfestingar miðað við hagnað ársins. Hlutfallið er reiknað þannig:

$$\frac{\text{Markaðsverð hlutar}}{\text{Hagnaður á hlut}}$$

Hlutfallið endurspeglar væntingar um framtíðarhagnað fyrirtækja að mati fjárfesta (Weygandt, Kimmel og Kieso, 2005). Ef hlutfallið er hátt þá gefur það til kynna að fjárfestar eru bjartsýnir á hagnaðraukningu í fyrirtækinu einnig er það ábending um að fjárfestar búist við góðri framtíð með hlutafé þess. Áhættusamari fyrirtæki hafa lægra hlutall en fyrirtæki með sterkar vaxtahorfur hafa hærra hlutfall (Edmonds, Edmonds, McNair, Olds og Schneider, 2006).

V/I hlutfall (price/book ratio) sýnir hvernig fyrirtækið er metið í samanburði við bókfært eigið fé þess. Hlutfallið er reiknað þannig :

$$\frac{\text{Markaðsvirði}}{\text{Eigið fé}}$$

Ef V/I hlutfall er lægra en einn er markaðsverð lægra en eigið fé þess. Markaðurinn metur þá fyrirtækið undir bókhaldslegu verðmæti. Arðbær og vaxandi fyrirtæki hafa V/I hlutfall hærra en einn. Ef hlutfallið er hærra en einn er markaðsverð fyrirtækis hærra en nemur eigið fé þess og fjárfestar tilbúnir að borga meira fyrir hlutabréf í félaginu en bókhaldslegt verðmæti segir til um. Markaðurinn er þá að meta verðmæti fyrirtækis hærra en sem nemur bókhaldslegu verðmæti þess, sem bendir til þess að einhver óbókfærð verðmæti séu í fyrirtækinu (Deloitte, 2011).

Virði eigna í efnahagsreikningi endurspeglar hvorki verðbólgu né viðskiptavild og þess vegna getur þessi staða komið upp. Fyrirtæki með tiltölulega hátt hagnaðarhlutfall seljast á margfalt hærra bókfærðu virði heldur en þau sem hafa lágan hagnað. Ef fyrirtæki hefur lágt hagnaðarhlutfall á eignum sínum þá verður V/I hlutfallið frekar lágt miðað við meðal fyrirtæki (Edmonds o.fl., 2006).

Arðsemi eigin fjár (return on equity – ROE) er arðsemishlutfall sem er mikið notað af almennum hluthöfum. Það sýnir hvað eigendur hagnast mikið á rekstri fyrirtækis. (Deloitte, 2011). Hlutfallið er reiknað þannig:

$$\frac{\text{Hagnaður}}{\text{Meðaltal eigin fjár}}$$

5.2.1 Niðurstöður kennitöliverðmats

Við samanburð á kennitölum var notast við stærðir úr ársreikningum Búnaðarbankans og Landsbankans frá árunum 1998-2002. Til samanburðar er stuðst við sömu kennitölur frá fjórum Skandinavískum bönkum, þeir eru SEB í Svíþjóð, Nordea í Svíþjóð Handelsbanken Svíþjóð og Danske Bank frá Danmörku. Samanburð á V/H hlutfalli þessara banka er eftirfarandi:

Tafla 11 Samanburður á V/H hlutfalli

V/H hlutfall	1998	1999	2000	2001	2002	Meðaltal
Búnaðarbanki Íslands	17,90	16,30	98,90	20,50	10,90	32,90
Landsbanki Íslands	16,77	27,12	24,73	13,27	12,32	18,84
SEB	11,60	12,40	11,00	13,30	9,50	11,56
Nordea*	N/A	11,00	14,00	11,00	14,00	12,50
Danske bank	11,40	8,60	17,30	11,35	10,20	11,77
Handelsbanken	13,6	11,50	12,50	12,80	11,00	12,28

*Nordea stofnaður árið 1999

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Taflan sýnir að V/H hlutfall íslensku bankanna eru umtalsvert sveifflugjarnara en hjá samanburðarbönkunum. Við árslok 2002 eru kennitölur íslensku bankanna nokkuð svipaðar og fyrir norrænu bankana. Þegar meðaltalið fyrir tímabilið er skoðað sést að íslensku bankarnir eru talsvert lengur að borga til baka í árum talið miðað við þá norrænu. Árin 1999-2000 sýna íslensku bankarnir óvenju hátt V/H hlutfall. Ástæðuna fyrir því má rekja til þess að árið 2000 dróst hagnaður þeirra

nokkuð saman. Í töflu 6 kemur fram að hagnaður Landsbankans dróst saman um 37% frá fyrra ári og í töflu 7 kemur fram að hagnaður Búnaðarbankans dróst saman um 83% frá fyrra ári. Þar sem V/H hlutfallið er nokkuð hátt fyrir íslensku bankana gefur það til kynna að fjárfestar vænti þess að framtíðarhagnaður fyrirtækisins verði góður og einnig er það ábending um að fjárfestar búist við góðri framtíð með hlutabréf í íslensku bönkunum.

Árið 2000 lækkaði gengi á íslensku bönkunum nokkuð vegna áhrifa frá erlendum hlutabréfamörkuðum en allir helstu hlutabréfamarkaðir heimsins lækkuðu árið 2000. Rekja má þessa miklu lækkun til þegar netfyrirtæki sýndu vaxandi taprekstur. Á árinu 2000 lækkaði Dow Jones vísitalan um 6% og S&P500 vísitalan lækkaði um 10%. Á Íslandi hafði verið samfelld hækkun á Úrvalsvísitölunni í sjö ár en hún lækkaði um 19,3% árið 2000 (Landsbanki Íslands, 2000).

Tafla 12 Útreikningur á V/H hlutfalli Landsbankans

Landsbanki Íslands	
Söluverð	3,91
Hagnaður á hlut	0,32
V/H	12,32
V/H samanburðarbanka	9,5 - 14,0
$(9.5*0,32) - (14.0*0,32) =$	
verðbil: 3,04 - 4,48	
Niðurstaða: innan verðbils	

Við útreikning V/H hlutfalli fyrir virði á hlut út frá samanburðarbönkunum fæst verðbil á hlut á bilinu 3,04 til 4,48 fyrir Landsbankann. Verðbilið er myndað út frá lægsta og hæsta V/H gildi í töflu 11. Miðað við þessa niðurstöðu er raunverulegt söluverð Landsbankans innan verðbilsins.

Tafla 13 Útreikningur á V/H hlutfalli Búnaðarbankans

Búnaðarbanki Íslands	
Söluverð	4,47
Hagnaður á hlut	0,41
V/H	10,9
V/H samanburðarbanka	9,5 - 14,0
$(9.5*0,41) - (14.0*0,41) =$	
verðbil: 3,9 - 5,74	
Niðurstaða: innan verðbils	

Við útreikning V/H hlutfalli fyrir virði á hlut út frá samanburðarbönkunum fyrir Búnaðarbankann fæst verðbil á hlut á bilinu 3,90 til 5,74. Verðbilið er myndað út frá

lægsta og hæsta V/H gildi. Niðurstaðan er sú að raunverulegt söluverð Búnaðarbankans er innan verðbilsins.

Samanburður á V/I hlutfalli er eftirfarandi:

Tafla 14 Samanburður á V/I hlutfalli

V/I hlutfall	1998	1999	2000	2001	2002	Meðaltal
Búnaðarbanki Íslands	1,90	2,86	2,42	1,48	1,64	2,06
Landsbanki Íslands	1,57	2,59	1,73	1,50	1,53	1,78
SEB	1,59	1,54	1,66	1,42	1,05	1,45
Nordea*	N/A	1,70	2,16	1,49	1,03	1,60
Danske bank	1,49	1,41	2,01	1,73	1,38	1,60
Handelsbanken	0,90	2,00	2,70	2,20	1,54	1,87

*Nordea stofnaður árið 1999

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Tafla 14 sýnir að V/I hlutfall íslensku bankanna er svipað og þeirra Skandinavísku en þó aðeins hærra þegar litið er til meðaltals yfir tímabilið. Fyrir alla bankana er hlutfallið yfir einum sem gefur til kynna að markaðurinn metur fyrirtækið yfir bókhaldslegum verðmætum þess og fjárfestar því tilbúnir að borga meira en sem nemur bókhaldslegu verðmæti þess. Samkvæmt þessu eru fjárfestar tilbúnir að borga sem nemur 1.6 falt af eigin fé Búnaðarbankans miðað við árslok 2002. Þegar litið er til Landsbankans eru þeir tilbúnir að borga 1.5 falt eigið fé bankans fyrir hann.

Tafla 15 Útreikningur á V/I hlutfalli Landsbankans

Landsbanki Íslands	
Söluverð	3,91
Eigið fé 31.12.2002	16.309
V/I samanburðarbanka	1,05 - 1,54
Fjöldi útst. hluta	6.846
$(16.309 * 1,05) - (16.309 * 1,54)$	
$(17.125) - (25.116) =$	
verðbil: 2,5 - 3,7	
Niðurstaða: utan verðbils	

Við útreikning á V/I hlutfalli fyrir virði á hlut út frá samanburðarbankanum fæst að virði eigin fjár er á bilinu 17.125 m.kr til 25.116 m.kr. Þegar búið er að deila virði eigin fjár niður á fjölda útistandandi hluta fæst verðbil frá 2,5 – 3,7. Verðbilið er reiknað út frá lágsta og hæsta V/I gildi samanburðarbankanna. Miðað við þessar niðurstöður er raunverulegt söluverð Landsbankans utan verðbilsins.

Tafla 16 Útreikningur á V/I hlutfalli Búnaðarbankans

Búnaðarbanki Íslands	
Söluverð	4,47
Eigið fé 31.12.2002	15.192
V/I samanburðarbanka	1,05 - 1,54
Fjöldi útst. hluta	5.418
(15.192*1,05) - (15.192*1,54)	
(15.952) - (23.396) =	
verðbil: 2,95 - 4.3	
Niðurstaða: utan verðbils	

Við útreikning á V/I hlutfalli fyrir virði á hlut út frá samanburðarbönkunum fæst að virði eigin fjár er á bilinu 15.952 m.kr til 23.396 m.kr. Þegar búið er að deila virði eigin fjár niður á fjölda útstandandi hluta fæst verðbil frá 2,95 – 4,3. Verðbilið er reiknað út frá lægsta og hæsta V/I gildi samanburðarbankanna. Miðað við þessar niðurstöður er raunverulegt söluverð Búnaðarbankans utan verðbilsins.

Samanburður á arðsemi eigin fjár er eftirfarandi:

Tafla 17 Samburður á arðsemi eigin fjár

Arðsemi eigin fjár	1998	1999	2000	2001	2002	Meðaltal
Búnaðarbanki Íslands	14,60%	20,00%	2,80%	12,00%	18,20%	13,52%
Landsbanki Íslands	12,40%	11,50%	8,10%	13,10%	13,50%	11,72%
SEB	14,80%	14,60%	16,90%	11,90%	12,00%	14,04%
Nordea*	N/A	18%**	16,10%	13,80%	7,50%	12,47%
Danske bank	13,70%	16,40%	11,60%	16,10%	14,00%	14,36%
Handelsbanken	18,60%	22,20%	18,40%	18,40%	14,60%	18,44%

*Nordea stofnaður árið 1999

**Pro forma

(Heimild: Ársreikningar bankanna).

Taflan sýnir að arðsemi eigin fjár er nokkuð svipuð fyrir bankana á þessu tímabili en þó með undantekningu árið 2000 fyrir íslensku bankana. Þegar meðaltal yfir spátímabilið er skoðað má sjá að íslensku bankarnir eru nokkuð sambærilegar þeim skandínávísku varðandi arðsemi eigin fjár.

Þegar kennitölurnar fyrir bankana eru skoðaðar sést að lækkunin á mörkuðum sem átti sér stað í heiminum á árunum 2000-2001 hafði töluvert meiri áhrif hér á landi en t.d. í Svíþjóð og Danmörku. Það má ef til vill vera vegna þess að hér á landi var hlutabréfamarkaðurinn nokkuð grunnur og fáir fjárfestingakostir í boði.

6 Samandregnar niðurstöður

Heimild Alþingis til sölu Landsbankans í lögum nr. 70/2001 kvað á um að heimilt væri að selja hlutafé ríkissjóðs í bankanum. Þar var ekki að finna neina stefnumörkun af hálfu Alþingis eða efnisreglur um hvernig ætti að standa að sölnunni. Það var því alfarið í höndum stjórnvalda undir forystu ríkisstjórnarinnar að ákveða nánari framkvæmd og forsendur fyrir sölnunni.

Ekki er hægt að segja annað en að heldur ófagmannlega hafi verið staðið að sölu Landsbankans og Búnaðarbankans ef lítið er til þeirrar staðreyndar að lítið hafi verið hlustað á gagnrýni nefndarinnar sem hafði það hlutverk að viðhalda faglegum undirbúningi við einkavæðinguna. Þar ber sérstaklega að nefna gagnrýni Steingríms Ara. Samningaviðræður voru keyrðar áfram í þeim tilgangi að selja bankana fyrir lok kjörtímabilsins í stað þess að fylgja stefnu sem sett var í upphafi ferilsins.

Svo virðist sem að á lokastigi söluférlisins hafi verið horfið frá þeim grundvallarviðmiðum og kröfum sem settar voru í upphafi einkavæðingarferilsins um þekkingu og reynslu af bankarekstri.

Niðurstöður úr arðgreiðslulíkaninu fyrir Landsbankann gefur að virði eigin fjár er 31.028 m.kr. og verð á hlut 4,53. Raunverulegt söluvirði á bréfum Landsbankans var 3,91 á hlut sem er lægra en niðurstaða virðismatsins segir til um. Þessi niðurstaða gefur til kynna að Landsbankinn hafi því verið vanmetinn þegar salan á honum fór fram. Þegar gert hefur verið álagspróf þar sem forsendum um ávöxtunarkröfu eigin fjár og langtímavöxt hefur verið breytt sýnir niðurstaðan verðbil frá 3,63 – 5,63. Raunverulega söluvirðið fellur því innan verðmarka álagsprófsins.

Þegar kennitölusamanburður er skoðaður sést að V/H hlutfallið fyrir Landsbankann er næst hæsta gildið miðað við árslok 2002, aðeins Nordea er með hærra gildi. Þegar reiknað hefur verið út verð á hlut út frá V/H hlutföllum samanburðarbankanna fæst verðbil á bilinu 3,04 til 4,48 á hlut. Niðurstaðan út frá V/H hlutfalli er að söluverðið fellur innan verðbilsins.

Við kennitölusamaburð út frá V/I hlutfalli er Landsbankinn með næst hæsta gildið eða 1,53 en þar er Búnaðarbankinn hærrí. Þegar reiknað hefur verið út virði eigin fjár og virði á hlut í samanburð við norrænu bankana fæst að virði eigin fjár er á bilinu 17.125 m.kr til 25.116 m.kr. Virði á hlut er á bilinu 2,5 – 3,7. Samkvæmt þessari kennitölugreiningu er söluverð Landsbankans hærra en verðbilið.

Niðurstöður úr arðgreiðslulíkaninu fyrir Búnaðarbankann gefur að virði eigin fjár er 24.200 m.kr. sem gefur verð á hlut upp á 4,47. Raunverulegt söluverð á bréfum í Búnaðarbankanum var 4,81 sem gefur til kynna að virði bankans hafi verið ofmetið við sölu hans. Þegar gert hefur verið álagspróf með breyttum forsendum á ávöxtunarkröfu eigin fjár og langtímavexti fæst verðbil frá 3,55 – 5,59. Raunverulegt söluvirði fellur því innan marka álagsprófsins.

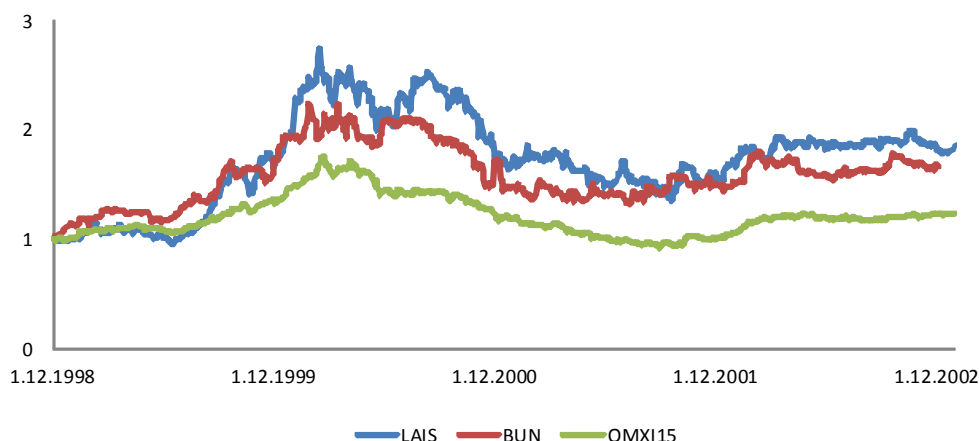
Þegar kennitölusamanburðu er skoðaður sést að V/H hlutfallið fyrir Búnaðarbankann er þriðja hæsta gildið miðað við árslok 2002, Nordea og Landsbankinn eru með hærra gildi. Þegar reiknað hefur verið út verð á hlut út frá V/H hlutföllum samanburðarbankanna fæst verðbil á milli 3,9 – 5,7. Niðurstaðan út frá V/H hlutfalli er því að söluverðið fellur innan verðbilsins.

Við kennitölusamaburð út frá V/I hlutfalli er Búnaðarbankinn með hæsta gildið eða 1,64. Þegar reiknað hefur verið út virði eigin fjár og virði á hlut í samanburði við norrænu bankana fæst að virði eigin fjár er á bilinu 15.952 m.kr til 23.396 m.kr. Virði á hlut er á bilinu 2,95 – 4,3. Samkvæmt þessari kennitölugreiningu er söluverð Búnaðarbankans hærra en verðbilið.

Niðurstöður virðismatsins og úr kennitölusamanburði eru þær að í flestum tilvikum er söluvirði bankanna innan verðmarka. Því má túlka niðurstöður þannig að miðað við gefnar forsendur voru bankarnir einkavæddir á réttmætu verði í árslok 2002.

Hins vegar þegar litið er til aðstæðna á fjármálamörkuðum á þessu tímabili má velta því fyrir sér hvort salan hafi farið fram á réttum tíma og hvort rétt hafi verið staðið að henni varðandi val á kaupendum.

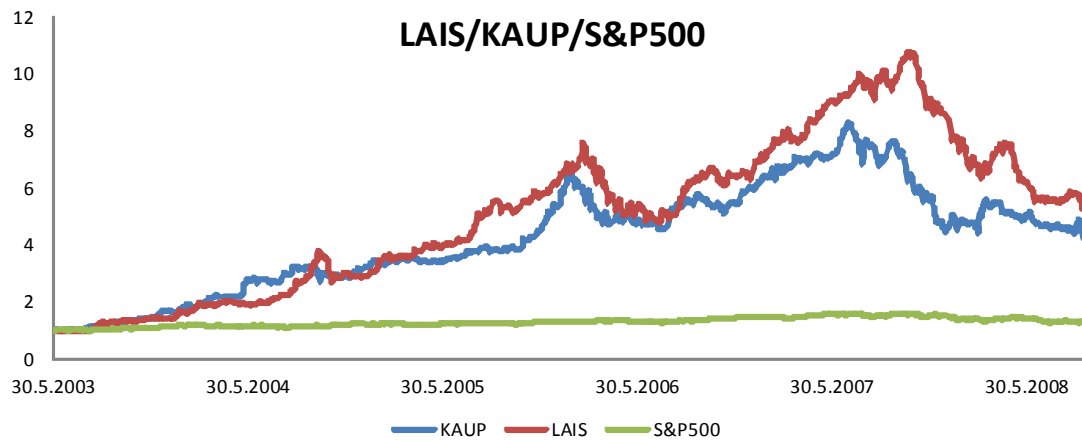
LAIS/BUN/OMX



Mynd 4 Breyting á hlutabréfagengi 1998-2002

(Heimild: NASDAQ OMX Iceland).

Mynd 4 sýnir breytingu sem varð á hlutabréfaverði Landsbankans og Búnaðarbankans frá árslokum 1998 til ársloka 2002. Græna línan sýnir breytingu á gengi íslensku úrvalsvisítölnunnar úr Kauphöll Íslands. Eins og sést á myndinni þá er þróunin mjög svipuð. Sjá má áhrif Internetbólunnar og hryðjuverkaárásanna á Bandaríkin á hlutabréfaverð á árunum 2000-2001 en þá fór hlutabréfaverð talsvert niður á við eins og annars staðar í heiminum. Stuttu seinna ákveður einkavæðinganevnd að fresta sölu á stórum eignarhlutum í bönkunum til kjölfestufjárfesta. Þegar þróun á mörkuðum er skoðuð má segja það hafi verið góð ákvörðun þar sem markaðsskilyrði voru ekki talin góð til sölu á svo stórum eignarhlutum í eigu ríkisins.



Mynd 5 Breyting á hlutabréfagengi 2003-2008

(Heimild: NASDAQ OMX Iceland).

Á mynd 5 sést breyting á hlutabréfaverði Landsbankans og Kaupþings ásamt breytingu á S&P500 hlutabréfavísitölunni frá miðju ári 2003 og fram í september 2008. Hér er stuðst við S&P500 vísitöluna sem viðmið þar sem íslenska úrvalsvísitalan þótti ekki nægilega góð til viðmiðunar bæði vegna þess hversu stórt hlutfall íslensku bankarnir þrír (Kaupþing, Glitnir og Landsbanki) voru af innlendum hlutabréfamarkaði. Einnig voru báðir bankarnir komnir með starfsemi víðsvegar um Evrópu og Bandaríkin á þessu tímabili. Eins og sést á grafinu verður gríðarlegur vöxtur í hlutabréfaverði bankanna frá árinu 2003 og fram á mitt ár 2007. Eftir þann tíma fer það nokkuð hratt niður á við.

Þegar myndirnar tvær eru skoðaðar má sjá að mikið vaxtaskeið hefst stuttu eftir einkavæðingu bankanna. Því má velta því fyrir sér hvort markaðsaðstæður hafi verið nægilega góðar þegar salan fór fram og hvort ekki hefði fengist betra verð fyrir bankana ef beðið hefði verið með söluna eins og framkvæmdanefnd um einkavæðingu lagði til á sínum tíma.

7 Lokaorð

Bankahrúnið haustið 2008 leiddi til þess að íslensku bankarnir þrír, Kaupþing, Landsbankinn og Glitir, urðu aftur að ríkiseign eftir að hafa verið í eigu einkaaðila í aðeins 6 ár.

Í umræðu síðastliðinna missera hefur mikið verið rætt um hvernig skuli haga eignarhaldi á bönkunum sem nú eru aftur komnir í eigu ríkisins. Íslandsbanki (áður Glitir) er 95% í eigu kröfuhafa og 5% í eigu ríkisins, Arion banki (áður Kaupþing/Búnaðarbanki) er 87% í eigu kröfuhafa og 13% í eigu ríkisins og Landsbankinn er 98% í eigu ríkisins og 2% í eigu hans sjálfs. Því er ljóst að hér mun að öllum líkinum fara fram önnur umferð af einkavæðingu þar sem það er fyrirséð að kröfuhafar gömlu bankanna eru ekki langtímaeigendur að nýju bönkunum.

Hefur umræðan síðastliðinn misseri að mestu snúist um það að losa kröfuhafana við þeirra eignarhald á bönkunum með því að greiða þeim út með erlendum eignum lífeyrissjóðanna. Gangi það eftir yrðu þá lífeyrissjóðir landsins langstærstu eigendur að bönkunum þó Landsbankinn muni vera áfram í eigu ríkisins.

Miðað við fyrri reynslu af einkavæðingu banka hér á landi þarf að móta skýra stefnu og kröfur til eigenda bankanna og hvernig framkvæmd sölunnar skuli fara fram og fylgja því eftir.

“The past cannot be cured” sagði Elísabet I Englandsdrottning. Þessi orð eiga vel við í dag þegar litið er til baka og skoðað hvernig staðið var að einkavæðingu bankanna árið 2002. Það er ekki hægt að breyta því sem gerst hefur en hins vegar er hægt að læra af fyrri mistökum. Það er von höfundar að lærdómur hafi verið dreginn af einkavæðingunni 2002 og hér verði vandað betur til verks þegar kemur að næstu einkavæðingu.

Heimildaskrá

Arnar Þór Másson. (2007). Ríkið hf. Hlutafélagavæðing ríkisrekstrar. *Stjórnmal og stjórnsýsla*, 3(2). Sótt 1. desember 2012, af <http://skemman.is/handle/1946/8954>

Ábel, I., og Siklos, P.L. (2004). Secrets to the successful Hungarian bank privatization: the benefits of foreign ownership through strategic partnership. *Economic Systems*, 28(2), 111-123. Sótt 23. apríl 2013, af <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0939362504000366>

Christoffersen, H., og Paldam, M. (2003). *Privatization in Denmark 1980-2002*. Sótt 30. janúar 2013, af http://www.google.is/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&sqi=2&ved=0CEAQFjAD&url=http%3A%2F%2Fcdi.mecon.gov.ar%2Fbiblio%2Fdoc%2Fifo%2Fwp%2F1127.pdf&ei=DtoGUbyWic7Y4QSi_YGIDw&usg=AFQjCNEK3na0RvGuLtsjxgAQWAZU0iNVbw

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Techniques for determining the Value of any Asset* (2.útgáfa). New York: John Wiley & Sons

Damodaran, A. (2011). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 edition*. Sótt 26. mars 2013, af <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2011.pdf>

Damodaran, A. (2013). *The Data Page*. Sótt 26. mars 2013, af http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Davis, J. M., Ossowski, R., Richardson, T. J., og Barnett, S. (2000), Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization, *Occasional Paper* (194).

Deloitte ehf. (2011). *Um kennitölur*. Sótt 17. mars 2013, af <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Iceland/Local%20Assets/Documents/bokamerki.pdf>

D'Souza, J., Megginson, W., og Nash, R. (2001), *Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance*. Sótt 24. nóvember, af http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=243186

Edmonds T. P., Edmonds. C. D., McNair F. M., Olds. P. R., og Schneider N. W. (2006). *Fundamental Financial Accounting Concepts* (5. útgáfa). New York: McGraw-Hill

Eggert Þór Bernharðsson. (ritstjóri). (2004). *Rætur Íslandsbanka: 100 ára fjármálasaga*. Reykjavík: Íslandsbanki.

- Forsætisráðuneytið. (1991). *Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Alþýðuflokks*. Sótt 25. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Radherra/stefnuyfirlýsing91.pdf>
- Forsætisráðuneytið. (1995). *Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks*. Sótt 25. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/utgefningu/efni/nr/443/>
- Forsætisráðuneytið. (1999). *Stefnuyfirlýsing ríkisstjórnar Sjálfstæðisflokks og Framsóknarflokks*. Sótt 25. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/frettir/nr/68>
- Forsætisráðuneytið. (2001). *Sölu hlutabréfa í Landsbanka Íslands hf. til kjölfestufjórðings frestað*. Sótt 25. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/frettir/nr/112>
- Forsætisráðuneytið. (2002a). *Undirritun kaupsamnings milli íslenska ríkisins og Samson ehf.* Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/raduneyti/verkefni/Einkavaeding/nr/259>
- Forsætisráðuneytið. (2002b). *Samkomulag um kaup hlutabréfa í Búnaðarbankanum*. Sótt 27. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/raduneyti/verkefni/Einkavaeding/nr/257>
- Forsætisráðuneytið. (2002c). *Undirskrift kaupsamnings frestað fram yfir áramót*. Sótt 27. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/raduneyti/verkefni/Einkavaeding/nr/261>
- Forsætisráðuneytið. (2003). *Þýskur banki í hópi nýrra eigenda Búnaðarbanka Íslands hf.* Sótt 27. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/raduneyti/verkefni/Einkavaeding/nr/260>
- Framkvæmdanefnd um einkavæðingu. (2003). *Einkavæðing 1999 – 2003 skýrsla*. Reykjavík: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu.
- Framkvæmdanefnd um einkavæðingu. (2005). *Sala á 98,8% hlut ríkisins í Landsíma Íslands hf.* Reykjavík: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu.
- Framkvæmdanefnd um einkavæðingu. (2007). *Einkavæðing 2003-2007*. Reykjavík: Framkvæmdanefnd um einkavæðingu. Sótt 16. febrúar 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf>
- Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson. (2003). *Einkavæðing á Íslandi 1992-2003*. Reykjavík. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands.
- Haraldur Yngvi Pétursson (e.d.). *Verðmat banka – afkomuspá o.fl.* Sótt 27.3.2013, af https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla_2012/Verdmat_glosur.ppt
- Hjálmar Jónsson. (8. ágúst 1998). Tryggja verður dreifða eignaraðild. *Morgunblaðið*, bls. 30-31.
- Koller, T., Goedhart, M., og Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (5. útgáfa)*. New Jersey: Wiley.

- Landsbanki Íslands. (2000) *Ársskýrsla 2000*. Reykjavík: Höfundur
- Lög um stofnun Fjárfestingabanka atvinnulífsins hf. nr.60/1997. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/lagas/nuna/1997060.html>
- Lög um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands nr.50/1997. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/lagas/nuna/1997050.html>
- Lög um breytingu á lögum um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands. nr. 50/1997. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/altxt/stjt/2001.070.html>
- Mannsberger, J., McBride, B., (2007). The privatization of the Mexican banking sector in the 1990s: from debacle to disappointment. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 320 – 334
- Morgunblaðið. (29. ágúst 1998). *Stefnumótun ríkisstjórnar um sölu ríkisbanka*. Sótt 25. apríl 2013 af http://www.mbl.is/greinasafn/grein/416413/?item_num=57&dags=1998-08-29
- Morgunblaðið. (11. september 2002a). *Steingrímur Ari segir sig úr einkavæðingarnefnd*. Sótt 27. apríl 2013 af http://www.mbl.is/frettir/innlent/2002/09/11/steingrimur_ari_arason_segir_sig_ur_einka_vaedingarn/
- Morgunblaðið. (17. nóvember 2002b). *S-hópur kaupir Búnaðarbanka á 11,9 milljarða*. Sótt 14. október 2012, af <http://www.mbl.is/greinasafn/grein/698882/>
- Netter, J.M., og Megginson, W.L (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2). Sótt 22. nóvember 2012, af http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262311
- Nicoletti, G. og Scarpetta, S. (2003). Regulation, Productivity and Growth: OECD Evidence. *Economic Policy*, 18(36), 10-72. Sótt 24. nóvember 2012, af <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-0327.00102/pdf>
- OECD. (2009). *Privatisation in the 21st Century: Recent Experiences of OECD Countries*. París: OECD. Sótt 24. apríl 2013 af <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/48476423.pdf>
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburði (Bindi 1)*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis.
- Ríkisendurskoðun. (1994). *Sala á fyrirtækjum í eigu ríkisins 1991-1994*. Sótt 16. febrúar 2013, af <http://www.ríkisendurskodun.is/fileadmin/media/skyrslur/einkav.pdf>
- Ríkisendurskoðun. (2002). *Greinargerð um útboð á fjórðungshlut ríkisins í Landsbanka Íslands hf*. Sótt 7. apríl 2013, af <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavadingpdf.pdf>
- Ríkisendurskoðun. (2003). *Einkavæðing helstu ríkisfyrirtækja 1998–2003*. Sótt 4. apríl 2013, af: <http://www.ríkisend.is/fileadmin/media/skyrslur/einkavaeding.pdf>

Seymour, R. (2012). A short history of privatisation in the UK: 1979-2012. *The Guardian*. Sótt 23 apríl 2012 af <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2012/mar/29/short-history-of-privatisation>

Steingrímur Ari Arason og Hannes Hólmsteinn Gissurarson. (1988). Eign handa öllum: ritgerð um röksemdir fyrir og andmæli við einkavæðingu og frekari möguleika á henni hér á landi. *Stofnun Jóns Þorlákssonar Rannsóknarrit*, 4, 10-11.

Utanríkisráðuneytið. (2013). *EES-vefsetrið: EES-samningurinn: I. Hluti*. Sótt 25. apríl 2013 af <http://www.utanrikisraduneyti.is/samningar/ees/EESSamningur/nr/1157>

Valgerður Sverrisdóttir. (5. júlí 2001). Sala Landsbankans. *Morgunblaðið*, bls 36.

Weygandt, J.J., Kimmel, P.D., og Kieso, D.E. (2005). *Principles of Financial Accounting* (7. útgáfa). New Jersey: John Wiley & Sons.

Willner, J. (2003). Privatization and Public Ownership in Finland. *CESifo Working Paper Series NO. 1012*. Sótt 26. apríl 2013, af http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=436607.

Þingskjal 817. (2000-2001). Frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum. *Alþingistíðindi A-deild*. Sótt 26. Apríl 2013, af <http://www.althingi.is/altext/126/s/0817.html>

Þingskjal 1089. (2000-2001). Nefndarálit um frv. til 1. um breyt. á 1. nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum. Frá meiri hluta efnahags- og viðskiptanefndar. *Alþingistíðindi A-deild*. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/altext/126/s/1089.html>

Þingskjal 1193. (2000-2001). Nefndarálit um frv. Til 1. Um breyt. Á 1. Nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarabanka Íslands, með síðari breytingum frá 1. Minnihluta efnahags- og viðskiptanefndar. *Alþingistíðindi A-deild*. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/altext/126/s/1193.html>

Þingskjal 1421. (2000-2001). Lög um breytingu á lögum nr. 50/1997, um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands, með síðari breytingum. *Alþingistíðindi A-deild*. Sótt 26. apríl 2013 af, <http://www.althingi.is/altext/126/s/1421.html>

Þingskjal 1422. (2000-2001). Lög um breytingu á lagaákvæðum um eftirlit með eigendum virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjum. *Alþingistíðindi A-deild*. Sótt 26. apríl 2013, af <http://www.althingi.is/altext/stjt/2001.069.html>

Pröstur Olaf Sigurjónsson og Auður Arna Arnardóttir. (2011). Rekstur einkavæddra fyrirtækja á Íslandi. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 8(1), 13-29 Sótt 30. mars 2013, af http://www.efnahagsmal.is/wp-content/uploads/2012/01/Rekstur-einkavæddra-fyrirtækja_final.pdf

Viðaukar

Virðismat Landsbankans:

Tafla 1 Vaxtatekjur	Söguleg gögn					Spátímabil					Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Lán til viðskiptavina	111.922	129.850	167.965	197.082	208.309	229.140	252.054	277.259	304.985	335.484	
Áætlun breyting						10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Hreinar Vaxtatekjur (vaxtan)	4.477	5.516	6.026	8.772	7.732	8.020	8.822	9.704	10.674	11.742	
Heildarvaxtamunur	4,00%	4,25%	3,59%	4,45%	3,71%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	

Tafla 2 Þóknatekjur	Söguleg gögn					Spátímabil					Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Hreinar Þóknartekjur	1.927	2.288	2.901	3.622	4.076	4.483	4.931	5.424	5.967	6.564	
Vöxtur á milli ára %						10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Aðrar rekstrartekjur	1.041	1.426	1.034	-143	2.109	2.151	2.194	2.238	2.283	2.329	
Vöxtur í rekstrartekjum						2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Samtals	2.968	3.714	3.935	3.479	6.185	0	6.634	7.126	8.250	8.892	

Tafla 3 Kostnaður	Söguleg gögn					Spátímabil					Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Heildarkostnaður	5.583	6.456	7.118	8.108	8.505	8.760	9.023	9.294	9.573	9.860	
Vöxtur milli ára %						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Laun og launatengd gjöld	3.112	3.432	3.620	4.184	4.387	4.519	4.655	4.794	4.938	5.086	
Breyting launakostnaðar						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Annar rekstrarkostnaður	2.471	3.024	3.498	3.923	4.118	4.241	4.369	4.500	4.635	4.774	
Breyting annars kostnaðar						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Kostnaðarhlutfall (heildarkostnaður/heildartekjur)	74,99%	69,95%	71,45%	66,18%	61,12%	55,45%	52,44%	49,56%	46,81%	44,19%	
Heildartekjur=vaxta+þókna	7.445	9.230	9.961	12.251	13.916	15.800	17.208	18.753	20.449	22.312	

Tafla 4 Gæði eignasafns	Söguleg gögn					Spátímabil					Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Lán til viðskiptavina	111.922	129.850	167.965	197.082	208.309	0	229.140	252.054	277.259	304.985	335.484
Afskriftar%	0,84%	0,85%	0,80%	1,17%	1,37%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	
Framlag í afskriftarreikning	942	1.106	1.340	2.298	2.863	2.291	2.521	2.773	3.050	3.355	

Tafla 5 Afkomuspáin	Söguleg gögn					Spátímabil					Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Vaxtatekjur	4.477	5.516	6.026	8.772	7.732	8.020	8.822	9.704	10.674	11.742	
Þóknatekjur	2.968	3.714	3.935	3.479	6.185	6.634	7.126	7.663	8.250	8.892	
Heildartekjur	7.445	9.230	9.961	12.251	13.916	14.654	15.948	17.367	18.924	20.634	
Kostnaður	5.583	6.456	7.118	8.108	8.505	8.760	9.023	9.294	9.573	9.860	
Hagnaður fyrir afskriftir	1.862	2.774	2.844	4.143	5.411	5.894	6.925	8.073	9.351	10.775	
Afskriftarreikningur	942	1.106	1.340	2.298	2.863	2.291	2.521	2.773	3.050	3.355	
Hagnaður fyrir skatta	920	1.668	1.504	1.846	2.549	3.603	4.404	5.300	6.301	7.420	
Skattur (15%)	9	147	549	96	520	648	793	954	1.134	1.336	
Hagnaður	911	1.521	955	1.750	2.029	2.954	3.611	4.346	5.168	6.084	

Virðismat Búnaðarbankans :

Tafla 1 Vaxtatekjur	Söguleg gögn					Spátímabil				Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lán til viðskiptavina	63.879	80.530	109.407	139.431	167.825	184.608	203.068	223.375	245.713	270.284
Áætlun breyting						10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Hreinar Vaxtatekjur (vaxtamunur)	2.909	3.469	4.244	5.997	6.423	7.705	8.475	9.323	10.255	11.281
Heildarvaxtamunur	4,55%	4,31%	3,88%	4,30%	3,83%	4,17%	4,17%	4,17%	4,17%	4,17%

Tafla 2 Þóknunartekjur (rekstartekjur)	Söguleg gögn					Spátímabil				Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hreinar þóknunartekjur	1.140	1.637	2.048	2.359	3.111	3.422	3.764	4.141	4.555	5.010
Vöxtur á milli ára %						10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Aðrar rekstartekjur	890	1.509	-915	-557	1.968	2.007	2.048	2.088	2.130	2.173
Vöxtur í rekstartekjum						2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Samtals	2.030	3.146	1.133	1.802	5.079	5.429	5.812	6.229	6.685	7.183

Tafla 3 Kostnaður	Söguleg gögn					Spátímabil				Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Heildarkostnaður	3.385	4.071	4.529	5.523	6.535	6.731	6.933	7.141	7.355	7.576
Vöxtur milli ára %						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Laun og launatengd gjöld	1.734	2.030	2.383	2.885	3.407	3.509	3.614	3.723	3.835	3.950
Vöxtur milli ára						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Annar rekstrarkostnaður	1.651	2.041	2.146	2.638	3.128	3.222	3.318	3.418	3.521	3.626
Breyting annars kostnaðar						3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Kostnaðarhlutfall (heildarkostnaður/heildartekjur)	68,53%	61,54%	84,23%	70,81%	56,82%	51,25%	48,53%	45,92%	43,42%	41,03%
Heildartekjur=vaxta+þóknunartekjur	4.939	6.615	5.377	7.799	11.502	13.134	14.287	15.552	16.940	18.464

Tafla 4 Gæði eignasafns	Söguleg gögn					Spátímabil				Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lán til viðskiptavina	63.879	80.530	109.407	139.431	167.825	184.608	203.068	223.375	245.713	270.284
Afskriftar%	1,06%	1,05%	0,58%	0,92%	1,32%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Framlag í afskriftareikning	678	846	633	1.276	2.212	1.846	2.031	2.234	2.457	2.703

Tafla 5 Afkomuspáin	Söguleg gögn					Spátímabil				Normal
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vaxtatekjur	2.909	3.469	4.244	5.997	6.423	7.705	8.475	9.323	10.255	11.281
Þóknunartekjur	2.030	3.146	1.133	1.802	5.079	3.422	3.764	4.141	4.555	5.010
Heildartekjur	4.939	6.615	5.377	7.799	11.502	11.127	12.240	13.464	14.810	16.291
Kostnaður	3.385	4.071	4.529	5.523	6.535	6.731	6.933	7.141	7.355	7.576
Hagnaður fyrir afskriftir	1.554	2.544	848	2.276	4.967	4.396	5.307	6.323	7.455	8.715
Afskriftareikningur	678	846	633	1.276	2.212	1.846	2.031	2.234	2.457	2.703
Hagnaður fyrir skatta	876	1.698	215	1.000	2.755	2.550	3.276	4.089	4.998	6.012
Skattur (15%)	226	477	13	62	466	459	590	736	900	1.082
Hagnaður	650	1.221	202	1.062	2.289	2.091	2.686	3.353	4.098	4.930