

Viðauki 5

Birtur með skýrslu
rannsóknarnefndar Alþingis

Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið

Höfundur: Magnús Sveinn Helgason

Reykjavík 2010

Efnisyfirlit

Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið	5
1. Inngangur	5
2. Niðurstöður og meginrök sögukaflans.....	6
I. Hluti - Nútímavæðing og myndun eignamarkaða, tímabilið 1990-2000.....	9
3. Einkenni tíunda áratugarins – umbreytingar- og eignamarkaður	9
4. Forsaga verðbréfa- og hlutabréfamarkaðar.....	10
5. Stofnun verðbréfafyrirtækja og upphaf hlutabréfamarkaðar	12
5.1 Skattaafslátturinn	17
5.2 Hlutverk hlutabréfasjóðanna	20
5.3 Fjárfestingarfélög.....	21
6. Kreppan í upphafi tíunda áratugarins	22
6.1 Rót vandans: Fé án hirðis, soun fjármagns og fjárfestingarslys	24
6.2 Draumar um alþjóðlega fjármálamiðstöð	28
7. Þróun hlutabréfamarkaðar 1991–1994: Frá búðarborðsmarkaði til skipulagðs hlutabréfamarkaðar	29
7.1 Þróun skuldabréfamarkaðar: tilkoma markaðar fyrir fyrirtækjaskuldabréf	35
7.2 Eignaleigur	36
8. Þróun hlutabréfamarkaðarins 1994-1997: Aukin umsvif bankanna, nýir hlutabréfasjóðir og fyrsta hlutabréfabólan.....	39
8.1 Einkavæðing ríkisfyrirtækja og fjölgun almenningshlutafélaga	39
8.2 Bankarnir verða umsvifameiri á verðbréfamarkaði	41
8.3 Kaup Landsbankans á VÍS – saga Samvinnutrygginga	42
8.4 Hlutabréfamarkaður tekur við sér að nýju	44
9. Sameiningar í sjávarútvegi	46
9.1 Sjávarútvegsbólan 1996-1997.....	49
9.2 Afleiðingar samrunabylgjunnar og sjávarútvegsbólunnar.....	51
10. Kaflaskipti á hlutabréfamarkaði árið 1998.....	55
11. Aldamótabólan, 1998–2000	58
12. Einkavæðing FBA.....	59
12.1 Kennitölusöfnunin	61
12.2 Orca S.A.	62
13. Ástæður og birtingarmynd hlutabréfabólunnar	63
13.1 Aldamótabólan var knúin áfram af lánsfé	65

13.2	Aukinn áhugi almennings og fjölmiðla á hlutabréfaviðskiptum	66
13.3	Grái markaðurinn: DeCode og Oz.....	69
14.	Hlutabréfabólan springur.....	71
II.	Hluti - Umbreyting íslensks atvinnulífs og vaxandi mikilvægi fjármálastofnana	73
15.	Hlutfélagavæðing, samrunaþróun og umbreyting íslensks atvinnulífs	74
15.1	Dæmi um þroskasögu íslensks fyrirtækis: Pharmaco	76
15.2	Hlutfélagavæðing samvinnufélaga	77
15.3	Minnkandi vægi fjölskyldufyrirtækja og samrunar í dreifingu og verslun	79
16.	Megindrættir tíunda áratugarins og nýtt landslag atvinnulífsins.....	83
17.	Mikilvægi bankanna í umbreytingu íslensks atvinnulífs	84
18.	Saga Bónuss og samþjöppun í matvöruverslun á tíunda áratugnum.....	85
18.1	Kaupás.....	87
18.2	Gaumur, Bónus, Vöruveltan og Fjárfar	88
19.	Vaxandi umsvif bankanna í umsköpun íslensks atvinnulífs	88
19.1	Samþjöppun í svína- og alifuglarækt	90
19.2	Gagnrýni á afskipti bankanna af fyrirtækjum í matvælaframleiðslu	92
20.	Dæmi um afskráningar og skuldsettar yfirtökur eftir aldamót.....	93
20.1	Fjandsamleg yfirtaka Keflavíkurverktaka.....	93
20.2	Skuldsett yfirtaka Fóðurblöndunnar	94
20.3	Fjandsamleg yfirtaka Húsasmiðjunnar	95
20.4	Skuldsett kaup á Pennanum	97
21.	Fjárfestingarfélagið Sjöfn	97
22.	Saga fasteignafélaganna	100
22.1	Landsafl og Þyrping	101
22.2	Sameining Þyrpingar og Stoða og stofnun nýrra fasteignafélaga	102
22.3	Vöxtur Stoða.....	103
23.	Breytingar á fjármálakerfinu upp úr aldamótum	103
23.1	Útrás bankanna til 2004.....	104
23.2	Uppstokkun á fjármagnsmarkaðnum upp úr aldamótum.....	105
23.3	Gilding og Eyrir Invest	106
24.	Fjárfestingarfélögin.....	108
24.1	Atorka og Afl	109
24.2	Saga Straums og stofnun í mars 2001	112
24.3	Yfirtaka áhættufjárfestingarfélaganna: Íslenski hugbúnaðarsjóðurinn	113
24.4	Framtak fjárfestingarbanki – EFA og Þróunarfélagið	114

24.5	Kaldbakur.....	115
24.6	Ástæður þess að hlutabréfasjóðirnir hverfa	118
III.	Hluti - Fjármálavæðing atvinnulífsins, tímabilið 2003–2006	121
25.	„Fjárstjórn fjöldans“ vikur fyrir „umbreytingarfjárfestingum“	121
25.1	Kjölfestufjárfestingar og umbreytingarfjárfestingar	125
26.	Fyrirtækjagripdeildir - stóra uppstokkunin	129
26.1	Sundurlimun kolkrabbans og Eimskipafélagsins	131
26.2	Sala og saga sjávarútvegsarms Eimskipafélagsins, Brims ehf.	133
26.3	Flugleiðir verða FL Group.....	135
26.4	Sjóvá-Almennar, Milestone og Askar Capital	140
27.	Viðskiptaveldi Baugsfeðga og Bakkabræðra	141
28.	Exista: Frá eignarhaldsfélagi til fjárfestingarfélags	142
28.1	Eignarhaldsfélagið Meiður verður fjárfestingarfélagið Exista	144
28.2	Exista kaupir VÍS	146
28.3	Exista breytt í almenningshlutafélag og skráð á hlutabréfamarkað	147
28.4	Skipbrot almenningshlutafélagsins: Misheppnuð sala Exista á Símanum	148
29.	Fyrstu skref Baugs í útrás.....	150
29.1	Yfirtökur og yfirtökutilraunir í Bretlandi: Arcadia og Hamleys.....	151
29.2	Yfirtökur Big Food Group, House of Fraser og Somerfield.....	153
29.3	Umsvif Baugs í tiskubransanum: Yfirtökur á Oasis og Karen Millen.....	154
29.4	Afskráning Baugs úr Kauphöll Íslands	155
29.5	Kaup og yfirtökur á fyrirtækjum í upplýsingatækni og afþreyingariðnaði.....	156
29.6	Útrás Baugs til Danmerkur	157
30.	Niðurlag: „Míní-krisan“, hlutabréfabólan og viðvörunarraddir	158
30.1	Viðvörunarraddir 2003–2006	160
30.2	Viðskiptafréttir fjölmiðla	164
30.3	Íslenska útrásar- og fjárfestingarfélagabólan, 2003–2007	165

Höfundur

Magnús Sveinn Helgason fæddist árið 1974. Hann lauk B.A. námi í sagnfræði frá Háskóla Íslands árið 2000 og M.A. námi í sagnfræði frá háskólanum í Minnesota (University of Minnesota) í Bandaríkjunum árið 2003. Hann stundar nú doktorsnám í sagnfræði við sama skóla. Magnús hefur m.a. kennt sagnfræði á háskóla- og framhaldsskólastigi og starfað sem viðskiptablaðamaður. Magnús er höfundur greinargerðarinnar „Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið“ sem birt er hér í viðauka 5 með vefútgáfu skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis. Greinagerðin er unnin sjálfstætt af höfundi að ósk rannsóknarnefndarinnar og eru allar allar ályktanir og efnistöð á ábyrgð hans.

Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið

1. Inngangur

Markmið þessa viðauka er að draga upp mynd af sögulegum aðdraganda bankahrunsins, ekki að skrifa sögu íslensks efnahags- eða atvinnulífs. Sjónum er beint að sögu verðbréfamarkaðarins og hvernig hann og fjármálafyrirtækin höfðu áhrif á þróun atvinnulífsins. Þessi sögulegi aðdragandi getur ekki gefið afgerandi svör við því hvers vegna bankakerfið hrundi haustið 2008 – nærtækar skýringar á hruninu koma fram í öðrum hlutum skýrslunnar.

Markmið þessa viðauka er ekki beinlínis að finna ástæður eða rætur hrunsins heldur að skýra hvað átti sér stað í aðdraganda þess, hvaða sögulega þróun einkenndi tímabilið sem byrjaði í upphafi tíunda áratugarins og endaði með hruni fjármálakerfisins haustið 2008. Með því að skoða þessa sögu út frá þróun viðskiptalífsins annars vegar og fjármagnsmarkaða og fjármálakerfisins hins vegar er þó hægt að varpa ljósi á forsögu hrunsins og byrja að svara hvernig þær aðstæður mynduðust sem leiddu til hrunsins.

Frásögnin er engan veginn tæmandi enda ekki rúm hér til að gera þróun íslensks fjármála- og atvinnulífs síðustu tvo áratugi skil. Þessi sögulegi viðauki er skrifaður með almenna lesendur fremur en akademíska í huga og markmiðið er ekki að kryfja til mergjar hagþróun, þróun atvinnulífsins og fjármálakerfisins síðustu tvo áratugi, heldur að fanga megindrætti þróunarinnar. Þegar kemur að því að skrifa sögu þessa tímabils og um sögulegan aðdraganda bankahrunsins er því enn ómælt verk óunnið. Það er hinsvegar von höfundar að þessi kafla geti vísað veginn og dregið athygli að atriðum og spurningum sem þarfnast frekari rannsóknar. Við vinnslu viðaukans var stuðst við birtar heimildir og opinbera umræðu, dagblöð, opinberar skýrslur, ársskýrslur og árshlutauppgjör fyrirtækja og tilkynningar. Til þess að gera textann læsilegri var heimildatilvísunum í tölulegar staðreyndir og dagsetningar að mestu sleppt en þær eru fengnar úr skýrslum Seðlabanka Íslands og Kauphallarinnar ásamt árshlutauppgjörum fyrirtækja og tilkynningum þeirra til Kauphallarinnar.

Í þessari upprifjun er ekki hægt að fella þann dóm að á einhverjum ákveðnum tímapunkti hafi verið „farið út af sporinu“ og að á þeim tímapunkti hafi hafist einhver ákveðin atburðarás sem hafi óumflýjanlega leitt til hrunsins. Sagan sýnir að það er sjaldnast hægt að fella slíka dóma enda sögulegir vendipunktur yfirleitt umdeilanlegir. Það er hins vegar bæði hægt að benda á mikilvæg kaflaskil og koma auga á ólík einkenni þróunarinnar.

Segja má að nýr kafla í hagsögu Íslands hafi hafist í upphafi tíunda áratugarins og að þeim kafla ljúki með bankahruninu 2008. Í upphafi tíunda áratugarins ríkti kreppa í íslensku efnahagslífi en sú kreppa varð um margt hvati að þeim umbótum sem gerðar voru á tíunda áratugnum og lögðu grunninn að því hagvaxtartímabili sem sumir kölluðu „íslenska efnahagsundrið“. Eitt mikilvægasta einkenni þessa hagvaxtartímabils voru miklar breytingar á íslenska fjármálakerfinu og bönkunum en um leið urðu grundvallarbreytingar á allri formgerð íslensks atvinnulífs. Þessar breytingar fólu fyrst í sér einkavæðingu ríkisfyrirtækja sem var breytt í almenningshlutafélög. Hrun Sambands íslenskra samvinnufélaga í upphafi áratugarins og

endalok samvinnuhreyfingarinnar sem áhrifavalds í atvinnulífinu var fylgt eftir með hlutafélagavæðingu samvinnufélaga. Ýmsum samlögum og gagnkvæmum tryggingarfélögum var enn fremur breytt í hlutafélög. Sparisjóðir voru einnig gerðir að hlutafélögum, sbr. átök sem urðu eftir aldamótin 2000 um eignarhald yfir þeim.

Önnur mikilvæg formgerðarbreyting á atvinnulífinu var fækkun fjölskyldufyrirtækja en íslenskt atvinnulíf, sem áður hafði einkenst af fjölda tiltölulega smárra fjölskyldufyrirtækja, einkenndist í vaxandi mæli af stærri fyrirtækjum. Á fyrri hluta tíunda áratugarins hurfu smákaupmenn í dagvöruverslun svo að segja en hrein fjölskyldufyrirtæki í flestum greinum þjónustu, smásölu- og heildverslunar viku fyrir stærri fyrirtækjum eða fyrirtækjasamstæðum. Fjölskyldufyrirtæki í framleiðslugreinum skiptu um eigendur og runnu saman við önnur og æ stærri fyrirtæki. Samfara þessu stækkuðu starfssvæði fyrirtækja. Fram á tíunda áratuginn störfuðu fæst fyrirtæki í meira en einu byggðarlagi. Markaðssvæði verslunar og þjónustufyrirtækja utan höfuðborgarinnar voru mjög takmörkuð. Samfara því að fyrirtæki stækkuðu byrjaði þetta hins vegar að breytast á tíunda áratugnum og eftir aldamót varð æ algengara að stór fyrirtæki í sjávarútvegi, verslun og þjónustu störfuðu í fleiri en einum landshluta.

Ef tímabilið fram að aldamótum einkenndist af „hlutafélagavæðingu“ og fjölgun hlutafélaga á almennum markaði einkenndist tímabilið eftir aldamót af „fjárfestingarfélagavæðingu“ og fækkun almenningshlutafélaga, þ.e. skráðra hlutafélaga á almennum markaði. Fyrirtækjum á markaði fækkaði. Í sumum tilvikum voru það fyrri eigendur sem keyptu fyrirtækin aftur. Í öðrum tilvikum runnu félög saman við önnur eða voru tekin yfir af fjárfestingarfélögum. Þá runnu allir hlutabréfasjóðirnir inn í skuldsett fjárfestingarfélög sem urðu æ atkvæðameiri í viðskiptalífinu. Við þetta fækkaði aftur almenningshlutafélögum en í staðinn óx mikilvægi fjárfestingar- og eignarhaldsfélaga.

2. Niðurstöður og meginrök sögukaflans

Hér er því haldið fram að þetta umbreytingarferli, annars vegar tilurð eignamarkaða og þróun fjármálakerfisins og hins vegar umbreyting fyrirtækja í öðrum greinum og uppstokkun eignarhalds þeirra, sé ekki aðeins eitt mikilvægasta einkenni hagsögu þessa tímabils heldur verði bankahrunið 2008 ekki skilið nema í ljósi þessarar þróunar.

Í þessari umbreytingu íslensks atvinnulífs léku bankarnir lykilhlutverk en þeir höfðu forystu um þær umbreytingar sem urðu á atvinnulífinu. Bankarnir beittu sér fyrir og fjármögnuðu myndun stöðugt stærri fyrirtækja sem uxu með skuldsettum yfirtökum á smærri fyrirtækjum. Við þetta jókst skuldsetning fyrirtækja um leið og eignaverð var boðið upp. Önnur afleiðing uppstokkunar á eignarhaldi fyrirtækja og fækkunar fjölskyldufyrirtækja var að sögulegar hefðir og samfella hvarf. Fjölskyldufyrirtæki hafa að jafnaði önnur rekstrarmarkmið en almenningshlutafélög. Markmið í fjölskyldurekstri er langtímaráðveisla rekstrar sem tryggir fjölskyldumeðlimum atvinnu og eignir en markmið almenningshlutafélaga er að hámarka arð til hluthafa. Um leið fækkaði öðrum fyrirtækjum, svo sem samvinnufélögum, sem ekki höfðu hagnaðarsjónarmið að leiðarljósi. Eftir aldamót urðu skuldsett fjárfestingarfélög og „umbreytingarfjárfestar“ hins vegar ráðandi en markmið þeirra var að hámarka

skammtímahagnað. Örar eignarhaldsbreytingar og aukið vægi fjárfestingarfélaga ýtti enn fremur undir vægi samtímasjónarmiða í rekstri og eftir aldamót verða skammtímasjónarmið allsráðandi í íslenskum fyrirtækjarekstri.

Þessi þróun ýtti undir áhættusækni stjórnenda og eigenda sem höfðu lítil sem engin persónuleg tengsl við fyrirtækin sem þeir áttu eða stýrðu. Markmið eigenda og um leið stjórnenda, sem komu oft og tíðum úr fjármálageiranum, var vöxtur efnahagsreiknings og hækkun eignaverðs. Mikil skuldsetning krafðist þess að fjárstreymi frá rekstri væri hámarkað, ekki að séð væri fyrir langtímauppbyggingu fyrirtækjanna. Miklar eignaverðshækkanir, mikið framboð lánsfjár og lágir vextir urðu svo enn til að slæva áhættufælni og eðlilega varkárni.

Síðasta lotan í þessari þróun var árið 2003 í „stóru uppstokkuninni“ þegar „kolkrabbanum“ var skipt upp á milli Íslandsbanka, Straums og Landsbanka. Við það voru elstu og stöndugustu almenningshlutafélög landsins leyst upp. Eimskipafélagið var bútað niður þar til eftir stóð berstripað fjárfestingarfélag. Sömu örlög biðu Flugleiða og Sjóvá-Almennra.

Þessi viðskipti voru stórtækasta dæmið um það sem kallað var „umbreytingarfjárfestingar“ og fólst í skuldsettum fyrirtækjakaupum með það að augnamiði að taka fyrirtækin af markaði, endurskipuleggja og endurfjármagna reksturinn – sem fólst ævinlega í aukinni skuldsetningu, sameiningu fyrirtækja eða niðurbútnum þeirra – og sölu einhverra rekstrareininga eða fasteigna. Sams konar skuldsett yfirtökubylgja gekk yfir í Bandaríkjunum á níunda áratug síðustu aldar en slíkar umbreytingar fyrirtækja voru einmitt markmið hennar. Fyrirtæki voru keypt í skuldsettum yfirtökum, skuldirnar fluttar á hið yfirtekna félag og eignir seldar út úr rekstrinum. Fyrirtækið sem stóð eftir var þá oft bæði skuldsett og eignalítið en yfirtöku- eða umbreytingarfjárfestirinn flutti fjármagn út úr félaginu í formi arðgreiðslna.

Slík viðskipti eru kölluð *corporate raiding* á ensku, en það hugtak má þýða sem „fyrirtækjagripdeildir“. Það á ágætlega við því að víkingar miðalda voru oft sakaðir um að stunda ekki aðeins heiðarlega verslun eða útflutning dróttkvæðra vísna þegar þeir fóru í víking til annarra landa heldur einnig gripdeildir. Með sama móti má spyrja hvort útrásarvíkingar síðustu ára hafi ekki einvörðungu stundað umbreytingarfjárfestingar og yfirtökur heldur í einhverjum tilfellum líka fyrirtækjagripdeildir eða *corporate raiding*.

Þá var ör vöxtur fjármálakerfisins afdrifaríkur því að hann leiddi til þess að hér á landi náðu aldrei að myndast þær hefðir sem á þroskuðum mörkuðum leika mikilvægt hlutverk í því að halda aftur af aðilum á markaði. Þrátt fyrir allar þær umbreytingar sem urðu á tíunda áratugnum og eftir aldamót má segja að á endanum hafi hinar óheilbrigðustu sögulegu hefðir íslensks viðskiptalífs í raun aldrei horfið heldur hafi þær blómstrað, óheftar af þeim þáttum sem þó höfðu haldið aftur af þeim á árunum eftir stríð. Viðskiptalíf eftirstríðsáranna hafði öðru fremur einkennst af frændsemi og klíkuskap; viðskiptablokkum sem byggðust á sjálfsafgreiðslu í ríkisbönkunum. Á tímum neikvæðra raunvaxta og verðbólgu hafði árangur í viðskiptum ekki síst byggst á aðgengi að bankastjórum og þar með lánsfé. Einkavæðing bankanna átti að binda endi á þetta kerfi. Reynslan sýnir hins vegar að einkavæðing bankanna nægði ekki til að skera á rót þessa meins því að viðskiptablokkir þær sem riðuðu til falls í bankakreppunni 2008 höfðu öðru fremur byggst á sjálfsafgreiðslu þeirra í bönkunum sem nú voru í hreinni eigu

viðskiptablokkanna sjálfra. Í raun má segja að einkavæðingin hafi ekki orðið til annars en að fjarlægja stjórnámálamennina sem milliliði í þessu kerfi.

Það má skipta þessu tímabili í þrjá hluta og miða þá við þróun hlutabréfamarkaðarins, fjármagnskerfisins og viðskiptalífsins. Fyrsta tímabilið er frá 1990 til aldamóta en það einkennist af einkavæðingu og hröðum vexti fjármagnsmakaða sem þroskast og dafna. Á þessu tímabili eykst gegnsæi atvinnulífsins, almenningshlutafélögum fjölgar og almennir sparifjäreigendur verða í vaxandi mæli beinir hluthafar í fyrirtækjum. Þetta tímabil má kenna við hugtak Eyjólfssonar um „auðstjórn almenning“ og hlutafélagavæðingu. Annað tímabilið er frá aldamótum til 2003 og miðast við það að eftir að loftið fór úr aldamótabólunni fara bankarnir að leggja áherslu á umbreytingarfjárfestingar, hlutabréfasjóðunum er breytt í skuldsett fjárfestingarfélög og fjármálafyrirtækin verða ráðandi í atvinnulífinu. Þriðja tímabilið hefst þegar lokið er við einkavæðingu ríkisbankanna í byrjun árs 2003, eða þegar lokið er við umbreytingu og uppstökkun atvinnulífsins haustið 2003. Það tímabil einkennist af gríðarlega örum vexti bankanna, uppstökkun íslensks atvinnulífs og endalokum almenningshlutafélaganna sem verið höfðu undirstaða hlutabréfamarkaðarins á tíunda áratugnum. Þessa þróun má kalla „fjármálavæðingu“ atvinnulífsins en hún nær hámarki þegar Flugleiðum er breytt í fjárfestingarfélag.

Þó að þessu þriðja tímabili ljúki í raun ekki fyrr en 2008 með hruni bankakerfisins lýkur frásögn þessa hluta í „míní-krisunni“ 2006. Ástæðan er sú að á árinu 2006 er þeim sögulegum umbreytingum sem hófust í upphafi tíunda áratugarins að mestu lokið og þau viðskiptaveldi sem riðuðu til falls haustið 2008 komin fram.

Uppsetning viðaukans fylgir þessari tímabilaskiptingu í stórum dráttum.

I. Hluti - Nútímavæðing og myndun eignamarkaða, tímabilið 1990-2000

3. Einkenni tíunda áratugarins – umbreytingar- og eignamarkaður

Eitt mikilvægasta einkenni tíunda áratugarins í íslensku efnahagslífi var tilkoma eignamarkaða og myndun markaðsverðs flestra efnislegra og fjármálalegra eigna. Ásamt inngöngu Íslands í EES, opnun efnahagslífsins og innleiðingu evrópskra reglna um fjármagnsmarkaðinn og frelsis í fjármagnsflutningum var myndun eignamarkaða forsenda þeirrar þróunar sem einkenndi „íslenska efnahagsundrið“.

Með tilkomu peningamarkaðar á tíunda áratugnum mynduðust markaðir fyrir aðrar eignir og fjármagn. Með framseljanlegum aflaheimildum (frá áramótum 1990-1991), hlutafélagavæðingu samvinnufélaga, gagnkvæmra tryggingarféлага og annarra fyrirtækja í sameignarformi og tilkomu hlutabréfamarkaðar losnaði um miklar eignir sem fram til þess höfðu legið bundnar en gátu upp frá því gengið kaupum og sölum á markaði. Segja má að fram á tíunda áratuginn hafi fasteignir verið einu eignirnar sem raunverulegur og virkur markaður var fyrir og því einu eignirnar sem höfðu markaðsverð. Þetta, auk þeirrar staðreyndar að fasteignir halda verðgildi sínu á tímum verðbólgu, skýrir vitaskuld mikilvægi fasteigna og fasteignaveða í íslensku viðskiptalífi fram á tíunda áratuginn. Ef ganga þurfti að eignum skuldara voru fasteignir oft einu eignirnar sem hægt var að selja á markaði. Ekki var markaðsverð á fjármagni þar sem vextir voru settir með stjórnvaldsákvörðunum og segja má að enginn markaður hafi verið fyrir hlutafé í atvinnufyrirtækjum. Stjórnvaldsákvörðanir réðu meiru um þróun efnahagslífsins en markaðsöflin. Þrátt fyrir þetta var hagvöxtur góður. Vaxandi sókn í fiskistofnana skýrir drjúgan hluta hagvaxtar eftirstriðsáranna en á níunda áratugnum var orðið ljóst að sú stefna hefði gengið sér til húðar. Efnahagsstefna sem byggði á vaxandi nýtingu náttúruauðlinda leiddi til offjárfestingar í útgerð og rányrkju á miðunum. Afleiðingar af stjórnvaldsákvörðunum og handstýringu komu einnig æ betur í ljós, meðal annars í fjárfestingarmistökum og mikilli skuldsetningu í iðnaði og landbúnaði.

Mörg mikilvæg skref höfðu þegar verið tekin fyrir árið 1990. Verðtrygging hafði verið tekin upp árið 1979, bönkum var gefið frelsi til að ákvarða vexti á árunum 1984-1986 og kvótakerfið var sett á árið 1984. Það má hins vegar segja að efnahags- og hagstjórnarkerfi það sem myndaðist á haftatímanum hafi ekki beðið endanlegt gjaldþrot fyrr en í kreppunni 1988-1994. Gjaldþrot Álafoss árið 1991, sem var þá stærsta gjaldþrot í sögu landsins, að ógleymdum óförum í laxeldi og loðdýrarækt, sýndu fánýti þeirrar stefnu að stjórnmalamenn handstýrðu fjárfestingum. Hrun Sambands íslenskra samvinnufélaga, sem hófst 1990 og lauk 1992, og gjaldþrot Kaupfélags Reykjavíkur og nágrennis 1991 mörkuðu sömuleiðis mikilvæg kaflaskil en Sambandið og samvinnuhreyfingin höfðu sett mark sitt á allt viðskiptalíf landsins frá því í upphafi tuttugustu aldar. Í kjölfarið fengu kröfur um að hið opinbera drægi sig úr þátttöku í atvinnurekstri aukinn þunga. Tíundi áratugurinn hófst því ekki aðeins með efnahagslegri kreppu

og einkenndist ekki aðeins af efnahagslegri umbyltingu heldur voru þessar umbreytingar ekki síður hugmyndafræðilegar.

Þessi þróun var vitaskuld ekki bundin við Ísland. Á sama tíma og Álafoss varð gjaldþrota og Sambandið lagði upp laupana á Íslandi leið kommúnisminn undir lok í Austur-Evrópu. Hér á landi voru margir sem túlkuðu þessa atburði sem hugmyndafræðilegan ósigur félagshyggjunnar og ótvíræðan sigur markaðshyggjunnar. Davíð Oddsson orðaði það svo í viðtali við *Morgunblaðið* 19. september 1993 að Sjálfstæðisflokkurinn hefði unnið „hugmyndastríðið“.¹ Frjálshyggjan einkenndi ekki aðeins stjórnsmál og efnahagsstjórn á Íslandi á tíunda áratugnum, heldur um allan heim og var í þeim skilningi sigurvegari þeirra átaka um efnahagsstjórn sem höfðu sett svip sinn á alla tuttugustu öldina. Á níunda áratugnum höfðu stjórnvöld víða um heim ráðist í stórfelldar markaðsumbætur, einkavæðingu, rýmkun og afnám reglna og bjuggu í hagin fyrir alþjóðavæðingu efnahagslífsins. Þessi þróun hélt áfram á tíunda áratugnum af auknum hraða.²

Þær breytingar sem áttu sér stað hér á landi voru hins vegar mun hraðari en víðast hvar í nágrannalöndum okkar. Íslenskt efnahagslíf hafði verið mun lokaðra en efnahagslíf annarra landa og haftastefnu fylgt lengur. Sérstaklega var fjármálakerfi landsins mjög vanþroskað. Grundvallarstofnanir þess áttu sér mjög stutta sögu – sjálfstæður seðlabanki var stofnaður árið 1961 og kauphöll, sem þá hét Verðbréfaþing Íslands hf. (VÞÍ), árið 1985. Sömuleiðis var lagaumhverfi að þessu leyti vanþróað.

Forsendan fyrir nútímavæðingu og markaðsvæðingu íslensks efnahagslífs var tilkoma fjármálamarkaðarins og þá sérstaklega hlutabréfamarkaðar og fjármálafyrirtækja. Fjármálafyrirtækin áttu einnig eftir að leika leiðandi hlutverk í áframhaldandi þróun íslensks viðskiptalífs eftir aldamót, bæði í „útrás“ íslenskra fyrirtækja og svo áframhaldandi „umbreytingu“ þeirra sem fól í vaxandi mæli í sér skuldsettar yfirtökur.

4. Forsaga verðbréfa- og hlutabréfamarkaðar³

Verðbréfa- og hlutabréfamarkaður á Íslandi er mjög ungur. Verðbréfaþing Íslands, sem breytti síðar um nafn og varð Kauphöll Íslands, var stofnað 1985. Í öllum nágrannalöndum okkar eiga kauphallir sér miklu lengri sögu. Nauðsyn þess að stofnuð væri íslensk kauphöll hafði verið rædd, t.d. viðruð í álitum millipinganefnda í bankamálum árin 1925 og 1937.⁴

¹ Viðtal við Davíð Oddsson, *Morgunblaðið* 19. september 1993, bls. 10-11, tilv. bls. 11.

² Parker, David: „Privatization in the European Union. An overview.“ Parker, David: *Privatisation in the European Union: theory and policy perspectives*. London 1998, bls. 10-48; Guriev, Sergei og William Megginson: „Privatization: What Have We Learned?“ Bourguignon og Boris Pleskovič: *Annual World Bank Conference on Development Economics Regional: Beyond Transition*. Washington D.C. 2007, bls. 249-295; sjá einnig *The rise and fall of state-owned enterprise in the western world*, ritstjóri: Toninelli Pierangelo Maria. Cambridge 2000.

³ Þessi frásögn er m.a. byggð á greinum höfundar sem birtust í *Vísindingu*: Magnús Sveinn Helgason. „Upphaf kauphallarreksturs á Íslandi.“ *Vísindingu*, 16. tbl. 2004, bls. 2, 4; „Sögulegur arfur Kauphallarinnar.“ *Vísindingu*, 18. tbl. 2004, bls. 2, 4; „Hlutverk kauphallarinnar.“ *Vísindingu*, 26. tbl. 2004, bls. 3-4. Sjá einnig: Elín Guðjónsdóttir: „Íslenskur hlutafjármarkaður.“ *Peningamál*, 3. tbl. 2000, bls. 32-41; Gylfi Magnússon: „Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins.“ Í *Hagfræðistofnun Háskóla Íslands*, R07:01, 2007. Vef Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands, <http://www.ioes.hi.is/publications/rseries/R0701.pdf>. 18. febrúar 2010.

⁴ Varðandi tillögur millipinganefndanna um stofnun kaupþings (þ.e. kauphallar): „Álit og tillögur millipinganefndar í bankamálum“ (Reykjavík 1941), bls. 54-58; Millipinganefnd um bankamál: *Álit millipinganefndar um bankamál 1925*. Álit meiri hlutans. Reykjavík 1926, sjá bls. 55-56.

Árið 1941 bar millipinganeftnd í bankamálum frá 1937 fram frumvarp um stofnun kauphallar. Frumvarpinu var vísað frá án umræðu en Landsbankinn opnaði fyrstu skipulögðu verðbréfakauphöll landsins þann 22. desember 1942.⁵ Tilraun Landsbankans rann út í sandinn á fyrri hluta árs 1943, fyrst og fremst vegna „peningaflóðs“ stríðsáranna sem þurrkaði upp framboð skuldabréfa. Tilraun Landsbankans skildi ekki eftir sig djúp spor og virðist reyndar hafa gleymst algjörlega.

Á eftirstríðsárunum var nauðsyn kauphallarreksturs oft rædd, meðal annars af Eyjólfri Konráð Jónssyni, í tengslum við hugmyndir hans um mikilvægi almenningshlutafélaga og „auðstjórn fjöldans“.⁶ Þau litlu verðbréfavíðskipti sem áttu sér stað voru að mestu í höndum lögfræðinga og „okurkarla“ sem lánuðu fé utan bankakerfisins. Frægastur verðbréfasala eftirstríðsáranna var Aron Jónsson í Kauphöllinni. Í raun voru öll verðbréfavíðskipti á gráu svæði því að allt fram til 1986 hafði Seðlabankinn heimild til ákvörðunar hámarksvaxta og „okurlögin“ (lög nr. 58/1960) voru enn í gildi.⁷

Fjölmargar hindranir voru í vegi þess að íslenskur verðbréfamarkaður næði að þroskast á eftirstríðsárunum. Öll stærri fyrirtæki, sem stofnuð voru eftir síðari heimsstyrjöld, voru annaðhvort ríkisfyrirtæki eða samvinnufyrirtæki.⁸ Því hefur einnig verið haldið fram að í mörgum einkafyrirtækjum hafi arðsemissjónarmið ekki alltaf verið mikilvægust, heldur hafi valdaaðstaða og hagsmunir stærri víðskiptablokka ráðið ferðinni.⁹

Þetta þýðir ekki að fyrirtæki hafi almennt ekki skilað hagnaði eða verið rekin með tapi. Stærstur hluti eiginfjármýndunar var hins vegar fenginn með verðbólguhagnaði af eignum á móti óverðtrygðum lánskjörum. Stór og reglufastur þáttur rekstrarskilyrða fyrirtækja var að reka þau með sem mestu lánsfé og því engin ástæða til að afla nýs hlutafjár. Við þær aðstæður voru því vart skilyrði til að afla eiginfjár með kauphallarviðskiptum og ávaxta það í rekstri.

Seðlabankinn leitaðist við að undirbúa stofnun kauphallar á áttunda áratugnum. Íslensk fyrirtæki reyndust áhugalaus um undirbúning Seðlabankans enda höfðu þau ekki trú á að verðbréfamarkaður myndi þjóna hagsmunum þeirra. Forsendur efnahagsstjórnar eftirstríðsáranna þörfuðust grundvallarbreytinga áður en fjármagnsmarkaður gat myndast. Þó að haftakerfið væri grisjað með tímanum og verslunarhöftum aflétt voru ýmiss konar fjárfestingarhöft áfram við lýði. Leifar haftakerfisins settu svip sinn á fjármagnsmarkaðinn fram á níunda áratuginn.

Hindrunum sem staðið höfðu í vegi fyrir myndun frjáls fjármagnsmarkaðar var smátt og smátt rutt úr vegi á áttunda áratugnum og í upphafi þess níunda. Lög um almenna verðtryggingu voru sett 1979, „Ólafslögin“ svokölluðu (lög nr. 13/1979) og böndum var komið á verðbólgu

⁵ Gylfi Þ. Gíslason: „Kaupþingið.“ *Frjáls Verzlun*, nr. 7–8, 1943, bls. 31,33; *Morgunblaðið*, 23. desember 1942.

⁶ Eyjólfur Konráð Jónsson: *Alþýða og athafnalíf*. Reykjavík 1968.

⁷ Sjá skýrslu starfshóps lónaðar og víðskiptaráðuneytis um skuldabréfamarkaðinn: „Endurbætur á innlendum skuldabréfamarkaði, apríl 1996“. Reykjavík 1996, bls. 12. Vefur efnahags- og víðskiptaráðuneytis: http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/END_SKUB.pdf. 18. febrúar 2010; Góð lýsing á verðbréfamarkaði á Íslandi um þær mundir sem Verðbréfaþing var stofnað sjá: Sigurður B. Stefánsson: „Verðbréfamarkaðurinn í Reykjavík.“ *Morgunblaðið* 22. mars 1985, bls. 28–29.

⁸ Elín Guðjónsdóttir: „Hvað tafði myndun íslensks hlutafjármarkaðar“ *Vísindagætt* 35. tbl. 1999, bls. 3–4.

⁹ Sjá viðtal við Bent Scheving Thorsteinsson um hlutabréfakaup fyrir tíma hlutabréfamarkaðar, Valþór Hlöðversson: „Söfnunarárátta.“ *Frjáls verslun* 11. tbl. 1990, bls. 38–40.

sem hafði lengi vel verið ein helsta hindrunin í vegi skuldabréfamarkaðar. Eftir að fjármagnsmyndun í fyrirtækjum hætti að fara fram fyrir tilverknað verðbólguhagnaðar varð frjáls fjármagnsmarkaður nauðsynlegur fyrir rekstur fyrirtækja.¹⁰ Ríkið fjármagnaði meira af lántöku sinni innanlands með útgáfu spariskírteina en aukið magn þeirra í umferð myndaði hægt og bítandi raunhæfan grunn verðbréfamarkaðar.

Byrjað var að gefa út spariskírteini ríkissjóðs um miðjan sjöunda áratuginn, skv. lögum nr. 105/1964, en útgáfan var þó lengi vel fremur lítil. Á áttunda áratugnum jókst útgáfa þeirra og sömuleiðis eftirspurn og voru þau lengi vel ein meginstoð verðbréfamarkaðarins. Þau voru vinsæl sparnaðarform sparifjáreigenda og stofnanafjárfesta og hafa átt mikinn þátt í þróun íslensks skuldabréfamarkaðar. Þau voru einnig fyrstu markaðsverðbréfin sem skráð voru á Verðbréfaþingi Íslands og næstu ár voru þau uppistaðan í viðskiptum á verðbréfaþingi. Það var ekki fyrr en 1993 sem peningamarkaður varð mikilvægari.¹¹

Eitt af helstu vandamálum íslenska verðbréfamarkaðarins síðustu áratugi er hversu ungur hann er. Markaðurinn hefur fyrir vikið nánast engar hefðir og markaðsaðilar og stofnanir engan sögulegan arf, engin fordæmi til að líta til eða verja. Ef hér á landi hefði verið starfrækt kauphöll, jafnvel þótt hún hefði verið mjög vanburða, hefði innan hennar myndast ákveðið stofnanaminni, þekking, hefðir og fordæmi sem hefðu getað reynst gagnleg þegar verðbréfamarkaður tók loks að skjóta rótum á níunda og tíunda áratugnum.

5. Stofnun verðbréfafyrirtækja og upphaf hlutabréfamarkaðar

Fjárfestingarfélagið hf. var fyrsta verðbréfafyrirtæki landsins. Fjárfestingarfélagið var stofnað með sérstöku ákvæði í lögum (lög nr. 46/1970). Það hóf starfsemi í maí 1971 og rekstur sérstaks verðbréfamarkaðar í júní 1976. Árið 1982 var Kaupþing stofnað. Á árunum 1984–86 var markvisst horfið frá miðstýringu vaxta og sett ný lög um innlánsstofnanir og Seðlabanka og ný vaxtalög frá 1987. Í kjölfar þessara lagabreytinga komu í fyrsta sinn fram verðbréfasjóðir og á næstu árum spruttu upp ný verðbréfafyrirtæki.

Í desember 1984 stofnuðu Fjárfestingarfélagið og Kaupþing verðbréfasjóði en félögin héldu því bæði fram að þau hefðu verið fyrst til að stofna verðbréfasjóð. Ávöxtunarfélagið hf., sem rekið var af Kaupþingi, hóf starfsemi 10. desember 1984. Baldur Guðlaugsson var formaður stjórnar Ávöxtunarfélagsins. Ávöxtunarfélagið breytti þó nafni sínu í Hávöxtunarfélagið hf. árið 1986 til að fyrirbyggja rugling við verðbréfafyrirtækið Ávöxtun sf. sem var stofnað 1983. Ávöxtun sf. ávaxtaði fé viðskiptavina sinna og fékkst fyrst og fremst við kaup og sölu ýmissa óstaðlaðra veðskuldabréfa einstaklinga en í janúar 1987 stofnaði félagið verðbréfasjóð sem seldi Ávöxtunarbréf.¹² Ávöxtun sf. varð gjaldþrota í október 1988 og í

¹⁰ Jóhannes Nordal: „Opnari fjármagnsmarkaður.“ *Fjármálatíðindi* 3. tbl. 1990, bls. 171–172; *Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1993*. Reykjavík 1994, bls. 45–51; Bjarni Bragi Jónsson: „Financial Indexation and Interest Rate Policy in Iceland.“ *Central Bank of Iceland, Working papers*, nr. 5, október 1999.

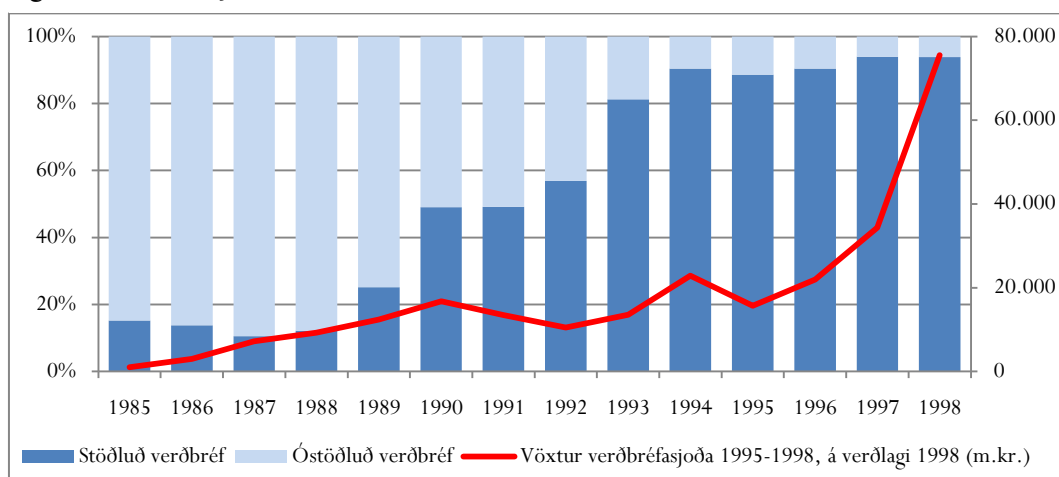
¹¹ Stefán Arnarson: „Spariskírteini ríkissjóðs á tímamótum.“ *Fjármálatíðindi* 1. tbl. 1994, bls. 59–70; Sveinn E. Sigurðsson: „Spariskírteini ríkissjóðs.“ *Fjármálatíðindi* 3. tbl. 1989, bls. 186–202.

¹² *Morgunblaðið* 22. desember 1984, bls. 4; Viðtal við Pétur Blöndal, „Verðbréf mun betri leið fyrir sparifjáreigendur.“ *NT* 15. janúar 1985, Sérblað um peninga og verðbréf, bls. 2; *Morgunblaðið* 16. maí 1985, bls. B2; Benedikt Höskuldsson: „Innlendir og erlendir ávöxtunarsjóðir“ *Vísinding* 14. tbl. 1987, bls. 2–3; Sjá einnig Sigurður B. Stefánsson: „Verðbréfamarkaðurinn í

kjölfarið spunnust langvinn málaferli á hendur eigendum og stjórnendum félagsins og Seðlabankanum fyrir að hafa vanrækt eftirlitsskyldu sína.¹³

Á tíunda áratugnum var uppistaðan í verðbréfasjóðum verðbréfafyrirtækjanna ýmis óstöðluð skuldabréf einstaklinga og fyrirtækja, enda sáralítið framboð á stöðluðum markaðsskuldabréfum. Stærsti hluti þessara skuldabréfa voru veðskuldabréf einstaklinga með fasteignaveði en að auki áttu sjóðirnir mikið af ýmsum öðrum skuldabréfum, þar á meðal bréfum fyrirtækja og einstaklinga með sjálfskuldarábyrgð. Þá keyptu sjóðirnir greiðslukortanótur af kaupmönnum með afföllum. Þessi viðskipti voru harðlega gagnrýnd og kölluð „okurviðskipti“, enda gátu afföll verið mjög há, allt að 50%. Kaupþing var sérstaklega áberandi á þeim markaði.¹⁴ Eftir 1987 tók framboð markaðsskuldabréfa þó að aukast með skuldabréfaútgáfu bankanna og eftir 1990 snarminnkar vægi óstaðlaðra skuldabréfa um leið og spariskírteini og önnur skuldabréf með ábyrgð ríkis og sveitarfélaga fara að skipa aðalsess¹⁵ (sjá mynd 1 og töflu 1).

Mynd 1: Vöxtur verðbréfasjóða á verðlagi ársins 1998 og hlutfall óstaðlaðra verðbréfa af eignum verðbréfasjóða 1985–1998



Heimild: Seðlabanki Íslands

Fjórða verðbréfafyrirtækið sem setti svip sinn á þessi mótunarár verðbréfamarkaðarins var Hlutabréfamarkaðurinn hf. Hann var stofnaður árið 1985 að frumkvæði Baldurs Guðlaugssonar og Sigurðar B. Stefánssonar. Hlutabréfamarkaðurinn átti að kaupa og selja hlutabréf en Fjárfestingarfélagið, eina verðbréfafyrirtækið sem átti viðskipti með hlutabréf um þessar mundir, var fyrst og fremst með þau í umboðssölu. Hlutabréfamarkaðnum var hins vegar

Reykjavík. “Morgunblaðið 22. mars 1985, bls. 28–29; Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1986. Reykjavík 1987, bls. 52–54; Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1987. Reykjavík 1988, bls. 63.

¹³ Sjá skýrslu Rannsóknarstofnunar í fjármálarétti, Háskólanum í Reykjavík, Dómar í verðbréfamarkaðsrétti 1980 til 2005. Reykjavík 2006, bls. 12–13, 34–36. Sjá vef Háskólans í Reykjavík: <http://www.ru.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=4204> 18. febrúar 2010; Einnig álit umboðsmanns Alþingis, Mál nr. 101/1989, 113/1989 og 152/1989. Sjá vef umboðsmanns Alþingis: <http://www.umbodsmadurathingis.is/skyrslur/skoda.asp?Lykill=810&Skoda=Mal>. 18. febrúar 2010.

¹⁴ Tíminn 29. nóvember 1988, bls. 3; DV 1. september 1988, bls. 2; DV 1. október 1987, bls 5; Morgunblaðið 6. desember 1988, bls. 42.

¹⁵ Ólafur F. Þorsteinsson: „Verðbréfasjóðir.“ Fjármálatíðindi 2. tbl. 1994, bls. 192–212. Sjá bls. 199–200; Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1990. Reykjavík 1991, bls. 72; Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1991. Reykjavík 1992, bls. 51–52; Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 1993. Reykjavík 1994, bls. 70.

ætlað að kaupa og selja bréf í eigin reikning. Árið eftir hóf Hlutabréfamarkaðurinn rekstur Hlutabréfasjóðsins hf. sem var fyrsti hlutabréfasjóður landsins.

Tafla 1: Ýmis óstöðluð verðbréf í eignasafni verðbréfasjóðanna 1987-1990

M. kr.	1987	1988	1989	1990
<i>Verðbréfaeign alls</i>	3.720	5.764	8.946	13.085
Skuldabréf einstaklinga og fyrirtækja með fasteignaveði	1.406	2.115	2.845	3.311
Skuldabréf einstaklinga og fyrirtækja með sjálfskuldarábyrgð	935	1.481	1.977	2.159
Greiðslukortanótur fyrirtækja	142	138	170	183
Ýmis önnur verðbréfaeign	663	1.130	1.315	1.021

Heimild: Ársskýrslur Seðlabanka Íslands 1988-1990

Þótt eitthvað hafi borið á því að menn keyptu eða seldu hlutabréf fyrr má rekja upphaf íslensks hlutabréfamarkaðar aftur til níunda áratugarins og stofnunar Hlutabréfasjóðsins hf. en þá myndaðist í fyrsta sinn vísir að skipulegum markaði fyrir hlutabréf. Þessi markaður var þó í fyrstu alfarið „búðarborðsmarkaður“, (*over the counter market*) þar sem fjármálafyrirtæki keyptu hlutabréf ýmist fyrir eigin reikning eða í umboðssölu fyrir viðskiptavinum sína. Viðskiptin fóru mjög hægt af stað. Þorsteinn Haraldsson, framkvæmdastjóri Hlutabréfamarkaðarinnar, lýsti því þannig fyrir Frjálsri verslun í febrúar 1986 að kaup og sölur hlutabréfa hefðu „skipt nokkrum tugum“ frá opnun, en tók um leið fram að fyrirtækið væri í raun rekið sem nokkurs konar hugsjónastarf, stofnað af „hugsjónamönnum“.¹⁶

Hlutabréfamarkaðurinn hf. hóf í október 1985 reglulega skráningu á gengi fjögurra hlutafélaga; Eimskipafélagsins, Flugleiða, Iðnaðarbanka Íslands og Verslunarbankans. Árið 1986 skráði Hlutabréfamarkaðurinn gengi sex hlutafélaga en þá höfðu hlutabréf Hampiðjunnar og Almennra trygginga hf. einnig verið tekin á skrá hjá sjóðnum. Árið eftir bættust hlutabréf Skagstrendings, Útgerðarfélags Akureyrar og Tollvörugeymslunnar í hópinn.¹⁷ Árið 1986 byrjaði Fjárfestingarfélagið einnig að skrá reglulega gengi hlutabréfa.¹⁸

Hampiðjan var eitt fárra fyrirtækja sem hafði beinlínis reynt að stuðla að því að bréf þess gengju kaupum og sölum. Stjórn félagsins lýsti sig þannig tilbúna til að kaupa hlutabréf af einstökum hluthöfum á verði sem réðst af gengi við síðustu hlutafjárukningu og því gengi sem stjórnendur stefndu á að myndi gilda í næsta útboði. Tiltölulega tíð útboð hjá Hampiðjunni voru forsenda þessarar stefnu en hlutabréf sem félagið eignaðist með þessum hætti voru seld með nýju hlutafé í næsta útboði.¹⁹

Það vakti athygli að Hlutabréfamarkaðurinn og Fjárfestingarfélagið skyldu eiga viðskipti með hlutabréf á öðru en nafnverði því að fram til þessa hafði oftast verið stuðst við nafnverð

¹⁶ Viðtal Eyþórs Ívars Jónssonar við Árna Vilhjálmsson. „Í ólgusjó breytinga.“ *Vísinding* 51. tbl. 2003, bls. 6–16, sjá bls. 13. *Frjáls verslun* 2. tbl. 1986, bls. 56.

¹⁷ *Morgunblaðið* 11. október 1985, bls. 5; „Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi.“ *Vísinding* 39. tbl. 1986, Fylgirit, bls. 4; Sigurður B Stefánsson: „Fjármál á fimmtudegi: Hvers vegna ekki hlutabréfamarkaður á Íslandi?“ *Morgunblaðið* 8. október 1987, bls. B8–B9.

¹⁸ *Morgunblaðið* 22. janúar 1987, bls. B6–B7.

¹⁹ Viðtal Eyþórs Ívars Jónssonar við Árna Vilhjálmsson. „Í ólgusjó breytinga.“ *Vísinding* 51. tbl. 2003, bls. 6–16, tilv. bls. 12.

hlutabréfa þegar þau gengu kaupum og sölum manna á milli.²⁰ Á næstu árum var hins vegar farið að miða við innra virði hlutafélaga þegar bréf þeirra gengu kaupum og sölum.²¹ Á tíunda áratugnum var svo byrjað að notast við V/H hlutfall, þ.e. hlutfallið milli markaðsvirðis fyrirtækis og hagnaðar þess.

Í júní 1989 hóf Hlutabréfamarkaðurinn hf. birtingu Hlutabréfavísitölu H-MARKS. Í fyrstu var stefnt að því að uppreikna og birta vísitöluna á tveggja vikna fresti en Hlutabréfamarkaðurinn hafði reiknað hana út í tengslum við Hlutabréfasjóðinn hf. síðan 1986.²² Grunnigildi vísitölunnar var sett 100 þann 31. desember 1986 en í árslok 1989 var vísitalan komin yfir 400 stig og hafði þá fjórfaldast á rétt tæpum þremur árum. Hlutabréfaverð hélt áfram að hækka fram til 1991 þegar það gerðist í fyrsta sinn á Íslandi að hlutabréfaverð féll. Þær miklu verðhækkanir sem urðu á hlutabréfaverði á þessum árum skýrast af því að til þessa höfðu hlutabréf ekki haft neitt markaðsverð – og almennt verið mjög vanmetin.²³

Verðbréfaþing Íslands hóf birtingu hlutabréfavísitölu sinnar í febrúar 1994 en hún var reiknuð aftur til fyrsta janúar 1993. Í kjölfar þess að Verðbréfaþing hóf birtingu sinnar eigin vísitölu hættu verðbréfafyrirtækin að birta sínar vísitölur en verðbréfafyrirtækin Landsbréf, VÍB, og Kaupþing höfðu þá öll hafið birtingu eigi hlutabréfavísitalna.²⁴

Hlutabréfamarkaðurinn samdi í júní 1988 um að Verðbréfamarkaður lðnaðarbankans hf., VÍB, tæki að sér rekstur Hlutabréfamarkaðarins og Hlutabréfasjóðsins hf. VÍB hafði verið stofnaður árið 1986.²⁵ Samvinnubankinn setti á fót eigin verðbréfamarkað í apríl 1987 en hann fékk nafnið Verðbréfavíðskipti Samvinnubankans. Verðbréfavíðskipti Samvinnubankans höfðu meðal annars til sölu skuldabréf Lindar, fjármögnunarfyrirtækis í eigu Samvinnubankans. Þó að Samvinnubankinn hefði verið sameinaður Landsbankanum 1989 störfuðu Verðbréfavíðskipti Samvinnubankans áfram innan Landsbankans. Í mars 1994 var nafni félagsins breytt í Samvinnubríf Landsbankans. Tveimur árum seinna, í mars 1996, voru Samvinnubríf loks sameinuð Landsbréfum.²⁶

Landsbréf voru sett á laggirnar um mitt ár 1989.²⁷ Eitt fyrsta verk Landsbréfa var að taka að sér viðskiptavakt fyrir húsbref en húsbrefakerfið var tekið í gildi í nóvember 1989. Fram til þess höfðu byggingasjóðir sem veittu lán til almennings fjármagnað starfsemi sína með lántökum, mest hjá lífeyrissjóðum. Húsbrefin voru hins vegar stöðluð markaðsverðbréf með

²⁰ NT 10. október 1985, bls. 24; *Morgunblaðið* 11. október 1985, bls. 5; NT 25. júlí 1985, bls. 3.

²¹ Tómas Örn Kristinsson: „Hlutabréfamarkaður dafnar.“ *Vísindagætt* 36. tbl. 1998, bls. 1–2; *Morgunblaðið* 10. maí 1990, bls. B14–B15; sjá einnig auglýsingu Fjárfestingarfélagsins, *Morgunblaðið* 4. október 1990, bls. B3.

²² *Tíminn* 28. apríl 1989, bls. 20; *Morgunblaðið* 27. apríl 1989, bls. B1.

²³ Frosti Sigurjónsson: „Háir raunvextir.“ *Fjáls verslun* 7. tbl. 1989, bls. 30–32; Agnar Jón Ágústsson: „700% hækkun á hlutabréfum frá árinu 1987.“, *Fjáls Verslun* 6. tbl. 1991, bls. 48–50.

²⁴ Í júlí 1992 hófu Landsbréf útgáfu hlutabréfavísitölu og var hún önnur vísitalan sem birt var á Íslandi. *Verðbréfaþing Íslands. Ársskýrsla 1992*. Reykjavík 1993, bls. 10; Þetta offramboð á verðbréfavísitölum þótti til trafala og voru verðbréfafyrirtækin hvött til að sameinast um eina vísitölu. Sjá: *Morgunblaðið* 8. apríl 1993, bls. B8; „Torgið: Allir vildu Lilju kveðið hafa.“ *Morgunblaðið* 22. apríl 1993; *Verðbréfaþing Íslands. Ársskýrsla 1994*. Reykjavík 1995, bls. 13.

²⁵ *Morgunblaðið* 2. júní 1988, bls. B3. Verðbréfamarkaður Íslandsbanka, sem hélt í VÍB-nafnið, var síðar stofnaður með sameiningu verðbréfamarkaða Alþýðu-, lðnaðar- og Verslunarbanka: *Morgunblaðið* 14. desember 14 1989, bls. B2.

²⁶ *Morgunblaðið* 22. mars 1996, bls. 18.

²⁷ *Morgunblaðið* desember 14. 1989, bls. B2; *Morgunblaðið* 11. júlí 1989, bls. 36; Lúðvík Örn Steinarsson: „Aukinn vöxtur framundan: Rætt við Gunnar Helga Hálfðanarson forstjóra Landsbréfa.“ *Fjáls Verslun* 7. tbl. 1990, bls. 33–36; *Morgunblaðið* 7. júní 1990, bls. B10–B11.

ríkisábyrgð og gátu því gengið kaupum og sölu og mynduðu þannig mikilvægan grunn á verðbréfamarkaði. Óstöðluð skuldabréf einstaklinga, með veðum í fasteignum, höfðu fram til þessa einnig gengið kaupum og sölu – þau voru meðal annars ein meginstoð verðbréfasjóðanna eins og fjallað var um hér að ofan.²⁸

Meginmunurinn á húsbrefakerfinu og fyrra húsnæðislánakerfi var að húsbrefalán báru markaðsvexti sem voru mun hærri en niðurgreiddir vextir sem höfðu verið á lánum byggingarsjóða. Þegar húsnæðiskerfi það sem húsbrefin leystu af hólmi var komið á árið 1986 báru lán Byggingarsjóðs 3,5% vexti ofan á verðtryggingu en almennir vextir voru 7-10%. Mismuninn niðurgreiddi ríkið. Í stað þess að niðurgreiða vexti byggingarsjóðanna voru teknar upp tekjutengdar vaxtabætur. Húsbref báru ríkisábyrgð, þau voru til mun lengri tíma (25 ára) en skuldabrefalán sem almenningur hafði aðgang að og að auki voru húsbrefalán hærri en fyrri lán byggingarsjóða.²⁹

Stofnun Landsbrefa markar tímamót að því leyti að fram að því höfðu ríkisbankarnir ekki tekið virkan þátt í verðbréfamarkaðnum. Í október 1990 seldi Pétur Blöndal, sem var einn stofnenda Kaupþings, 51% hlut sinn í Kaupþingi til Búnaðarbanka á 115 milljónir króna. Í nóvember 1986 höfðu fjórir sparisjóðir keypt 49% hlut í fyrirtækinu á 4,9 milljón krónur en á næstu árum gengu fleiri sparisjóðir inn í kaupin.³⁰

Í ljósi þess að nýstofnaður Íslandsbanki átti þriðjung í Fjárfestingarfélaginu þýddu kaup Búnaðarbankans á Kaupþingi að bankarnir höfðu treyst mjög tök sín á verðbréfamarkaðnum. Verðbréfafyrirtækin, Fjárfestingarfélagið og Kaupþing höfðu upprunalega verið stofnuð til að eiga í samkeppni við bankana.³¹ Þessi þróun vakti áhyggjur. Dálkahöfundur Torgsins í viðskiptablaði *Morgunblaðsins* skrifaði til dæmis 10. janúar 1991:

„Eignarhald banka og sparisjóða á verðbréfafyrirtækjum kann að þykja kaldranaleg staðreynd þar sem verðbréfafyrirtækin voru á sínum tíma stofnuð í samkeppni við bankastofnanir. ... Það verður hins vegar að fylgjast grannt með því að verðbréfafyrirtækin verði ekki með auknum ítökum banka og sparisjóða einhvers konar verðbréfadeildir í þjónustu þessara innlánsstofnana heldur verða þau að fá að lifa sjálfstæðu lífi...“³²

Árið 1992 keypti norræna tryggingarfélagið Skandia Fjárfestingarfélagið sem hét upp frá því Fjárfestingarfélagið Skandia. Um leið voru hlutabréf Fjárfestingarfélagsins tekin af skrá Verðbréfaþings. Skömmu eftir að Skandia tók yfir verðbréfasjóði Fjárfestingarfélagsins kom í ljós að eignir þeirra voru ofmetnar og greip Skandia til þess ráðs að loka sjóðunum um stund og

²⁸ Sigurður Jóhannesson: „Verðbréfasjóðir dafna í Bandaríkjunum – en minnka hér.“ *Vísinding* 9. tbl. 1993, bls. 1–2. *Morgunblaðið* 19. nóvember 1989, bls. B12–B13.

²⁹ Helgi Ólafsson; „Íbúðabyggingar og opinbera húsnæðislánakerfið 1981–1993.“ *Fjármálatíðindi* 2. tbl. 1993, bls. 127–138; Sigurður Jóhannesson: „Húsbref og fjármagnsmarkaður – Vextir hækka á húsbrefum.“ *Vísinding* 46. tbl. 1990, bls. 2–3.

³⁰ DV 6. október 1990, bls. 22–23; *Morgunblaðið* 2. október 1990, bls. 2; *Morgunblaðið* 7. nóvember 1986, bls. 5.

³¹ Sjá viðtal við Pétur Blöndal, „Verðbréf mun betri leið fyrir sparifjäreigendur.“ *NT*, 15. janúar 1985, Sérblað: Peningar og Verðbréf, bls. 2–3.

³² „Torgið: Þrengist um á verðbréfamarkaði?“ *Morgunblaðið* 10. janúar 1991, bls. B8; sjá einnig bls. B1.

lækka gengi þeirra. Þessi ráðstöfun olli töluverðum titringi á verðbréfamarkaðnum og í kjölfarið streymdi fé úr öðrum verðbréfasjóðum.³³

Árið 1996 keypti VÍS þrjú fyrirtæki Skandia á Íslandi, Vátrygginga-og Líftryggingafélögin Skandia og Fjárfestingarfélagið Skandia. Síðastnefnda félagið var endurskírt Fjárvangur hf. Með kaupnum hugðist VÍS hasla sér frekari völl á fjármagnsmarkaðnum og bjóða upp á fjölbreyttari fjármálaþjónustu.³⁴ Árið eftir keypti Landsbankinn VÍS og eignaðist þar með einnig Fjárvang sem hélt þó áfram að starfa sem sjálfstætt fyrirtæki. Á árinu 2000 var Fjárvangur sameinaður Samvinnusjóðnum en Traustfang, sem VÍS átti fjórðungshlut í, var stærsti hluthafi Samvinnusjóðsins.

Í upphafi tíunda áratugarins, um svipað leyti og verðbréfafyrirtæki bankanna voru að stofna hlutabréfasjóði, fjölgaði einnig verðbréfafyrirtækjum sem voru ótengd bönkunum. Handsal hf. var stofnað í janúar 1991. Edda Helgason, dóttir Sigurðar Helgasonar, fyrrverandi forstjóra Flugleiða, var í forsvari fyrir félagið. Hún hafði starfað við verðbréfaviðskipti í London og boðaði að félagið myndi bjóða Íslendingum upp á nýjar tegundir fjármálaþjónustu. Félagið yrði „hlutlaust verðbréfafyrirtæki“ í þeim skilningi að það væri óháð bönkunum og myndi bjóða fyrirtækjum upp á ráðgjöf við endurskipulagningu þeirra, hlutafjárútboð eða samruna. Ólíkt öðrum verðbréfafyrirtækjum ætlaði Handsal ekki að bjóða upp á neina hlutabréfa- eða verðbréfasjóði og ætlaði sér ekki að eiga verðbréfaviðskipti við almenning. Þess í stað ætlaði félagið að einbeita sér að fjárvörslu og aðstoð við kaup á erlendum verðbréfum.³⁵

5.1 Skattaafslátturinn

Lykillinn að þróun hlutabréfamarkaðar á níunda og tíunda áratugnum var það frumkvæði ríkisvaldsins að veita skattaívilnanir vegna hlutabréfakaupa. Með lögum nr. 9/1984 var heimilað að draga ákveðinn hluta hlutabréfakaupa frá skattskyldum tekjum einstaklinga. Skattayfirvöld sáu um að ákveða hvaða hlutafélög fullnægðu kröfum til þess að kaup í þeim veittu réttindi til skattafrádráttar. Kröfur laganna voru í raun mjög hógværar en þær voru að engar hömlur væru á viðskiptum með bréf félagsins í samþykktum þess, ársreikningar væru öllum aðgengilegir og að í þeim væri ákveðinn lágmarksfjöldi hluthafa. Þegar verðbréfafyrirtækin tóku að setja á fót hlutabréfasjóði á tíunda áratugnum voru þeir því stofnaðir sem venjuleg hlutafélög en ekki fjárfestingarfélög.³⁶

Tilgangurinn með skattafrádrætti var tvíþættur; annars vegar að örva hlutabréfamarkaðinn með þátttöku almennings í honum og hins vegar að örva eiginfjármýndun og fjárfestingu í fyrirtækjum með því að auðvelda þeim að nálgast fjármagn á fjármagnsmarkaði með fjölbreyttari hætti. Frekar en að fjármagna rekstur sinn með lánsfé ættu fyrirtæki að leita

³³ Ólafur F. Þorsteinsson: „Verðbréfasjóðir.“ *Fjármálatíðindi* 2. tbl. 1994, bls. 192–212. Sjá bls. 201; Sigurður Jóhannesson: „Innlausn frestað hjá Skandia“, *Vísindisgætt*, 41. tbl. 1992, bls. 4. *Morgunblaðið* 6. október 1992, bls. 28–29; *Morgunblaðið* 1. nóvember 1992, bls. 20.

³⁴ Sjá *Morgunblaðið* 3. nóvember 1996, bls. 10–11.

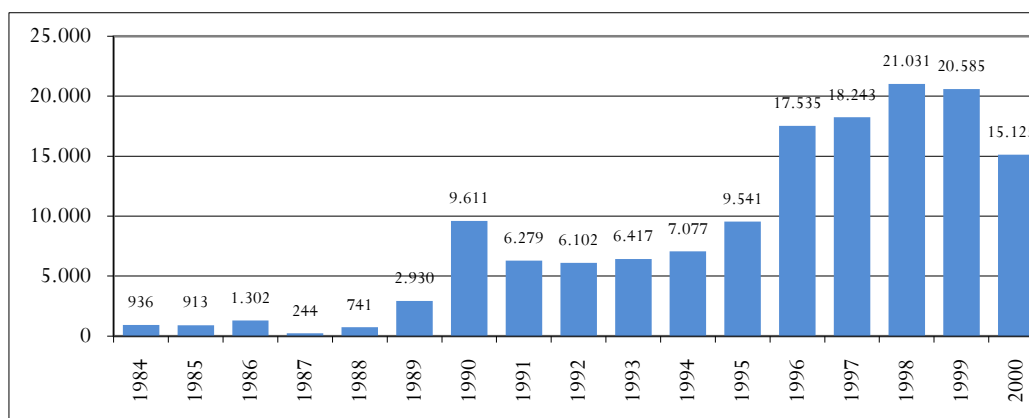
³⁵ *Morgunblaðið* 10. janúar 1991, bls. B3. Það virðist hafa truflað rekstur Handsals að átök komu upp í eigendahópnum og milli eigenda og stjórnenda fyrirtækisins sem endaði með brotthvarfi Eddu Helgason úr stól framkvæmdastjóra. Sjá m.a. *Morgunblaðið* 15. febrúar 1996, bls. B4.

³⁶ Elín Guðjónsdóttir: „Hlutabréfaafsláttur og hlutabréfasjóðir.“ *Vísindisgætt* 49. tbl. 1999, bls. 2–3; Sjá einnig Friðleifur Jóhannsson: „Frádráttur vegna hlutafjárkaupa.“ *Tíund* 1. tbl. 1990, bls. 15–16.

eftir nýju eiginfé. Lögin skilgreindu fjórar leiðir fyrir fjárfestingu í atvinnurekstri. Hlutabréfakaup í atvinnufyrirtækjum eða fjárfestingarfélögum, eða innlagnir í starfsmannasjóði eða stofnfjárreikninga. Samkvæmt lögnum voru fjárfestingarfélög hlutafélög sem sérstaklega voru stofnuð til að fjárfesta í hlutafé og öðrum verðbréfum atvinnufyrirtækja. Fjármálaeftirlitið átti að hafa eftirlit með fjárfestingarfélögum líkt og bönkum og sparisjóðum og í lögnum voru strangar reglur um félögin, bæði fjárfestingarstefnu og framsal hlutafjár. Ekki var gert ráð fyrir að kaup í annarskonar verðbréfa eða hlutabréfasjóðum gæfi skattaafslátt og svo virðist því sem Alþingi hafi ætlað fjárfestingarfélögum, með þessum lögum að verða það form hlutabréfasjóða sem almenningur fjárfesti í.

Árangurinn af lögnum var sá að þeir sem nýttu sér skattaafslátt vegna hlutabréfakaupa fjölgaði stöðugt. Í lok árs 1989 var heimildin til tekjuskattshækkunar hækkuð sem leiddi til stóraukins áhuga á hlutabréfakaupum og um áramótin voru í fyrsta sinn biðraðir í fjármálafyrirtækjum þar sem fólk var að kaupa „skattaskammtinn“.³⁷ Nokkuð bar hins vegar á að ákvæðið um skattaskattaafslátt væri misnotað með því að kaupa hlutabréf fyrir áramót og selja strax eftir áramót.³⁸ Til að fyrirbyggja þessa misnotkun á skattkerfinu voru gerðar breytingar á lögnum 1991 þar sem afslátturinn var lækkaður og jafnframt kveðið á um að aðilar þyrftu að eiga bréfin í minnst tvö ár. Sá tími sem þurfti að eiga bréf áður en þau voru seld var síðan lengdur enn frekar um miðjan áratuginn, í fimm ár, en þó mátti selja bréf strax ef keypt voru ný hlutabréf fyrir söluandvirðið. Eftir að lögnum um eignartíma var breytt 1991 fækkaði mjög þeim sem nýttu sér skattaafsláttinn. Árið áður höfðu 9.611 manns nýtt sér skattaafslátt vegna hlutabréfakaupa en árið 1991 voru 6.279 manns sem nýttu sér heimildina. Þessi fækkun skýrist líklega alfarið af því að þeim aðilum sem voru að misnota kerfið fækkaði.³⁹

Mynd 2: Fjöldi þeirra sem nýtti sér skattaafslátt til hlutabréfakaupa 1984–2000



Heimild: Ríkisskattstjóri

³⁷ *Tíminn* 3. janúar 1990, bls. 2; *Þjóðviljinn* 28. desember 1990, bls. 1.

³⁸ Helgi Magnússon: „Ófullkominn markaður.“ *Frjáls Verslun* 1. tbl. 1991, bls. 5; DV 29. desember 1990, bls. 4; *Morgunblaðið* 3. janúar 1991, bls. B1.

³⁹ Bjarni Ármannsson: „Hlutabréfasjóðir henta einstaklingum að jafnaði best.“ *Morgunblaðið* 29. desember 1992, bls. 32.

Til þess að mæta aukinni eftirspurn stofnuðu verðbréfafyrirtækin ýmsa nýja hlutabréfasjóði fyrir áramótin 1990. Landsbréf buðu út hlutabréf í Íslenska hlutabréfasjóðnum hf. Kaupþing stofnaði Auðlind. Verðbréfamarkaður Íslandsbanka, VÍB, starfrækti Hlutabréfasjóð VÍB en í ágúst 1995 sameinaðist Hlutabréfasjóður VÍB Hlutabréfasjóðnum hf. Fjárfestingarfélagið stofnaði Almenna hlutabréfasjóðinn hf. árið 1990 en hann fluttist til Fjárvangs eftir að Skandia seldi Fjárfestingarfélagið. Loks var Hlutabréfasjóður Norðurlands stofnaður í nóvember 1991 af Kaupþingi Norðurlands.⁴⁰

Munurinn á verðbréfasjóði og hlutabréfasjóði er sá að verðbréfasjóðir gefa út og selja fjárfestum hlutdeildarskírteini sem hægt er að innleysa að nýju hjá verðbréfasjóðnum. Það eru engin takmörk á því hversu mikið af hlutdeildarskírteinum sjóðurinn má gefa út heldur takmarkast það við eftirspurn. Hlutabréfasjóðir gefa hins vegar út hlutabréf í fyrirfram ákveðnu magni í hlutafjárútboði eins og almenn hlutafélög. Fjárfestar sem vilja losa um fé þurfa þá að selja bréf sín á opnum markaði líkt og ef þeir ættu hlutabréf í hverju öðru fyrirtæki. Almenn giltu ákvæði hlutafélagalaga um hlutabréfasjóði. Á ensku er talað um *closed end mutual funds*, sem svara til hlutabréfasjóða, og *open end mutual funds*, sem svara til verðbréfasjóða. Á tíunda áratugnum varð almenningur þó í reynd lítið var við þennan mun á hlutabréfasjóðunum og verðbréfasjóðunum því að hlutabréfasjóðirnir önnuðu aukinni eftirspurn með nýjum hlutafjárútboðum sem stóðu stóran hluta ársins og störfuðu sem viðskiptavakar fyrir bréf hlutabréfasjóða sinna.⁴¹

Engin sérstök lög giltu um hlutabréfasjóði og hugtakið var hvergi skilgreint í lögum. Hlutabréfasjóðurinn hf. var í fyrstu rekinn sem fjárfestingarfélag samkvæmt fimmta kafla laganna frá 1984 en aðrir hlutabréfasjóðir voru stofnaðir sem hefðbundin hlutafélög. Lög um fjárfestingarfélög settu Hlutabréfasjóðnum hf. töluvert strangari reglur en hinir hlutabréfasjóðirnir störfuðu eftir, t.d. um fjárfestingarstefnu. Skv. lögnum áttu minnst 90% eigna þeirra að vera í innlendum hlutabréfum. Hinir nýju hlutabréfasjóðir geymdu hins vegar stóran hluta eigna sinna í skuldabréfum og erlendum hlutabréfum, eða nærri 40%. Það sætti því töluverðri gagnrýni að kaup í sjóðunum skyldu að fullu frádráttarbær frá tekjuskatti. Til þess að geta keppt við aðra hlutabréfasjóði breytti Hlutabréfasjóðurinn hf. því einnig rekstrarformi sínu í hlutafélag.⁴²

Talsmenn verðbréfafyrirtækjanna bentu á að afleiðingin væri sú að sjóðirnir gætu rekið sveigjanlegri fjárfestingarstefnu. Ólíkt fjárfestingarfélögum gætu þeir geymt stóran hluta sparifjár sjóðsfélaga í skuldabréfum og þannig dreift áhættunni fyrir almenning sem keypti bréf sjóðanna. Skuldabréfaeign var líka gagnleg fyrir sjóðina því að á meðan markaðurinn var mjög grunnur var hreinlega ekki nægilegt framboð af hlutabréfum til að hann gæti staðið undir

⁴⁰ Á þessum árum voru fleiri fyrirtæki stofnuð sem einhverskonar hlutabréfasjóðir eða fjárfestingarfélög sem ekki er ástæða til að fjalla um. Þeirra á meðal var fyrirtæki sem hét Eignabankinn hf. en hann auglýsti hlutafjárútboð í desember 1991. Eignabankinn hafði fengið staðfestingu ríkisskattstjóra um skattafrádrátt vegna hlutafjárkaupa skv. lögum nr. 9/1984 og auglýst að markmið félagsins væri að „fjárfesta í hlutabréfum, verðbréfum og fasteignum“. Sjá *Morgunblaðið* 28. nóvember 1991, bls. 27; *Morgunblaðið* 1. desember 1991, bls. 36. Engum sögum fer af afdrifum Eignabankans.

⁴¹ Sjá t.d. Ólafur F. Þorsteinsson: „Verðbréfasjóðir.“ *Fjármálatíðindi* 2. tbl. 1994, bls. 192–212.

⁴² Elín Guðjónsdóttir: „Hlutabréfaafsláttur og hlutabréfasjóðir.“ *Vísindagangur* 49. tbl. 1999, bls. 2–3.

stórum hlutabréfakaupum sjóðanna fyrst eftir áramót. Skuldabréfaeignin gæti því gefið sjóðunum aukin tækifæri til að dreifa hlutabréfakaupum yfir árið og styrkja þannig markaðinn.⁴³

Afleiðingin var þó sú að stjórnir sjóðanna gátu breytt fjárfestingarstefnu þeirra svo framarlega sem meirihluti hluthafa samþykkti breytinguna. Smærri hluthafar nutu því lítillar sem engrar fjárfestaverndar. Enginn hlutabréfasjóðanna var vísitölusjóður og eignasamsetning þeirra var nokkuð ólík. Þá virðast hlutabréfasjóðirnir ekki hafa fylgt sérlega skýrri eða staðfastri fjárfestingarstefnu. Þó að sjóðirnir virðist í upphafi áratugarins almennt hafa dreift fjárfestingum sínum mjög jafnt vakti það fljótlega athygli að hlutabréfasjóðir virtust geyma meira af bréfum sem boðin voru út af þeim fjármálastofnunum sem sáu um rekstur sjóðanna. Verðbréfafyrirtækin buðu hins vegar upp á vísitölusjóði, sem fylgdu samsetningu hlutabréfavisitölu, en þeir voru reknir sem verðbréfasjóðir. VÍB stofnaði t.d. Sjóð 6 árið 1991 en hann var verðbréfasjóður sem fjárfesti fyrst og fremst í hlutabréfum og hlutabréfaeign hans átti að vera í sömu hlutföllum og hlutabréfavisitala H-MARKS.⁴⁴

5.2 Hlutverk hlutabréfasjóðanna

Hlutabréfasjóðirnir léku mikilvægt hlutverk í að kynna almenning fyrir hlutabréfamarkaðnum. Þeir uxu hratt á þessum fyrstu árum. Þannig áttu rúmlega sjö þúsund manns hlutabréf í hlutabréfasjóðum í byrjun árs 1992.⁴⁵ Um leið urðu þeir til þess að dýpka markaðinn og dreifa viðskiptum yfir árið þar sem sjóðirnir dreifðu kaupum sínum á bréfum yfir lengra tímabil. Á fyrstu árum markaðarins voru hlutabréfakaup að langmestu leyti bundin við síðustu vikur desember þegar sparifjáreigendur flyktust í verðbréfafyrirtækin til að kaupa „skattaskammtinn“. Þó að hlutabréfaviðskipti hafi tekið að dreifast jafnar yfir árið á seinni hluta tíunda áratugarins voru þessi desembervíðskipti þó áfram eitt helsta einkenni íslenska hlutabréfamarkaðarins allan áratuginn. Árið 1999 var enn hægt að tala um að Íslendingar „hömstruðu“ hlutabréf í desember.⁴⁶ Lengi vel voru einnig fáir kaupendur að hlutabréfum utan desember – sem var önnur ástæða þess að kaup á hlutabréfum einstakra fyrirtækja voru ekki sérlega aðlaðandi fyrir almenning því að erfitt gat verið að selja hlutabréf sökum þess hversu fáir kaupendur voru á markaðnum. Engir viðskiptavakar voru fyrir hlutabréf en umsjónaraðilar hlutabréfasjóðanna voru hins vegar viðskiptavakar fyrir bréf þeirra.

Það sem hafði helst einkennt hlutabréfamarkaðinn fram að þessu var mikið ójafnvægi í framboði og eftirspurn. Almennt var mun meiri eftirspurn eftir hlutabréfum en framboð, einkum í stærri almenningshlutafélögum og þetta litla framboð bréfa stóð þróun markaðarins fyrir þrífum. Takmarkanir voru einnig á framsali hlutabréfa flestra fyrirtækja.⁴⁷ Á þessu byrjaði

⁴³ Sigurður Jóhannesson: „Verðbréfasjóðir dafna í Bandaríkjunum – en minnka hér,“ *Vísindagætt* 9. tbl. 1993, bls. 1–2; *Morgunblaðið* 4. janúar 1996, bls. C1; *Morgunblaðið* 5. janúar 1996, bls. 6; *Morgunblaðið* 24. janúar 1996, bls. 18.

⁴⁴ Sigurður Jóhannesson: „Hlutabréfasjóðirnir eiga mikið af skuldabréfum.“ *Vísindagætt* 11. tbl. 1993, bls. 2–3; *Morgunblaðið* 22. janúar 1991, bls. 29.

⁴⁵ Bjarni Ármannsson: „Hlutabréfasjóðir henta einstaklingum að jafnaði best.“ *Morgunblaðið* 29. desember 1992, bls. 32.

⁴⁶ DV 24. nóvember 1999, Sérblað um verðbréf og sparnað bls. 28.

⁴⁷ Sjá *Morgunblaðið* 15. október 1987, bls. B14–B15; Bent var á þetta í fyrri Enskilda-skýrslunni sem unnin var árið 1988. Enskilda Securities: Skýrsla um þróun hlutabréfamarkaðar á Íslandi. Reykjavík 1988; Efni skýrslunnar voru gerð skil í *Morgunblaðinu* 28. apríl 1988, bls. B14–B15; og Reykjavíkurbreði *Morgunblaðsins* 24. júlí 1988, bls. 28–29; einnig í Kjartan Stefánsson: „Brýnt að hvetja til meiri eftirspurnar,“ *Frjáls Verslun* 4. tbl. 1988, bls. 20–24.

að verða breyting árið 1990. Það ár voru haldin opin útboð í nokkrum hlutafélögum. Þannig héldu Eimskip, Ármannsfell, Olís, Útgerðarfélag Akureyringa og Sæplast öll opin hlutafjárútboð þetta ár en til þessa höfðu hlutafjárútboð yfirleitt verið lokað. Þótt ekkert fyrirtæki væri skráð á Verðbréfaþingi Íslands skráðu verðbréfafyrirtækin í árslok 1990 kaup og sölugengi hlutabréfa í 24 almenningshlutafélögum og þá hafði þeim fjölgað mikið frá árinu áður þegar verð bréfa í 17 fyrirtækjum hafði verið skráð með reglulegum hætti.⁴⁸

Eftir óslitna verðhækkun frá 1986, þegar segja má að hlutabréfaviðskipti hefjist á Íslandi, lækkaði hlutabréfaverð í fyrsta sinn þann fjórða september 1991. Verðlækkunina bar að með þeim hætti að stjórnendur hlutabréfamarkaðar H-MARKS, sem rak Hlutabréfasjóðinn hf., ákváðu að lækka gengi allra hlutabréfa sem engin kauptilboð voru skráð á en haustið 1991 gerðist það í fyrsta skipti að framboð hlutabréfa var meira en eftirspurn. H-MARKS vísitalan féll í kjölfarið um 2%. Ákvörðun H-MARKS vakti mikla athygli en var almennt tekið sem „proskamerki“ á markaðnum.⁴⁹

5.3 Fjárfestingarfélög

Auk hlutabréfasjóðanna og verðbréfafyrirtækjanna voru nokkur fjárfestingarfélög sem störfuðu á íslenska verðbréfamarkaðnum. Þekktasta dæmið er líklega Burðarás hf., fjárfestingarfélag Eimskipafélagsins, sem stofnað var utan um hlutabréfaeign Eimskipa í öðrum félögum í nóvember 1989.⁵⁰ Að auki má nefna Samvinnusjóðinn, fjárfestingarfélag Sambandsins, tvö fjárfestingarfélög sem ríkið stofnaði til að efla hlutabréfamarkaðinn; Þróunarfélagið og Draupnissjóðinn, og að lokum Eignarhaldsfélag Alþýðubankans. Öll þessi félög störfuðu sem áhættufjárfestar og áður en lífeyrissjóðirnir urðu mikilvægir þátttakendur á hlutabréfamarkaðnum voru fjárfestingarfélögin næsta ein um að leika hlutverk stofnanafjárfesta á markaðnum.

Einn liður í tilraunum ríkisstjórnar Steingríms Hermannssonar til að auka arðsemi í atvinnulífinu með uppstokkun og nývæðingu fjármálakerfisins var stofnun Þróunarfélagsins árið 1985. Þróunarfélagið átti að leggja áhættufé í fyrirtæki í nýsköpun og vaxtargeirum.⁵¹ Á tíunda áratugnum fjárfesti félagið t.d. mjög í netfyrirtækjum. Þróunarfélagið átti einnig að taka þátt í því að breyta fjölskyldufyrirtækjum í almenningshlutafélög en kaup þess á hlutabréfum í Hans Petersen árið 1997 var liður í þeirri stefnu.⁵²

Þegar Þróunarfélagið var stofnað 1985 var framboð á áhættufé ekki það eina sem hamlaði þróun sprotafyrirtækja heldur var skortur á hlutabréfamarkaði ekki síður vandamál. Áhættufjárfestar áttu því mjög erfitt með að komast aftur út úr fyrirtækjum. Árið 1987 var

⁴⁸ *Tíminn* 6. desember 1990, bls. 10–11; *Morgunblaðið* 9. ágúst 1990, bls. B2; *Morgunblaðið* 26. ágúst 1990, bls. B14; *Morgunblaðið* 21. júní 1990, bls. B1; *Morgunblaðið* 23. ágúst 1990, bls. B4. *Morgunblaðið* 17. júlí 1990, bls. 36.

⁴⁹ *Morgunblaðið* 12. september 1991, bls. B8–B9.

⁵⁰ *Morgunblaðið*, 22. mars 1990, bls B4–B5; Í viðtali við *Morgunblaðið* í desember 1988 hafði Hörður Sigurgestsson talað um að Eimskip vildi vera burðarás í atvinnulífi landsins. *Morgunblaðið* 8. desember 1988, bls. B6–B7. Um þessar mundir var deilt á Eimskip fyrir kaup á hlutabréfum í Flugleiðum. *Morgunblaðið* 21 mars 1990, bls. 22–23; Helgi Magnússon: „Eimskip kallar á viðbrögð.“ *Frjáls Verslun* 3. tbl. 1990, bls. 30–37.

⁵¹ Friðrik Sophusson: „Nýsköpun í atvinnulífinu og uppstokkun sjóðakerfis.“ *Morgunblaðið* 16. mars 1985, bls. 16–17; *Morgunblaðið* 11. júní 1987, bls. B10–B11; *Morgunblaðið* 23. maí 1996, bls. B8–B9.

⁵² Jóhanna Á. H. Jóhannsdóttir: „Hans Petersen opnað fyrir nýjum hluthöfum.“ *Frjáls verslun* 10. tbl. 1997, bls. 24–25.

Draupnissjóðurinn stofnaður til að bæta úr þessu en hlutverk sjóðsins var að efla hlutabréfaviðskipti með kaupum og sölu hlutabréfa meðalstórra eða stórra fyrirtækja og starfa sem „bakhjarl á markaði með skráð hlutabréf“ eins og Ragnar Önundarson, stjórnarformaður sjóðsins, komst að orði í viðtali við *Morgunblaðið* í maí 1990. Með þessu átti sjóðurinn að auðvelda atvinnulífinu aðgang að áhættufé.⁵³

Draupnissjóðurinn og Þróunarfélagið voru í opinberri eigu en sala þeirra var með allra fyrstu einkavæðingu tíunda áratugarins. Árið 1990 keyptu nokkrir lífeyrissjóðir og fjármálastofnanir hluta Draupnissjóðsins en markmiðið var að opna sjóðinn almenningi og skrá hann á verðbréfaþing.⁵⁴ Að þessu varð þó ekki, því að 28. júní 1995 var Draupnissjóðurinn sameinaður Þróunarfélaginu en bæði félögin voru að mestu í eigu sömu aðila, lífeyrissjóða, banka og fjárfestingarlánasjóða, sem höfðu keypt Þróunarfélagið árið 1992. Sameinað félag hafði 1,1 milljarð í eigin fé og var þannig meðal stærstu aðila á verðbréfamarkaði.⁵⁵

Uppruni Eignarhaldsfélags Alþýðubankans, EFA, var nokkuð ólíkur öðrum fjárfestingarfélögum. Þegar Íslandsbanki var stofnaður 1990 með samruna þriggja minni banka sem voru í hlutafélagaformi og dreifðri eign. Alþýðubankans, Iðnaðarbankans og Verslunarbankans, var í fyrstu gengið þannig frá að hinn nýi banki var í eigu þriggja eignarhaldsfélaga sem voru aftur í eigu hluthafa Alþýðu-, Iðnaðar- og Verslunarbanka. Á hluthafafundum Íslandsbanka og eignarhaldsfélaga Iðnaðarbanka og Verslunarbanka í desember 1990 var samþykkt að sameina eignarhaldsfélögin Íslandsbanka en við það var hlutabréfum í eignarhaldsfélagunum einfaldlega skipt fyrir hlutabréf í Íslandsbanka. Eignarhaldsfélag Alþýðubankans ákvað hins vegar að halda áfram starfsemi og snúa sér að almennum fjárfestingum. Hluthöfum í Eignarhaldsfélagi Alþýðubankans var þó boðið að skipta á bréfum sínum í Eignarhaldsfélaginu og hlutabréfum í Íslandsbanka og tóku sumir þann kost. Stærsta einstaka eign EFA var hlutur félagsins í Íslandsbanka. Á aðalfundi EFA 1995 var ákveðið að selja hlutabréfin í Íslandsbanka og auka starfsfé, bæði með nýju eigin fé, sölu nýs hlutafár og með því að bjóða út skuldabréf á markaði. Markmiðið var að færa út kvíarnar og marka nýja fjárfestingarstefnu en líkt og Þróunarfélagið skilgreindi EFA sig sem áhættufjárfesti.⁵⁶

6. Kreppan í upphafi tíunda áratugarins

Þegar hlutabréfaverð hætti að rísa haustið 1991 hafði samdráttarskeið ríkt í íslensku efnahagslífi í ein þrjú ár. Þetta samdráttarskeið hófst árið 1988, í kjölfar ofpenslu árána 1986 og 1987, og reyndist langvinnt. Efnahagslæggðin leið ekki hjá fyrr en árið 1993. Þótt svartsýni hafi verið útbreidd og almenningur jafnvel óttast þjóðargjaldþrot var kreppan ekki sérlega djúp, t.d. í samanburði við kreppuna í lok sjöunda áratugarins. Í þessu sambandi horfðu Íslendingar sérstaklega til Færeyja þar sem offjárfestingar og misráðinn fjáraustur í óarðbær fyrirtæki og byggðastefnu hafði kallað yfir þjóðina alvarlegar efnahagsþrengingar.⁵⁷ Samdráttur og stöðnun

⁵³ *Morgunblaðið* 17. maí 1990, bls. B6–B7.

⁵⁴ *Morgunblaðið* 18. október 1990, bls. B4–B5.

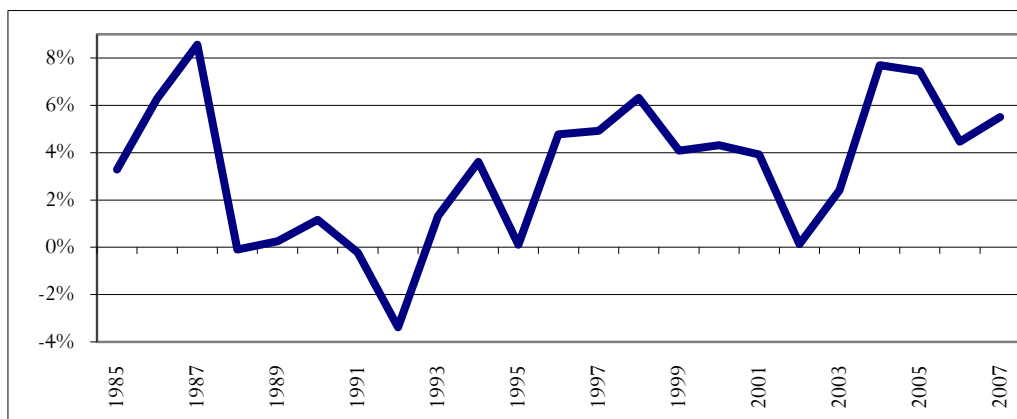
⁵⁵ *Morgunblaðið* 29. júní 1995, bls. B2.

⁵⁶ *Morgunblaðið* 21. desember 1995, bls. C4.

⁵⁷ Haukur Helgason: „Í fótspor Færeyinga?“ DV 14. nóvember 1992; Könnun Hagvangs í september 1993 sýndi að 46,4% þjóðarinnar óttuðust þjóðargjaldþrot „svipað og í Færeyjum“. *Morgunblaðið* 21. október 1993, bls. B8–B9. Í maí árið eftir hafði

einkenndu árin 1988 til 1993. Erfiðlega viðraði í útgerð, afurðaverð var lágt og árið 1992 var þorskaflí við Íslandsstrendur hinn minnsti á árunum eftir stríð. Þá brást loðnuveiði árið 1991. Árið 1994 tók hagvöxtur hins vegar kipp þar sem útflutningur jókst um 10,2% en þótt jafnvægi hefði loks náðst í þjóðarbúskapinn eftir áralangan óstöðugleika og mikill viðsnúningur orðið í afkomu fyrirtækja árið 1995 var hagvöxtur þó lítill. Það var ekki fyrr en 1996 sem hagvöxtur tók að aukast að nýju.⁵⁸

Mynd 3: Vöxtur VLF, breyting frá fyrra ári 1985–2007



Heimild: Hagstofa Íslands

Á þessum árum varð fjöldi gjaldþrota, jafnt stórra sem smárra. Árið 1991 sigldi Álafoss hf. í þrot í því sem þá var stærsta gjaldþrot Íslandssögunnar. Önnur stór gjaldþrot, svo sem endalok Útvegsbankans og Arnarflugs, að ótöldum endurteknum fréttum af vonlausum rekstri og gjaldþrotum í loðdýrarækt og fiskeldi vöktu spurningar um hvað ylli. Þessari spurningu var velt upp í nóvembertölublaði *Frjálsrar verslunar* 1991.

„Lítum út á ólgusjó íslenska kollsteypusamfélagsins. Hvernig stendur á því að þjóðarbúið hefur tapað milljörðum króna á örfáum árum í glæfraviðskipti sem sum hver gengu þvert á heilbrigða skynsemi? Af hverju töpuðum við milljörðum króna á fiskeldi og loðdýrarækt? Hvers vegna eyddum við stjarnfræðilegum upphæðum í virkjun Kröflu fyrir nokkrum árum? Hvaða ráð lágu til grundvallar því að byggja upp fiskiskipaflota með tvöfalt meiri afkastagetu en fiskimiðin þola? Af hverju leggja opinberir lánveitendur hundruð milljóna króna í vonlaus fyrirtæki sem veita 10–15 manns atvinnu áður en þau fara á hausinn? Hverjir bera ábyrgð á endalokum Útvegsbankans og því að Arnarflug var rekið með tapi árum saman svo að hundruð milljóna króna fuku út um gluggann? – Þannig má lengi spyrja.“⁵⁹

mjög dregið úr svartasýni, 27,9% svöruðu spurningunni játandi. *Morgunblaðið* 23 júní 1994, bls. C3; Hlutfallið var svipað árið eftir en sambærilegar spurningar um hættuna á þjóðargjaldþroti virðist ekki hafa verið spurt eftir það enda útlit efnahagsmála mun bjartara. *Morgunblaðið* 29. júní 1995, bls. B3; Sjá einnig Eðvarð T. Jónsson: Hlutskipti Færeyja. Reykjavík 1994.

⁵⁸ *Þjóðarbúskapurinn*. Framvindan 1994 og horfur 1995. Þjóðhagsstofnun. Reykjavík 1995, bls. 5–6, 9–30; *Þjóðarbúskapurinn*. Framvindan 1995 og horfur 1996. Þjóðhagsstofnun. Reykjavík 1996, bls. 5–6, 10–30; *Þjóðarbúskapurinn*. Framvindan 1996 og horfur 1997. Þjóðhagsstofnun. Reykjavík 1997, bls. 5–6, 10–34; Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1994*. Reykjavík 1995, bls. 5, 11–20.

⁵⁹ Valþór Hlöðversson: „Ertu í stjórni.“ *Frjáls verslun* 11. tbl. 1991, bls. 18–25, tilv. bls. 18.

Það duldust fáum að eitt helsta vandamál íslensks efnahagslífs voru óskynsamlegar og glæfralegar fjárfestingar auk fjárausturs í fyrirtækjarekstur sem löngu var búinn að sigla í þrot. Stofnað var til áhættusams fyrirtækjareksturs án mikillar fyrirhyggju og í mörgum tilvikum án nokkurs eiginfjár. Þegar fjárfestingarlánasjóðirnir töpuðu stórfé á fiskeldisævintýrinu var það meðal annars vegna þess að þeir lánuðu fyrirtækjunum stórfé þó að þau hefði í raun ekkert eiginfé enda hafði stofnendum og „eigendum“ félaganna jafnvel einnig verið lánað fyrir eiginfjárframlagi þeirra. Áhættan var því að fullu hjá lánveitendum, mismunandi opinberum sjóðum og ríkisbönkunum.⁶⁰

Árið 1996 skrifaði Ásgeir Jónsson, hagfræðingur, grein í *Vísbandingu* um ástæður offjárfestinga árána 1986-1988. Ásgeir taldi að ástæðna offjárfestingarinnar væri ekki síst að leita í óraunsæi og óeðlilegri bjartsýni. Þá taldi Ásgeir að ráðist hefði verið í fjárfestingar af meira kappi en forsjá og hélt því fram að áætlanagerð hefði aldrei verið ein af sterkustu hliðum Íslendinga:

„Mörg af fjárfestingarmistökum undanfarinna ára eiga sér fáar aðrar skýringar en skort á þekkingu á þeim rekstri sem ráðist var út í eða vanhugsaðar áætlanir. Áætlanagerð hefur aldrei verið talin sterkasta hlið Íslendinga en líklega hefur verðbólgan valdið nokkru um. Hins vegar er erfitt að gera áætlanir og sjá fram í tímann og yfir höfuð gera sér grein fyrir rekstrinum ef allt verðlag er á fleygiferð.“⁶¹

Sveinn Viðar Guðmundsson hafði komist að svipaðri niðurstöðu í skýrslu sem hann vann fyrir Aflvaka í júní 1996 en Sveinn taldi að skortur á áætlanagerð og getuleysi fyrirtækja að laga sig að breyttum aðstæðum hafi verið ástæða fyrir þeim 3000 gjaldþrotum sem urðu á Íslandi á árunum 1985-95.⁶²

Gjaldþrot Álafoss 1991 og önnur stór gjaldþrot, sem urðu um þessar mundir, svo sem gjaldþrot Arnarflugs í lok árs 1990, varð til þess að vekja umræður um ábyrgð stjórnenda. Það voru þó nokkuð skiptar skoðanir á því hvort eðlilegt væri að gera stjórnendur fyrirtækja persónulega ábyrga fyrir gjaldþrotum eða mistökum í rekstri. Vilhjálmur Egilsson varaði meðal annars við því á fundi á vegum félags viðskiptafræðinga sumarið 1992 að ekki mætti takmarka vilja manna til að taka áhættu í rekstri. Sú umræða um siðferði í opinberu lífi sem fram fór í upphafi tíunda áratugarins sneri fyrst og fremst að siðferði stjórnmalamanna og opinberra starfsmanna en mun minni umræða fór fram um siðferði í viðskiptum.⁶³

6.1 Rót vandans: Fé án hirðis, soun fjármagns og fjárfestingarslys

Flestir töldu að rekja mætti rót vandræðanna til fjármálakerfisins og afskipta stjórnmalamanna. Þessi gagnrýni kristallaðist í umræðu um þátt opinberra fjárfestingarsjóða í laxeldis- og loðdýraræktarævintýrunum. Um mitt ár 1990 áttu opinberir sjóðir um 6,2 milljarða útistandandi hjá loðdýraræktinni og laxeldinu. Sjóðirnir höfðu hins vegar ekkert

⁶⁰ Tvö dæmi um þetta sem fengu almenna athygli og fjallað var um í fjölmiðlum eru Miklilax og Ísnó. Sjá: *Pressan* 24. janúar 1991, bls. 10; *Pressan* 28. nóvember 1991, bls. 8; *DV* 27. mars 1992, bls. 6. Sjá einnig *DV* 11. janúar 1991, bls. 4.

⁶¹ Ásgeir Jónsson: „Framleiðni fjármagns á Íslandi.“ *Vísbanding* 22. tbl. 1996, bls. 1–4, tilv. bls. 4.

⁶² Sveinn Viðar Guðmundsson. Nýgengi og gjaldþrot fyrirtækja 1985–1995. Reykjavík 1996.

⁶³ Valþór Hlöðversson: „Ertu í stjórn.“ *Frjáls verslun* 11. tbl. 1991, bls. 18–25, tilv. bls. 19.

afskrifað af lánum. Framkvæmdasjóður, sem hafði lánað mikið til fiskeldis, var um sama mund að afskrifa 410 milljón króna eignarhlut sinn í Álafossi. Sumir sjóðanna, svo sem Framkvæmdasjóður og Atvinnutryggingasjóður, voru í raun gjaldþrota. Lán til ullariðnaðarins og fiskeldis hófust upp úr 1984 en þær miklu vonir sem bundnar voru við laxeldi og loðdýrarækt brustu. Margar laxeldisstöðvar komust aldrei í notkun og loðdýraræktinni var haldið í rekstri með styrkjum úr ríkissjóði og Framleiðnisjóði og framlengingu lána í bönkum og opinberum sjóðum, jafnvel þótt enginn rekstrargrundvöllur væri fyrir greininni. Ríkisábyrgð sjóðanna var einnig talin vandamál: Með ríkisábyrgð á lántökum væru opinberir sjóðir hvattir til óábyrgra lánveitinga til fyrirtækja á öðrum forsendum en hreinum viðskiptalegum forsendum. Stjórnarmenn fjárfestingarsjóðanna voru pólitískt skipaðir.⁶⁴

Segja má að fram til tíunda áratugarins hafi efnahagsstjórn Íslands einkennst öðrum þræði af klassískum pilsfaldakapítalisma þar sem ríkisvaldið, í gegn um ríkisbankana, fjárfestingar og lánasjóði, kom illa stöddum fyrirtækjum oftar en ekki til bjargar. Í lok áttunda áratugarins, þegar verðbólgan geisaði, lýsti Vilmundur Gylfason því óheilbrigða ástandi sem hafði skapast: „Það lánakerfi, sem við höfum búið við, er í raun að breyta meira og minna öllu einkaframtaki í pilsfaldakapítalisma. Sjálfvirk lán eins og afurðalán eða önnur lán til rekstrar eru engin lán heldur framleiðslustyrkir.“⁶⁵ Þá var það gagnrýnt að bankakerfið virtist hafa verið notað til að halda úti byggðastefnu stjórnvalda en í mars 1993 lét Davíð Oddsson þau orð falla að Landsbankinn hefði um langa hríð verið rekinn eins og nokkurs konar „félagsmálastofnun atvinnulífsins“.⁶⁶

Afleiðing þessarar stefnu voru stórfelld útlánatöp. Árið 1992 var umtalsvert tap af rekstri banka og sparisjóða. Mest var tapið hjá Landsbankanum en afkoma Búnaðarbankans var sýnu skárri. Árið eftir varð ríkissjóður að veita Landsbankanum tveggja milljarða króna eiginfjárframlag auk eins milljarðs lán úr Tryggingarsjóði viðskiptabanka og 1,25 milljarða víkjandi lán frá Seðlabanka til að bankinn uppfyllti skilyrði laga um eiginfjárstöðu banka sem tóku gildi um áramótin 1993 (lög nr. 7/1992).⁶⁷ Í þessu sambandi er mikilvægt að hafa í huga að útlánaafskriftir voru fremur nýtt vandamál hjá bönkunum því að á meðan vextir voru

⁶⁴ Ásgeir Valdimarsson: „Byggðastofnun – lán og styrkir.“ *Vísinding*, 34. tbl. 1991, bls. 1–2; Sigurður Jóhannesson: „Tap og ríkisstyrkir einn og hálfur milljarður 1990.“ *Vísinding*, 34. tbl. 1991, bls. 2–4; *Morgunblaðið* 15. ágúst 1991, bls. 22–23; *Tíminn* 20. nóvember 1991, bls. 2; Sjá einnig *Skýrsla Ríkisendurskoðunar* um fjárhagsstöðu Ríkisábyrgðarsjóðs, ásamt úttekt á endurlánum Ríkissjóðs og veittum löngum lánum Ríkissjóðs. Nóvember 1991. Ríkisendurskoðun, Reykjavík 1991. Sjá vef Ríkisendurskoðunar: http://www.rikisend.is/files/skyrslur_1991/rikisab.pdf. 10. febrúar 2010; Skýrslur Nefndar um fortíðarvanda ríkissjóðs. Forsætisráðuneytið, Reykjavík 1991. Bók Halldórs Halldórssonar um Laxeldisævintýrið og afskipti stjórnmalamanna af lánveitungum til greinarinnar vakti enn fremur mikið umtal, Halldór Halldórsson: Laxaveislan mikla. Og þjóðin borgar brúsann, en ber enginn ábyrgð? Fjölvi, Reykjavík 1992.

⁶⁵ Vilmundur Gylfason: „Raunvextir – hávextir.“ *Dagblaðið* 6. október 1978, bls. 11; Hugtakið pilsfaldakapítalismi var innleitt í íslenska umræðu af Magnúsi Kjartanssyni ritstjóra Þjóðviljans en Árni Bergmann skilgreindi það þannig „að ríkið á að hjálpa athafnamanninum til að græða en taka á sig óhöpp hans og vitleysur“, Árni Bergmann: „Klippt og skorið.“ *Þjóðviljinn* 8. maí 1991, bls. 2.

⁶⁶ *DV* 17. mars 1993, bls. 2.

⁶⁷ Seðlabanki Íslands, Hagtölur mánaðarins, maí 1993, bls. 1–3; Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1993*. Reykjavík 1994, bls. 121; Sjá einnig, Sigurður Jóhannesson: „Rekstur banka og sparisjóða 1992: Tap í fyrsta skipti í áráðir.“ *Vísinding* 22. tbl. 1993, bls. 1–7; Sverrir Geirmundsson: „Batnandi hagur hjá innlánsstofnunum.“ *Vísinding* 19 tbl. 1994, bls. 1–4, *Morgunblaðið* 19. mars 1993, bls. 24–25.

neikvæðir gufuðu skuldir einfaldlega upp ef afskriftum þeirra var frestað nógu lengi. Verðbólgan hafði til þessa séð um að endurgreiða lánin.⁶⁸

Fjárfestingarslys níunda áratugarins áttu eftir að draga dilk á eftir sér lengi. Bankar og sjóðir drógu að afskrifa töpuð útlán en í þessu sambandi var talað um „fortíðarvandann“, töpuð útlán sem ekki voru afskrifuð heldur ýtt á undan sér. Sumarið 1991 skipaði ríkisstjórnin sérstaka „Fortíðarvandanefnd“ sem komst að því að stærð vandans væri 17,8 milljarðar króna. Til samanburðar nam eigið fé Landsbankans 3,6 milljörðum króna í lok árs 1992. Þá voru þó ekki talin útlánatöp Bygðastofnunar, Framkvæmdasjóðs, eða ríkisbankanna. Rót vandans væru bein afskipti stjórnvalda af fjármagnsmiðlun, eignarhald þess á bönkum og fjárfestingarsjóðum. Bankarnir og fjárfestingar- og lánasjóðir ríkisins voru taldir bera ríka ábyrgð á efnahagskreppunni enda hefðu þeir leyft fyrirtækjum að efna til skuldbindinga sem öllum hefði átt að vera ljóst að þau gætu engan veginn staðið við. Síðan hefðu þeir allt of seint gripið inn í rekstur fyrirtækjanna eftir að ljóst var hvert stefndi. Fyrirtæki hefðu oft haft allt of greiðan aðgang að lánsfé og að með þessu hefðu bankarnir ýtt undir þjóðhagslega sóun.⁶⁹

Ástæða þess að opinberir sjóðir jusu fé í óarðbærar fjárfestingar var að mati Péturs Blöndal, eins skeleggasta talsmanns frjálshyggju og markaðslausna í íslenskum stjórnmálum, sú að þessir opinberu sjóðir, Bygðasjóður, Framkvæmdasjóður, Fiskveiðasjóður og Iðnlánasjóður, væru í raun „fé án hirðis“. Í grein með þessum titli í *Morgunblaðinu* 25. maí 1994, hélt Pétur því fram að forsenda þess að Íslendingar gætu forðast það endurtaka fjárfestingarslys fyrri ára væri sú að ábyrgir „fjárhirðar“ hefðu eftirlit með fjármagninu:

„Í þrengingum síðustu ára hefur mönnum orðið ljóst hvaða áhrif góðar og slæmar fjárfestingar hafa á lífskjör þjóðarinnar. Þjóðin getur stritað myrkranna á milli og haft feikna tekjur. Ef tekjunum er fleygt í óarðbæra fjárfestingu verða lífskjörin slök. Jafnvel þeir sem af hugsjón hafa aðhyllt millifærslur til þess að auka jöfnuð á meðal manna, eru farnir að tala um atvinnuuppbyggingu og skynsamlegar fjárfestingar. En hvernig forðumst við rangar fjárfestingar. Við verðum að finna góðu fjárhirðana. Hirða sem setja heill eigendafjárins ofar öðru og gæta ætíð fyrst og fremst að arðsemi fjárfestinga og láta annarlega hagsmuni eða þrýstihópa ekki hafa áhrif á gerðir sínar. Góðu hirðarnir finnast, sé þess gætt að eigandinn geti og muni líta til með eign sinni og að hirðirinn beri ábyrgð gagnvart eigandanum.“⁷⁰

Þetta yrði þó aðeins gert með því að ríkið drægi saman seglin og hætti afskiptum af atvinnurekstri en þó sérstaklega fjármálaumsýslu og beinum afskiptum af fjármagnsmarkaði. Lausnin var sögð tvíþætt; annars vegar þurfti að selja ríkisfyrirtæki til einkaaðila og hins vegar að efla fjármagnsmarkaðinn enda virkur fjármagnsmarkaður forsenda þess að fjármagn gæti leitað í arðvænlegustu fyrirtækin. Þessi tvö verkefni voru nátengd eins og Þorkell Sigurlaugsson benti á

⁶⁸ Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, maí 1993, bls. 4; sjá einnig erindi Jóhannesar Nordal á þingi Sambands íslenskra bankamanna 12. apríl 1991: Jóhannes Nordal: „Um einkavæðingu ríkisviðskiptabankanna.“ *Fjármálatíðindi*, nr. 1 1991, bls. 42–48, sjá bls. 45.

⁶⁹ Þorvaldur Gylfason: „Enn meira um veldi stjórnmálaflokkanna.“ *Morgunblaðið* 9. júlí 1991, bls. 10–11; Skýrslur Nefndar um fortíðarvanda ríkissjóðs. *Forsætisráðuneytið*, Reykjavík 1991.

⁷⁰ Pétur Blöndal: „Fé án hirðis.“ *Morgunblaðið* 25. maí 1994, bls. 32.

í bók sinni *Frá handafli til hugvits* sem út kom 1993.⁷¹ Nauðsynlegt væri að efla fjármagnsmarkaðinn með því að breyta opinberum fyrirtækjum í hlutafélög og selja þau svo til almennings og fjárfesta. Þorkell benti á að í þessu sambandi væri þó einnig mikilvægt að kjölfestufjárfestar mynduðu festu og sögulega samfellu í stjórn fyrirtækja því að hætta væri á að hlutafé í stórum almenningshlutafélögum með dreifða eignaraðild breyttist í fé án hirðis og stjórnendur félaganna hættu að hafa hagsmuni hluthafa að leiðarljósi.

Margð ástæður voru fyrir því að menn töldu mikilvægt að efla hlutabréfamarkaðinn. Ein þeirra var að eiginfjárhlutfall margra íslenskra fyrirtækja var talið of lágt og að brýnt væri að auðvelda fyrirtækjum að afla aukins eiginfjár. Fram á miðjan níunda áratuginn voru raunvextir oft neikvæðir og fyrirtæki höfðu því ríkan hag af því að taka lán og skulda. Við þessar aðstæður var aðgangur að lánsfé ein mikilvægasta forsenda „árangurs í viðskiptum“ – því að þeir sem höfðu nægan aðgang að lánsfé sem rýrnaði að verðgildi gátu auðveldlega staðið í rekstri, hvort heldur reksturinn gekk vel eða illa. Í þessu kerfi störfuðu bankarnir sem mikilvægar skömmtnarstöðvar og léku lykilhlutverk í atvinnulífinu.⁷² Frægasta dæmið um rekstur sem rekinn var með miklu tapi en fjármagnaður var með lánsfé var Samband íslenskra samvinnufélaga en sömu sögu má segja um mörg sjávarútvegs- og iðnfyrirtæki.

Á því leikur lítill vafi að stóran hluta offjárfestingar níunda áratugarins mátti rekja til ríkisafskipta og stjórnvaldsákvarðana. Það er sömuleiðis ljóst að vöntun á fjármagnsmarkaði hafði komið í veg fyrir að fjármagn gæti leitað í arðbær verkefni enda er skilvirkur fjármagnsmarkaður ein grunnforsenda fyrir hagkvæmum fjárfestingum. Vextir réðust ekki af markaðsaðstæðum heldur voru pólitískt ákvarðaðir. Á tímum verðbólgu urðu vextir neikvæðir sem þýddi að það skilaði beinlínis hagnaði að taka lán til fjárfestinga. Þar sem stærstur hluti fjármagnskerfisins var á valdi ríkisins skipti greiður aðgangur að bankastjórum, í gegn um pólitísk tengsl, mun meira máli en skynsamlegar viðskiptaáætlanir. Fjárfestingarlánasjóðir ríkisins, sem endurlánuðu erlent lánsfé á niðurgreiddum vöxtum, ýttu einnig undir offjárfestingu.

Það hlaut því að þurfa að vera eitt af meginmarkmiðum stjórnvalda að skjóta stoðum undir þróaðan fjármagnsmarkað sem gat beint fjármagni og sparnaði landsmanna í arðsömustu verkefnið frekar en að láta ákvarðanir stýrast af annarlegum eða pólitískum sjónarmiðum. Virkur hlutabréfamarkaður var einn mikilvægasti hluti slíks markaðar. Í ársskýrslu Seðlabankans frá 1997 er dregin upp mynd af hlutverki fjármagnsmarkaða og hlutabréfamarkaðar í þróuðum kapítalískum hagkerfum:

„Öflugur og virkur fjármagnsmarkaður er mikilvægur hlekkur markaðshagkerfis. Tilurð og efling hlutafjármarkaðar hefur styrkt íslenskan fjármagnsmarkað. Virkur hlutabréfamarkaður hefur marga kosti fyrir hagkerfið. Hann getur t.d. auðveldað inn- og útgöngu úr atvinnugreinum, einkavæðingu, sameiningu og samruna fyrirtækja og stuðlað að áhuga og þátttöku almennings í atvinnulífinu. Hann hefur einnig jákvæð

⁷¹ Þorkell Sigurlaugsson: *Frá handafli til hugvits*. Framtíðarsýn, Reykjavík 1993.

⁷² „Breytingar á lánamarkaði“, *Morgunblaðið*, leiðari, 26. júní 1996, bls. 30.

áhrif á fyrirtæki, fjármagn rennur til arðbærra fyrirtækja sem eykur nýtingu fjármagns og markaðurinn stundar stöðugt eftirlit með arðsemi fyrirtækja á markaði.“⁷³

Þróun og efling fjármagnsmarkaðarins var því ein af forsendum þess að hægt væri að skjóta traustum stöðum undir íslenskt atvinnulíf. Á fyrri hluta aldarinnar og fyrst eftir stríð höfðu sjónir manna fyrst og fremst beinst að nauðsyn þess að skapa markaðnum formlega umgjörð, stofna íslenska kauphöll, en minna hugsað um mikilvægi viðskiptanna sjálfra. Á níunda og tíunda áratugnum lögðu stjórnvöld hins vegar áherslu á að örva viðskiptin og fjármálastofnanirnar, sérstaklega bankana, og koma þeim í hendur einkaaðila.

6.2 Draumar um alþjóðlega fjármálamiðstöð

Árið 1991, þegar rykið var ekki sest eftir hrun skýjaborga þeirra sem héldu að framtíðin lægi í laxeldi og loðdýrarækt, fékk forsætisráðuneytið endurskoðunarskrifstofuna KPMG til að kanna möguleika Íslands á því að koma á fót alþjóðlegri fjármálamiðstöð á Íslandi. Áður hafði Markaðs- og útbreiðslunefnd, sem skipuð var eftir fund Reagans og Gorbatsjovs til að kanna möguleika á markvissri markaðssetningu Íslands á alþjóðlegum vettvangi, komist að þeirri niðurstöðu að kanna ætti möguleika á að gera Ísland að alþjóðlegri fjármálamiðstöð.⁷⁴ Margir voru þó fullir efasemda um að sú hugmynd væri skynsamleg. Höfundur Morgunblaðsins fannst hugmyndin næsta fráleit:

„Þrátt fyrir bjartsýni Markaðsnefndarinnar verður að telja að hugmyndin um fjármálamiðstöð hér á landi sé býsna fjarlægur möguleiki. Hröð þróun fjármagnsmarkaðarins hér á landi undanfarin misseri og opnun hans gagnvart útlöndum ætti þó að efla mönnum trú á að hér sé á ferðinni hugmynd sem vert sé að gefa gaum. Enn sem komið er eru Íslendingar vanbúnir til að takast á við hinn alþjóðlega fjármálamarkað jafnvel í smáum stíl.“⁷⁵

Ráðgjafar KPMG skiluðu álitinu í desember 1992 en þeir töldu, líkt og dálkahöfundur *Morgunblaðsins*, að engar forsendur væru fyrir hendi til að koma á fót alþjóðlegri fjármálamiðstöð hér á landi.⁷⁶ Hugmyndin hvarf þó ekki alveg og skaut upp kollinum nokkrum sinnum á tíunda áratugnum og svo aftur með auknum þunga upp úr aldamótunum, meðal annars í skrifum Hannesar Hólmsteins Gissurarsonar. Hugmyndin komst aftur á borð stjórnvalda í kjölfar þess að Halldór Ásgrímsson forsætisráðherra lýsti því yfir á Viðskiptaþingi Verslunarráðs í febrúar 2005 að hann ætti sér þann „draum að Ísland yrði alþjóðleg fjármálamiðstöð.“⁷⁷

En þó að hið erlenda ráðgjafafyrirtæki hafi komist að þeirri niðurstöðu í upphafi tíunda áratugarins að hér skorti allar forsendur til þess að koma á fót alþjóðlegri fjármálamiðstöð var

⁷³ *Ársskýrsla* Seðlabanka Íslands, 1997. (Reykjavík 1998, bls. 63. Sjá vef Seðlabanka Íslands: <http://www.seðlabanki.is/uploads/files/arsk97-4.pdf>. 18. febrúar 2010.

⁷⁴ *Tíminn* 22. janúar 1991, bls. 8–9; *Morgunblaðið* 10. október 1991, bls. B10–B11; *Morgunblaðið* 22. ágúst 1991, bls. B12.

⁷⁵ „Torgið: Ísland sem alþjóðleg fjármálamiðstöð?“ *Morgunblaðið* 23. maí 1991, bls. B8; Sjá t.d. einnig lesendabréf í DV: Halldór Ólafsson: „Ruglið um Ísland sem fjármálamiðstöð.“ *DV* 24. janúar 1992, bls. 12.

⁷⁶ *Morgunblaðið* 12. desember 1992, bls. 38–39; *Morgunblaðið* 17. desember 1992, bls. B6–B7.

⁷⁷ *Morgunblaðið* 22. september 1994, bls. B12; *Morgunblaðið* 1. júní 2000, bls. C5; Hannes Hólmsteinn Gissurarson: „Ísland sem alþjóðleg fjármálamiðstöð.“ *Vísindagætt*, 11. tbl., 2002, bls. 2; *Morgunblaðið* 12. febrúar 2005, bls. 15; Halldór Ásgrímsson, ræða á Viðskiptaþingi Verslunarráðs Íslands, 8. febrúar 2005. Sjá vef forsætisráðuneytis: http://www.forsaetisraduneyti.is/radherra/Raedur_HA/nr/1707. 18. febrúar 2010.

öllum ljóst að það væri lífsnauðsynlegt íslensku atvinnulífi að róttækar breytingar yrðu á fjármálakerfi landsins og það fært til þess horfs sem þekktist í öðrum markaðshagkerfum. Þróunin næstu ár var enda hröð. Á innan við áratug varð hér til fjármagnsmarkaður að erlendri fyrirmynd og íslensku fjármálafyrirtækin hófu útrás með stofnun dótturfyrirtækja á erlendri grundu.

7. Þróun hlutabréfamarkaðar 1991–1994: Frá búðarborðsmarkaði til skipulagðs hlutabréfamarkaðar

Mikil deyfð var yfir hlutabréfamarkaðnum frá miðju ári 1992 og út árið. Flestir gerðu sér ljóst að markaðurinn var vanþroskaður og ógegnsær enda enginn einn staður þar sem kaup- og sölutilboð hlutabréfa mættust. Framtíðarlausn þessa var vitaskuld að öll almenningshlutafélög væru skráð á Verðbréfaþingi Íslands eða hjá sambærilegri stofnun.⁷⁸ Ljóst var að nokkur bið yrði á að af því yrði enda fylgdi skráningu kostnaður og kröfur um upplýsingagjöf sem íslensk fyrirtæki áttu ekki að venjast.⁷⁹ Fyrstu hlutabréfin voru skráð á Verðbréfaþing Íslands á árinu 1990. Ári síðar urðu fyrstu viðskipti með bréfin. Í byrjun voru aðeins tvö fyrirtæki skráð á Verðbréfaþingi og viðskipti eðlilega lítil. Hlutabréfamarkaðurinn styrktist síðan hægt og bítandi, bæði vegna fjölgunar fyrirtækja á Verðbréfaþingi Íslands og eins vegna þess að 1992 bættist Opni tilboðsmarkaðurinn (OTM) við sem sjálfstæð eining.

Í Enskilda-skýrslunni svokölluðu, sem ráðgjafafyrirtækið Enskilda Securities gerði að beiðni Seðlabanka Íslands og Iðnþróunarsjóðs og birt var í júlí 1991, var einnig bent á að skráning hlutabréfa á Verðbréfaþing Íslands væri forsenda þess að markaðurinn gæti þroskast eðlilega. Því myndi fylgja aukið upplýsingastreymi um viðskipti (utan þings sem innan) auk þess sem þingaðilar gætu skoðað viðskipti sem þar hefðu farið fram og verðmyndun yrði vonandi markvissari og betri. Aukið gegnsæi hlutabréfaviðskipta væri að auki forsenda þess að tiltrú almennings á hlutabréfaviðskiptum ykist.⁸⁰

Í Enskilda-skýrslunni var að auki lagt til að yfirtökuskylda yrði látin miðast við 33,33%. Edda Helgason sagði í viðtali við *Morgunblaðið* að þessi mörk væru síst of lág enda væri „þriðjungshlutfall of hátt við íslenskar aðstæður“. Mikilvægt væri að vernda hagsmuni lítilla hluthafa og tryggja að eðlileg verðmyndun væri á markaði og til þess yrði að koma í veg fyrir að stórir hluthafar geti í raun náð undirtökum í fyrirtækjum. Ekki var farið eftir þessari tillögu. Þó að það væri nokkrum sinnum rætt á næstu árum að rétt væri að yfirtökuskylda yrði miðuð við 33,33% var það fyrst 1998 með lögum um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða (lög nr. 34/1998) sem ákvæði um yfirtökuskyldu var tekið upp í lög og miðaðist hún þá við 50%. Árið 2003 (lög nr. 33/2003) var yfirtökuskylda loks lækkuð í 40%.⁸¹ Þessi háu mörk yfirtökuskyldu eru annað dæmi um alvarlegan galla á umgjörð markaðarins á mótunarárum hans

⁷⁸ „Reykjavíkurbréf.“ *Morgunblaðið* 16. febrúar 1992, bls. 20–21; „Torgið: Ófremdarástand á hlutabréfamarkaði.“ *Morgunblaðið* 26. mars 1992, bls. B8; *DV* 13. september 1991, bls. 4.

⁷⁹ „Torgið: Er rekstur hlutafélaga feimnismál?“ *Morgunblaðið* 19. ágúst 1993, bls. B8.

⁸⁰ Skýrsla 1991 um verðbréfamarkaðinn á Íslandi: Fyrri áfangi. *Enskilda Securities*, Iðnþróunarsjóður, Verslunarráð Íslands, Reykjavík 1991; Sjá umfjöllun um Enskilda skýrsluna: „Reykjavíkurbréf.“ *Morgunblaðið* 7. júlí 1991, bls. 20–21; Viðbrögð markaðsaðila við tillögum skýrslunnar: *Morgunblaðið* 6. júlí 1991, bls. 18–19; *Morgunblaðið* 4. júlí 1991, bls. B4.

⁸¹ *Morgunblaðið* 11. júlí 1991, bls. B4; Sjá t.d. „Reglur um yfirtökuskyldu.“ *Leiðari. Morgunblaðið* 15. desember 2002, bls. 32.

sem unnu gegn því að markaðurinn þróaðist með heilbrigðum hætti. Með því að miða mörk yfirtökuskyldu við 50% var ótvírætt unnið gegn dreifðri eignaraðild hlutafélaga sem gerði að verkum að færri og stærri hluthafar urðu í raun allsráðandi í öllum helstu fyrirtækjum.

Til þess að fjölga skráðum hlutafélögum endurskoðaði Verðbréfaþing Íslands reglur sínar um skráningu hlutabréfa og efndi til kynningarátaks meðal stærstu hlutafélaga landsins en gaf um leið tímabundinn afslátt á skráningargjaldi. Kynningarátak Verðbréfaþings bar árangur og á árinu bættust bréf tíu fyrirtækja á Verðbréfaþing Íslands. Hlutabréf Fjárfestingarfélagsins voru hins vegar tekin af skrá þannig að í lok ársins voru skráð félög tólf, þar af fjórir hlutabréfasjóðir. Félögin sem skráðu bréf sín á þingið voru Eimskip, Flugleiðir, Grandi, Marel, Skagstrendingur og Þormóður rammi. Árið eftir bættust svo við fimm félög, Íslandsbanki, Útgerðarfélag Akureyringa, Jarðboranir, Hampiðjan og Kaupfélag Eyfirðinga.

Þrátt fyrir deyfð á hlutabréfamarkaði árið 1992 buðu nokkur sjávarútvegsfyrirtæki út nýtt hlutafé. Þannig buðu bæði Grandi og Þormóður rammi út nýtt hlutafé í lok árs og fengu í kjölfarið skráningu á Verðbréfaþing. Lítið var hins vegar um hlutafjárútboð árið 1993. Hæst bar sölu ríkisins á SR-mjöli en kaupendurnir voru tuttugu og eitt útgerðarfélag og Sjóvá-Almennar auk þriggja fjárfestingarfélaga, Draupnissjóðsins, Eignarhaldsfélags Alþýðubankans og Þróunarfélags Íslands. Hér var á ferð langstærsta einkavæðing fram til þess tíma. Það var ekki fyrr en hlutur ríkisins í Járblendifélaginu var seldur árið 1998 að ríkið réðst í stærra einkavæðingarverkefni. Söluandvirðið var 725 milljón krónur en uppreiknað á verðlag ársins 2007 nam það nærri 1,2 milljörðum króna.⁸²

Salan á SR-mjöli var gagnrýnd. Bent var á að Haraldur Haraldsson, útgerðarmaður í Andra, hefði boðið 801 milljón króna í fyrirtækið en að tilboð hans hafi verið hunsað og gengið þess í stað til samninga við Benedikt Sveinsson og Jónas A. Aðalsteinsson. SR-mjöl var að lokum selt til kaupendahóps, sem þeir Benedikt og Jónas fóru fyrir, á 725 milljónir króna. Skýringin á því að gengið hafi verið fram hjá Haraldi Haraldssyni var sú að hann hefði ekki getað gert grein fyrir því hvernig kaupin yrðu fjármögnuð og því hefði verið ákveðið að semja við traustari aðila.⁸³

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar, sem birt var í apríl 1994, var þessi ákvörðun gagnrýnd og bent á að hvorki Haraldur Haraldsson né sá hópur er Benedikt Sveinsson og Jónas Aðalsteinsson fóru fyrir hefðu lagt fram gild tilboð.⁸⁴ Stjórnarandstæðingar hentu skýrslu Ríkisendurskoðunar á lofti enda sagði hún einnig að bréf SR-mjöls hafi verið seld undir réttu verði. Þrátt fyrir að Þorsteinn Pálsson, sjávarútvegsráðherra, hafi hafnað þessari gagnrýni og sagt skýrslu Ríkisendurskoðunar fulla af missögnum og rangfærslum varð umræðan um sölu SR-mjöls til þess að ýta undir grunsemdir um að einkavæðing ríkisfyrirtækja væri fyrst og fremst ætluð til þess að mylja undir vildarvini valdhafa. Í því sambandi var nýyrðið „einkavinavæðing“ mikið

⁸² *Einkavæðing 2003-2007*. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu júní 2007. Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, Reykjavík 2007, bls. 37. Sjá vef Forsætisráðuneytis: <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf>, pdf. 10. febrúar 2010.

⁸³ *Morgunblaðið* 31. desember 1993, bls. 17; *Morgunblaðið* 13. janúar 1994, bls. 14–16; *Morgunblaðið* 26. apríl 1994, bls. 30–31; Skýrsla um sölu ríkisins á SR-Mjöli hf., apríl 1994. *Ríkisendurskoðun*, Reykjavík 1994, bls. 39. Sjá vef Ríkisendurskoðunar, http://www.rikisend.is/files/skyrslur_1994/srmjol.pdf, 18. febrúar 2010.

⁸⁴ Skýrsla um sölu ríkisins á SR-Mjöli hf., apríl 1994. *Ríkisendurskoðun*, Reykjavík 1994, bls. 7–8.

notað en það hugtak virðist fyrst hafa birst í íslensku máli nokkrum mánuðum fyrir sölu SR-mjòls vorið 1993. Sú mikla gagnrýni, sem fram kom á ríkissjóð vegna þessarar sölu, sýndi þær pólitísku hættur sem fylgdu sölu á stórum ríkisfyrirtækjum í heilu lagi.⁸⁵ Ef sátt átti að haldast um einkavæðingu og hún að leiða til þess að traust almennings til hlutabréfamarkaðarins yxi fremur en minnkaði var því mikilvægt að stór ríkisfyrirtæki yrðu seld í dreifðri sölu í opnum útboðum. Þeirri leið var fylgt þar til í seinna útboði ríkisins á hlutabréfum FBA.

Þau hlutabréfaviðskipti sem þó vöktu mesta athygli á árinu 1993 voru verðhækkanir hlutabréfa Softís hf. Softís vann við þróun á tölvuforriti sem nefndist Louis en því var spáð að það væri aðeins tímaspursmál hvenær samningar næðust við bandarísk stórfyrirtæki um kaup á hugbúnaðinum. Í kjölfarið myndaðist mikill spenningur í kringum Softís og segja má að í bréfum félagsins hafi í fyrsta sinn komið fram raunveruleg merki blöðrumyndunar á íslenska hlutabréfamarkaðnum.⁸⁶ Þann 9. mars voru viðskipti með bréf Softís á genginu níu á gráa markaðnum en þremur dögum síðar var gengi bréfanna komið í 25 og þann 28. apríl var gengið komið í 32. Að vísu voru mjög lágar upphæðir að baki þessum viðskiptum en stöðugur fréttáflutningur af Softís og þessum verðhækkunum á hlutabréfum fyrirtækisins greip ímyndunarafl almennings og jók áhuga og forvitni á hlutabréfamarkaðnum. Softís, sem hafði ekki enn gert neina sölusamninga, hugðist nýta sér þessa athygli til þess að afla sér nýs starfsfjár. Softís tók því út heilsíðuauglýsingu í *Morgunblaðinu* 30. apríl 1993 til að auglýsa bréf félagsins þar sem því var lofað að félagið væri á „lokasprettinum að semja við ýmis erlend stórfyrirtæki“ og bauð almenningi að kaupa bréf í félaginu. Auglýsingin tók fram að gengi bréfanna hækkaði ört:

„Hlutabréfin í Softís hafa verið að hækka jafnt og þétt. Reikna má með því að fjárfesting í hlutabréfum Softís skili betri arði en gengur og gerist. Það er því einstakt tækifæri sem þér býðst núna. Athugið! Mjög takmarkað magn bréfa er til sölu.“

Í auglýsingunni var einnig sett fram eftirfarandi dæmi „um velgengni hluthafa“:

„Vitað er um mann sem seldi bifreið sína til að kaupa sér hlutabréf í félaginu og daginn eftir átti hann andvirði tveggja bifreiða.“⁸⁷

Væntanlegum kaupendum var beint til Kaupþings og auglýsingin bar öll merki þess að Kaupþing stæði að henni ásamt Softís. Kaupþing sendi auk þess frá sér yfirlýsingu þess efnis að félagið hefði á engan hátt komið nærri henni og Bjarni Ármannsson ráðlagði almenningi í viðtali við *Morgunblaðið* frá því að leggja mikla peninga í áhættufjárfestingar af þessum toga nema vera tilbúinn að tapa verulegum hluta fjárins eða öllu. Aðrir verðbréfasalar sem *Morgunblaðið* ræddi við töldu mjög óvarlegt að hvetja fólk til að selja aðrar eignir eða taka lán til áhættufjárfestinga.⁸⁸ Auglýsingin birtist ekki nema í þetta eina skipti enda efni hennar engan veginn í samræmi við

⁸⁵ *Vikublaðið* 29. apríl 1994, bls. 16. Sjá einnig dálk Dagfara í DV, „Með SR mjöl í pokahorninu.“ DV 28. apríl 2004, bls. 4; og leiðara Jónasar Kristjánssonar: „Eignir þínar gefnar.“ DV 4. janúar 1994, bls. 14; Gunnlaugur Þórðarson: „Upptaka á almannafé.“ *Morgunblaðið* 3. febrúar 1994, bls. 33.

⁸⁶ Sjá spádóma stjórnenda félagsins um ævintýralegar tekjur og framtíðarhorfur: DV 8. maí 1992, bls. 5 og *Morgunblaðið* 7. maí 1992, bls. 52. Samtök hugbúnaðarfyrirtækja gagnrýndu stjórnendur félagsins fyrir „ótímabærar og óþarfar yfirlýsingar“ sem gætu hæglega skaðað hugbúnaðariðnaðinn reyndist ekki innstæða fyrir þeim. Sjá *Morgunblaðið* 14. júní 1992, bls. 2.

⁸⁷ *Morgunblaðið* 30. apríl 1993, bls. 3.

⁸⁸ *Morgunblaðið* 6. maí 1993, bls. B4–B5.

góða viðskiptahætti. Gylfi Magnússon talar í grein sinni um Íslenska fjölmiðla og netbóluna um að texti auglýsingarinnar minni „helst á svokölluð Nígíriubréf“.⁸⁹

Þá neyddist félagið til að draga til baka stærstan hluta bréfanna enda kváðu reglur á um að útboð af þessari stærð í félagi með jafn marga hluthafa og Softís þyrfti að vera formlegt – og þá þyrfti Softís að leggja fram reikninga og útboðsgögn.⁹⁰ Um sumarið tóku svo að berast fréttir af því að samningar við erlendu stórfyrirtækin væru æ ólíklegri og að erlend tölvufyrirtæki væru með hugbúnað í þróun sem gerði flest það sem Louis átti að gera og væru auk þess komin lengra í þróunarferlinu. Áhugi á bréfum Softís hvarf þá sem dögg fyrir sólu.⁹¹ Engin viðskipti áttu sér stað fyrr en í októberlok og þá á genginu 6,5. Um haustið efndi Softís hins vegar til hlutafjárútboðs þar sem hluthöfum var boðið að kaupa bréf að nafnvirði sex milljónir á genginu sex. Innan við þriðjungur bréfanna seldist. Í maí árið eftir var gengið komið í þrjá.⁹² Það var ekki fyrr en í lok áratugarins sem viðlíka atburðir endurtóku sig en segja má að saga Softís hafi verið endurtekin bæði í tilfalli DeCode og Oz.

Langflest félög sem viðskipti voru með voru óskráð en til að gera markað með bréf þeirra gegnsærri var Opna tilboðsmarkaðnum komið á í maí 1992. Verðbréfaþing tók að sér að reka OTM í viðskiptakerfi sínu en skráningu hlutabréfa á OTM fylgdu engar kvaðir um upplýsingagjöf. Opni tilboðsmarkaðurinn var byggður á viðskiptakerfi sem Kaupþing hafði sett á laggirnar í nóvember 1991. Í því gátu viðskiptavinir Kaupþings, með milligöngu félagsins, lagt inn kaup og sölutilboð í hlutabréf. Lágmarksupphæð viðskipta var 300 þúsund krónur.⁹³

Með stofnun OTM færðist íslenskur hlutabréfamarkaður því frá því að vera alfarið „over the counter“ eða „búðarborðs“-markaður yfir í að vera fyrst og fremst „curb“ markaður, þ.e. skipulagður markaður með óskráð hlutabréf. Eftir því sem fleiri fyrirtæki skráðu sig á Verðbréfaþing dró úr mikilvægi þessa óskráða markaðar og í júní 1998 hætti Verðbréfaþing Íslands að birta upplýsingar um viðskipti og verðtilboð á OTM. OTM var starfræktur áfram í viðskiptakerfi Verðbréfaþings fyrir viðskipti þingaðila með óskráð hlutabréf um nokkurt skeið. Tómas Örn Kristinsson, sem starfaði hjá Verðbréfaþingi frá 1992 til 1996, meðal annars sem fyrsti framkvæmdastjóri þess, mat hlutverk Opna tilboðsmarkaðarins þannig í *Vísbandingu* árið 1998:

„Opni tilboðsmarkaðurinn hafði ákveðið uppeldislegt gildi fyrir aðila á markaðinum. Fyrirtækin sem þar voru á lista vöndust opinberri umfjöllun um viðskipti með hlutabréfin og nutu einnig nokkurs sýnileika þótt minna væri gert með þau en fyrirtæki sem skráð voru á Verðbréfaþingi Íslands.“⁹⁴

Skipulagt markaðskerfi á borð við OTM hefur mikilvæga kosti fram yfir gráan markað, þann helstan að verðmyndun er gegnsæ og allir fjárfestar geta séð þau kaup og sölutilboð sem

⁸⁹ Gylfi Magnússon: „Íslenskir fjölmiðlar og netbólun.“ Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, R08:01, 2008, bls. 19. Sjá vef Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands: <http://www.ioes.hi.is/publications/rseries/R0801.pdf>. 18. febrúar 2010.

⁹⁰ *Morgunblaðið* 6. maí 1993, bls. 2; *Morgunblaðið* 7. maí 1993, bls. 2.

⁹¹ *Morgunblaðið* 25. nóvember 1993, bls. 4.

⁹² *Morgunblaðið* 2. september 1993, bls. B2; *Eintak* 19. maí 1994, bls. 6; *Helgarpósturinn* 6. október 1994, bls. 15.

⁹³ *Kaupþing fréttabréf* 1. tbl. 1992, bls. 2; *Morgunblaðið* 14. nóvember 1991, bls. B2; *Morgunblaðið* 23. apríl 1992, bls. D2; *Morgunblaðið* 12. maí 1992, bls. 2; „Torgið: Öfrendarástand á hlutabréfamarkaði.“ *Morgunblaðið* 26. mars 1992, bls. B 20. Í DV var því slegið upp að tilkoma Opna tilboðsmarkaðarins myndi auka möguleika á spákaupmennsku, DV 13. maí 1992, bls. 6.

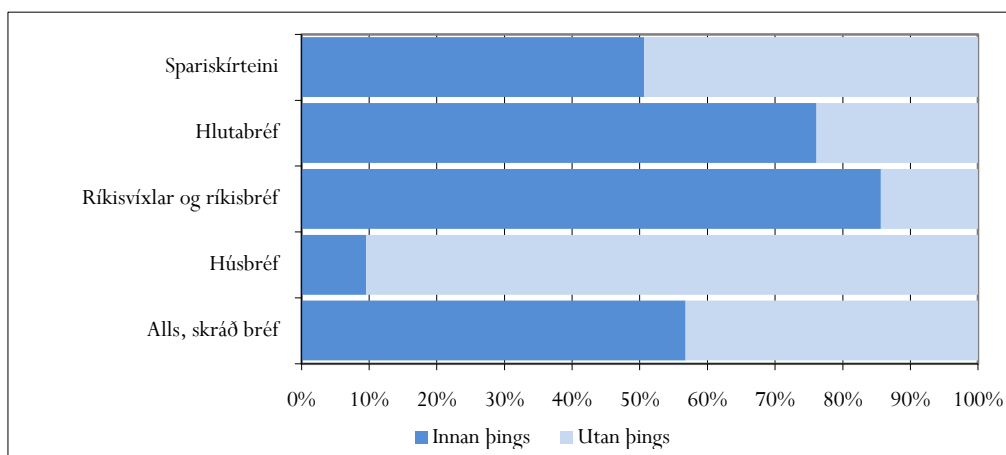
⁹⁴ Tómas Örn Kristinsson: „Hlutafjármarkaður dafnar.“ *Vísbanding*, 36. tbl. 1998, bls. 1–2.

eru í gildi hverju sinni. Það er því erfiðara að stunda ýmiskonar markaðsmisnotkun á skipulegum „curb-markaði“ eins og OTM.

Nokkru áður en OTM var hleypt af stokkunum hafði Verðbréfaþing Íslands stórukið bæði upplýsingamiðlun og söfnun upplýsinga um viðskipti með verðbréf og hlutabréf innan sem utan þings. Í ljósi þess að stór hluti viðskipta með skráð bréf fór fram utan þings voru þessar upplýsingar nauðsynlegar til þess að gera markaðinn sýnilegan. Nýjar reglur tóku gildi 1. mars 1992. Um leið tóku verðbréfafyrirtækin sig saman um að tilkynna öll viðskipti með hlutabréf jafnóðum og þau áttu sér stað en stærstur hlut hlutabréfaviðskipta átti sér stað utan þingsins. Í greiningu Kaupþings á hlutabréfamarkaðnum í júlí 1992 kom fram að velta með skráð hlutabréf utan þings var 4,5-föld velta þeirra á þinginu.⁹⁵

Hlutabréfaviðskipti með skráð bréf virðast hafa færst inn á Verðbréfaþing árið eftir, því að samkvæmt tölum Verðbréfaþings var 76,1% þeirra innan þingsins á árinu 1993 en hafði aftur fallið í 59,5% árið eftir. Að jafnaði fór ríflega helmingur allra verðbréfaviðskipta með skráð bréf fram á þinginu.

Mynd 4: Viðskipti með skráð bréf árið 1993



Heimild: Ársskýrsla Verðbréfaþings Íslands 1993

Jafnframt var unnið að uppbótum á viðskiptakerfi þingsins sem annaði illa miklu álagi, sérstaklega í desemberösinni. Verðbréfaþing tók einnig að stöðva viðskipti með skráð bréf á meðan upplýsingum frá útgefendum var dreift til allra þingaðila. Í fyrstu voru tilkynningar sendar út á faxi en eftir endurbætur á tölvukerfi þingsins 1996 var farið að senda slíkar tilkynningar út í viðskiptakerfinu sjálfu.⁹⁶

Auk tæknilegra vankanta vantaði mikið upp á að löggjöf um fjármálamarkaðinn væri fullnægjandi. Þannig giltu t.d. engin lög um eftirlit með lífeyrissjóðum, greiðslukortafyrirtækjum og fjárfestingarsjóðum. Við inngönguna í EES var löggjöf um banka og

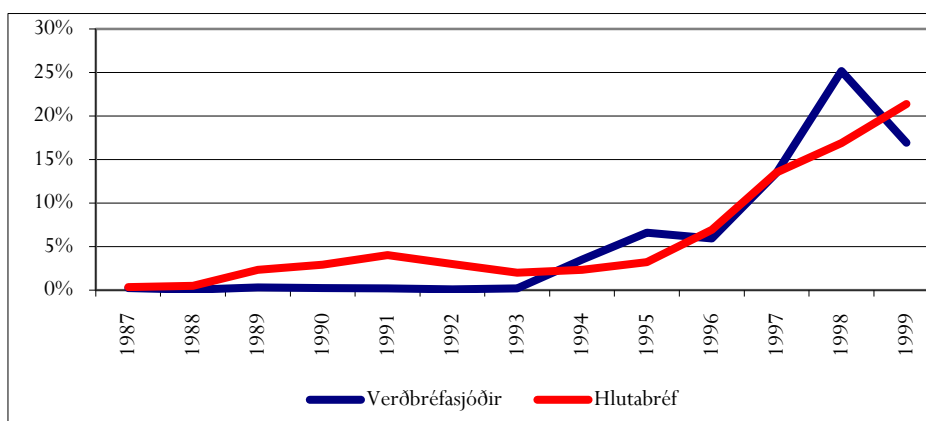
⁹⁵ Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1992*. Reykjavík 1993, bls. 53; *Ársskýrsla Verðbréfaþings 1992*. Reykjavík 1993, bls. 3, 6–8, 14; *Ársskýrsla Verðbréfaþings 1993*. Reykjavík 1993, bls. 8; *Ársskýrsla Verðbréfaþings 1993*. Reykjavík 1993, bls. 14; Óttar Guðjónsson: „Um stærð hlutabréfamarkaðarins.“ *Vísinding* 43. tbl. 1992, bls. 4.

⁹⁶ „Verðbréfaþing dafnar vel.“ Torgið. *Morgunblaðið* 2. mars 1995, bls. C8; Sigurður Pétur Snorrason: „Viðskiptakerfi Verðbréfaþings Íslands.“ *Vísinding* 39. tbl. 1997, bls. 2–3; *Verðbréfaþing Íslands. Ársskýrsla 1994*. Reykjavík 1995, bls. 4–5; *Verðbréfaþing Íslands. Ársskýrsla 1997*. Reykjavík 1998, bls. 8.

fjármálafyrirtæki loks endurskoðuð. Í ársbyrjun 1994 tóku gildi lög um lánastofnanir aðrar en banka og sparisjóði en fjárfestingarlánasjóðirnir féllu undir þau lög. Fram til þess hafði engin samræmd löggjöf gilt um þá og þeir lutu ekki sérstöku eftirliti. Samkvæmt nýju lögunum (lög nr. 123/1993) heyrðu þeir undir bankaeftirlit. Um leið tóku gildi lög um verðbréfavíðskipti (nr. 9/1993), verðbréfasjóði (nr. 10/1993) og Verðbréfaþing Íslands (nr. 11/1993). Þá voru settar reglur um almenn útboð verðbréfa (reglugerð nr. 505/1993). Með þessum lagabreytingum var sjálfstæði Verðbréfaþings aukið og því falið aukið hlutverk við eftirlit með verðbréfamarkaðnum og með lögum um verðbréfasjóði. Lögin kváðu á um þeir mættu ekki fjárfesta meira en 10% af eignum sínum í óskráðum verðbréfum. Því var verðbréfavíðskiptum í auknum mæli beint inn á skipulegan markað. Eins og fjallað var um hér að ofan höfðu verðbréfasjóðir oft keypt mikið af óskráðum og óstöðluðum verðbréfum.⁹⁷

Þegar hlutabréfamarkaðurinn tók aftur við sér vorið 1994 eftir langvarandi lægð var umgjörð hans því orðin allt önnur og betri en áður. Eftir að verðhækkanir níunda áratugarins stöðvuðust haustið 1991 (verð hlutabréfa hafði þá hækkað um 700% frá árinu 1987) lækkaði hlutabréfaverð nokkurn veginn linnulaust fram á vor 1993 þegar verðlækkunin stöðvaðist en nokkur deyfð var á markaðnum út árið. Árið 1994 tók verðbréfamarkaðurinn við sér. Verðbréfasjóðir tóku að vaxa að nýju eftir nokkurra ára samdrátt og verð hlutabréfa byrjaði að stíga.⁹⁸ Árið 1994 hækkaði hlutabréfaverð um 24% og árið eftir nam hækkunin 36%. Ástæða hækkunarinnar var bæði sú að eftir langvarandi efnahagskreppu í upphafi áratugarins voru íslensk fyrirtæki farin að skila betri afkomu en ekki síður að almenningur hafði fengið meiri áhuga á hlutabréfavíðskiptum. Um leið urðu þessar miklu verðhækkanir til þess að glæða áhuga sparifjäreigenda á markaðnum. Hér var því um ákveðna víxlverkun að ræða.

Mynd 5: Hlutfall ráðstöfunarfjár lífeyrissjóða varið til kaupa á hlutabréfum fyrirtækja og hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða 1987-1999



Heimild: Þjóðhagsstofnun

⁹⁷ Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, apríl 1994, bls. 3; Seðlabanki Íslands, *Ársskýrsla 1993*. Reykjavík 1995, bls. 48–49, 73–76; Sjá einnig viðauka I og II við skýrslu nefndar um endurskoðun á opinberu eftirliti með fjármálastofnunum, janúar 1998, Alþingistíðindi 1997–98 A (122. löggjafarþing), bls. 3994–4008. Sjá vef Alþingis: <http://www.althingi.is/altext/122/s/0951.html>. 10. febrúar 2010.

⁹⁸ Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, apríl 1994, bls. 1–4; Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, ágúst 1994, bls. 1–3; Sigurður Jóhannesson: „Hlutabréfaverð þokast upp á við.“ *Vísindagætt* 28. tbl. 1994, bls. 1–2.

Það skipti þó ekki síður máli að um þessar mundir voru lífeyrissjóðirnir að auka hlutabréfaeign sína. Eignir sjóðanna í hlutabréfum hafði verið sáralítill – árið 1990 var að meðaltali aðeins 1,2% af heildareignum þeirra í hlutabréfum og margir sjóðir höfðu ekki heimildir til að kaupa í hlutabréfum. Þessum hindrunum var nú rutt úr vegi. Jafnvel mjög lítill aukning í hlutabréfaeign þeirra jók því eftirspurn á markaði mikið enda var framboð áfram tiltölulega lítið.⁹⁹

7.1 Þróun skuldabréfamarkaðar: tilkoma markaðar fyrir fyrirtækjaskuldabréf

Þó að hlutabréfamarkaðurinn og vöxtur hans hafi fengið mikla athygli almennings og hlutafélögum, sem voru skráð á Verðbréfaþing Íslands, hafi fjölgað voru hlutabréf þó mjög lítil hluti verðbréfamarkaðarins. Mikilvægasti atburðurinn í þróun verðbréfamarkaðarins árið 1992 var ótvírætt tilkoma peningamarkaðar og markaðsmyndunar skammtímavaxta. Undir lok ársins hætti ríkissjóður yfirdrætti á hlaupareikningum sínum í Seðlabankanum en tók þess í stað að gefa út staðlaða ríkisvixla með útboðsfyrirkomulagi. Peningamarkaður var nauðsynlegur eftir að millibankamarkaður með gjaldeyri hóf starfsemi sína í maí 1993. Gengi krónunnar ákvarðaðist á þessum markaði en Seðlabankinn þurfti að geta haft áhrif á markaðinn með skammtímavöxtum. Með þessu varð umgjörð peningastefnu Íslendinga áþekk því sem gerðist í öðrum löndum.¹⁰⁰

Ríkisvixlar voru skráðir á verðbréfaþingi og mynduðu fljótt nýja stoð undir þingið. Árið 1993 tíffölduðust viðskipti á þinginu frá árinu áður og þótt viðskipti með öll verðbréf hefðu aukist munaði mestu um tilkomu viðskipta með ríkisvixla.¹⁰¹ Aðrir opinberir aðilar, eins og Húsnaðisstofnun, höfðu áður farið beint til lífeyrissjóðanna en þeir fóru nú einnig meira en áður með fjáröflun sína á markað. Reykjavíkurborg, Landsvirkjun og Húsnaðisstofnun efndu þannig til opinna skuldabréfaútboða. Með þessu gátu myndast raunverulegir markaðsvextir, þ.e. markaðsverð á fjármagni og virkur fjármagnsmarkaður varð til.¹⁰²

Fyrirtæki gerðu tilraunir með útboð skuldabréfa á árunum 1986–1988 en útkoma þeirra var mjög misjöfn.¹⁰³ Árið 1994 tóku fyrirtæki að bjóða út skuldabréf sem voru skráð á Verðbréfaþingi. Ástæða þess að fyrirtæki, lánasjóðir og sveitarfélög tóku að bjóða út skuldabréf var fyrst og fremst vaxtalækkun haustið 1993 en við hana myndaðist eftirspurn frá lífeyrissjóðum og verðbréfasjóðum sem höfðu til þessa keypt mikið af ríkisskuldabréfum. Á sama tíma var lausafjárstaða bankanna góð og því lítið framboð á bankabréfum. Eftirspurn í skuldabréfaútboðum fyrirtækja var mikil en árið 1994 seldu alls 18 fyrirtæki skuldabréf fyrir samanlagt 2,9 milljarða króna. Á sama tíma drógust útlán banka til fyrirtækja saman um 6,4

⁹⁹ *Morgunblaðið* 29. október 1991, bls. 28–29; *Morgunblaðið* 3. desember 1992, bls. C2; „Torgið: Lífeyrissjóðir hvattir til hlutabréfakaupa“, *Morgunblaðið* 26. nóvember 1992, bls. C12; Sverrir Geirmundsson: „Allir vinna að lausn á vanda lífeyrissjóðanna nema ríkið.“ *Vísindagangur* 42. tbl. 1993, bls. 1–3; Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, nóvember 1994, bls. 4.

¹⁰⁰ Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, júlí 1992, bls. 2–4; Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1992*. Reykjavík 1993, bls. 23–26, 34; Sjá einnig Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1993*. Reykjavík 1994, bls. 47; Verðbréfaþing Íslands. *Ársskýrsla 1993*. Reykjavík 1994, bls. 4–6.

¹⁰¹ Tómas Örn Kristinnsson: „Breytingar á Verðbréfaþingi á árinu 1993.“ *Vísindagangur* 10. tbl. 1994, bls. 3.

¹⁰² Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, febrúar 1994, bls. 2–4.

¹⁰³ Fyrsta almenna skuldabréfaútboð fyrirtækis á innlendum markaði á eftirstríðsárunum var skuldabréfaútboð SÍS sem Kaupþing annaðist í janúar 1985. *Morgunblaðið* 31. janúar 1985, bls. B8.

milljarða. Skuldabréfaútgáfa fyrirtækja á innlendum fjármagnsmarkaði var í flestum tilvikum til að endurfjármagna eldri og óhagstæðari lán. Tilkoma skuldabréfamarkaðar gerði fyrirtækjum kleift að fá hagstæðari vexti á markaði en hjá bönkunum sem þýddi um leið blóðtöku fyrir bankana og fjárfestingarlánasjóði sem þurftu nú að keppa við verðbréfamarkaðinn um stærstu og traustustu viðskiptavinina.¹⁰⁴

Skuldabréfamarkaðurinn var þó áfram mjög ógegnsær. Bent var á að enginn mælikvarði væri til á láns hæfi fyrirtækja til að meta gæði skuldabréfa.¹⁰⁵ Þá var gagnrýnt að lífeyrissjóðirnir keyptu skuldabréf fyrirtækja í lokuðum útboðum. Lífeyrissjóðirnir gætu krafist þess af öllum skuldabréfaútgefendum að þeir seldu bréf sín í opnum útboðum og skráðu þau á markaði. Með því myndu fyrirtæki verða að veita meiri upplýsingar og gegnsæi markaðarins ykist.¹⁰⁶

7.2 Eignaleigur

Tilkoma markaðar fyrir skuldabréf fyrirtækja þýddi að lántaka fyrirtækja fluttist frá hefðbundnum lánastofnunum til verðbréfamarkaðarins. Vöxtur markaðar fyrir fyrirtækjaskuldabréf var þó aðeins eitt dæmið um minnkandi mikilvægi hefðbundinnar lánastarfsemi bankanna á þessum árum. Vaxandi hlutverk eignaleiga var annað dæmi um minnkandi vægi hefðbundinnar bankastarfsemi á fyrri hluta tíunda áratugarins. Breytingar á vaxtalögum á níunda áratugnum urðu til þess að eignaleigur komu fram á sjónarsviðið en árið 1990 voru starfandi fjórar slíkar: Glitnir, Féfang, Lýsing og Lind. Glitnir og Féfang voru stærstar.¹⁰⁷

Fjárfestingarfélagið var fyrsta fjármálafyrirtækið til að bjóða upp á fjármögnunarleigu en félagið bauð upp á slíka þjónustu allt frá stofnun 1972. Viðskipti voru þó mjög lítil, meðal annars sökum verðbólgu. Breytingar á lögum og reglum árin 1985 og 1986 hleyptu lífi í þessa starfsemi. Mikilvægustu skrefin voru tekin árið 1986 en þá voru gerðar breytingar á innheimtu söluskatts og eignaleigum heimilað að taka erlend lán á eigin ábyrgð. Árið 1985 hóf Glitnir hf. starfsemi en félagið var stofnað, m.a. af Iðnaðarbankanum, norska fjármálafyrirtækinu Nevi og Sleipner sem var að mestu í eigu Nevi. Edda Helgason var einn stjórnenda Nevi og átti einnig hlut í félaginu.¹⁰⁸ Nevi og Sleipner seldu hlut sinn í Glitni til Iðnaðarbankans 1989 en með sameiningu Iðnaðarbanka, Verslunarbanka og Alþýðubanka 1990 varð Glitnir dótturfélag Íslandsbanka. Rekstur Glitnis gekk vel og var fyrirtækið lengst af með mesta markaðshlutdeild eignaleigufyrirtækjanna. Íslandsbanki starfrækti Glitni sem dótturfélag sitt allt þar til í mars 2006 en þá sameinuðust bankinn og dótturfyrirtæki hans erlendis undir nafni Glitnis.

¹⁰⁴ *Morgunblaðið* 20. október 1994, bls. B4; „Torgið: Fjármagnsöflun á nýjum slóðum.“ *Morgunblaðið* 2. júní 1994, bls. B8; Sverrir Geirmundsson: „Mikil gróska á skuldabréfamarkaði.“ *Vísindagætt* 34. tbl. 1994, bls. 1–2; Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla* 1994, Reykjavík 1995, bls. 51. Seðlabanki Íslands, *Hagtölur mánaðarins*, nóvember 1993, bls. 1–4.

¹⁰⁵ Davíð Björnsson: „Lánshæfismat skuldabréfa og fjárfestingar fagfjárfesta.“ *Morgunblaðið* 27. apríl 1995, bls. B9; „Torgið: Fjármagnsöflun á nýjum slóðum.“ *Morgunblaðið* 2. júní 1994, bls. B8.

¹⁰⁶ Yngvi Örn Kristinnsson: „Öfugþróun á fjármagnsmarkaði.“ *Vísindagætt* 26. tbl. 1995, bls. 3–4.

¹⁰⁷ Sigurður Jóhannesson: „Eignaleiga dregst saman.“ *Vísindagætt* 31. tbl. bls. 1–2; Markaðshlutdeild breyttist nokkuð á næstu árum þar sem Lind jók umtalsvert við hlutdeild sína. Jón G. Hauksson: „Eignaleigurnar: Um 8,5 milljarðar vegna leigusamninga.“ *Frjáls Verslun* 6. tbl. 1992, bls. 50.

¹⁰⁸ Um upphaf eignaleigustarfsemi á Íslandi, sjá Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla* 1987. Reykjavík 1988, bls. 62–63; *Morgunblaðið* 22. janúar 1987, bls. B6–B7. *Morgunblaðið* 13. mars 1986, bls. B1; *Pressan* 29 nóvember 1990, bls. 12.

Í júlí 1986 stofnuðu Samvinnusjóðurinn, sem hafði boðið upp á kaupleigusamninga frá árinu áður, auk Samvinnubankans og franska bankans Banque Indosuez, fjármögnunarfyrirtækið Lind. Samvinnubankinn og Samvinnusjóðurinn áttu 30% hvor en franskur bankinn 40%.¹⁰⁹ Rekstur Lindar gekk alla tíð mjög illa, stórtap var á rekstrinum en svo virðist sem aðhald í útlánum hafi verið lítið sem ekkert. Vandræði fyrirtækisins voru rakin allt aftur til níunda áratugarins en þegar Landsbankinn tók yfir Samvinnubankann og eignaðist þar með hlut hans í Lind var staða eignaleigunnar mjög slæm, hún skilaði miklu tapi og eiginfjárhlutfall hennar var undir settum mörkum. Eigi að síður keypti Landsbankinn einnig hlut franska bankans og var þar með kominn með 70% hlut í félaginu. Árið 1993 eignaðist Landsbankinn hlut Samvinnusjóðsins í Lind og átti þá fyrirtækið að fullu.¹¹⁰

Árið 1995 var Lind felld að fullu inn í Landsbankann sem hætti með því að birta reikninga eignaleigunnar. Samkeppnisaðilar Lindar, sérstaklega Glitnir, gagnrýndu Landsbankann harðlega fyrir að fela það sem þeir töldu vera risavaxinn taprekstur Lindar sem væri stöðugt sópað undir teppið og reikningurinn sendur til skattgreiðenda.¹¹¹ Óreiða í rekstri félagsins leiddi til hneykslismáls, „Lindarmálsins“, sem upphófst 1996, en í fjölmiðlum var staðhæft að hér væri á ferð „stærsta fjármálahneyksli Íslandssögunnar“ en því var meðal annars haldið fram að lánveitingar Lindar hefðu verið ákveðnar út frá pólitískum frekar en viðskiptalegum sjónarmiðum.¹¹² Árið 1998 tók ríkissaksóknari málefni Lindar til athugunar en málið var látið niður falla eftir rannsókn.¹¹³

Þriðja eignaleigufyrirtækið, Lýsing hf., var stofnað árið 1986. Félagið var í eigu Búnaðarbankans, Landsbankans, Brunabótafélagsins og Sjóvátryggingafélagsins. Bankarnir áttu 40% hvor en tryggingafélögin 10% hvort um sig. Eftir að Sjóvátryggingafélagið sameinaðist Almennum tryggingum 1989 voru Sjóvá-Almennar hluthafi í Lýsingu og sömuleiðis tók VÍS við hluta Brunabótafélagsins eftir að það félag var leyst upp og sameinað Samvinnutryggingum sama ár. Í september 2001 keypti Búnaðarbankinn aðra hluthafa Lýsingar út. Árið 2005 seldi KB Banki Lýsingu svo aftur að fullu til VÍS.

Féfang hf. var stofnað í lok árs 1986 af Fjárfestingarfélaginu sem hafði verið brautryðjandi í gerð kaupleigusamninga hér á landi en félagið hafði boðið upp á þá allt frá árinu 1972. Fjárfestingarfélagið átti meirihluta í Fefangi, eða 67% en Lífeyrissjóður verslunarmanna, Tryggingarmiðstöðin og Verslunarbancinn áttu um tíu prósent hver auk Sparisjóðs vélstjóra sem átti um eitt prósent. Þegar Skandia keypti Verðbréfamarkað Fjárfestingarfélagsins 1994 var

¹⁰⁹ Morgunblaðið 23. júlí 1986, bls. 5; *Tíminn* 20. nóvember 1987, bls. 6.

¹¹⁰ Morgunblaðið 20. desember 1990, bls. B2; Morgunblaðið 21. apríl 1994, bls. B4; Morgunblaðið 7. janúar 1993, bls. B2.

¹¹¹ Sjá t.d. Morgunblaðið 16. mars 1995, B2.

¹¹² DV 2. júlí 1999, bls. 6; Ríkisendurskoðun tók málefni Lindar til athugunar en skýrslan birtist í Morgunblaðinu 27. maí 1998, bls. 12–13. Blaðið fylgdi þessu máli eftir og í maí og júní 1998 var fjallað ítarlega um ásakanirnar og hlut stjórnmalamanna og stjórnenda Lindar og Landsbankans. Sjá Morgunblaðið 27. maí, 12–13; 28. maí, bls. 12–13; 29. maí, bls. 10–16; 30. maí, bls. 10 og 6. júní bls. 12. Skömmu seinna var annað mál tengt Landsbankanum komið í hámaeli, „laxveiðimálið“ svokallaða. Sjá Morgunblaðið 12. júní 1998, bls. 10–12. Sú mikla umfjöllun sem þessi hneykslismál fengu varð til þess að auka stuðning við einkavæðingu bankanna.

¹¹³ Morgunblaðið 10. júní 1998, bls. 2; Morgunblaðið 30. júní 1999, bls. 6.

Féfang selt til Íslandsbanka og í febrúar 1995 voru Glitnir og Féfang sameinuð undir nafni Glitnis.¹¹⁴

Eftir að Féfang hafði verið sameinað Glitni og Lind hafði runnið inn í Landsbankann 1995 voru aðeins tvær eignaleigur starfandi á markaðnum. Á sama tíma voru hins vegar markaðstækifæri fyrir fyrirtæki í eignaleigu, sérstaklega í bílalanum til einstaklinga sem voru að ryðja sér til rúms um þessar mundir. Fram til þessa höfðu eignaleigur fyrst og fremst fjármagnað atvinnutæki, en á seinni hluta tíunda áratugarins urðu bílalan ein meginstoð starfsemi þeirra.

Féfang hafði riðið á vaðið 1987 og í september 1991 byrjaði Glitnir að bjóða upp á staðgreiðslulán við bílakaup. Lántökukostnaður í bílalanum var þó hár og eftirspurnin var ekki mikil.¹¹⁵ Bílaumboðin og tryggingarfélögin voru fyrirferðarmest á þessum markaði og höfðu verið um langt skeið, sérstaklega Sjóvá-Almennar og Tryggingamiðstöðin. Um miðjan tíunda áratuginn jókst framboð bílálana um leið og vextir á þeim lækkuðu og fleiri fyrirtæki tóku að ryðja sér til rúms á þessum markaði. VÍS kom inn á bílalanamarkaðinn og Samvinnusjóðurinn tók að bjóða einstaklingum upp á bílalan árið 1995.

Í febrúar 1995 stofnuðu Sparisjóðirnir nýja eignaleigu, SP-Fjármögnun sem einnig bauð upp á bílalan. Sparisjóðirnir höfðu þá um nokkurt skeið reynt að komast inn á eignaleigumarkaðinn með kaupum á Féfangi en ekkert orðið ágengt.¹¹⁶ Í október 2002 keypti Landsbankinn 55% hlut SPRON og Sparisjóðabankans í SP-fjármögnun, en eftir að bankinn seldi Búnaðarbankanum Lýsingu árið áður hafði Landsbankinn ekki haft neitt eignaleigufyrirtæki á sínum snærum. Um leið lýsti bankinn sig reiðubúinn til að eiga áfram samstarf við Sparisjóðina um rekstur SP-Fjármögnunar. Skömmu seinna seldi Landsbankinn 5% til Sparisjóðs vélstjóra og átti eftir það 51% í félaginu á móti 49% sem voru í eigu sparisjóðanna.

Aukið framboð bílálana jók möguleika einstaklinga til lántöku. Í almennri umræðu voru eignaleigufyrirtækin gagnrýnd fyrir að bílálanaauglýsingar þeirra væru villandi, gæfu engar upplýsingar um vexti eða heildarkostnað og hvettu almenning því til óhóflegrar skuldsetningar.¹¹⁷ Á hinn bóginn voru bílalan eignaleigufyrirtækja og tryggingarféлага mikil framför frá því sem áður var, þegar einstaklingar þurftu að leita til banka um fyrirgreiðslu þar sem afgreiðsla lána hafði oft verið ógegnsæ og handahófskennd. Eignaleigurnar og tryggingafélögin stöðluðu hins vegar lántökusamninga.

Tilkoma eignarleigufyrirtækjanna á níunda áratugnum var því mikilvæg í tvennu sjónarmiði. Í fyrsta lagi þýddi tilkoma þeirra að aðgengi bæði almennings og fyrirtækja að fjármagni jókst til muna. Mestu munaði um fjármögnun atvinnutækja og vinnuvéla en eignaleigurnar byrjuðu árið 1990 einnig að kaupa atvinnuhúsnaði til útleigu. Lýsing var umsvifamikil á þeim markaði. Í öðru lagi voru skuldabréf þeirra mjög mikilvæg á verðbréfamarkaði í upphafi tíunda áratugarins enda voru í upphafi áratugarins fá önnur stöðluð

¹¹⁴ *Morgunblaðið* 11. febrúar 1995, bls. 18.

¹¹⁵ *Morgunblaðið* 30. október 1992, bls. 52.

¹¹⁶ *Morgunblaðið* 27. júlí 1995, bls. B4–B5.

¹¹⁷ „Gylliboð og skuldabyrði.“ Leiðari. *Tíminn* 30. júní 1995, bls. 4; *Morgunblaðið* 14. janúar 1997, bls. 2; *Morgunblaðið* 22. júní 1995, bls. B5; *Morgunblaðið* 5. september 1998, bls. 31.

skuldabréf í boði.¹¹⁸ Tilkoma eignaleiga og aukið mikilvægi þeirra upp úr miðjum tíunda áratugnum var hluti af þerri þróun að æ stærri hluti fjármagnsviðskipta færðist út úr bankastofnunum, út á verðbréfamarkaðinn og inn í sérhæfð fyrirtæki. Liður í þeirri þróun markaðarins var að til orðu staðlaðar lánattegundir, t.d. í bílalanum, þar sem bílakaupendur gátu valið úr ákveðnum og auglýstum bílalanum. Um miðjan tíunda áratuginn tóku lífeyrissjóðir einnig að veita stöðluð fasteignalán en fram að því höfðu þeir keypt veðskuldabréf einstaklinga með milligöngu verðbréfafyrirtækja. Stöðlun þessarar þjónustu myndaði því formlegan ramma utan um starfsemi sem þegar var fyrir hendi en varð til þess að vextir lækkuðu, lánstími lengdist og gegnsæi viðskiptanna jókst.¹¹⁹

8. Þróun hlutabréfamarkaðarins 1994–1997: Aukin umsvif bankanna, nýir hlutabréfasjóðir og fyrsta hlutabréfabólan

Vorið 1994 hófst sem fyrr segir nýtt hækkanatímabil á íslenska hlutabréfamarkaðnum sem linnti ekki fyrr en með endalokum hlutabréfabóllunnar vorið 2000. Segja má að þessi „bolamarkaður“ (e. bull market) hafi varað í sjö ár. Hann skiptist með skýrum hætti í tvö hækkunartímabil sem báðum lauk með hlutabréfabólu: Hið fyrra frá 1994 fram á fyrstu mánuði ársins 1997 þegar loftið fór úr sjávarútvegsbólunni, og svo aldamótabólan sem hófst á seinni hluta ársins 1998 og lauk ekki fyrr en eftir aldamót. Áður en við víkjum að aldamótabólunni er rétt að fjalla nokkuð ítarlega um fyrra tímabilið.

Hlutabréfahækkarnir árána 1994–1997 voru knúnar áfram af nokkrum þáttum. Áhugi almennings á hlutabréfaviðskiptum jókst, meðal annars vegna verðhækkana og aukins fréttaflutnings af hlutabréfamarkaðnum. Valkostir fjárfesta jukust við að fjöldi nýrra fyrirtækja skráði hlutabréf sín á markaði og það auðveldaði hlutabréfakaup almennings að við hlutafjárútboð fyrirtækja á þessum tíma var oft boðið upp á rúm greiðslukjör.¹²⁰ Þá urðu nokkur vel heppnuð einkavæðingarútboð ríkisfyrirtækja til að vekja áhuga fleiri á hlutabréfamarkaðnum. Ef frá er skilin „desemberösin“ voru viðskipti og spenna á hlutabréfamarkaði á þessum árum fyrst og fremst á frummarkaði, frekar en eftirmarkaði.

8.1 Einkavæðing ríkisfyrirtækja og fjölgun almenningshlutafélaga

Þó að einkavædd ríkisfyrirtæki hafi ekki vegið þungt á hlutabréfamarkaðnum fyrr en einkavæðing ríkisbankanna var hafin voru einkavæðingin og efling hlutabréfamarkaðarins nátengd verkefni. Talsmenn markaðarins töldu að einkavæðing ríkisfyrirtækja væri mikilvæg forsenda þess að hægt væri að skapa öflugan hlutabréfamarkað og stór almenningshlutafélög.¹²¹

¹¹⁸ *Sedlabanki Íslands. Ársskýrsla 1992*. Reykjavík 1993, bls. 51; Sigurður Jóhannesson: „Eignaleiga aftur í sókn.“ *Vísindablaðið* 16. tbl. 1993, bls. 1; *Morgunblaðið* 12. nóvember 1992, bls. C2.

¹¹⁹ „Torgið: Fjármagnsmarkaður í deiglu.“ *Morgunblaðið* 10. ágúst 1995, bls. B8; *Morgunblaðið* 6. febrúar 1997, bls. B4; *Morgunblaðið* 22. júní 1995, bls. B5.

¹²⁰ „Torgið, Áramótavertið hlutabréfa.“ *Morgunblaðið* 4. desember 1997, bls. B8.

¹²¹ Sigurður B. Stefánsson: „Ecu tenging krónunnar, einkavæðing og íslenskur hlutabréfamarkaður.“ *Morgunblaðið* 20. júní 1991, bls. B6–B7; Sjá einnig viðtal við Gunnar Helga Hálfðanarson, „Hlutabréfamarkaðurinn þarf á einkavæðingu ríkisfyrirtækja að halda.“ *Morgunblaðið*, 14. janúar 1992, bls. 21.

Yrðu einkavædd ríkisfyrirtæki skráð á Verðbréfabing myndu einkafyrirtæki fylgja fordæmi þeirra. Skráning einkavæddra ríkisfyrirtækja á markað var ekki aðeins til þess fallin að efla öflugri hlutabréfamarkað heldur myndi hún stuðla að virkri og breiðri eignaraðild almennings að fyrirtækjum en það var talin ein forsenda þess að efla mætti samstöðu og félagslega sátt um einkavæðinguna, og jafnframt að sporna við einokun og samþjöppun valds í viðskiptalífinu.

Hér að framan var nefnt að einkavæðing ríkisfyrirtækja og efling hlutabréfamarkaðar voru tvö náskyld verkefni og í hugum talsmanna einkavæðingar nauðsynleg forsenda þess að hægt væri að skjóta traustum stöðum undir varanlega hagsæld. Þessi sýn kemur skýrt fram í máli Hreins Loftssonar, aðstoðarmanns forsætisráðherra og síðar fyrsta formanns framkvæmdanefndar um einkavæðingu. Hreinn lagði áherslu á að hámarkun söluandvirðis væri ekki aðalmarkmið einkavæðingar og að því væri rangt að líta einvörðungu til þess hvað fengist fyrir seldar eignir þegar mat væri lagt á árangur einkavæðingar. Tekjuöflun fyrir ríkissjóð var aðeins eitt af mörgum markmiðum, og alls ekki hið mikilvægasta.¹²²

„Meðal þessara markmiða er að gera hagkerfið eins skilvirkt og kostur er. Það er gert með því að draga úr ríkisrekstri í samkeppni við einkafyrirtæki. Einkavæðing stuðlar að dreifingu valds þar sem dregið er úr miðstýringu og flokkspólitískri forsjárstefnu í atvinnulífinu. Með sölu traustra hlutafélaga á borð við Jarðboranir hf. er unnt að örva þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði og auka þannig áhuga einstaklinga á fjárfestingum í atvinnufyrirtækjum. Það er atvinnulífinu í heild til hagsbóta þegar lítið er til lengri tíma. Sala ríkisfyrirtækja skilar tekjum í ríkissjóð og þeim mun minna þarf að taka að láni eða hækka skatta. Fleiri rök mætti tína til en það verður ekki gert hér[...]“¹²³

Einkavæðing ríkisfyrirtækja hófst fyrir alvöru árið 1992 en fyrsta einkavæðingin var í formi eignasölu þar sem starfsemi minni ríkisfyrirtækja var seld í heilu lagi til einkafyrirtækja. Annar minni atvinnurekstur ríkissjóðs var lagður niður. Sumarið 1992 var Prentsmiðjan Gutenberg seld til Steindórsprents en sameinað fyrirtæki hét Steindórsprent-Gutenberg. Framleiðsludeild ÁTVR var lögð niður og framleiðsluréttur ÁTVR seldur. Útgáfustarfsemi Menningarsjóðs var lögð niður og Ferðaskrifstofa Íslands var seld. Ríkisskip, eða Skipaútgerð ríkisins, var lögð niður og eignir seldar og leigðar, stór hluti til Samskipa.

Í ágúst 1992 hófst hins vegar fyrsta einkavæðing ríkisfyrirtækis í formi hlutabréfasölu til almennings en þá hófst sala á hlutabréfum ríkisins í Jarðborunum. Í nóvember seldi ríkið bréf sín í Þróunarfélagi Íslands. Þessi sala fór frekar hægt fram. Um mitt ár 1994 voru ríki og Reykjavíkurborg voru búin að selja um 40% af hlutafé Jarðborana en enn áttu hvort um sig 30% eftir.

Reynslan af einkavæðingu Jarðborana sýndi að eftirspurn var eftir hlutabréfum vel rekinna ríkisfyrirtækja en Jarðboranir höfðu verið reknar með hagnaði og eiginfjárstaða félagsins var sterk. Salan á Lyfjaverslun Íslands, í tveimur útboðum í lok árs 1994 og í upphafi árs 1995, þótti sömuleiðis heppnaðist vel. Einkavæðing Lyfjaverslunar Íslands var reyndar gagnrýnd fyrir

¹²² *Morgunblaðið* 8. ágúst 1991, bls. B4; Hreinn Loftsson: „Ríkisfyrirtæki á útsölu?“ *Morgunblaðið* 2. desember 1994, bls. 34.

¹²³ Hreinn Loftsson: „Einkavæðingin er tæki en ekki trúarsetning.“ *Morgunblaðið* 19. maí 1993, bls. 24–24, tilv. bls. 25.

að ríkissjóður hefði veitt kaupendum lán til kaupanna. Ríkissjóður braut þó varla blað í þessum efnum því að verðbréfafyrirtækin höfðu lengi boðið almenningi sem keypti hlutabréf fyrir áramót vegna skattaafsláttarins að dreifa greiðslunum eða borga með kreditkortum. Það má því segja að það hafi verið alsíða að hlutabréfaviðskipti væru stunduð með lánsfé. Í desember 1994 buðu öll verðbréfafyrirtækin upp á greiðsludreifingu við hlutabréfakaup en hlutabréfalánin voru til 10–24 mánaða og báru á bilinu 10,25 til 10,90% vexti. Lán ríkisins til þeirra sem keyptu hlutabréf Lyfjaverslunar voru hins vegar bæði vaxtalaus og óverðtryggð og voru til tveggja ára enda voru það þessi vildarkjör á láninu sem helst voru gagnrýnd – ekki það að ríkið væri að hvetja til skuldsettra hlutabréfaviðskipta.¹²⁴ Bjarni Ármannsson, sem þá var forstöðumaður fjárvörslu og markaðssviðs Kaupþings, sem sá um útboðið, sagði í viðtali við DV að lánveitingar sem þessar hefðu til þessa verið fátíðar en taldi það þó ekki óeðlilegt að ríkið lánaði almenningi til hlutabréfakaupa. Bjarni lét þó í ljósi áhyggjur af því að lánveitingar til hlutabréfakaupa kynnu að ýta undir spákaupmennsku.

„Ég vona að fólk hafi verið að kaupa bréfin með arðsemissjónarmið í huga. Almenn tókast þetta ekki á verðbréfamarkaðinum en ríkissjóður lánaði þó kaupendum vegna sölu á hlutabréfum í SR-mjöli. Ég þekki þó nokkur dæmi um lán þar sem stórar sölur fara fram en ekki svona beint til almennings.“

Eftirspurnin eftir hlutabréfum Lyfjaverslunar Íslands fór fram úr björtustu vonum og að sögn Bjarna nýttu flestir kaupenda í útboðinu sér hlutabréfalán ríkissjóðs.¹²⁵

8.2 Bankarnir verða umsvifameiri á verðbréfamarkaði

Í upphafi tíunda áratugarins hafði starfsemi verðbréfafyrirtækja og banka ekki skarast mikið. Eftir því sem leið á áratuginn varð skörunin meiri. Bankarnir stóðu frammi fyrir stöðugt harðari samkeppni frá verðbréfamarkaðnum. Sérhæfð verðbréfafyrirtæki og eignaleigufyrirtæki, að vísu mörg í eigu bankanna sjálfra, tóku til sín viðskipti fyrirtækja og einstaklinga. Vægi innlána í fjármögnun bankanna dróst saman samfara því að almenningi buðust fleiri sparnaðarform.¹²⁶ Um leið gátu margir stærstu og bestu viðskiptavinir bankanna sótt fjármögnun beint á verðbréfamarkaðinn með útboði hlutabréfa eða skuldabréfa. Við það byrjuðu þau sterku bönd, sem bundu íslensk fyrirtæki viðskiptabönkum sínum, að rofna.

Á seinni helmingi áratugarins endurheimtu bankarnir hins vegar það sem tapaðist á fyrri hluta hans og upp úr aldamótum eru bankarnir líklega áhrifameiri innan atvinnulífsins en á nokkru öðru tímabili í íslenskri hagsögu. Forsenda þessa var breyting á lögum sem leyfði rekstur verðbréfadeilda innan bankanna (lög nr. 13/1996) en til þessa höfðu þeir þurft að reka sérstök dótturfyrirtæki um verðbréfaviðskipti. Með þessu voru skilin milli viðskipta- og fjárfestingarbankarekstrar í raun afmáð. Það vekur athygli að engin raunveruleg umræða varð um þessa þróun. Það var ekki fyrr en eftir aldamót sem opinber umræða fór af stað um hvort eðlilegt eða heppilegt væri að viðskiptabankar stunduðu fjárfestingarbankastarfsemi en árið 2003 vakti Steingrímur Sigfússon máls á þessari þróun og lagði um leið fram frumvarp að bönkum

¹²⁴ *Timinn* 25. júlí 1995; *Morgunblaðið* 19 nóvember 1994, bls. 4.

¹²⁵ DV 18. nóvember 1994, bls. 40.

¹²⁶ *Morgunblaðið* 29. júní 1995, bls. B1.

væri óheimilt að reka fjárfestingarbankastarfsemi. Frumvarpinu var vísað frá eftir fyrstu umræðu.¹²⁷

Fyrstur til að flytja verðbréfavíðskipti sín í sérstaka deild innan bankans var Búnaðarbankinn. Búnaðarbankinn hafði frá 1990 átt helming í Kaupþingi á móti sparisjóðunum en í mars 1996 seldi bankinn hlut sinn í Kaupþingi og opnaði síðar sama ár, þann 1. nóvember 1996, eigin verðbréfamiðlun. Í mars 1996 sameinaði Landsbankinn dótturfyrirtæki sín í verðbréfavíðskiptum, Landsbréf og Samvinnubréf, og í árslok 1997 vann bankinn að því að sameina Landsbréf fyrirtækja- og stofnavíðskiptum Landsbankans. Í október 1998 voru Landsbréf loks orðin að sérstöku sviði innan bankans. Verðbréfamarkaður Íslandsbanka starfaði áfram sem sjálfstætt fyrirtæki en sinnti fyrst og fremst fjárvörslu.¹²⁸

Um leið og Búnaðarbankinn stofnaði eigin verðbréfadeild hleypti hann af stokkunum eigin hlutabréfasjóði, Hlutabréfasjóði Búnaðarbankans hf. Til að laða til sín nýja víðskiptavinum bauð Búnaðarbankinn væntanlegum víðskiptavinum sjóðsins lán til að kaupa í sjóðnum. Í heilsíðuauglýsingum bankans sem birtust í *Morgunblaðinu* í nóvember og desember 1996 var víðskiptavinum bent á að hægt væri að fá „hagstæð lán“ og „úrval greiðslumöguleika“. Auk staðgreiðslu var boðið upp á boðgreiðslur greiðslukorta og skuldabréfalán með 9,90% óverðtrygðum vöxtum til allt að þriggja ára.¹²⁹

Hlutabréfasjóður Búnaðarbankans hf. var stofnaður 26. september 1996 en var þó ekki skráður á Verðbréfaþing fyrr en árið eftir. Í árslok 1997 voru tíu hlutabréfasjóðir skráðir á Verðbréfaþingi. Sjóðirnir skiptust í tvo hópa, þá sem stofnaðir voru í upphafi áratugarins þegar áhugi almennings á hlutabréfavíðskiptum var að vakna, þ.e. Almenni hlutabréfasjóðurinn, Auðlind, Hlutabréfasjóður Norðurlands, Hlutabréfasjóðurinn og Íslenski hlutabréfasjóðurinn, og þá sem stofnaðir voru eftir að markaðurinn tók við sér að nýju, þ.e. Hlutabréfasjóður Búnaðarbankans, Hlutabréfasjóðurinn Íshaf, Íslenski fjársjóðurinn, Sjávarútvegssjóður Íslands og Vaxtarsjóðurinn.

8.3 Kaup Landsbankans á VÍS – saga Samvinnutrygginga

Í þessu sambandi má líka skoða kaup Landsbankans á Vátryggingafélagi Íslands, VÍS. Í mars 1997 samdi Landsbankinn um kaup á 44% hlut Eignarhaldsfélags Brunabótafélags Íslands í VÍS á 3,4 milljarða. Kaupin vöktu mikla athygli á sínum tíma, enda langstærstu hlutabréfavíðskipti eða fyrirtækjakaup á Íslandi til þess tíma.¹³⁰

VÍS var stofnað við sameiningu Brunabótafélags Íslands og Samvinnutrygginga árið 1989. Eigendur VÍS voru eftir þetta eignarhaldsfélag Brunabótafélagsins og Samvinnutrygginga.

¹²⁷ *Alþingistíðindi* 2003–2004 A (130, löggjafarþing), bls. 521–523; *Alþingistíðindi* 2003–2004 B (130, löggjafarþing), d. 493–509. Steingrímur J. Sigfússon: „Hákarlar í smáfiskatjörn.“ *Morgunblaðið* 27. september 2003, bls. 32–33. Töluverðar umræður urðu um hlutabréfakaup bankanna og umsvif þeirra í atvinnulífinu haustið 2003 en þær tengdust vitaskuld einnig hræringum tengdum „stóru uppstokkuninni“ sem fjallað er um að neðan. Sjá t.d. *Morgunblaðið* 18. september 2003, bls. B6–B7 og „Reykjavíkurbréf.“ *Morgunblaðið* 28. september 2003, bls. 28–29.

¹²⁸ *Morgunblaðið* 1. mars 1996, bls. 18; *Morgunblaðið* 3. október 1998, bls. 22; *Morgunblaðið* 13. júní 1996, bls. B5; *Morgunblaðið* 9 október 1996, bls. 16. Sjá einnig viðtal við Þorstein Þorsteinsson framkvæmdastjóra verðbréfa- og fjárfstýringarsviðs Búnaðarbankans, *Morgunblaðið* 31. október 1996, bls. D4.

¹²⁹ *Morgunblaðið* 1. nóvember 1996, bls. 6.

¹³⁰ *Morgunblaðið*, 18 mars, 1997, bls. 34–35.

Lögum samkvæmt voru eignarhaldsfélögin í eigu tryggingartaka Samvinnutrygginga og Brunabótafélagsins áður en þau voru sameinuð en félögunum var hins vegar ekki skipt upp á milli eigendanna, heldur voru þau starfrækt áfram og voru því líklega gott dæmi um „fé án hirðis“. Samvinnutryggingar voru samvinnufélag, eða svonefnt gagnkvæmt tryggingafélag, en í því felst að viðskiptavinir félagsins á hverjum tíma, tryggingartakarnir, voru í raun eigendur félagsins. Við breytinguna í eignarhaldsfélög fluttust þessi eignarhlutir tryggingartakanna því yfir í þau. Þeir sem voru í viðskiptum við Samvinnutryggingar árin 1987 og 1988, og með brunatryggingar húsa árin 1992-1993 áttu því að vera hlutahafar í Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga og síðar Gift. Eignarrétturinn erfðist þó ekki heldur færðist eignarhlutur látinna tryggingartaka yfir í Samvinnutryggingasjóðinn.¹³¹

Samvinnutryggingar áttu eftir að leika lykilhlutverk í öllum fjárfestingum „S-hópsins“ svokallaða og voru í raun kjarninn í fjármálaveldi þess hóps.¹³² Eignarhaldsfélagi Brunabótafélagsins var stýrt af sveitarfélögunum en Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga var hins vegar stýrt af stjórn sem kosin var af 24 manna fulltrúaráði sem var kosið á aðalfundi Sambands íslenskra samvinnufélaga þar til árið 2002 en eftir það endurnýjaði fulltrúaráðið sig sjálft innanfrá. Eignarhaldsfélagi Samvinnutrygginga var árið 2007 breytt í Fjárfestingarfélagið Gift ehf. sem var meðal annars einn stærsti hluthafi Exista.¹³³

Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga átti VÍS á móti Landsbankanum til ársins 2002 þegar bankinn keypti hlut þess í VÍS og átti eftir það félagið að fullu. Bankinn gaf því næst út nýtt hlutafé í félaginu sem selt var meðal annars til starfsmanna þess og í kjölfarið var VÍS skráð á markað. Skömmu seinna seldi Landsbankinn VÍS til fyrirtækja í S-hópnum; Kers, Eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga, Samvinnulífeyrissjóðsins og Eignarhaldsfélagsins Andvöku.

Árið 2007 var áætlað að Samvinnusjóðurinn ætti þriðjung Eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga. Annar stór eigandi þess var Samband íslenskra samvinnufélaga en Sambandið var á sínum tíma stærsti viðskiptavinur Samvinnutrygginga. Þó að Sambandið hafi hætt rekstri árið 1992 hvarf það þó aldrei heldur hélt áfram starfsemi. Önnur fyrirtæki sem tilheyrta höfðu Sambandsfjölskyldunni, Samskip og Ker, voru einnig stórir hluthafar. Samvinnutryggingar og síðar Gift ehf. áttu stóra hluti í fjölda fyrirtækja en mikilvægustu eignir þess voru stórir hlutir í Exista og KB Banka. Þá voru Samvinnutryggingar stærsti hluthafi Langflugs ehf. sem keypti þriðjung flugrekstrar Icelandair í október 2006 af FL Group.

¹³¹ Saga Samvinnutrygginga og réttarstaða er rakin af Stefáni Má Stefánssyni í skýrslu Lagastofnunar Háskóla Íslands frá 2009. Stefán Már Stefánsson: *Skýrsla um starfsemi Samvinnutrygginga g.t.*, eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga og dótturfélaga. Reykjavík 2009, bls. 6–20. Sjá vef Lagastofnunar Háskóla Íslands:

<http://www.lagastofnun.hi.is/sites/files/lagastofnun/Skjol/samvinnutryggingar.pdf>. 18. febrúar 2010; Saga Brunabótafélagsins er rakin í athugasemdum nefndar um endurskoðun laga um Brunabótafélagið sem birtar voru í greinargerð með frumvarpi til laga um Eignarhaldsfélagið Brunabótafélag Íslands (lög nr. 68/1994). Sjá: *Alþingistiðindi* 1993–1994 A (117. löggjafarþing), bls. 4261–4264. Sjá vef Alþingis: <http://www.althingi.is/altext/117/s/0897.html>. 10. febrúar 2010.

¹³² Nafngiftin S-hópurinn birtist fyrst á prenti í fréttaskýringu Agnesar Bragadóttur um markaðsvæðingu VÍS og kaup Landsbankans á félaginu, Morgunblaðið 25. mars 2001, bls 10–12. Nafngiftin vísaði þar til eigenda, stjórnenda og stjórnarmanna fyrrum Sambandsfyrirtækja. Seinna var farið að nota hugtakið yfir fyrirtækin sjálf.

¹³³ Fjallað er um endalok Eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga og stofnunar Giftar í Stefán Már Stefánsson: *Skýrsla um starfsemi Samvinnutrygginga g.t.*, eignarhaldsfélags Samvinnutrygginga og dótturfélaga. Reykjavík 2009, bls. 45–59. Sjá einnig fréttaskýringar Ingimars Karls Helgasonar um Eignarhaldsfélag Samvinnutrygginga fyrir Markaðinn, viðskiptablað *Fréttablaðsins*, „Óljóst hverjir eiga þrjátíu milljarða.“ *Fréttablaðið*, Markaðurinn 5. desember 2007, bls. 6.

8.4 Hlutablefmarkaður tekur við sér að nýju

Sem fyrr segir tók hlutablefaverð að hækka á árinu 1994 en það ár tók afkoma flestra fyrirtækja að batna eftir þrjú mögur ár. Um leið fjölgaði skráðum fyrirtækjum á Verðbréfaþingi. Í lok árs 1996 voru skráð fyrirtæki orðin 32 og ári seinna var 51 fyrirtæki skráð á VPÍ. Að auki voru bréf 60 fyrirtækja skráð á OTM en virk viðskipti voru þó ekki með bréf nema helmingss þeirra. Af töflu 7 má sjá veltutölur á Verðbréfaþingi og Opna tilboðsmarkaðnum 1994–1997 en veltan tvöfaldaðist á hverju ári á þessu tímabili.

Tafla 2: Velta með hlutablef á VPÍ og OTM

M.kr.	1993	1994	1995	1996	1997
Velta, alls	1.296	1.943	3.621	7.892	16.704
Velta á VPÍ	960	1.355	2.858	5.845	13.283
Velta á OTM	336	588	763	2.047	3.421

Heimild: Seðlabanki Íslands

Á árinu 1995 hækkaði hlutablefaverð um 36% og árið eftir nam hækkun úrvalsvísitölu VPÍ 59,5%. Hækkunin var ekki síst knúin áfram af sjávarútvegsfyrirtækjum sem hækkuðu umtalsvert umfram önnur félög. Árið 1996 hækkaði vísitala sjávarútvegsfyrirtækja um ein 87,7%. Þessar hækkunir voru rækilega auglýstar í fjölmiðlum en það jók áhuga almennings á hlutablefaviðskiptum.

Ástæðan fyrir hækkunum á hlutablefum sjávarútvegsfyrirtækja var ekki síst samrunabylgjan sem gekk yfir íslenskan sjávarútveg á árunum 1996 og 1997. Árið 1996 einkenndist af fjölda stórra sameininga í sjávarútvegi. Orðrómur var um fleiri sameiningar sem ekki urðu.¹³⁴ Við þetta skapaðist mikil spenna á markaðinum og í lok árs 1996, þegar almenningur tók að huga að kaupum á hlutablefum, komu því fram nokkrir „sérhæfðir“ hlutablefasjóðir sem hugðust fjárfesta í útgerðarfélögum og öðrum fyrirtækjum sem líkleg voru til vaxtar. Kaupþing Norðurlands og Hlutablefasjóður Norðurlands hleyptu af stokkunum Sjávarútvegssjóði Íslands hf. í nóvember. Hlutablefasjóðurinn hf. og VÍB stofnuðu Vaxtarsjóðinn hf. sem bauð út hlutablef í desember.

Að lokum var Útvegsfélagi samvinnumanna breytt árið 1996 í Hlutablefasjóðinn Íshaf hf. Í desember 1996 bauð sjóðurinn út nýtt hlutafé og árið eftir gerði sjóðurinn samning við Fjárvang um rekstur hans. Sérstaða Íshafs var ekki aðeins að hann væri sérhæfður hlutablefasjóður sem fjárfesti fyrst og fremst í sjávarútvegi, heldur að hann markaði sér þá stefnu að vera „áhrifafjárfestir“. Sjóðurinn setti sér að markmiði að taka virkan þátt í stjórnun þeirra fyrirtækja sem hann fjárfesti í með það að augnamiði að stuðla að sameiningu fyrirtækja í sjávarútvegi.¹³⁵

Aðrir hlutablefasjóðir höfðu fylgt þeirri stefnu að dreifa hlutablefaeign sinni. Fyrir vikið tóku þeir almennt ekki virkan þátt í stjórn fyrirtækja sem þeir fjárfestu í.¹³⁶ Útvegsfélag

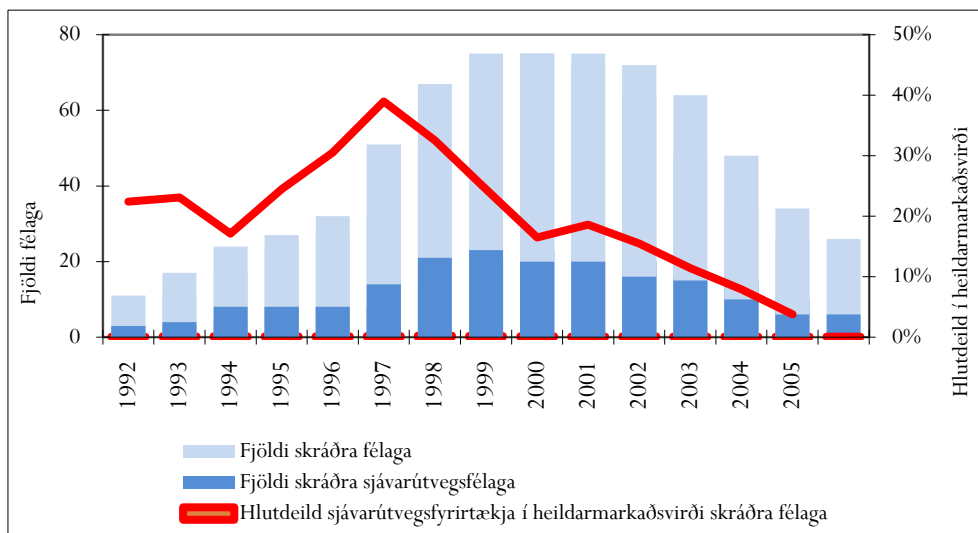
¹³⁴ Páll Ásgeir Ásgeirsson: „Boðið upp í dans.“ *Frjáls verslun* 7. tbl. 1997, bls. 52–56.

¹³⁵ *Morgunblaðið* 5. júní 1997, bls. B2.

¹³⁶ Jón G. Hauksson: „Að vera eða vera ekki?“ *Frjáls Verslun* 5. tbl. 1995, bls. 44–50.

samvinnumanna hafði hins vegar ekki verið rekið sem hlutabréfasjóður í dreifðri eign heldur var það stofnað í júní 1987 sem eignarhaldsfélag um hlutabréfaeign Sambandsins og Sambandsfrystihúsanna í útgerðarfélögum. Markmið félagsins var að styðja við útgerð og fiskvinnslu samvinnufélaga með hlutabréfakaupum og því átti Íshaf stóra eignarhluti í mörgum útgerðarfélögum sem tengdust útgerð og fiskvinnslu. Það lá því beint við að Íshaf beitti sér áfram fyrir áhrifafjárfestingum.¹³⁷

Mynd 6: Mikilvægi sjávarútvegsfyrirtækja á Verðbréfaþingi/Kauphöll 1991-2005



Heimild: Kauphöll Íslands

Á árunum 1995–1997 fjölgaði skráðum sjávarútvegsfyrirtækjum mikið og flest stærri útgerðarfélög landsins skráðu bréf sín á VÞÍ eða OTM. Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarmarkaðsvirði skráðra félaga jókst úr 17% árið 1994 í 39% árið 1997 en fór minnkandi eftir það, bæði vegna þess að fyrirtækjum í öðrum greinum fjölgaði en ekki síður vegna þess að mörg sjávarútvegsfyrirtæki hurfu úr kauphöllinni (sjá mynd 6).

Tafla 3: Frummarkaður hlutabréfa 1992-1999

Fjárhæðir í m.kr.	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Hlutabréf útgefin í alm. útboðum alls	1.344	861	1.893	2.867	12.188	16.995	13.859	25.023
þ.a. Annarra en hlutabréfasjóða	1.124	378	1.168	1.326	6.851	6.342	11.220	20.707
þ.a. Hlutabréfasjóðir	220	483	725	1.541	5.337	10.653	2.638	4.315
þ.a. Sjávarútvegsfyrirtæki	606	263	534	939	5.428	4.493	1.436	1.486
Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af útgefnum hlutabréfum	53,9%	69,6%	45,7%	70,8%	79,2%	70,8%	12,8%	7,2%

Heimild: Seðlabanki Íslands

¹³⁷ *Tíminn* 12. júní 1987, bls. 7; „Útvegsfélag Samvinnumanna hf.“ *Leiðari. Tíminn* 19. júní 1987, bls. 8.

9. Sameiningar í sjávarútvegi

Segja má að íslenskur sjávarútvegur hafi farið í gegnum fjögur tímabil umbreytinga. Hið fyrsta er í upphafi tíunda áratugarins þegar mörg illa stödd sjávarútvegsfyrirtæki eru sameinuð. Annað tímabilið er upp úr miðjum tíunda áratugnum þegar fjöldi sameininga verður samfara því að skráðum sjávarútvegsfyrirtækjum fjölgar. Þriðja tímabilið hefst um aldamót og einkennist af afskráningum félaga og samrunum í kjölfar yfirtöku félaga en á þessu tímabili byrjuðu bankarnir og fjárfestingarfélög að leika mun virkara hlutverk í samrunaþróun í sjávarútvegi. Á þessu tímabili verða Brim, sjávarútvegsstöð Eimskipafélagsins, og Samherji hf. langstærstu fyrirtækin í útgerð hér á landi. Fjórða tímabilið má segja að hefjist í kjölfar þess að Brim er brotið upp en á því tímabili lýkur afskráningabylgjunni þar sem nánast öll sjávarútvegsfyrirtæki hverfa úr Kauphöllinni.¹³⁸

Í sameiningum tíunda áratugarins urðu til flest þeirra stóru útgerðarfélaga sem hafa síðan einkennt íslenskan sjávarútveg. Þessar sameiningar voru ekki síst mikilvægar fyrir þróun hlutabréfamarkaðarins en tilkoma markaðarins var ekki aðeins ein forsenda sameininga heldur stefndu sameinuð fyrirtæki yfirleitt á skráningu á hlutabréfamarkað. Viðskipti með hlutabréf sjávarútvegsfyrirtækja, þar sem spáð var í hvaða fyrirtæki væru líkleg til sameiningar, stóðu undir stórum hluta af aukinni veltu markaðarins upp úr miðjum áratugnum. Fyrsta verðbólga hlutabréfamarkaðarins myndaðist einnig í kringum hlutabréf sjávarútvegsfyrirtækja, árin 1996 og 1997.

Fyrsta sameiningarbylgjan gekk yfir í upphafi tíunda áratugarins þar sem mörg smærri útgerðarfélög voru sameinuð í meðalstór fyrirtæki. Dæmi um sameiningar í upphafi tíunda áratugarins er „stóra fyrirtækjasameiningin“ í Vestmannaeyjum 1992 en í henni urðu til tvö stöndug fyrirtæki, Ísfélag Vestmannaeyja og Vinnslustöðin hf. í stað fjögurra lítilla áður.¹³⁹ Önnur mikilvæg stórsameining í byrjun áratugarins varð á Akranesi. Í mars 1991 var Síldar- og fiskimjölsverksmiðja Akraness hf. sameinuð Haraldi Böðvarssyni. Árið 1996 voru síðan Krossavík hf. og Miðnes í Sandgerði sameinuð Haraldi Böðvarssyni.¹⁴⁰

Haraldur Böðvarsson var skráður á hlutabréfamarkað árið 1994 en afskráður í kjölfar þess að Eimskipafélagið eignaðist félagið. Eftir að Brim hf. var brotið upp keypti Grandi Harald Böðvarsson og hét eftir það HB Grandi. Grandi og Haraldur Böðvarsson áttu það sameiginlegt að geta rekið ættir til fyrirtækja í eigu bæjarfélaga. Akraneshreppur hafði verið einn af stofnendum Síldar- og fiskimjölsverksmiðju Akraness árið 1937. Grandi var stofnaður árið 1985 upp úr Bæjarútgerð Reykjavíkur. Önnur bæjarútgerð sem lagði grunn að stórútgerð var Bæjarútgerð Hafnarfjarðar en 1985, sama ár og Reykjavíkurbær seldi bæjarútgerð sína, var

¹³⁸ Fjóra Björk Jónsdóttir og Ögmundur Knútsson koma auga á tvær samrunabylgjur á tíunda áratugnum, eina sem stendur frá 1987–1992 og er að miklu leyti bundin við sjávarútvegsfyrirtæki og aðra sem nær til fleiri greina og hefst árið 1996 og lýkur um aldamót. Sjá Fjóra Björk Jónsdóttir og Ögmundur Knútsson: „Samrunar á Íslandi 2003–2007.“ *Rannsóknir í Félagsvísindum X, Hagfræðideild og Viðskiptafræðideild*. Erindi flutt á ráðstefnu í október 2009, ritstjóri Ingjaldur Hannibalsson. Reykjavík 2009. bls. 185–195.

¹³⁹ *Morgunblaðið* 15. desember 1991, bls. 10–12; *Morgunblaðið* 28. desember 1991, bls. 24; viðtal við Sighvat Bjarnason *Morgunblaðið* 7. júní 1992, bls. 18–19; *Morgunblaðið* 17. desember 1991, bls. 40–41; Pressan 10. september 1992, bls. 14.

¹⁴⁰ *Morgunblaðið* 27. mars 1996, bls. B10; *Morgunblaðið* 17. nóvember 1996, bls. 24–25.

Bæjarútgerð Hafnarfjarðar seld fyrirtæki að nafni Hvaleyri hf. Samherji hf. var einn eigenda að Hvaleyrinni og árið 1990 keypti Samherji félagið að fullu.¹⁴¹

Upp úr miðjum áratugnum, eftir að raunverulegur hlutabréfamarkaður hafði myndast og eftir að kvótaverð tók að hækka, varð samrunahreyfingin innan sjávarútvegsins hraðari.¹⁴² Samrunarnir voru flestir árin 1996 og 1997 þegar fjöldi millistórra fyrirtækja sameinaðist. Samrunar þessara ára, líkt og í samrunum í upphafi áratugarins, voru í formi sameiningar félaga frekar en að samrunar yrðu við yfirtökur. Þá nýttu mörg sjávarútvegsfyrirtæki sér hlutabréfamarkaðinn til að bjóða út nýtt hlutafé en um leið var fyrirtækjum sem til þess tíma höfðu verið lokað breytt í opin almenningshlutafélög.

Markmiðið með sameiningum var í fyrsta lagi að búa til stærri fyrirtæki sem hefðu betri kvótastöðu. Annar mikilvægur hvati að samrunum sjávarútvegsfyrirtækja var sá að stækkun fyrirtækja var í flestum tilvikum forsenda þess að hægt væri að skrá þau á hlutabréfamarkað. Bættur aðgangur að nýju hlutafé var ekki eini hvatinur fyrir skráningu á hlutabréfamarkað því að annar hvati var sá að eigendaskipti, t.d. í kjölfar kynslóðaskipta, í lokaðum fjölskyldufyrirtækjum gátu oft verið erfið. Með því að sameina félög og skrá þau á markað var auðveldara fyrir eigendur að yfirgefa greinina.¹⁴³

Saga samruna og sameininga í sjávarútvegi eftir 1997 sýnir hvernig lokaðum fjölskyldufyrirtækjum fækkaði og til urðu stærri fyrirtæki sem skráð voru á hlutabréfamarkað. Sama saga sýnir að henni lýkur sjaldnast með skráningu á hlutabréfamarkað því að skráð félög sameinuðust öðrum skráðum félögum og að lokum voru mörg skráð félög yfirtekin af fyrri eigendum eða stjórnendum og tekin af markaði.

Samrunasaga sjávarútvegsins á tíunda áratugnum litast einnig mjög af þeirri tvískiptingu sem hafði einkennt íslenskt atvinnulíf á eftirstríðsárunum, þar sem tókust á útgerðarfélög, sem tengdust Samvinnuhreyfingunni og höfðu verið í viðskiptum við ÍS, og svo félög sem höfðu verið í viðskiptum við SH. Ákveðin samþjöppun einkenndi eignarhald innan þessara blokka þar sem fyrrverandi samvinnufyrirtæki, eins og Olúfélagið, áttu stóra eignarhluti í mörgum sjávarútvegsfyrirtækjum.¹⁴⁴

Það var því eðlilegt að Olúfélagið tæki forystu um sameiningu margra útgerðarféлага. Olúfélagið lék meðal annars stórt hlutverk í sameiningu illa stæðra sjávarútvegsfyrirtækja á Vestfjörðum. Í nóvember 1996 sameinuðust þannig fjögur félög sem Olúfélagið átti hluti í, Togaraútgerð Ísafjarðar, Útgerðarfélagið Sléttanes hf., Ritur hf. og Básafell undir nafni Básafells hf. Eftir sameiningu var Olúfélagið stærsti hluthafinn í sameinuðu félagi með 33,9%.

¹⁴¹ *Morgunblaðið* 17. nóvember 1995, bls. 31; DV 3. október 1990, bls. 6; Saga Samherja og upphafsár eru rakin í *Morgunblaðinu* 5. febrúar 2000, bls. 12; sjá einnig Helgi Magnússon: „Sex ára sigurganga.“ *Frjáls verslun* 12. tbl. 1989, bls. 14–21. Samherjafrændur voru menn ársins hjá Frjálsri verslun árið 1989.

¹⁴² „Torgið: Sameiningaralda í sjávarútvegi.“ *Morgunblaðið* 17. júlí 1997, bls. B8.

¹⁴³ „Sameining í sjávarútvegi.“ Leiðari. *Morgunblaðið* 4. janúar 1996, bls. 26; *Morgunblaðið* 23. maí 1996, bls. 12; *Morgunblaðið* 16 ágúst 1997, bls. 30–31; Páll Ásgeir Ásgeirsson: „Boðið upp í dans.“ *Frjáls verslun* 7. tbl. 1997, bls. 52–56.

¹⁴⁴ Sjá t.d. *Morgunblaðið* 4. nóvember 1994, bls. 28–29.

Útvegsfélag samvinnumanna átti 10,7% en því var síðar breytt í hlutabréfasjóðinn Íshaf en hann var loks sameinaður Keri, eignarhaldsfélagi Olúfélagsins.¹⁴⁵

Í október sama ár, eftir að Olúfélagið, Samvinnulífeyrissjóðurinn og Íslenskar sjávarafurðir höfðu keypt öll hlutabréf í Hraðfrystihúsinu Norðurtanganum á Ísafirði, var það sameinað Básafelli og eftir áramót var Kambur hf. á Flateyri sameinaður Básafelli. Rekstur Básafells gekk hins vegar mjög illa og seldi félagið bæði eignir og kvóta til að geta haldið rekstri áfram. Árið 2000 var félagið afskráð eftir að stjórnandi félagsins, Guðmundur Kristjánsson, hafði eignast meirihluta í félaginu. Félagið var þá í raun gjaldþrota. Guðmundur náði tökum á rekstri félagsins og árið 2004, þegar Brim var brotið upp, keypti hann Útgerðarfélag Akureyrar.¹⁴⁶

Endurskipulagning útgerðarféлага tveggja öflugustu kaupfélaga landsins, KEA og KS, varð einnig til þess að hleypa af stað samrunum á félagssvæði þeirra. Útgerðarfélag KEA átti eftir að sameinast Samherja og leika þannig hlut í eflingu þess félags en útgerðarfélag KS hélt áfram sjálfstæðri tilveru og myndaði grunn að viðskiptaveldi þess eftir aldamót.

Í maí 1995 sameinuðust Skagfirðingur hf., Fiskiðja Sauðárkróks hf. og Djúphaf undir nafninu Fiskiðjan Skagfirðingur. Árið eftir sameinuðust Skagfirðingur og Hraðfrystihús Grundarfjarðar og urðu þannig fjórða stærsta útgerðarfélag landsins á eftir Granda, ÚA og Samherja.¹⁴⁷ Um áramótin 2005–2006 sameinuðust Skagfirðingur, sem þá hét Fiskiðjan Skagfirðingur – FISK, fyrirtækinu Skagstrendingi á Skagaströnd en það fyrirtæki hafði árið 1997 sameinast Fiskiðjunni Dvergasteini á Seyðisfirði. Skagstrendingur var eitt þeirra fyrirtækja sem höfðu verið hluti af sjávarútvegsstöð Eimskipafélagsins, Brim hf., en Skagfirðingur keypti Skagstrending út úr Brimi í janúar 2004.¹⁴⁸

Fiskiðjan Skagfirðingur var hluti samstæðu Kaupfélags Skagfirðinga og átti meðal annars í Eignarhaldsfélaginu Hesteyri á móti Samvinnutryggingum og Skinney-Þinganesi. Hesteyri átti þriðjung í VÍS og Samvinnutryggingar áttu einnig þriðjungshlut í VÍS.¹⁴⁹ Skinney-Þinganes hafði orðið til árið 1999 og er gott dæmi um sameiningar sem urðu í kringum aldamótin í kjölfar yfirtöku eða hlutabréfakaupa, frekar en hreins samruna eins og var algengara á árunum 1996 og 1997. Skinney hf. og Þingey hf. á Hornafirði keyptu meirihluta í Borgey hf. á Hornafirði en Borgey hafði verið stofnuð 1992 upp úr sjávarútvegsrekstri Kaupfélags Austur-Skaftfellinga. Sala Kaupfélags Austur-Skaftfellinga á hlut sínum í Borgey átti sér stað á sama tíma og önnur samvinnufélög voru að gera gagngerar breytingar á rekstri sínum.¹⁵⁰

Gott dæmi um þetta er Snæfell sem er um leið eitt mikilvægasta dæmið um sjávarútvegsfyrirtæki sem átti uppruna sinn í útgerð kaupfélags. Saga Snæfells er um leið hluti af sögu Samherja því að í desember 2000 var Snæfell sameinað Samherja. Í nóvember 1997 höfðu

¹⁴⁵ Morgunblaðið 7. júní 1996, bls. 12; Morgunblaðið 21. júní 1996, bls. 6; Morgunblaðið 3. júlí 1999, bls. 18; Morgunblaðið, 27 september 1996, bls. 27; Morgunblaðið 30 nóvember 1996, bls. 37.

¹⁴⁶ Morgunblaðið 31. janúar 1997, bls. 21; Morgunblaðið 20. júlí 1997, bls. 10–11; Morgunblaðið 11. febrúar 2000, bls. 24; Morgunblaðið 29. desember 1999, bls. 18; Morgunblaðið 28. ágúst 2000, bls. 64; Morgunblaðið 16. janúar 2004, bls. 12.

¹⁴⁷ Morgunblaðið 4. maí 1995, bls. 2; Morgunblaðið 3. janúar 1996, bls. B5; Dagur 4. janúar 1996, bls. 2; Morgunblaðið 1. september 1996, bls. 10.

¹⁴⁸ Morgunblaðið 23. ágúst 1997, bls. 16; Morgunblaðið 17. janúar 2004, bls. 6; Morgunblaðið 6. janúar 2005, bls. C3.

¹⁴⁹ Fréttablaðið 18. maí 2005, bls. 36–37.

¹⁵⁰ Morgunblaðið 3. febrúar 1999, bls. C3; Morgunblaðið 9. apríl 1992, bls. B2.

sjávarútvegsfyrirtæki KEA verið sameinuð í Snæfelli. Þar voru sameinuð Útgerðarfélag Dalvíkur og frystihús KEA á Dalvík og í Hrísey.¹⁵¹ Sama ár sameinaðist Snæfell nokkrum sjávarútvegsfyrirtækjum sem það hafði keypt. Þannig var Snæfellingur hf. í Ólafsvík sameinaður Snæfelli, sömuleiðis Gunnarstindur á Stöðvarfirði og Njörður í Sandgerði.¹⁵²

Rekstur Snæfells gekk hins vegar mjög illa og seldi fyrirtækið bæði eignir og veiðiheimildir. Árið 1999 seldi KEA fjórðung Snæfells til fjárfestingarfélags, Kaldbaks hf., sem KEA átti í félagi við Samherja hf. Í mars 2000 var Snæfell sameinað útgerðarfélaginu BGB á Dalvík en BGB hafði orðið til árið 1997 við sameiningu G. Ben á Árskógsströnd og Blika á Dalvík í fyrstu sameiningarbylgju sjávarútvegsins. Í desemberlok 2000 voru BGB-Snæfell og Samherji loks sameinuð eftir að Samherji keypti meirihluta í Snæfelli.¹⁵³

Sama ár og Snæfell var stofnað sameinaðist Samherji Fiskimjöli og Lýsi hf. í Grindavík og Hrönn hf. á Ísafirði. Á þessum árum sameinaðist Samherji fjölmörgum öðrum útgerðarfélögum – Siglubergi á Grindavík, Stokksnesi hf., Söltunarfélagi Dalvíkur, Strýtu og Eyrarfrostri en dótturfyrirtæki Samherja, Oddeyrin hf. á Akureyri og Friðþjófur hf. á Eskifirði, runnu einnig inn í móðurfélagið.¹⁵⁴

9.1 Sjávarútvegsbólan 1996–1997

Ein afleiðing þeirrar samrunabylgju sem gekk yfir á árunum 1996–1997 var fyrsta hlutabréfabólan á íslenskum hlutabréfamarkaði, sjávarútvegsbólan. Það er þó spurning hvort sjávarútvegsbólan standi í raun undir nafni, aðallega vegna þess að hún sprakk ekki með sambærilegum hveli og stórar hlutabréfabólur á borð við aldamótabóluna. Áhugi markaðarins á hlutabréfum sjávarútvegsfyrirtækja þornaði hins vegar upp vorið 1997 og það eru varla áhöld um að verðhækkanir sjávarútvegsfyrirtækja og umfjöllun um hlutabréf sjávarútvegsfyrirtækja 1996–7 hafi haft einkenni dæmigerðrar hlutabréfablöðru.

Vísitala sjávarútvegsfyrirtækja hafði hækkað um 88% á árinu 1996 og margir töldu að verð fyrirtækja í þessari grein væri óeðlilega hátt. Þetta viðhorf kom meðal annars fram í ársfjórðungsskýrslu Verðbréfamarkaðar Íslandsbanka sem út kom í janúarlok 1997. *Morgunblaðið* hafði eftir Andra Teitssyni, viðskiptastjóra fyrirtækjasviðs Íslandsbanka, að verð margra fyrirtækja, sem væru nýkomin á markað, væri herra en afkoma gæfi tilefni til. Aðrir sérfræðingar á verðbréfamarkaði, sem Morgunblaðið ræddi við, voru þó sannfærðir um að markaðurinn mæti fyrirtækin rétt. Í byrjun árs 1997 var talið að markaðurinn hlyti að „leita jafnvægis“ og jafnvel að eitthvað af hækkunum ársins á undan myndi ganga til baka. Þetta gekk ekki eftir og vöxtur fyrstu mánaða ársins var mikill. Þessar miklu verðhækkanir fyrstu mánuði ársins ollu ákveðnum áhyggjum og vöktu spurningar um hvort hlutabréfaverð gæti jafnvel fallið. Greiningardeildir voru þó ekki eins vissar. Bent var á að V/H hlutföll á Íslandi væru ekki mjög

¹⁵¹ *Morgunblaðið* 25. júní 1997, bls. C1; *Morgunblaðið* 29. nóvember 1997, bls. 20; *Morgunblaðið*, 3. desember 1997, bls. B3.

¹⁵² *Morgunblaðið* 10. október 1997, bls. 17; *Morgunblaðið* 28. nóvember 1997, bls. 13; *Morgunblaðið* 26. október 2000, bls. 24; *Morgunblaðið* 26. október 2000, bls. 18.

¹⁵³ *Morgunblaðið* 11. maí 1999, bls. 21; *Morgunblaðið* 8. mars 2000, bls. 19; *Morgunblaðið* 26. janúar 2000, bls. D2; DV 27. október 2000, bls. 8; *Morgunblaðið* 23. desember 2000, bls. 20.

¹⁵⁴ „Samherji.“ *Vísinding* 51. tbl. 2000, bls. 51; *Morgunblaðið* 26. mars 1998, bls. C1.

frábrugðin þeim sem tíðkuðust í öðrum löndum enda hefðu hlutabréf erlendis hækkað mikið. Þá sýndu íslensk fyrirtæki batnandi afkomu sem ætti að skila sér í hækkanndi V/H hlutfalli.¹⁵⁵

Þegar hámarki var náð í fyrstu viku maí hafði þingvísitala Verðbréfaþings tvöfaldast á 16 mánuðum. Þingvísitalan hækkaði um 40,4% frá áramótum til 8. maí þegar hún byrjaði að lækka en vísitala sjávarútvegs hækkaði um 49,2% frá áramótum til 28. apríl þegar hún náði hæsta gildi. Á sama tíma jókst veltan jafn mikið og á öllu árinu á undan og var fjórum sinnum meiri en á sama tíma árið áður. Hlutabréfaverð hafði þá hækkað um 300 prósent frá því að markaðurinn náði botni um mitt ár 1993.

Í byrjun maí féll verðið og lækkaði hratt fram í júní þegar við tók tímabil deyfðar sem ríkti fram á mitt ár 1998. Velta var lítil og verð breyttist ekki mikið. Í kjölfar þessa var farið að tala um að tími nánast sjálfkrafa hækkanu kynni að vera liðinn og að í hönd færi tími þar sem færri væri um augljós fjárfestingartækifæri á markaði. Meira jafnvægi hafði myndast í framboði og eftirspurn hlutabréfa og því ósennilegt að fjárfestar gætu vænst þess að markaðurinn myndi stíga linnulaust eins og reglan virtist hafa verið.¹⁵⁶ Hækkunin yfir árið 1997 varð um 14% sem var minnsta hækkun síðan 1993.

Aðrir bentu á að verðhækkunarir ársins 1996 og fyrstu mánuði ársins 1997 hefðu sýnt öll merki verðbólgu. Verð hlutabréfa hefði verið orðið mjög hátt. Í lok ársins 1996 var V/H-hlutfall fyrirtækja á VPÍ að meðaltali um 16. Á miðju ári hafði V/H-hlutfallið hækkað í um 25 miðað við hagnað fyrstu sex mánuði ársins og miðað við hagnað fyrir árið í heild var hlutfallið um 22 í lok ársins. Almenninur hefði í vaxandi mæli verið farinn að taka virkan þátt í hlutabréfaviðskiptum með bréf einstakra félaga frekar en að kaupa í hlutabréfasjóðum. Sagðar voru sögur af því að fermingarbörn hefðu keypt hlutabréf í einstökum félögum fyrir alla fermingarpeningana sína og að námsmenn hefðu notað námslánin til hlutabréfakaupa eins og höfundur Torgsins í viðskiptablaði *Morgunblaðsins* staðhæfði þann 11. júní 1998:

„Það blasir við að markaðurinn fór framúr sjálfum sér á fyrri hluta síðasta árs. Verðið fór úr samhengi við þau verðmæti sem lágu til grundvallar í fyrirtækjunum. Að hluta til var það vegna þess að nýr hópur fjárfesta lét að sér kveða. Meðal annars ungt fólk sem jafnvel notaði námslánin sín í hlutabréfakaup og ætlaði sér að drygja tekjurnar, selja eftir nokkra mánuði. Það gaf sér að þróunin yrði áfram stanslaust upp á við enda kannski ekki fylgst með markaðnum lengi og ekki kynnst öðru.“¹⁵⁷

En þó að margir hafi brennt sig á spákaupmennsku með hlutabréf sjávarútvegsfyrirtækja og deyfð væri á Verðbréfaþingi fór því fjarri að almenningur hefði orðið afhuga hlutabréfaviðskiptum. Það sýndi sig best í áhuga á hlutafjárútboðum. Gott dæmi er útboð Plastos í júní 1997. Daginn sem sala bréfa í útboðinu byrjaði stóðu væntanlegir kaupendur í

¹⁵⁵ *Morgunblaðið* 12. desember 1996, C6; *Morgunblaðið* 9. janúar 1997, bls. 36; „Torgið: Markaður í hraðfara þróun.“ *Morgunblaðið* 27. febrúar 1997, bls. B12; „Torgið: Verðhækkunarir án tillits til afkomu.“ *Morgunblaðið* 8. maí 1997, bls. B8; *Morgunblaðið* 22. maí 1997, bls. B2.

¹⁵⁶ „Torgið: Breyttir tímar á hlutabréfamarkaði.“ *Morgunblaðið* 21. ágúst 1997, bls. 8.

¹⁵⁷ „Torgið: Hvað má gera til að örva hlutabréfamarkaðinn.“ *Morgunblaðið* 11. júní 1998, bls. B8; „Torgið: Verðhækkunarir án tillits til afkomu.“ *Morgunblaðið* 8. maí 1997, bls. B8.

biðröðum fyrir utan Verðbréfamarkað Búnaðarbankans sem sá um útboðið. Bréfin seldust upp á klukkutíma.¹⁵⁸

Önnur ástæða verðlækkunar og deyfðar var að kaupendur héldu að sér höndum og biðu eftir hlutafjárukningum ríkisbankanna sem beðið var eftir með mikilli óþreyju en bönkunum var breytt í hlutafélög þann 1. janúar 1998 og var heimild í lögum til að selja allt að 35% nýtt hlutafé í bönkunum á árinu. Þá stóð fyrir dyrum sala á 49% hlutabréfa ríkisins í nýstofnuðum Fjárfestingarbanka atvinnulífsins.¹⁵⁹

9.2 Afleiðingar samrunabylgjunnar og sjávarútvegsbólunnar

Ein mikilvægasta breytingin, sem varð á hlutabréfamarkaði árið 1996, var sú að í fyrsta sinn síðan hlutabréfaviðskipti hófust á Íslandi var desember ekki mesti viðskiptamánuður ársins. Til þessa höfðu hlutabréfakaup einstaklinga að mestu verið bundin kaupum á „skattaskammtinum“ um áramótin en dreifðust nú meira yfir árið. Sérstaka athygli vakti að töluverð viðskipti urðu yfir hásumarið. Ýmsar skýringar voru nefndar, svo sem aukinn og almennari áhugi sem kallaði á jafnari viðskipti, sjóðsstjórar væru að dreifa viðskiptum yfir árið en jafnvel líka aukin GSM símanotkun – fjárfestar væru ætíð í sambandi!¹⁶⁰

Sérhæfðir hlutabréfasjóðir og virkir „eldhúsfiárfestar“ tóku að leita eftir fyrirtækjum sem líkleg voru til að hækka meira en önnur á markaði. Þessu fylgdi ekki aðeins meiri áhugi af fréttum af hlutabréfamarkaði heldur atvinnulífinu öllu. Mikill áhugi almennings á hlutabréfaviðskiptum endurspegladist í því hversu stórt hlutfall hlutafjár væri í beinni eigu almennings, eða 33% sem var hið hæsta í Evrópu. Meðaltal í Evrópu var 20%. *Morgunblaðið* benti á þessar tölur sem sönnun þess að stefna stjórnvalda um að auka hlutabréfaeign almennings hefði borið árangur. Dálkahöfundur Torgsins í viðskiptablaði *Morgunblaðsins* taldi að þakka mætti skattaafslætti vegna hlutabréfakaupa þennan árangur og lýsti um leið yfir að svo virtist sem draumur Eyjólfssonar um „auðstjórn almennings“ hefði í raun náðst:

„Síaukin umsvif heimilanna í landinu á hlutabréfamarkaðnum eru gleðiefni og verða vonandi til þess að hætt verði að stilla atvinnulífi og almenningi upp sem andstæðum. Eftir því sem fleiri eignast hlutabréf hlýtur almenn þekking á rekstri og skilningur á mikilvægi atvinnulífsins að breiðast út. Skattaafsláttur vegna hlutabréfakaupa var lögfestur um miðjan síðasta áratug en hafði lítil áhrif fyrr en eftir 1990. Hann hefur því nú, náð þeim tilgangi sínum að dreifa hlutabréfaeign víðar en dæmi eru um annars staðar. Hér á Íslandi virðist hið frjálsa hagkerfi, kapítalisminn, því njóta virkrar þátttöku almennings.“¹⁶¹

Þótt það hafi varla verið hægt að kvarta undan því að áhugi almennings á hlutabréfaviðskiptum eða hlutur hans á hlutabréfamarkaðnum væri lítill var markaðurinn enn mjög vanþroskaður. Helsta einkenni markaðarins var hversu grunnur hann var. Veltuhraði var mjög lítill þótt hann hefði aukist mikið frá upphafi áratugarins. Frá 1994 til 1997 tvöfaldaðist

¹⁵⁸ *Morgunblaðið* 19. júní 1997, bls. B2.

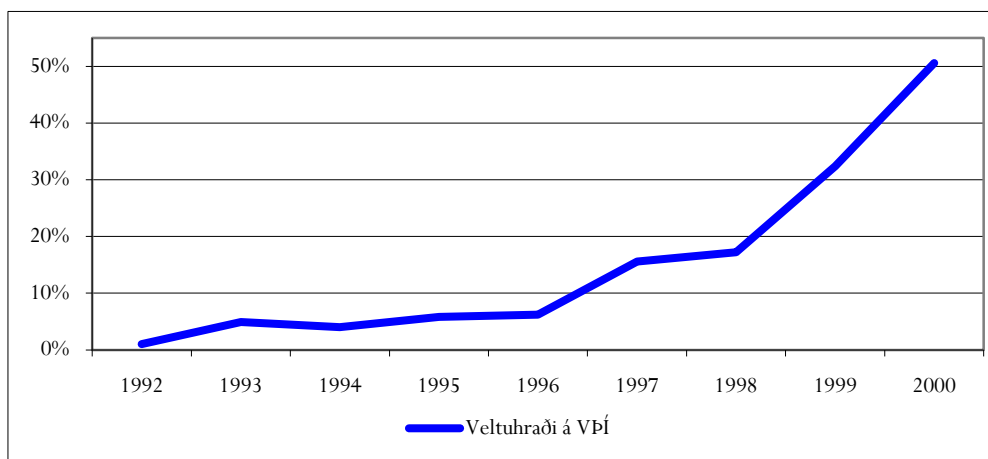
¹⁵⁹ Sjá t.d. „Torgið: Bankar til sölu.“ *Morgunblaðið* 26. mars 1998, bls. C12; viðtal við Stefán Halldórsson *Morgunblaðið* 11. júní 1998, bls. B6.

¹⁶⁰ „Torgið: Hvert stefna hlutabréfin?“ *Morgunblaðið* 18. júlí 1996, bls. B8.

¹⁶¹ „Torgið: Heimilin sækja í hlutabréfin“, *Morgunblaðið* 5. júní 1997, bls. B8.

velta á hlutabréfamarkaði hvert ár. Fyrsta árið sem hlutabréfaviðskipti voru á VÞÍ var veltuhraðinn 0,6% en árið 1997 var veltuhraðinn kominn í 11% og hafði þá aukist um 2,8% frá árinu áður. Veltuhraði í kauphöllum Norðurlandanna var þá 50–70% (sjá mynd 7).

Mynd 7: Veltuhraði hlutabréfa á VÞÍ, 1992–2000



Heimild: Seðlabanki Íslands

Af þessu leiddi að tiltölulega lítið framboð eða eftirspurn var eftir hlutabréfum flestra félaga og þurfti því yfirleitt tiltölulega lítil viðskipti til þess að hafa áhrif á verð. Í úttekki *Morgunblaðsins* í mars 2000 á markaðsmisnotkun á hlutabréfamarkaðnum hafði blaðið eftir ónefndum verðbréfasala að yfirleitt þyrfti ekki nema einnar milljón króna viðskipti til að hafa áhrif á verð hlutabréfa í smærri félögum og 10–20 milljón króna viðskipti gætu fært gengi stærri hlutafélaga upp um 10%. Við þessar aðstæður er ljóst að freistingin til að hafa áhrif á gengi bréfa gat verið mikil.¹⁶²

Annað einkenni markaðarins var hversu mikið af viðskiptum voru utanþingsviðskipti. Árin 1996–1998 voru utanþingsviðskipti 43–60% af veltu með skráð hlutabréf sem var hátt í alþjóðlegum samanburði. Í nágrannalöndunum var hlutfallið 20–40%. Í stað þess að lækka hélt þetta hlutfall áfram að hækka. Árið 2002 var hlutfall utanþingsviðskipta 79%.

Verðhækkanir hlutabréfa voru þó aðeins ein afleiðinga samrunabylgjunnar í sjávarútvegi og aukinn áhugi almennings á hlutabréfaviðskiptum aðeins ein afleiðing verðhækkanna. Þróun þessara ára hafði einnig í för með sér mikilvægar breytingar á eignarhaldi greinarinnar þar sem litlum fyrirtækjum fækkaði, kvóti færðist á færri hendur og skuldir útgerðarfélaga jukust. Staðbundnum fyrirtækjum, litlum og miðlungsstórum sjávarútvegsfyrirtækjum, fækkaði mjög en í stað þeirra komu nokkur stór útgerðarfélög sem höfðu starfsemi ekki aðeins í fleiri en einni höfn heldur í fleiri en einu byggðarlagi. Aukin hlutdeild stórútgerðanna sést kannski best á stækkandi hlutdeild veiðiheimilda sem þær réðu yfir: Samkvæmt skýrslu Bygðastofnunar um

¹⁶² *Morgunblaðið* 9. mars 2000, bls. B4–B5.

sjávarútveg og byggðaðpróun frá 2001 réðu tuttugu stærstu handhafar veiðiheimilda yfir 36% heildarkvótans árið 1992 – en í mars 2001 var hlutfallið komið í 59%.¹⁶³

Þá er ljóst að samrunabylgjan upp úr miðjum tíunda áratugnum átti þátt í því að skuldir sjávarútvegsins jukust. Í upphafi áratugarins voru skuldir útgerðarinnar um 90 milljarðar króna og héldust nokkuð stöðugar fram til 1995. Ástæðan er meðal annars að á þeim árum nýttu útgerðarfélög sér tilkomu hlutabréfamarkaðar og buðu út nýtt hlutafé. Skuldir útgerðarinnar tóku hins vegar að stíga árið 1995 og 1996 og samkvæmt úttekt Þjóðhagsstofnunar voru skuldirnar komnir upp í 173 milljarða árið 2000. Aukningin var um 60% á föstu verðlagi.¹⁶⁴

Skuldaaukning útgerðarinnar vakti töluverðar áhyggjur. Útgerðarmenn sögðu hana til komna vegna hagræðingar og fjárfestinga í nýjum framleiðslutækjum. Á þessum árum var ráðist í mikla endurnýjun sérstaklega í mjöl og lýsisiðnaði en einnig endurnýjun skipaflota. Samkvæmt útreikningi Þjóðhagsstofnunar var þó ekki hægt að skýra nema hluta aukninga á skuldum útgerðarinnar með aukningum í fjárfestingum. Afgangurinn skýrðist af kvótakaupum og því að fyrri eigendur voru keyptir út úr fyrirtækjum í kjölfar sameininga.¹⁶⁵

Auk samþjöppunar kvótans á færri hendur lék skuldaaukning útgerðarinnar frá 1995 og fram að aldamótum mikilvægt hlutverk í umræðum um kvótakerfið á þessum árum. Þróunin var harðlega gagnrýnd og talað um að fjármagn læki úr greininni þar sem „sægreifar og kvótakóngar“ hefðu fengið „gjafakvóta“ afhentan af stjórnvöldum, braskað með hann og að lokum farið með fjármuni út úr greininni og þannig kynnt undir þenslu í samfélaginu og hækkunum á hlutabréfamarkaði. Afleiðingin var misskipting auðæfa og samfélag þar sem „sægreifar og verðbréfaprinsar ganga lausir og vita varla hvað þeir eiga að gera við peningana.“¹⁶⁶

Hækkun skulda útgerðarinnar átti sér stað á sama tíma og kvótaverð hækkaði. Frá fyrsta janúar 1991, þegar heimilt var að flytja varanlegan kvóta á milli skipa, og allt til 1994 hækkaði verð kvóta lítið sem ekkert. Verð á kíló af varanlegum þorskkvóta var á þessum tíma á bilinu 180 og 190 krónur. Árið 1995 var verðið hins vegar komið í 445 krónur og hækkaði mikið fram að aldamótum.

Hækkun kvótaverðs stóð vitaskuld í sambandi við hagræðingar og samrunabylgjuna sem gekk yfir útgerðina. Önnur ástæða var sú að fyrstu ár kvótakerfisins var töluverð óvissa um framtíð þess. Þótt það væri enn mikil óvissa um kvótakerfið og að það hafi t.d. í raun ekki verið heimilt samkvæmt lögum að veðsetja kvóta fyrr en árið 1997 tóku verðbréfafyrirtækin þegar

¹⁶³ Haraldur L. Haraldsson, *Sjávarútvegur og byggðaðpróun á Íslandi*. Unnið fyrir stjórn Bygðastofnunar. Reykjavík 2001, bls. 61. Sjá vef Bygðastofnunar: http://www.bygdastofnun.is/static/files/Skyrslur/sjavarutv_og_bygdathroun.pdf. 18. febrúar 2010.

¹⁶⁴ *Morgunblaðið* 15. mars 2001, bls. 40–41.

¹⁶⁵ *Morgunblaðið* 1. september 1999, bls. D36; *Morgunblaðið* 30 ágúst 2000, bls. C3; *Morgunblaðið* 31. ágúst 2000, bls. 31; *Morgunblaðið* 6. september 2001, bls. C8–C9.

¹⁶⁶ Sjá t.d.: „Kvótabraskið er meinsemd.“ Leiðari. *Vikublaðið* 29. nóvember 1996, bls. 2; „Lénsveldi kvótaganna.“ Leiðari. *Morgunblaðið* 4. júlí 1997, bls. 32; Kristján Pétursson: „Rangt raungengi hlutabréfa og blekkingar.“ *Morgunblaðið* 19. febrúar 1997, bls. 25; viðtal við Sævar Gunnarsson forseta sjómannasambandsins, *DV* 16. febrúar 1998, bls. 6; Össur Skarphéðinsson: „Síngirni sægreifanna.“ Leiðari. *DV*, 16. september 1998, bls. 12; viðtal við Guðjón A. Kristjánsson, formann Farmanna- og Fiskimannasambands Íslands, *DV* 12. október 1999, bls. 2; lesendabréf: Aðalheiður Jónsdóttir: „Hneyksli aldarinnar – gjafakvótinn og landsfeðurnir.“ *Morgunblaðið* 7. mars 2000, bls. 60; tilvitnun, Páll Ólafsson, „Hver ræður ferðinni“, *Morgunblaðið*, 1. mars 2000, bls. 42.

árið 1994 að reikna kvótaverð inn í hlutabréfaverð sjávarútvegsfyrirtækja.¹⁶⁷ Í kjölfarið hækkaði ekki aðeins kvótaverð heldur einnig hlutabréfaverð sjávarútvegsfyrirtækja. Árið 1995 hækkaði vísitala útgerðarfélaga um 44% og um 79% árið 1996. Í upphafi árs 1996 var verð á varanlegum þorskkvóta 500 krónur en um mitt ár var það 600 krónur og í september var verðið komið í 680 krónur kílóíð. Undir lok árs 1999 var verðið komið upp undir 1000 krónur kílóíð. Það sem hér var að gerast var því það að markaðurinn var að verðmeta eignir sem til þessa höfðu ekki haft virkt markaðsverð. Um leið myndaðist veðrymi hjá útgerðarfyrirtækjum sem jók tækifæri til skuldsetningar. Hæst fór kvótaverð í 1100 krónur árið 2000 áður en það tók að lækka nokkuð hratt. Í desember 2000 var kílóíð af þorskkvóta komið í 750 krónur og í júlí 2001 var verðið komið í 700 krónur. Mikil skuldsetning sjávarútvegsfyrirtækja og minna framboð á lánsfjármagni til kvótakaupa voru þær ástæður sem helst voru nefndar fyrir lækkanði kvótaverði.

Að lokum má nefna að samrunum fylgdi oft að fyrri eigendur útgerðarfélaga voru keyptir út eða þeir losuðu um eignir. Við það losnaði um mikið fé sem leitaði ávöxtunar utan greinarinnar. Það fé sem fyrri eigendur fóru með úr útgerð leitaði að nýjum fjárfestingartækifærum. Í ljósi þess hversu mikil deyfð var á hlutabréfamarkaði hér á landi mestan part árána 1997–98 er eðlilegt að sjónir íslenskra fjárfesta hafi í fyrsta sinn tekið að beinast í einhverjum mæli að erlendum hlutabréfamörkuðum en hlutabréfaeign Íslendinga erlendis jókst mikið um þessar mundir. Til þess að svara þessari eftirspurn voru myndaðir nýir hlutabréfasjóðir sem keyptu í erlendum hlutabréfum. Í september 1997 var hélt Hlutabréfamarkaðurinn hf. hlutafjárútboð og samhliða því NÝMARK – Nýmarkaðurinn hf. Hlutabréfamarkaðurinn hf. og Nýmarkaðurinn fjárfestu í erlendum hlutabréfum. Þeir voru stofnaðir af Verðbréfamarkaði Íslandsbanka. Hlutabréfamarkaðurinn fjárfesti í erlendum hlutabréfasjóðum sem aftur keyptu hlutabréf fyrirtækja í þróuðum iðnríkjum, Bandaríkjunum og Evrópu, en Nýmarkaðurinn fjárfesti í bréfum hlutabréfasjóða sem fjárfestu í ný-iðnvæddum ríkjum. Sjóðirnir voru sameinaðir í maí 2000. Þá stóð fjölgun íslenskra eignarhaldsfélaga í Lúxemborg árin 1998 og 1999 í tengslum við að fjármagn hafi losnað úr útgerð.¹⁶⁸

Almennt virðist sem mikið af því fé sem losnaði þegar menn hættu útgerð hafi farið í almennar fjárfestingar og lagt grunn að fjárfestingarfélögum, stórum sem smáum, sem áttu eftir að setja svip á íslenska eignamarkaði eftir aldamót. Þekktasta dæmið um útgerðarmann sem seldi eignir sínar í sjávarútvegi er Þorsteinn Vilhelmsson í Samherja sem fjallað er um hér að neðan.

Þó að samrunabylgjan og sjávarútvegsbólun hafi orðið til þess að búa til stærri og öflugri rekstrareiningar og dýpka hlutabréfamarkaðinn verður að skoða þann afrakstur í ljósi annarra afleiðinga þessarar þróunar. Auknar skuldir útgerðarfélaga, sem fóru meðal annars í að kaupa út fyrri eigendur, og það fé sem þannig fór út úr greininni og varð til þess að þrýsta upp öðru eignaverði, oft í gegnum erlend eignarhaldsfélög, urðu síst til þess að styrkja stóðir heilbrigðs hlutabréfamarkaðar eða þeirrar hluthafamenningar sem hafði myndast á tíunda áratugnum.

¹⁶⁷ Þetta kom fram í umfjöllun Alberts Þ. Jónssonar á morgunverðarfundum Landsbréfa í septemberlok 1996. *Morgunblaðið* 26. september 1996, bls. C4; *Morgunblaðið* 13. desember 1996, bls. 12–13; *Morgunblaðið* 7. desember 1996, bls. 36–37.

¹⁶⁸ *Morgunblaðið* 1. október 2000, bls. 10–11.

Þá má einnig spyrja hvort áhugi á hlutabréfakaupum sem kviknaði kringum samrunabylgjuna hafi ýtt undir þá skoðun hjá bæði litlum sem stórum fjárfestum að það væri eðlilegt að vænta þess að ársávöxtun í hlutabréfaviðskiptum hlypi á tugum prósentu og að hlutabréfaviðskipti væru næsta áhættulaus viðskipti. Þessi ranghugmynd setti svip sinn á aldamótabóluna svokölluðu, 1998–2000.

10. Kaflaskipti á hlutabréfamarkaði árið 1998

Ef aðeins er litið á veltu á VÞÍ, sem dróst saman, og verð skráðra félaga, sem lækkaði, virðist árið 1998 hafa einkennst af deyfð á hlutabréfamarkaði. Hið sanna er að árið 1998 var eitt hið mikilvægasta í sögu íslensks hlutabréfamarkaðar. Hér ber hæst sameiningu fjögurra fjárfestingarlánasjóða í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins og breytingu ríkisbankanna tveggja í hlutafélög um áramótin 1997–1998. Jafnframt fór á árinu fram sala ríkisins á 49% hlut í FBA og 15% hlutafjárukningu í Búnaðarbanka og Landsbanka sem seld var á almennum markaði. Ármann Jakobsson, íslenskufraeðingur, notaði orðið „hlutabréfaæði“ um þann mikla áhuga sem myndaðist á hlutabréfamarkaði fyrir aldamótin. Ef rétt er að lýsa andrúmsloftinu og áhuga almennings með þeim orðum þá hófst hlutabréfaæðið í kringum þessi einkavæðingarútboð bankanna.¹⁶⁹ Með þeim hófst einnig nýtt skeið í sögu íslenska fjármálakerfisins sem lauk í lok árs 2002 þegar gengið var frá endanlegri sölu ríkisbankanna tveggja. Á árinu voru einnig gerðar mikilvægar breytingar á stofnanaumgjörð markaðarins. Samþykkt var löggjöf um stofnun Fjármálaeftirlits sem sameinaði eftirlitshlutverk Seðlabanka Íslands og Vátryggingaeftirlitsins í einni stofnun og hóf starfsemi í byrjun árs 1999 á grundvelli laga nr. 87/1998. Þá var grunnur lagður að rafrænni skráningu verðbréfa með lögum nr. 131/1997 um rafræna eignaskráningu verðbréfa og um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða. Samkvæmt ákvæðum þessara laga var Verðbréfaþingi Íslands breytt í hlutafélag. Um leið hætti Verðbréfaþing að birta upplýsingar um tilboð og viðskipti á OTM. Í staðinn tók þingið upp tvenns konar skráningu hlutabréfa, aðallista og vaxtarlista, þar sem ólíkar kröfur væru gerðar til félaga. Vaxtarlisti átti að henta minni félögum og fyrirtækjum sem lítil viðskipti voru með. Vaxtarlistinn og arftakar hans komu þó aldrei í stað OTM.¹⁷⁰

Árið 1998 var svo komið að langflest stærri og leiðandi hlutafélög landsins voru komin á skipulagðan hlutabréfamarkað. Skráðum fyrirtækjum hélt áfram að fjölga á árinu 1998 og verðmæti skráðra félaga jókst úr tæpum 29% af landsframleiðslu 1997 í rúm 39% 1998. Þar munaði mest um ríkisbankana þrjá sem voru skráðir á VÞÍ í kjölfar sölu hlutabréfa í þeim.

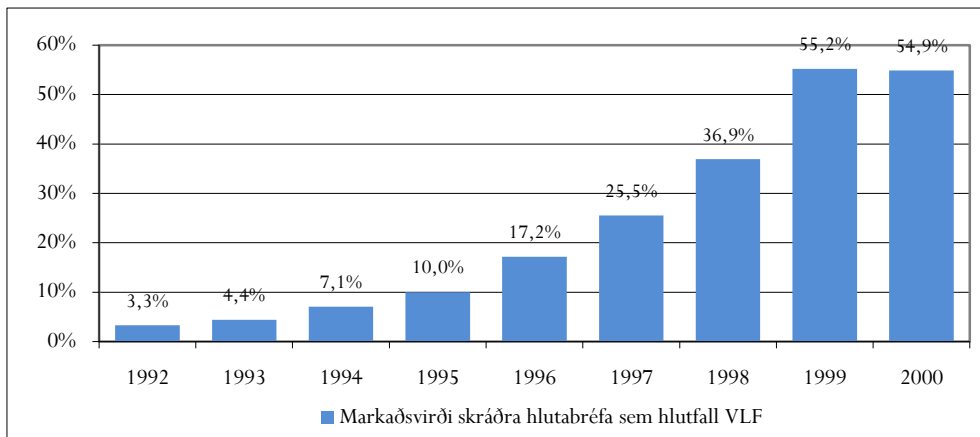
Um áramótin 1997–98 tók Verðbréfaþing einnig upp nýja hlutabréfavisitölu, svokallaða Úrvalsvisitölu Verðbréfaþings, í stað Þingvísitölu hlutabréfa sem birt hafði verið til þessa og hafði verið byggð á verði allra skráðra hlutafélaga. Eins og nafnið bendir til var úrvalsvísitalan byggð á úrvali hlutabréfa en í hana voru valin 15 félög sem höfðu virkustu verðmyndun á þinginu. Þegar vísitölunni var hleypt af stokkunum voru stærstu félögin innan hennar

¹⁶⁹ Ármann Jakobsson: „Spilavítið Ísland.“ *DV* 22. maí 2001, bls. 14–15.

¹⁷⁰ Verðbréfaþing Íslands. *Fréttir*, maí 1998, bls. 4; „Torgið: Skerðing í þágu almennings.“ *Morgunblaðið* 4. júní 1998, bls. B8.

Eimskipafélagið, Íslandsbanki, Samherji og Flugleiðir. Alls voru sjávarútvegsfyrirtæki 44,6% vísitölunnar. Fjármálastarfsemi (Íslandsbanki) vó 13,3% í vísitölunni.¹⁷¹

Mynd 8: Skráð hlutabréf á VÞÍ sem hlutfall af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands

Árið 1998 kom einnig fram ný tegund verðbréfasjóða þegar Búnaðarbankinn hleypti af stokkunum Fjárfestingarsjóði Búnaðarbankans, ÍS-15. Sjóðurinn var stofnaður 10. júlí 1998 og hafði fjárfestingarstefnu sem var mjög frábrugðin öðrum verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum. Nafnið dró sjóðurinn af hinni nýstofnuðu úrvalsvísitölu Verðbréfaþings en stefna sjóðsins var að fjárfesta aðeins í hlutabréfum allra stærstu fyrirtækjanna á markaði. Markmið sjóðsins, sem hafði orðið til hjá Árna Oddi Þórðarsyni, forstöðumanni markaðsviðskipta Búnaðarbankans, og Andra Sveinssyni, yfirmanni fyrirtækjaráðgjafar markaðsviðskipta bankans, sem verðbréfasafn fyrir „góða viðskiptavini Búnaðarbankans“ samkvæmt kynningu, var einnig að stunda „virka“ fjárfestingarstefnu, þ.e. kaupa ekki inn bréf til að eiga í langan tíma heldur vera virkur á markaði með öll bréf sem hann átti. Þetta þýddi að sjóðurinn myndi einskorða sig við þau hlutabréf sem mestur markaður væri fyrir.¹⁷²

Árni Oddur gagnrýndi í janúar 1999 stjórnendur íslenskra hlutabréfasjóða opinberlega fyrir lélegan árangur þeirra. Benti hann á að á meðan hlutabréfaverð hefði hækkað um meira en 240% á árabilinu 1993–1998 hefði enginn hlutabréfasjóður náð 150% ávöxtun. Hlutabréfasjóðir hefðu keypt allt of mikið af skuldabréfum og hlutabréfum fyrirtækja sem lítil sem engin viðskipti væru með á markaði. Stjórnendur annarra sjóða svöruðu því til að fjárfestingarstefna á borð við þá sem Árni Oddur boðaði, að setja sem flest egg í sömu körfuna og kaupa aðeins í örfáum félögum, væri mun áhættusamari en sú stefna sem hlutabréfasjóðirnir hefðu fylgt.¹⁷³

Yfirlýst stefna sjóðsins var að eiga ekki í fleiri en 5–10 stærstu fyrirtækjunum á Verðbréfaþingi eða stórum fyrirtækjum sem stefndu inn á þingið. Í febrúar 1999 voru þannig 60% af eignum sjóðsins í þremur fyrirtækjum, Flugleiðum, Tryggingamiðstöðinni og Sjóvá-

¹⁷¹ Morgunblaðið 10. desember 1997, bls. 18.

¹⁷² Morgunblaðið 10. júlí 1999, bls. 18–19.

¹⁷³ Morgunblaðið 21. janúar 1999, bls. B4.

Almennum. Sjóðurinn keypti þó einnig mikið í óskráðum félögum. Sumarið 1999 voru um 10% eignasafns hans þannig í bréfum flugfélagsins Atlanta og 19% í DeCode. Á árinu 1999 tók ÍS-15 einnig mjög virkan þátt í viðskiptum með bréf FBA.

Aðrir hlutabréfasjóðir virðast reyndar líka hafa stefnt í sömu átt og bundið æ meira af eignum sínum í fáum stórum fjárfestingum og óskráðum fyrirtækjum. Ágætt dæmi er Íslenski hlutabréfasjóðurinn hf. sem var í vörslu Landsbréfa. Í apríl 2000 var helmingur innlendri hlutabréfaeign og um þriðjungur af hans bundin í bréfum fimm fyrirtækja; Íslandsbanka, Landsbanka Íslands, Eimskipafélagsins, Opinna kerfa og FBA.¹⁷⁴

Fjárfestingarsjóðurinn ÍS-15 átti að fylgja því sem Árni Oddur kallaði „fókusfjárfesting“ í viðtali við *Morgunblaðið* í júlí 1999. Í sama viðtali lagði Styrmir Bragason, sjóðsstjóri ÍS-15, áherslu á mikilvægi þess að taka áhættu í hlutabréfaviðskiptum:

„Fjárfestar mega ekki gleyma að með því að ganga ekki alla leið í fjárfestingum er verið að taka áhættu á því að missa af tækifærum. Sú áhætta getur orðið dýrari en að taka stökkið“.¹⁷⁵

Sjóðurinn var fyrst og fremst ætlaður stórum fjárfestum. Lágmarkskaup í honum í nóvember 1998, þegar hann var kynntur, voru fimm milljónir (lágmarkið var síðar lækkað í tvær milljónir) og þá var stærð hans 850 milljónir. Sjóðurinn óx hratt og um mitt ár 1999 var hann kominn í fjóra milljarða. Stærð sjóðsins má meðal annars sjá af því að hlutabréfavelta á Verðbréfaþingi fyrstu þrjá mánuði ársins 1998 var 3,8 milljarðar.

Stjórnendur sjóðsins héldu því einnig fram að sjóðurinn hefði með umfangi viðskipta sinna haft mikil áhrif á verðmyndun á íslenska hlutabréfamarkaðnum. Í þessu sambandi talaði Árni Oddur um „tímabilin fyrir og eftir ÍS-öld“.¹⁷⁶ Með umfangi viðskipta sinna hefði sjóðurinn dýpkað markaðinn og meginstyrkur sjóðsins, að mati Styrmis, var hversu virkur hann væri á markaði í samanburði við aðra hlutabréfasjóði. Ólíkt öðrum sjóðum sem keyptu hlutabréf sem þeir síðan ættu til langs tíma, óháð verðsveiflum, væri ÍS-15 ævinlega reiðubúinn að selja bréf í safni sínu og kaupa þau aftur ef svo bæri undir.

Mikilvægi ÍS-15 fólst ekki síst í því að hann virðist hafa verið fyrsti verðbréfa- eða hlutabréfasjóðurinn sem tók stórar stöður í fyrirtækjum með því að safna bréfum þeirra með það fyrir augum að selja þau aftur í heilu lagi. Viðskipti sjóðsins virðast hafa verið mikil í samanburði við stærð markaðarins en ónefndur verðbréfamiðlari, sem *DV* vitnaði til 21. janúar 2000, líkti honum við „skuttogara í baðkari“. Í ljósi þess hversu lítil viðskipti þurfti til að hafa áhrif á verð hlutabréfa hér á landi er ekki ólíklegt að innkoma sjóðsins hafi haft veruleg áhrif.¹⁷⁷

Hlutabréfasjóðurinn ÍS-15 breytti um fjárfestingarstefnu og hætti að stefna á að kaupa í stærstu fyrirtækjum Verðbréfaþings en í janúar 2001 kynnti ÍS-15 að hann væri búinn að taka stefnuna á að kaupa í fyrirtækjum sem væru í að fara í útrás, sérstaklega Pharmaco, Össuri og

¹⁷⁴ *Morgunblaðið* 20. júlí 2000, bls. B2.

¹⁷⁵ *Morgunblaðið* 10. júlí 1999, bls. 18–19, tilv. bls. 18.

¹⁷⁶ *Morgunblaðið* 10. júlí 1999, bls. 18.

¹⁷⁷ *DV* 21. janúar 2000, bls. 13.

Marel.¹⁷⁸ Hlutabréfasjóðurinn ÍS 15 var starfræktur áfram eftir að Kaupþing og Búnaðarbankinn sameinuðust og starfar enn árið 2008 undir nýju nafni, „Fjárfestingarsjóðurinn ÍS-15“.

11. Aldamótabólan, 1998–2000

Eftir stutta lögð árið 1998 fór hlutabréfamarkaðurinn aftur á flug árið 1999. Ástæður þessa stórauðna áhuga voru nokkrar. Í fyrsta lagi hafði eigendum hlutabréfa fjölgað hratt á undangengnum árum. Árið 1996 áttu um 35.000 manns hlutabréf en árið 1999 var talan komin upp í 49.000. Þó að fæstir hafi stundað regluleg viðskipti fór þeim þó fjölgandi og salan á hlutabréfum í ríkisbönkunum; FBA, Landsbanka og Búnaðarbanka, varð til þess að kveikja áhuga margra á hlutabréfaviðskiptum.¹⁷⁹ Á sama tíma juku stórir fjárfestar kaup sín, meðal annars lífeyrissjóðir. Stórir fjárfestar eins og ÍS-15 létu einnig að sér kveða. Hlutabréf í flestum hátæknifyrirtækjum, fjarskipta- og tölvuiðnaði, eða hugbúnaðargerð og þó sérstaklega öllum fyrirtækjum, sem höfðu eitthvað með veraldarvefinn eða tölvutækni að gera, ruku upp. Þessi alþjóðlegi spenningur náði til Íslands.

Á árunum 1998 og 1999 voru nokkur stór hlutabréfaútboð en umtalsverð eftirspurn myndaðist í þeim öllum. Hlutfallslega var umframeftirspurnin langmest í hlutafjárútboðum fjármálafyrirtækja en auk ríkisbankanna þriggja efndi Tryggingamiðstöðin til hlutafjárútboðs. Hlutafjárútboð Tryggingamiðstöðvarinnar var mun minna en útboð ríkisbankanna. Alls voru í boði 2,8 milljón krónur að nafnvirði, sem seldar voru á genginu 25, og mátti hver skrá sig fyrir 15.000 krónum að hámarki. Umframeftirspurnin, sem varð sexföld, var vísbending um áhuga fjárfesta á hlutabréfum fjármálafyrirtækja.

Tafla 4: Hlutafjárútboð fjármálafyrirtækja 1998 og 1999

M.kr.	Fyrirtæki	Fjöldi kaupenda	Í boði m. kr.	Skráð fyrir m. kr.
September 1998	TM	1.100	2,8	16,3
September 1998	Landsbankinn	12.200	1.000	5.500
Nóvember 1998	FBA	10.734	4.665	18.900
Desember 1998	Búnaðarbankinn	92.900	350	42.800
Desember 1999	Landsbankinn	27.835	550	4.000
Desember 1999	Búnaðarbankinn	23.503	350	3.800

Heimild: Morgunblaðið, Ársskýrslur viðkomandi fyrirtækja

Umframeftirspurnin í útboði Búnaðarbankans í desember 1998 var 122-föld, eins og sjá má í töflu 3, en það er einsdæmi. Alls skráði um þriðjungur þjóðarinnar, 92.900 manns, sig í útboði Búnaðarbankans fyrir 42,8 milljörðum króna. Þriðjungur þeirra sem höfðu skráð sig hafði þó framselt kennitölu sína til annarra og sökum þess að fyrirséð var að umframeftirspurn yrði í útboðinu og hlutur hvers myndi því skerðast höfðu flestir skráð sig fyrir hámarkshlut,

¹⁷⁸ Morgunblaðið 19. janúar 2001, bls. 20.

¹⁷⁹ Morgunblaðið 11. febrúar 1995, bls. 18.

miklu hærri upphæð en fólk hugðist kaupa. Eigi að síður er þátttakan til marks um þann gríðarlega áhuga sem almenningur sýndi hlutabréfum á þessum tíma.¹⁸⁰

12. Einkavæðing FBA

Stofnun FBA um áramótin 1997–98 og einkavæðing bankans á árunum 1998 og 1999 markar mikilvæg þáttaskil í sögu bæði fjármála- og atvinnulífsins. Í fyrsta lagi innleiddi bankinn ýmsar nýjungar í íslenskum bankarekstri og var fyrstur íslenskra banka til að hefja stórfellda fjárfestingarbankastarfsemi. Með sameiningu Íslandsbanka og Fjárfestingarbanka atvinnulífsins vorið 2000 varð einnig til fyrsti blandaði viðskipta- og fjárfestingarbankinn. Eftir að hinum ríkisbönkunum var breytt í hlutafélög fetuðu þeir sömuleiðis inn á þessa braut.¹⁸¹

Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var búinn til úr Fiskveiðasjóði Íslands, Iðnlánasjóði, Iðnþróunarsjóði og Útflutningslánasjóði. Bankinn fékk 91,5% af eignum og 62,5% af eigin fé sjóðanna en afgangurinn féll í skaut Nýsköpunarsjóði atvinnulífsins. Sameining sjóðanna hafði verið til umræðu allan áratuginn, eða allt frá því að farið var að ræða hlut þeirra og ríkisbankanna í fjárfestingarslysum laxeldis- og loðdýraevintýranna, en ekkert gengið. Töluverðar deilur höfðu einnig spunnist um afdrif Iðnþróunarsjóðs en stofnun Nýsköpunarsjóðs var málamiðlun í þeirri deilu.¹⁸²

Þann fyrsta janúar 1998 tók bankinn til starfa. Bjarni Ármannsson var ráðinn bankastjóri en hann hafði áður starfað hjá Kaupþingi. Bankinn markaði sér stefnu sem undirstrikaði að hann var frábrugðinn fyrirrennrum sínum. Dregið var úr vexti útlána en í stað þess voru viðskipti með markaðsverðbréf aukin. Þetta skilaði sér í því að vaxtatekjur urðu mun minni hluti tekna bankans og um leið varð mikil tekjuaukning.¹⁸³ FBA var því allt annað og meira en framhald á fjárfestingarlánasjóðunum.

Stjórnendur fjárfestingarbankans drógu enga dul á að bankinn hygðist beita sér fyrir margháttuðum breytingum á fjármálalífínu. Eitt af þeim nýmælum sem bankinn stóð fyrir voru kaupréttarsamningar sem bankinn gerði við starfsmenn sína og stjórnendur.¹⁸⁴ Bankinn hafði einnig forgöngu um fyrsta fjölbankalánið sem íslenskur banki hafði umsjón með. Kaup hans á hlut Hagkaupsfjölskyldunnar í Baugi, í aðdraganda þess að félaginu var breytt í opið almenningshlutafélag, var einnig nýjung því að íslenskir bankar höfðu fram að því ekki tekið yfir stór fyrirtæki með þessum hætti nema þeir væru að verja eigin hagsmuni.

Haustið 1998 var ákveðið að selja 49% í FBA í almennu útboði til almennings. Útboðið stóð frá 30. október til 12. nóvember. Markmiðið var að ná fram sem dreifðustu eignarhaldi og

¹⁸⁰ Sjá t.d. úttekt Eyrúnar Magnúsdóttir á aldamótabólunni í *Morgunblaðinu* 15. apríl C6–C7.

¹⁸¹ Sjá t.d. *Morgunblaðið* 22. júlí 2000, bls. 10.

¹⁸² Sjá t.d. *Sedlabanki Íslands, Hagtölur mánaðarins* maí 1993, bls. 3–4; viðtal við Braga Hannesson forstjóra Iðnlánasjóðs, Jón Magnússon: “Sjóðunum mun fækka.” *Frjáls verslun* 3 tbl. 1991, bls. 56–64; *Morgunblaðið* 18. maí 1995, bls. B6–B7; einnig *Morgunblaðið* 14. júní 1990, bls. B6; *Morgunblaðið* 14. mars 1993, bls. 16–17; *Morgunblaðið* 3. febrúar 1995, bls. 10; Már Elíasson, Fjárfestingarbankar og nútíminn, *Morgunblaðið* 29. október 1995, bls. B18.

¹⁸³ Viðtal við Bjarna Ármannsson, *Morgunblaðið* 1. nóvember 1998, bls. 28–29; *Morgunblaðið* 2. október 1997, bls. B6; „Torgið: Allir veggir á brott.“ *Morgunblaðið* 30. október 1997, bls. B8.

¹⁸⁴ *Morgunblaðið* 8. nóvember 1997, bls. 19. Oz var eitt fyrsta fyrirtækið sem tók þetta upp en FBA fylgdi fast á hæla Oz og vakti mun meiri athygli. Eyþór Ívar Jónsson: „Húrra hluthafar!“ *Vísindagætt* 37. tbl. 1999, bls. 2; *Morgunblaðið* 12. ágúst 1999, bls. C10; *Morgunblaðið*, 29. febrúar 2000, bls. 38–39; Eyþór Ívar Jónsson: „Ný hugsun, nýjar leiðir.“ *Vísindagætt*, 9. tbl. 2000, bls. 4.

því var sett hámark á það sem hver mátti kaupa fyrir, 360.000 að nafnvirði eða um hálf milljón að markaðsvirði. Stefna ríkisstjórnarinnar var skýr – tryggja ætti að bankarnir væru í dreifðri eignaraðild. Í viðtali við *Morgunblaðið* 8. ágúst 1998 tengdi Davíð Oddsson þessa kröfu við nauðsyn þess að bankarnir væru reknir með hrein arðsemissjónarmið að markmiði:

„Sumar þjóðir hafa það reyndar svo að þær binda það í lög hversu mikil eignarhlutdeild einstakra aðila má vera í bönkunum. Ég hygg að það sé til að mynda þannig í Noregi. Það má vel vera að slíkt gæti verið skynsamlegt að gera einnig hér á landi. A.m.k. er það æskilegt að menn hafi ekki á tilfinningunni að það séu einhver önnur sjónarmið sem ráði stefnu banka en almenn arðsemissjónarmið eins og einhverjir þröngir hagsmunir ráðandi hóps. [...]

Við höfum séð slíka hluti forðum tíð í fyrirtækjum að þar hafa hagsmunir einstakra stórra eigenda iðulega borið fyrir borð hagsmuni hinna smærri eigenda. Ég held að það væri afar illa farið hjá ríkinu ef þannig tækist til við sölu á eignum þess yfirleitt að stuðla að þess háttar skipan mála.“¹⁸⁵

Davíð dró um leið mjög í vafa mikilvægi kjölfestufjárfesta. Hjálmar Jónsson, blaðamaður *Morgunblaðsins*, hafði eftir Davíð að það væri „tíska að tala um kjölfestufjárfesta“ en að hann drægi mikilvægi þeirra í efa og teldi að

„[...] í bankastofnun geti alveg dugað að stærstu eignaraðilarnir, sem komi til með að hafa leiðbeinandi forystu um reksturinn, eigi eignarhluti á bilinu 3% til 8% til dæmis. Hann telji hins vegar ekki æskilegt að einn aðili eða skyldir aðilar ráði 30-40% eignarhlut í bankastofnun. Það sé engin nauðsyn á eigendum með stærri eignarhlut en að ofan greinir og við slíkar aðstæður geti eignaraðilar með 2-3% eignarhlut haft veruleg áhrif á reksturinn, auk þess sem þeir væru líklegastir til þess að knýja á um að arðsemissjónarmið réðu ferðinni.“

Í umræðum um einkavæðingu bankanna og átökin um FBA á næstu árum var oft vitnað til þessa viðtals en í því kom skýrt fram það sjónarmið að tryggja ætti dreift eignarhald á bönkunum og koma í veg fyrir óhóflega samþjöppun eignarhalds í atvinnulífinu. Davíð áréttaði þetta viðhorf í viðtali við Ríkissjónvarpið 6 ágúst 1999 en þá sagði hann: „Íslenzka þjóðríkið er þannig vaxið, að það er ekki hollt fyrir það að vera í höndunum á mjög fáum aðilum“. ¹⁸⁶ Á næstu árum var margsinnis tekið undir þessi sjónarmið í ritstjórnargreinum *Morgunblaðsins*. Í september 1999 færði leiðarahöfundur blaðsins þessi rök fyrir mikilvægi dreifðs eignarhalds:

„Þeir sem halda því fram hér, að markaðurinn einn eigi að ráða og að önnur sjónarmið eigi ekki að koma við sögu hafa ekki fast land undir fótum. Öll helztu nágrannaríki okkar beggja vegna Atlantshafsins hafa einhvers konar reglur, sem settar eru af ýmsum ástæðum en það er ljóst, að öll þessi ríki telja framkvæmanlegt að fylgja slíkum reglum eftir og hafa gert það.

Rök Morgunblaðsins fyrir því að tryggja eigi dreifða eignaraðild að íslenskum fjármálastofnunum við einkavæðingu þeirra eru í grundvallaratriðum þau, að hið

¹⁸⁵ *Morgunblaðið* 8. ágúst 1998, bls. 30–31.

¹⁸⁶ *Morgunblaðið* 7. ágúst 1999, bls. 72.

fámenna íslenska samfélag muni ekki þola það til lengdar að nánast allar eignir þjóðarinnar færist á fárra hendur. Óbreytt kvótakerfi er að sjá til þess að slíkt gerist varðandi helztu auðlind landsmanna, fiskimiðin, þótt enn sé ráðrúm til að snúa þeirri þróun við. Við eigum að læra af þeirri reynslu og koma í veg fyrir að sú þróun verði við einkavæðingu bankanna.“¹⁸⁷

Sá lærdómur virðist þó ekki hafa verið dreginn.

12.1 Kennitölusöfnunin

Strax í upphafi var ljóst að mikil umframeftirspurn yrði í útboðinu ríkisins á 49% hlut í FBA. Það ýtti þó enn frekar undir umframeftirspurnina að Búnaðarbankinn og Kaupþing hófu að falast eftir því að viðskiptavinir þeirra, sem ekki ætluðu að kaupa hluti í FBA sjálfir, myndu eigi að síður skrá sig fyrir hámarkshlut í FBA og selja bréf sín svo strax að útboði loknu til bankanna. Kennitölusöfnunin, eins og þessi viðskipti voru kölluð, var mjög umdeild og var harðlega gagnrýnd af stjórnvöldum enda gekk hún í berhögg við yfirlýsta stefnu þeirra um dreifða eignaraðild.

Árni Oddur Þórðarson, forstöðumaður markaðsviðskipta hjá Búnaðarbankanum, lýsti því yfir í viðtali við *Morgunblaðið* 18. nóvember 1998 að kennitölusöfnunin væri „framvirk viðskipti“ og hélt því fram að uppátækið væri til marks um að hlutabréfamarkaðurinn hefði væri að þroskast og að Búnaðarbankinn og Kaupþing hefðu í raun gert stærri hluta almenningss klæift að taka þátt í einkavæðingunni sem hefði fyrir vikið tekist betur en ella:

„Það sem er ánægjulegast við þau framvirku viðskipti sem áttu sér stað er að almenningi gafst kostur á að taka þátt í einkavæðingarverkefni án þess að hafa yfir miklum fjármunum að ráða og því var þátttaka almenningss í hlutafjárútboði FBA jafn viðtæk og raun bar vitni. ... Búnaðarbankinn er sterkt afl á verðbréfamarkaði, tók virkan þátt í þessum viðskiptum og hafði mikið um það að segja að einkavæðing FBA tókst svo vel sem raun ber vitni.“¹⁸⁸

Aðrir töldu hins vegar að kennitölusöfnunin væri síst merki um „þroska“ markaðarins. Í viðtali við *Morgunblaðið* 23. september 1999 benti Davíð Oddsson á að reynslan af kennitölusöfnuninni sýndi að fjármálakerfið væri enn mjög vanþroskað og hefði ekki þróað með sér þær reglur sem einkenndu þróaða markaði.¹⁸⁹ Gagnrýnin á kennitölusöfnun Kaupþings og Búnaðarbankans var sú að þó hún væri strangt til tekið lögleg væri hún engan veginn í samræmi við góða viðskiptahætti og ekki til þess fallin að bæta siðferði á markaði eða skapa heilbrigð viðhorf meðal almenningss til hlutabréfaviðskipta.

Sambærilegar kennitölusafnanir fóru fram þegar boðin voru út hlutabréf í Búnaðarbankanum í desember 1998 en þær virðast bæði hafa verið almennari og töluvert betur skipulagðar en kennitölusöfnunin þegar FBA var einkavæddur. Bankarnir tóku meðal annars út heilsíðuauglýsingar þar sem viðskiptavinum bankans var boðið að framselja bréf sín. Auglýsingar

¹⁸⁷ „Eignarhald á bönkum.“ Leiðari. *Morgunblaðið* 12. september 1999, bls. 32.

¹⁸⁸ *Morgunblaðið* 18. nóvember 1998, bls. 18.

¹⁸⁹ *Morgunblaðið* 23. september 1999, bls. 36–37.

Íslandsbanka sem birtust í *Morgunblaðinu* 6. og 8. desember 1998 báru yfirskriftina „Viltu hagnast“ og buðu viðskiptavinum bankans áhættulausan hagnað:

„Þú þarft ekkert að leggja út! Þú sækir um 500.000 kr. hlut að nafnvirði á genginu 2,15. Ef þú selur Íslandsbanka hlut þinn ábyrgist bankinn að greiða þér hærri gengi fyrir þau bréf sem koma í þinn hlut á meðan á útboðinu stendur. Íslandsbanki gengur frá greiðslu á hlut þínum til Búnaðarbanka og leggur hagnaðinn inn á reikninginn þinn. Íslandsbanki tekur enga sölupóknun fyrir viðskiptin og áhættan er því engin!“¹⁹⁰

Í útboði Landsbankans átti sér ekki stað skipulögð kennitölusöfnun fyrir opnum tjöldum líkt og varð þegar hlutabréf í FBA voru seld í október–nóvember og hlutabréf Búnaðarbankans í desember. Stór hluti þeirra sem tóku þátt í útboði Landsbankans í september seldu þó bréf sín strax eftir að útboðinu lauk því um miðjan nóvember hafði þriðjungur þeirra sem tóku þátt, eða yfir 4.000 af 12.000, þegar selt bréf sín.¹⁹¹

12.2 Orca S.A.

Kennitölusöfnun Búnaðarbanka og Kaupþings í FBA var upphafið að áralöngum átökum um yfirráð yfir Íslandsbanka. Þegar upp var staðið höfðu Kaupþing og Búnaðarbankinn safnað svipuðum fjölda kennitalna. Í desember 1998 átti Kaupþing 9% í FBA og Sparisjóðirnir keyptu að auki 9% hlutafjár FBA af Búnaðarbankanum, viðskiptavinum hans og ÍS-15, fjárfestingarsjóði Búnaðarbankans. Markmið sparisjóðanna hafði verið að eignast Fjárfestingarbankann allan og sameina hann Kaupþingi en ekkert varð úr þeim ráðagerðum.

Í lok árs 1998 voru allir hlutir Kaupþings og sparisjóðanna í FBA settir inn í nýtt dótturfélag þeirra, Scandinavian Holding. Eftir áramót bætti félagið við sig og var í janúarbyrjun 1999 komið með 22,1% hlut í FBA og átti að auki atkvæðisrétt að 2% hlutafjár. Scandinavian Holding hafði verið stofnað í júní 1998 sem Compagnie Financière Scandinave Holding S.A. en eigendur þess voru skráð tvö félög á Tortóla, Quenon Investments Limited og Shapburg Limited. Félagið breytti um nafn á hluthafafundi 13. desember 1998 og hét eftir það Scandinavian Holding. Hlutfé félagsins var um leið aukið og breytt í íslenskar krónur.¹⁹²

Um mitt sumar 1999 ákvað Kaupþing að selja hlut sinn í FBA og tók að leita að kaupendum að hlut Scandinavian Holding í FBA. Þann 3. ágúst 1999 tilkynnti Kaupþing að það hefði selt rúmlega 22% hlut Sparisjóðanna og Kaupþings til félags að nafni Orca S.A. Orca S.A. var skráð í Lúxemborg þann fjórða ágúst af tveimur félögum á Tortóla, Starbrook International Limited og Waverton Group Limited, en Magnús Guðmundsson framkvæmdastjóri Kaupþings í Lúxemborg fór með prókúru félaganna.¹⁹³

¹⁹⁰ *Morgunblaðið* 6. desember 1998, bls. B3; *Morgunblaðið* 8. desember 1998, bls. 19.

¹⁹¹ *Morgunblaðið* 18. nóvember 1998, bls. 18.

¹⁹² *Memorial Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. Recueil des Sociétés et associations* C- N°690 25. september 1998, bls. 33091–33098. Sjá vefsíðuna: <http://www.etat.lu/memorial/memorial/1998/C/Pdf/c6902509.pdf>, 10. febrúar 2010; *Memorial Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. Recueil des Sociétés et associations* C N°205 25. mars 1999, bls. 9835–9838. <<http://www.etat.lu/memorial/memorial/1999/C/Pdf/c2052503.pdf>> 10. febrúar 2010.

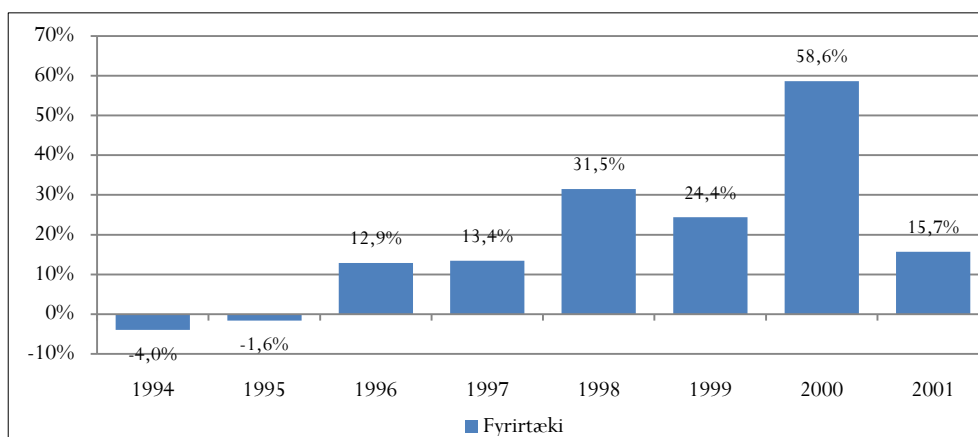
¹⁹³ *Memorial Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. Recueil des Sociétés et associations* C-N°801 27. október 1999, bls. 38427–38433. Sjá vefsíðuna: <http://www.etat.lu/memorial/memorial/1999/C/Pdf/c8012710.pdf>, 10. febrúar 2010.

Viðbrögð stjórnvalda voru þau að hugmyndinni um að selja FBA í opnum útboðum og stefna að dreifðu eignarhaldi á bankanum var varpað fyrir róða enda virtist kennitölusöfnunin hafa sýnt að ekki yrði hægt að ná þeim markmiðum. Í stað þess að setja lög um dreifða eignaraðild banka ákváðu stjórnvöld hins vegar að fara þá leið að óska eftir tilboðum í 51% hlut ríkisins. Hugmyndin var sú að með því mætti koma í veg fyrir að einn aðili næði undirtökum í bankanum og hámarka söluandvirði bankans. Orca-hópurinn kom ekki fram sem ein heild og því var haldið fram að með þessu hefði hópurinn verið „leystur upp“. ¹⁹⁴ Samvinna forystumanna Orca-hópsins hélt þó áfram og meðlimir hópsins héldu áfram að auka við hluti sína. Í lok árs 1999 var hópurinn kominn með 45% hlut í FBA.

13. Ástæður og birtingarmynd hlutabréfabólunnar

Mikil útlánþensla einkenndi árin 1998–2000. Árið 1998 jukust útlán til fyrirtækja um 31%, 24% árið 1999 og 59% árið 2000. (Sjá töflu/mynd 14). Þessi útlánaaukning var ekki síst fjármögnuð með stórauðinni erlendri lántöku bankanna. Árið 1997 jukust erlend endurlán um 33,2%, 59,9% árið 1998 og 49,4% árið 1999.

Mynd 9: Árleg aukning útlána og markaðsskuldabréfa 1994–2001



Heimild: Seðlabanki Íslands

Á árinu 1999 varaði Seðlabankinn við þessari þróun, hröðum útlánsvexti og vaxandi söfnun erlendra skammtímaskulda. Þá benti bankinn á að útlánaaukningin kynti undir þenslu í hagkerfinu og tefldi stöðugleika. Þessi útlánaaukning var uppskrift að klassískri eignaverðsbólu: Allt þetta fjármagn þrýsti upp verði á flestöllum eignum auk þess sem nýfjárfestingar í byggingum og fyrirtækjum jukust mjög (sjá mynd 10). ¹⁹⁵

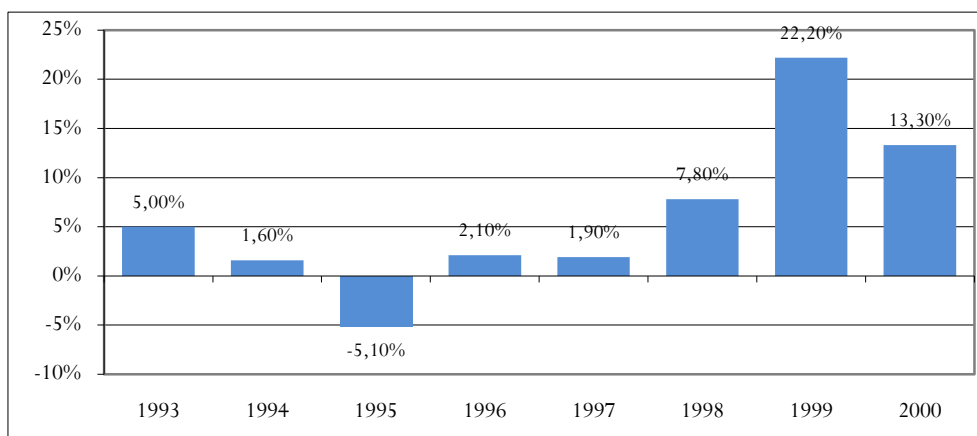
¹⁹⁴ Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, *Einkavæðing 1999–2003. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu, maí 2003*.

Reykjavík 2003, bls. 19–22. Sjá vef Forsætisráðuneytis:

<http://www.forsætisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding99-03doc.doc>. 10. febrúar 2010. *Alþingistíðindi* 1999–2000 B (125. löggjafarþing), d. 1158; *Morgunblaðið* 17. nóvember 1999, bls. 34–35.

¹⁹⁵ Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1999*. Reykjavík 2000, bls. 13, 22–24. Sjá einnig: Seðlabanki Íslands. *Ársskýrsla 1998* (Reykjavík 1999), bls. 29–30; einnig mat bankans á þróun og horfum í efnahags- og peningamálum: „Ofþensla teflir verðstöðugleika enn í hættu.“ *Peningamál* 1. tlb. 1999, bls. 3–21; „Fjármálakerfið: styrkur og veikleikar.“ *Peningamál* 1. tlb. 2000, bls. 26–28; Sjá

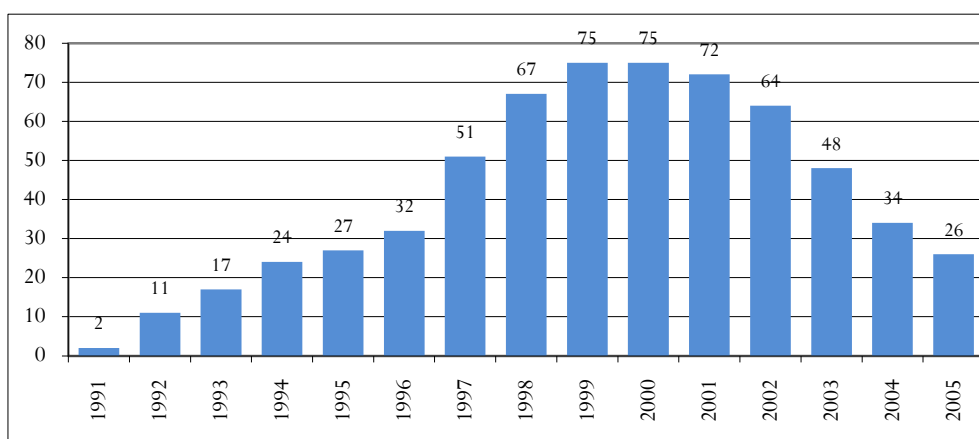
Mynd 10: Fasteignaverð, 12 mánaða breyting, 1993-2000



Heimild: Seðlabanki Íslands

Um leið jókst veltan á Verðbréfaþingi mikið en árið 1999 var velta hlutabréfa rúmlega 40 milljarðar sem var meira en þrisvar sinnum meiri velta en árið áður þegar hún var 12,7 milljarðar. Utanþingsvelta jókst enn meira eða úr 19 milljörðum í 84 milljarða. Skráðum fyrirtækjum fjölgaði á árinu 1999 úr 56 fyrirtækjum í byrjun árs í 64 í árslok. Í lok árs voru að auki voru 11 hlutabréfasjóðir skráðir, þannig að í heild voru 75 bréf skráð. Árið eftir náði fjöldi skráðra fyrirtækja hámarki þegar hlutabréf 65 fyrirtækja voru skráð á Verðbréfaþing. Þá hafði hlutabréfasjóðum fækkað í tíu þannig að heildarfjöldi skráðra félaga var hinn sami, eða 75. Árin 1999 og 2000 marka því ákveðin tímamót í sögu Verðbréfaþings því að eftir það tók félögum að fækka (sjá mynd 11).

Mynd 11: Fjöldi skráðra félaga á VÞÍ, 1991-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands

Miklar eignaverðshækkunarir í lok tíunda áratugarins höfðu meðal annars þær afleiðingar að eignasala varð mikilvægari fyrir rekstur og afkomu fyrirtækja. Í kringum aldamótin tóku reyndar

einnig umræðu um erlend endurlán: „Torgið, Lánið leikur við bankana.“ *Morgunblaðið* 16. júlí 1998, bls. D 12; *Morgunblaðið* 15. júní 1999, bls. 38-39; Þorvaldur Gylfason, „Erlendar skuldir: Áfram hærra“, *Vísinding* 23. tbl. 2000, bls. 3-4.

æ fleiri fyrirtæki að telja eignasölu með „reglulegri starfsemi“ sinni. Ágætt dæmi er Oliufélagið sem átti mikið safn hlutabréfa og taldi söluhagnað af þeim til reglulegrar starfsemi.

13.1 Aldamótabólan var knúin áfram af lánsfé

Meðan aldamótabólan blés út varð æ algengara að hlutabréf væru keypt fyrir lánsfé og var 80% láns hlutfall í hlutabréfakaupum algengt. Voru slíkar lántökur ekki bundnar við stærri fjárfesta heldur var nokkuð algengt að „eldhúsfjárfestar“, sem spiluðu á markaðnum í tiltölulega smáum stíl, tækju lán til hlutabréfakaupa. Slíkar lántökur urðu vitaskuld til þess að meira fé streymdi inn á hlutabréfamarkaðinn sem aftur varð til þess að bjóða upp verð hlutabréfa. Líkt og í öðrum hlutabréfabólum sögunnar lék lánsfé því stórt hlutverk í aldamótabólunni hér á landi. Margir nýttu sér yfirdráttarheimildir til hlutabréfakaupa en einnig fóru sögur af því að fólk tæki hærri lán en það þyrfti hjá Íbúðalánasjóði og notaði mismuninn í hlutabréfakaup.¹⁹⁶

Lánveitingar til hlutabréfakaupa færðust í aukana á árunum 1998–2000 og voru t.d. auglýst mun meira á þessum árum en fyrr. Mikilvægt er þó að hafa í huga að lán til hlutabréfakaupa voru ekki ný af nálinni hér á landi og að almenningur hafði vanist því að hlutabréf væru keypt fyrir lánsfé allt frá því að markaðurinn var að stíga sín allra fyrstu spor. Allt frá því í upphafi áratugarins höfðu verðbréfafyrirtækin veitt almenningi lán og „hagstæða greiðsluskilmála“ ef keypt voru hlutabréf í verðbréfasjóðum þeirra en slík lán voru jafnvel veitt til kaupa á öðrum hlutabréfum. Þessi lán voru að jafnaði veitt til allt að tveggja ára og yfirleitt í tengslum við kaup á „skattaskammtinum“. Þannig buðu Kaupþing, Fjárfestingarfélagið Skandia og Verðbréfamarkaður Íslandsbanka upp á lán til hlutabréfakaupa fyrir áramót. Lánin voru veitt til 11–24 mánaða, láns hlutfallið var 70–80% og bréfin voru höfð sem handveð. Vextir á þessum lánnum voru 10,75%.¹⁹⁷

Þá var kaupendum oft boðið upp á lán til hlutabréfakaupa í útboðum sem haldin voru á tíunda áratugnum bæði í einkavæðingarútboðum og útboðum einkafyrirtækja. Í einkavæðingarútboði Lyfjaverslunar Íslands bauð ríkið upp á lán til kaupanna en t.d. í tengslum við útboð Skýrr buðu bankar og sparisjóðir upp á lán. Í útboði ríkisbankanna lánuðu bankarnir sjálfir til kaupa á bréfunum. Í tengslum við útboð var algengt að bankar lánuðu 85% af kaupverði og til allt að þriggja ára. Kjör voru misjöfn en t.d. í útboði Landsbanka Íslands í september 1998 veitti bankinn 85% lán til þriggja ára, óverðtryggt og með 9,85% vöxtum og bauðst til að lána viðskiptavinum sínum á sömu vöxtum allt að 80% kaupverðs hlutabréfa í FBA.¹⁹⁸

¹⁹⁶ Jón G. Hauksson: „Gullæði grípur um sig.“ *Fjáls verslun* 2. tbl. 2000, bls. 16–21, tilv. bls. 18; Sigurður B. Stefánsson, „Fjármál á fimmtudegi – Hlutabréf keypt fyrir lánsfé“, *Morgunblaðið* 30. september 1999, C6–C7; *DV* 19. nóvember 1998, bls. 27.

¹⁹⁷ Þessi lán voru ekki bundin við verðbréfasjóði því að bæði Verðbréfamarkaður Íslandsbanka og Fjárfestingarfélagið Skandia buðu viðskiptavinum sínum lán til kaupa í öllum bréfum sem skráð voru á Verðbréfafingi Íslands: *Morgunblaðið* 30. nóvember 1994, bls. 18. *Morgunblaðið* 6. desember 1994, bls. 16. Árið 1999 voru enn veitt lán til kaupa á „skattaskammtinum“ en það ár buðu verðbréfafyrirtækin viðskiptavinum sínum að kaupa í verðbréfasjóðum með boðgreiðslum Visa eða Eurocard. *Morgunblaðið* 1. september 1999, bls. 23.

¹⁹⁸ *DV* 5. nóvember 1998, bls 19; *Morgunblaðið* 3. nóvember 1998, bls. 20; *Skráningarlýsing Landsbanka Íslands 3 september 1998*. Reykjavík 1998, bls. 9. Sjá vef Landsbankans:

http://www.landsbanki.is/Uploads/Documents/UmLandsbankann/skranlys__LI_allt.pdf. 18. febrúar 2010.

Almenningur, sem steig sín fyrstu spor á hlutabréfamarkaði með kaupum í einkavæðingarútboðum, kynntist þannig um leið hlutabréfalánunum. Margir sem tóku hlutabréfalán til að kaupa í stórum útboðum þessara ára högnuðust á viðskiptunum og það má því leiða líkum að því að útboðin hafi stuðlað að því að almenningur fékk jákvæða reynslu af þeim áhættusömum viðskiptaháttum að taka lán til hlutabréfakaupa.

Það má einnig benda á að í útboðum FBA, Landsbankans og Búnaðarbankans, þar sem stórfelldar kennitölusafnanir áttu sér stað, hafi fólk um leið tekið þátt í öðrum og vafasamari tegundum hlutabréfaviðskipta, þ.e. leppun.

13.2 Aukinn áhugi almennings og fjölmiðla á hlutabréfaviðskiptum

Undir lok tíunda áratugarins jukust möguleikar almennings á að taka þátt í hlutabréfaviðskiptum. Rafræn skráning hlutabréfa gerði hlutabréfaviðskipti auðveldari og tilkoma hlutabréfaviðskipta á veraldarvefnum gerðu hlutabréfaviðskipti aðgengilegri en í fyrr. Hér munaði mest um Kauphöll Landsbréfa sem hóf göngu sína í desember 1997. Þátttakan í Kauphöllinni var vonum framar og þótt mjög fáir keyptu og seldu daglega áttu margir viðskipti einu sinni í mánuði eða svo og skoðuðu markaðinn reglulega. Jón G. Hauksson orðaði það svo í janúartölublaði *Frjálsrar verslunar* 2000:

„Það er ekki lengur einungis „eitthvert jakkafatalið“, eins og það hefur verið nefnt sem fjárfestir í hlutabréfum á Netinu heldur almenningur; mömmur, pabbar, ömmur, afar, nemendur, rafvirkjar, smiðir, lækmar, leigubílsstjórar og svo mætti áfram telja. Fólk á öllum aldri og í öllum stéttum sýnir nú fjárfestingum í hlutabréfum áhuga sem aldrei fyrr.“¹⁹⁹

Vorið 1999 hóf Kauphöll Landsbréfa að bjóða upp á viðskipti á Wall Street. Íslandsbanki-FBA opnaði verðbréfavefinn Ergo vorið 2000 en hann náði aldrei sömu vinsældum og Kauphöll Landsbréfa. Um svipað leyti og hlutabréfaviðskipti hófust á netinu jókst ráðgjöf markaðsaðila til almennings en í október 1997 byrjaði Íslandsbanki að gefa út ráðleggingar um hvaða bréf væri vænlegt að kaupa, selja eða halda.²⁰⁰

Á seinni hluta tíunda áratugarins varð bylting í umfjöllun fjölmiðla um viðskipti. *Frjáls verslun* hefur fjallað um viðskipti frá 1939. *Vísbinding*, sem hefur fjallað mun meira um efnahagsmál en viðskipti, hefur komið út frá 1983. Dagblöðin fjölluðu í raun ekki um viðskipti með skipulegum hætti á sérstökum viðskiptasíðum fyrr en *Viðskiptablað Morgunblaðsins* kom fyrst út 17. janúar 1985.

Fram á níunda áratuginn höfðu stjórnendur íslenskra fyrirtækja takmarkaðan skilning á hlutverki viðskiptafrétta og brugðust oft illa við umfjöllun um fyrirtæki sín og litu á umfjöllun um fyrirtæki keppinauta sem óeðlilega auglýsingu. Á tíunda áratugnum lærðu fyrirtækjastjórnendur að lifa við meiri umfjöllun sem þýddi um leið að gegnsæi íslensks

¹⁹⁹ Jón G. Hauksson: „Ömmur, mömmur, nemendur, smiðir, rafvirkjar, lækmar.“ *Frjáls verslun* 1. tbl. 2000, bls. 70–72, tilv. bls. 70.

²⁰⁰ „Torgið: Ráðgjöf á hlutabréfamarkaði.“ *Morgunblaðið* 23. október 1997, bls. C8.

atvinnulífs jókst.²⁰¹ Árið 1993 tók *Morgunblaðið* að leita kerfisbundið til verðbréfafyrirtækja um álit verðbréfasala þegar blaðið fjallaði um fyrirtæki eða hlutabréf þeirra. *Viðskiptablaðið* hóf göngu sína 1994. Bankarnir hófu að gefa út fréttabréf upp úr miðjum tíunda áratugnum. Á seinustu árum tíunda áratugarins verður áberandi sprenging í umfjöllun um hlutabréf og hlutabréfaviðskipti í dagblöðum. Eftir tilkomu netsins jókst þessi umfjöllun. Vísir.is opnaði „Viðskiptavefinn“ í maí 1999 í samvinnu við Viðskiptablaðið og í júlí sama ár opnaði Morgunblaðið eigin viðskiptavef. Á viðskiptavef Vísis var umræðuvettvangur með spjallþráðum sem bar nafnið „Innherjar“ þar sem áhugamenn um hlutabréfaviðskipti gátu skipst á skoðunum um einstök félög og verðþróun. Innherjaspjall Vísis var gagnrýnt fyrir að vera gróðrarstía spákaupmennskuorðroma en umræður á vefnum voru mjög virkar í aldamótabólunni.²⁰²

Í janúar 1991 byrjaði *Morgunblaðið* að birta „peningamarkaðinn“, heilsíðu sem síðar varð opna þar sem birt var yfirlit allra helstu markaðsstærða á einum stað. Á síðunni birtist verð á fiskmörkuðum, verð á hráolíu, gengi gjaldmiðla, vextir og afföll húsbréfa, gengi verðbréfasjóða, ýmsar vísitölur að ógleymdum upplýsingum af Verðbréfaþingi auk línurita yfir verðþróun. Almennig gat þar fylgst með gengi allra bréfa, stærð viðskipta og hagstæðustu kaup og sölutilboð bæði á Verðbréfaþingi og Opna tilboðsmarkaðnum. Peningamarkaðsopna *Morgunblaðsins* gaf lesendum þannig möguleika á að fá næsta heildstæða mynd af þróun allra helstu markaðsstærða á einum stað. *Morgunblaðið* hætti birtingu peningamarkaðarins áramótin 2003–2004.

Viðskiptafréttir fengu fyrst skipulega umfjöllun í sjónvarpi í október 1994 þegar Viðskiptahornið hóf göngu sína sem fastur liður í ellefufréttum Sjónvarpsins. Pétur Matthíasson var umsjónarmaður en árið eftir var búið að breyta Viðskiptahorninu í sérstakan tíu mínútna dagskrárlið í lok dagskrár.²⁰³ Í maí 1998 hætti Sjónvarpið með Viðskiptahornið en í staðinn fengu viðskiptafréttir og fréttir af hlutabréfamarkaði inni í fréttatímum Sjónvarpsins. Við það urðu daglegar verðbreytingar á Verðbréfaþingi að fréttafni í kvöldfréttum.

Haustið 1999 hleypti Skjár einn af stökkunum umræðuþættinum „Skotsilfur“ sem fjallaði um viðskipti og sýndur var á laugardögum. Í þættinum var farið yfir viðskiptafréttir vikunnar og rætt við verðbréfasala um hvaða bréf ætti að kaupa og hvaða bréf ætti að selja. Í aukablaði sem Skjár einn sendi með *Morgunblaðinu* þann 23. október 1999 var þessu lýst þannig:

„Skotsilfur greinir frá viðhorfum sjóðsstjóra, miðlara og annarra sérfræðinga til helstu kaup- og sölutækifæra á innlendum markaði og hvaða ástæður kunna að liggja þar að baki. Góðir gestir úr viðskiptaheiminum sækja Skotsilfur heim í hverri viku og ræða um fróðleg og fjölbreytileg viðfangsefni við allra hæfi auk þess sem þeir svara innsendum spurningum áhorfenda.“²⁰⁴

²⁰¹ „Torgið: Tímarnir tvennir.“ *Morgunblaðið* 19. janúar 1995, bls. D40.

²⁰² DV 4. maí 1999, bls. 23; *Morgunblaðið* 1. júlí 1999, bls. B10; *Fréttablaðið* 7. mars 2006, bls. 46.

²⁰³ Sjá DV 27. október 1994, bls. 20; Viðskiptahornið virðist ekki hafa höfðað til allra sjónvarpsáhorfenda. Í sjónvarpsdagskrá *Helgarpóstsins* 6. mars, 1995, bls. 22 var dagskrárliðnum t.d. lýst svo: „Fádæma hallærislegir og leiðinlegir þættir í umsjón G. Péturs Matthíassonar“.

²⁰⁴ *Morgunblaðið* 23. október 1999, Auglýsingaviðauki, Skjár einn, bls. 11.

Skotsilfur var á dagskrá þar til í maí 2001 og hafði mikil áhrif á mynd þá sem almenningur hafði af verðbréfasölum.²⁰⁵ Í janúar 2000 hóf fréttapátturinn Kastljós á ný göngu sína í Ríkissjónvarpinu en hann fékk, líkt og Skotsilfur, verðbréfamiðlara og sjóðsstjóra í heimsókn til að ræða hlutabréfamarkaðinn. Þættinum lauk þá einnig með því að sérfræðingarnir gæfu áhorfendum ráð um að kaupa eða selja í ákveðnum hlutafélögum. Um haustið hóf sambærilegur dagskrárliður, Peningavit, göngu sína á Stöð 2. Þátturinn var styrktur af Frjálsa fjárfestingarbankanum og beindi sjónum sínum sérstaklega að útrásinni sem þá var að fara á flug. Í heilsíðuauglýsingu í Morgunblaðinu var þættinum lýst þannig:

„Umsjónarmaður þáttarins, Eggert Skúlason fréttamaður, lítur á íslenska fjármálamarkaðinn, stundar nám í verðbréfamiðlun og flýgur út í heim og athugar hvernig íslenskir athafnamenn hafa spjarað sig á erlendri grundu.“²⁰⁶

Gera má ráð fyrir að öll þessi umfjöllun hafi haft áhrif á almenning. Almennigur hafði þegar tekið að líta á hlutabréf sem eðlilegt sparnaðarform en afleiðingar þessarar miklu umfjöllunar fjölmiðla var frekari breyting á viðhorfi almennings til hlutabréfaviðskipta.²⁰⁷ Hlutabréf, hlutabréfaverð og stjórnendur fyrirtækja urðu meðal helstu umræðuefna á mannafótum. Jón G. Hauksson talaði um vakningu í þessu sambandi í janúar tölublaði *Frjálsrar verslunar* árið 2000:

„Svo mikill áhugi er á hlutabréfaviðskiptum á meðal almennings að líkja má því við vakningu; allir eru miklu betur að sér núna um gengi bréfa og einstaka fjárfestingarkosti.“²⁰⁸

Þessi mikli áhugi hafði þó augljóslega á sér aðra hlið – en í næsta tölublaði *Frjálsrar verslunar* fjallaði Jón um að „gullæði“ virtist hafa gripið um sig meðal almennings. Fólk hefði heillast af sögum um skjótfenginn og fyrirhafnalítinn gróða í hlutabréfaviðskiptum:

„Það eru fyrst og fremst fréttir um snarhækkandi gengi hlutabréfa og skyndigróða sem kitla fólk og ýta undir gullæðið. Hvers vegna ekki að taka þátt í leiknum þegar sumir breytast úr milljónamæringum í milljarðamæringa á skömmum tíma?“²⁰⁹

Gullæðið og sóknin í skjótfenginn hlutabréfagróða varð til þess að sljóvga dómgreind fólks sem var tilbúið til þess að taka miklu stærri áhættu með sparifé sitt en ella eða jafnvel að taka lán til þess að kaupa óskráð hlutabréf.

Í þessu sambandi er þó mikilvægt að haldið sé til haga þætti bankanna í áhættusömum fjárfestingum fólks í óskráðum hlutabréfum á gráa markaðnum. Í blaðaauglýsingum bentu Landsbréf almennum fjárfestum þannig á að hægt væri að nálgast upplýsingar um óskráð hlutabréf, kaup og sölutilboð í Kauphöll Landsbréfa og að „grái markaðurinn ætti heima í

²⁰⁵ Sjá t.d. lesendabréf í *DV*, Stefán Halldórsson: „Trúin á fyrirtækin fyrir bí.“ *DV* 8. nóvember 2001, bls. 14; Sjá einnig umfjöllun Eyrúnar Magnúsdóttur um viðskiptafréttir fjölmiðla í aðdraganda aldamótabólunnar, *Morgunblaðið* 22. apríl 2004, bls. C4.

²⁰⁶ Sjá t.d. auglýsingu Stöðvar 2: *Morgunblaðið*, 7. nóvember 2000, bls. 7.

²⁰⁷ Sjá í þessu sambandi einnig Gylfi Magnússon: „Íslenskir fjölmiðlar og netbólan.“ *Hagfræðistofnun Háskóla Íslands*, R08:01, 2008, bls. 7, 10. Sjá vef Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands: <http://www.ioes.hi.is/publications/rseries/R0801.pdf>. 18. febrúar 2010.

²⁰⁸ Jón G. Hauksson: „Sala Þorsteins.“ *Frjáls verslun* 1. tbl. 2000, bls. 22–25, tilv. bls. 24.

²⁰⁹ Jón G. Hauksson: „Gullæði grípur um sig.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 2000, bls. 16–21, tilv. bls. 17.

Kauphöll Landsbréfa“.²¹⁰ Með þessu voru viðskipti með óskráð hlutabréf gerð aðgengilegri fyrir almenna og óreynda fjárfesta. Sérfræðingar verðbréfamarkaðarins, sem heimsóttu umræðuþætti í sjónvarpinu, voru meðal annars iðnir við að ráðleggja kaup á óskráðum hlutabréfum. Búnaðarbankinn þótti ganga sérstaklega djarflega fram í að hvetja til spákaupmennsku en verðbréfadeild bankans byrjaði í desember að birta „Draumasafn spákaupmannsins“ sem líka hét „Draumasafn Stínu framsýnu“ og var safn hlutabréfa sem Búnaðarbankinn ráðlagði viðskiptavinum sínum að kaupa. Hlutabréf DeCode voru stór hluti af þessu „draumasafni“, eða 20%, en bankinn hafði, ásamt Landsbankanum og FBA, keypt stóran hlut í DeCode sumarið 1999.²¹¹

Dálkahöfundurinn Innherji í *Morgunblaðinu* 3. febrúar 2000 benti á að það væri varla rétt að hvetja almenning til slíkra áhættufjárfestinga:

„Þó að enginn ætli Búnaðarbankanum annað en þeim gangi gott eitt til, þ.e. að kenna almenningi á leyndardóma markaðarins, spyrja ýmsir sig hvort við hæfi sé að virðulegur ríkisbanki stundi þessa iðju.“²¹²

13.3 Grái markaðurinn: DeCode og Oz²¹³

Saga DeCode og Oz eru um margt dæmigerð fyrir fyrirtæki á gráa markaðnum sem ruku upp í verði á þessum árum en féllu síðar mikið. DeCode og Oz voru líka meðal vinsælustu fyrirtækjanna á „gráa markaðnum“ og keyptu margir hlut í félögunum. Í október 2000 voru yfir 1400 Íslendingar hluthafar í OZ og hafði fjölgað úr 50 í desember 1998. Þegar DeCode var skráð á Nasdaq í júlí 2000 voru yfir 6.000 manns hluthafar sem var fáheyrður fjöldi hluthafa við frumskráningu fyrirtækis.²¹⁴

Hugbúnaðarfyrirtækið Oz var stofnað 1990 og skilaði aldrei hagnaði í þrettán ára sögu sinni. Þrátt fyrir þetta var markaðsvirði félagsins á vormánuðum 1999 nærri 15 milljarðar sem þýddi að félagið var eitt hið verðmætasta á landinu. Gengið fór hæst í 4,8 dollara í maí 1999 en var komið undir 1 dollar í árslok 2001. Félagið leið undir lok í apríl 2003 þegar Landsbanki Íslands tók eignir félagsins upp í skuldir.²¹⁵

Væntingar fjárfesta til DeCode og Íslenskrar erfðagreiningar voru jafnvel meiri en til Oz enda ÍE stærra fyrirtæki og með skýrari framtíðarstefnu. Íslensk erfðagreining hóf starfsemi í lok árs 1996 en það var ekki fyrr en með lögum nr. 139/1998, um gagnagrunn á heilbrigðissviði, eða gagnagrunnslögunum svokölluðu, sem sjónir alls almennings beindust að fyrirtækinu. Í kringum gagnagrunnslögin spunnust umræður sem snerust um skynsemi þess að einkafyrirtæki hefði aðgang að viðkvæmum persónuupplýsingum og sjúkraskrá allra Íslendinga. Stjórnvöld

²¹⁰ Sjá t.d. *Morgunblaðið* 8. mars 2000, bls. 17.

²¹¹ Sjá t.d. *DV* 18. desember 1999, bls. 76.

²¹² „Innherji skrifar...“ *Morgunblaðið* 3. febrúar 2000, bls. C16.

²¹³ Gylfi Magnússon hefur gert umfjöllun um DeCode og Oz í fjölmiðlum og hlutbréfabóluna sem myndaðist í bréfum þeirra góð skil: Gylfi Magnússon: „Íslenskir fjölmiðlar og netbólan.“ *Hagfræðistofnun Háskóla Íslands*, R08:01, 2008.

²¹⁴ *DV* 2. desember 1998, bls. 32; *DV* 21. október 2000, bls. 37.

²¹⁵ *Morgunblaðið* 10. apríl 2003, bls. B1.

voru enn fremur sökuð um að láta pólitísk sjónarmið og persónuleg tengsl við stjórnendum ÍE ráða för.²¹⁶

Mikil eftirspurn var eftir bréfum í DeCode og í mars 1999 var gengi þeirra 24 dalir á hlut á gráa markaðinum. Í júní 1999 keyptu FBA, Landsbankinn, Búnaðarbankinn og Fjárfestingarfélagið Hof nærri helminginn af eignarhlut sjö bandarískra fjárfestingarfyrirtækja í Íslenskri erfðagreiningu og eignuðust þannig nærri 17% af heildarverðmæti félagsins. Eftir kaupin voru 70% af félaginu í eigu Íslendinga. Þar af var hlutur FBA 50%, Búnaðarbankinn fékk 24%, Landsbankinn 20% og Hof 6%. Kaupverðið var rúmir 6 milljarðar en þetta voru stærstu hlutabréfaviðskipti sem höfðu átt sér stað fram að þessu á Íslandi. Við kaupin lögðu stjórnendur bankanna mikla áherslu á hversu mikilvægt það væri að stór og mikilvæg félög væru í sem dreifðastri eign. Bankarnir lögðu því áherslu á að bréfin yrðu seld áfram – en að það yrði fyrst og fremst til stofnanafjárfesta. Halldór Kristjánsson sagði í viðtali við *Morgunblaðið* þegar tilkynnt var um viðskiptin að bankinn hygðist stuðla að því að DeCode gæti komist í sem dreifðasta eign og myndi því selja bréfin áfram. Einstaklingum yrði þó ekki selt fyrr en eftir að félagið væri skráð á markað:

„Við munum stuðla að því að með þessum kaupum og ætlum okkur að miðla hlutafénu til innlendra fjárfesta. Fram að skráningu til stofnana- og fagfjárfesta, en um leið og ÍE verður skráð og komið á markað, seljum við ákveðinn hlut til einstaklinga.“

Stefán Pálsson, bankastjóri Búnaðarbankans, tók í sama streng, Bankinn hygðist þó selja hluta síns í félaginu til hlutabréfasjóðsins ÍS-15. Stefán sagði einnig að almenningi yrði ekki boðið að kaupa bréf í DeCode fyrr en félagið hefði verið skráð á markað.²¹⁷ Bankarnir héldu eftir langmestu af þessum bréfum eða seldu þau verðbréfasjóðum sínum en þó var mikið af þeim einnig selt til almennings. Alls keyptu um 6.000 manns bréf í DeCode og fengu margir til þess lán frá bönkunum.²¹⁸

Í upphafi árs 2000 var gengi bréfa DeCode á gráa markaðnum komið í 50 dollara hluturinn og þegar leið á vorið voru þau komin í 60 til 65 dollara hluturinn. Fólk virðist hafa talið að bréfin myndu fara í 100 dollara eftir að þau hefðu verið skráð á markað í Bandaríkjunum.²¹⁹

Þegar tilkynnt var í maí 2000 að útboðsgengi DeCode á Nasdaq yrði á bilinu 14–18 dollarar féll gengi bréfanna á gráa markaðnum hér á landi niður í 26. Í júlí var DeCode skráð á Nasdaq og útboðsgengið þess 18 dollarar. Í viðskiptum á markaði féll gengið fljótt í 7–8 dollara en hækkaði aftur og fór hæst í 29 dollara í september 2000 en þá hófst hraðfara lækkun. Í byrjun árs 2003 var gengið komið í um þrjá dollara. Í lok árs 2008 voru bréf DeCode orðin það sem á ensku er kallað „penny stock“ en gengið var þá komið undir einn dollar.

²¹⁶ Átökunum um gagnagrunnslögin er einnig gerð skil af Guðna Th. Jóhannessyni í bók hans Kári í jötunmóð. *Saga Kára Stefánssonar og Íslenskrar erfðagreiningar*. Reykjavík 1999, bls. 165–178, 186–193, 198–224 og 227–238; Sjá einnig Gísli Pálsson og Kristín E. Harðardóttir: „For Whom the Cell Tolls: Debates About Biomedicine.“ *Current Anthropology*. 2. tbl. 43. árg. 2002, bls. 271–301.

²¹⁷ *Morgunblaðið* 17. júní 1999, bls. 40–41, tilv. bls. 41.

²¹⁸ Sigurður Jóhannesson: „Nýlegar íslenskar bólar.“ *Vísindagætt* 22. tbl. 2003, bls. 3–4; *Fréttablaðið* 17. september 2002, bls. 1.

²¹⁹ *Morgunblaðið* 28. janúar 2000, bls. 20; *DV* 17. janúar 2001, bls. 32.

14. Hlutabréfabólan springur

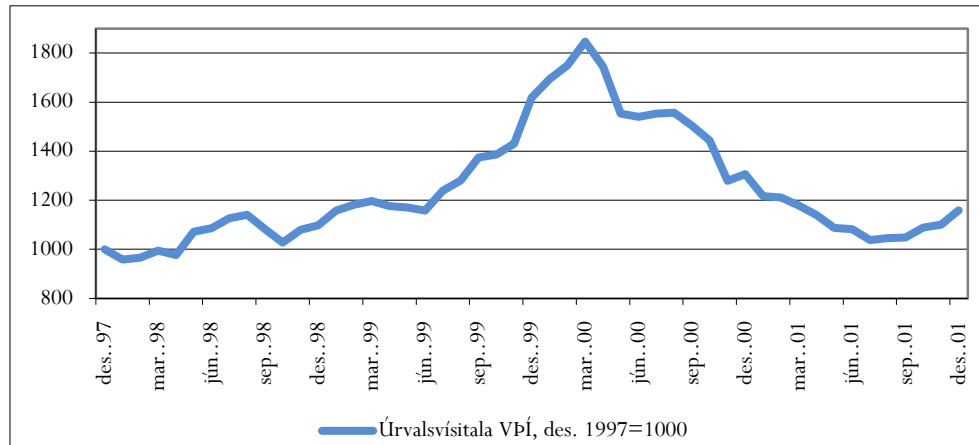
Viðskiptahættir á gráa markaðnum voru gagnrýndir. Ónafngreindur ráðgjafi hjá verðbréfafyrirtæki sem DV ræddi við vorið 2000 kallaði markaðinn „svínastíu“:

„Þessi markaður er alger svínastía þar sem stórir hluthafar stunda það í stórum stíl að koma af stað kviksögum og leka fréttum í blöðin til þess eins að þeir geti selt bréfin sín á sem hæstu verði. Þannig virðast menn geta talað upp verð á hlutabréfum eins og þeim sýnist.“²²⁰

Þó að ásakanir af um markaðsmisnotkun af þessu tagi hafi verið mjög algengar komust þær aldrei neitt lengra og engin dómsmál spunnust um óheiðarlega viðskiptahætti á verðbréfamarkaðnum.

Hvað varðar skráð hlutabréf stóð úrvalsvísitalan í upphafi árs 2000 í 1618 stigum. Hún fór hæst þann 17. febrúar í kjölfar hraðrar hækkunar fyrstu vikur febrúarmánaðar og náði þá 1889 stigum. Vísitalan féll í kjölfarið niður í það gildi sem hún hafði haft í upphafi febrúar og sveiflaðist töluvert þar til í byrjun maí þegar hún hríðféll og lauk árinu í 1306. Lækkunin frá hæsta gildi var 31% en 19,3% yfir árið. Lækkuninni var þó ekki lokið og árið eftir lækkaði hlutabréfaverð um önnur 11,2%. Botninum var náð í lok ágúst 2001. Þá hafði öll hækkun árána 1999 og 2000 gengið til baka (sjá mynd 12).

Mynd 12: Mánaðarlegt gildi úrvalsvísitölu VPÍ, des. 1997 – des. 2001



Heimild: Seðlabanki Íslands

Afleiðingar þess að loftið fór úr aldamótabólunni voru mun víðtækari en að fjárfestar hafi séð á bak hagnaði ársins 1999 og fyrstu mánaða aldamótaársins 2000. Ein af stærstu afleiðingunum var sú að almenningur dró mjög úr þátttöku sinni í hlutabréfaviðskiptum. Hlutabréf og hlutabréfamarkaðurinn sem hafði á hápunkt aldamótabólunnar orðið eitt af helstu umræðuefnum manna hvarf nú úr umræðupáttum ljósvakamiðla og hætti að skipa eins miðlægan sess í hugum alls almennings. Í viðtali við *Morgunblaðið* 29. desember 2000 sagði Edda

²²⁰ DV 20. maí 2000, bls. 24–25, tilv. bls. 24.

Rós Karlsdóttir hjá greiningardeild Kaupþings að einstaklingar hefðu „horfið“ af markaðnum og að um leið hefði grái markaðurinn horfið:

„Ákveðin grundvallarbreyting hefur átt sér stað á þessu ári, því einstaklingar eru nánast horfir út af hlutabréfamarkaðnum. [...] Þetta er bæði vegna þess að áhættan sem felst í hlutabréfum er orðin mönnum mjög ljós en einnig vegna þess að reglur um verðbréfavíðskipti hafa verið hert. Víðskipti með hlutabréf fyrirtækja sem ekki eru skráð á Verðbréfaþingi Íslands voru nánast engin á þessu ári, eftir að hafa verið mjög líflæg árin á undan. Verðbréfafyrirtækjum er ekki lengur heimilt að afgreiða einstaklinga með óskráð bréf nema að uppfylltum ströngum skilyrðum. Grái markaðurinn svokallaði er því í raun dauður í dag.“²²¹

Mikil víðskipti með óskráð hlutabréf á gráa markaðnum höfðu verið eitt helsta einkenni áraanna á undan. Árið 2000 var unnið að breytingum á lögum um útboð verðbréfa en markmiðið var að auka fjárfestavernd með því að takmarka áhættuna á að hlutabréf, sem seld væru í lokuðum útboðum til stofnanafjárfesta, væru seld til almennings. Fram til þessa hafði ekki verið skýr greinarmunur á lokuðum og opnum útboðum, meðal annars með hliðsjón af sölu hlutabréfa í DeCode.²²² Með breytingu, sem gerð var á lögum um verðbréfavíðskipti árið 2001, var svo komið í veg fyrir að hann gæti aftur náð þeim hæðum sem hann hafði áður verið í en eitt af markmiðum laganna var að draga úr víðskiptum með óskráð bréf. Bankarnir hættu að lána til kaupa á hlutabréfum í óskráðum félögum. En þó að bankarnir hafi ekki auglýst hlutabréfalán eftir aldamót héldu þeir áfram að veita lán til kaupa í skráðum félögum. Almennum fjárfestum sem tóku slík lán fækkaði hins vegar til mikilla muna.

Munurinn á gráa markaðnum og öðrum hlutabréfamarkaði var mjög óljós í huga Íslendinga á tíunda áratugnum. Hlutabréfamarkaðurinn hafði að stórum hluta verið „grár“ þar sem öll fyrirtæki á markaðnum höfðu verið á gráum markaði aðeins örfáum árum fyrr. Reynsla Íslendinga af gráa markaðnum var líka sú að verð hlutabréfa á gráum markaði hlyti aðeins að hækka – um leið og bréf kæmust í almenn víðskipti hækkaði verð þeirra. Það var því ekki nema eðlilegt að árin 1999 og 2000 hefðu Íslendingar jafn mikinn áhuga á gráa markaðnum og raun ber vitni.

Aldamótabólan var ekki séríslenskt fyrirbæri heldur alþjóðlegt þar sem verð tækni- og tölvufyrirtækja hækkaði linnulaust. Fá þessara fyrirtækja voru á markaði á Íslandi og því eðlilegt að spákaupmennska væri með bréf þeirra utan markaðar. Sömuleiðis voru hlutabréfahækkarnir í kjölfar frumútboða í Bandaríkjunum daglegar fréttir. Þetta allt spilaði vafalaust saman í því að auka áhuga Íslendinga á fjárfestingum í óskráðum hlutabréfum.

²²¹ *Morgunblaðið* 29. desember 2000, bls. 6.

²²² *Morgunblaðið* 30. júní 2000, bls. 26.

II. Hluti - Umbreyting íslensks atvinnulífs og vaxandi mikilvægi fjármálastofnana

Þó að öldudalurinn hafi verið djúpur á hlutabréfamarkaði fylgdi engin raunveruleg kreppa endalokum aldamótabólunnar. Hagvöxtur var 4,3% árið 2000 og 3,9% árið 2001. Árið 2002 var lítilsháttar lægð en landsframleiðsla jókst ekki um nema 0,1% það ár. Og þótt hlutabréfaverð hefði lækkað mikið var lækkunin hér á landi bæði minni en á mörkuðum í Evrópu og batinn á markaði kom fyrr en í nágrennalöndunum. Það hversu grunn lægðin varð hér á landi og hversu vel fjármálastofnanir og fjárfestar komu undan aldamótabólunni er ein skýringanna á þeim krafti sem var í íslensku útrásinni upp úr aldamótum.

Hlutabréfamarkaðurinn var fljótur að ná sér á flug aftur eftir að hann náði botni haustið 2001. Árið 2002 hækkaði úrvalsvisitalan um 16,7% en strax árið eftir var hækkunin 56,4%. Árið 2004 var hækkunin 58,9% og 64,7% árið 2005. Þessar miklu hækkunar skýrðust fyrst og fremst af góðu gengi fjármálastofnana og fjárfestingarfélaga sem skiluðu methagnaði á þessum árum.

Um leið fjölgaði þeim sem tóku þátt í hlutabréfaviðskiptum. Samkvæmt tölum úr skattaframtölum einstaklinga sem *Tíund* birti í nóvember 2006 fjölgaði þeim sem töldu fram söluhagnað af hlutabréfum úr 4.503 árið 2001 í 11.434 árið 2004. Þessi aukning er til marks um að almenningur hafi að einhverju marki farið að taka þátt í hlutabréfaviðskiptum að nýju.²²³

Verðhækkanirnar sem hófust 2002 voru knúnar áfram af bönkunum en ekki síður nýjum fjárfestingarfélögum sem komu fram eftir aldamót, fjárfestingarfélögum eins og Atorku og Afli, Kaldbaki og Straum. Á sama tíma og fjárfestingarfélögin komu ný inn í Kauphöllina fækkaði skráðum félögum. Þessi þróun var nátengd því að fjármálastofnanirnar, bankarnir og fjárfestingarfélögin höfðu ýmist frumkvæði að yfirtökum og afskráningu almenningshlutafélaga eða fjármögnuðu yfirtökur og afskráningu almenningshlutafélaga sem hurfu úr Kauphöllinni.

Í 2. hluta er þessi saga rakin í stórum dráttum. Fyrst er fjallað um umbreytingu íslensks atvinnulífs á tíunda áratugnum. Hlutfélagavæðing og samrunaþróun, sem einkenndi atvinnulífið, er til marks um að skoða verði umbreytingarferlið sem hefst í kringum aldamót og er stýrt af bönkunum og fjármálastofnunum sem framhald af þróun sem þegar var hafin í íslensku atvinnulífi. Rakin er saga nokkurra fyrirtækja og atvinnugreina sem veita dæmi um það með hvaða hætti þessi þróun átti sér stað en dæmin sýna hversu gagnager sú umbreyting var sem átti sér stað á þessum árum.

Því næst er fjallað um umbreytingu fjármálastofnananna eftir aldamót, og tilkomu fjárfestingarfélaganna. Sú saga sýnir vel hversu ólíkur uppruni fjárfestingarfélaganna var en í öllum tilvikum var lokaniðurstaðan sú sama: til urðu skuldsett fjárfestingarfélög sem höfðu frekar svipaða fjárfestingarstefnu. Þó að talað hafi verið um „þekkingarfyrirtæki“ í fjárfestingum virðast engin fjárfestingarfélaganna hafa aflað sér sérfræðiþekkingar á ákveðnum atvinnugreinum

²²³ Jón Ásgeir Tryggvason: „Söluhagnaður hlutabréfa.“ *Tíund* 3. tbl. 2006, bls. 8–11.

né markað sér fjárfestingarstefnu. Þess í stað leituðu fjárfestingarfélögin að umbreytingarfjárfestingum sem fólust yfirleitt í skuldsettum yfirtökum fyrirtækja.

15. Hlutfélagavæðing, samrunaþróun og umbreyting íslensks atvinnulífs

Meðal mikilvægustu einkenna tíunda áratugarins voru „hlutfélagavæðing“ og tilkoma „hluthafamenningar“. Með hlutfélagavæðingu er átt við vaxandi vægi hlutfélagformsins og þá sérstaklega almenningshlutfélagsins en forsenda hennar var tilurð eignamarkaða á tíunda áratugarins, einkum hlutabréfamarkaðar.²²⁴

Með hluthafamenningu er átt við að almenningur og almennir hluthafar hafi í vaxandi mæli fygst með því sem stjórnir fyrirtækja tóku sér fyrir hendur og jafnvel tekið virkan þátt á aðalfundum. Tilkoma hluthafamenningar var aftur afleiðing af hlutfélagavæðingunni, einkavæðingu ríkisfyrirtækja og opnunar áður lokaðra fjölskyldufyrirtækja. Segja má að þessi tvö fyrirbæri, tekin saman, feli í sér það sem Eyjólfur Konráð Jónsson nefndi „auðstjórn fjöldans“.

Meðal markmiða einkavæðingar og eflingar hlutabréfamarkaðar var að auka skilning almenning og stjórnmalamanna á fyrirtækjarekstri og mikilvægi þess að fyrirtæki skiluðu hagnaði og um leið að skapa jákvæðari viðhorf til fyrirtækja og stjórnenda þeirra. Þetta markmið virðist hafa náðst að miklu leyti. Til marks um breytingar sem urðu á viðhorfum til fyrirtækjareksturs og hagnaðar er að þegar afkoma fyrirtækja tók að batna eftir kreppuna 1988–1994 var sjaldnar talað um „gróða“ en þess í stað notað orðið „hagnaður“ sem hafði mun jákvæðari tengingar. Jákvæðara viðhorf til hagnaðar fyrirtækja var til marks um aukinn skilning á því að fyrirtæki væru rekin með hagnaði.

Í febrúar 1999 skrifaði Jón G. Hauksson, ritstjóri Frjálsrar verslunar, um þær breytingar sem orðið höfðu á viðhorfum til hagnaðar fyrirtækja. Það væri almennt viðurkennt að fyrirtæki þyrftu að skila hagnaði og hugtakið gróði væri ekki lengur skammaryrði:

„Það hefði einhvern tíma þótt saga til næsta bæjar á Íslandi að það væri jákvætt að græða; að hagnaði væri flikað í stað þess að ussa og sussa um hann. Það eru breyttir tímar!“²²⁵

Jón var ekki í nokkrum vafa um að ástæðan væri virkari hlutabréfamarkaður og þátttaka almenning í atvinnurekstri í gegnum almenna hlutabréfaeign. Til marks um þá breytingu sem hafði orðið á viðhorfum almenning er hægt að vitna í leiðara sem Jón skrifaði sjö árum áður, eða árið 1992. Sá bar yfirskriftina „Þjófar eða aumingjar“ og lagði út af ummælum Davíðs Scheving Thorsteinssonar í blaðinu nokkru áður:

„Davíð Scheving Thorsteinsson, framkvæmdastjóri Smjöllkis-Sólar, hitti naglann á höfuðið þegar hann sagði í viðtali við Frjálsa verslun í sumar að viðhorf almenning til fyrirtækja á Íslandi væri þannig að þeir sem stæðu í atvinnurekstri og töpuðu væru

²²⁴ Sjá Stefán Arnarson: „Ísland hf. – Hluthafalandið.“, *Vísindagangur* 37. tbl. 2000, bls. 2–3; Viðtal Eyþórs Ívars Jónssonar við Árna Vilhjálmsson: „Í ólgusjó breytinga.“ *Vísindagangur* 51. tbl. 2003, bls. 6–16.

²²⁵ Jón G. Hauksson: „Ekki lengur feimnismál.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 1999, bls. 6.

álitnir aumingjar en þeir sem græddu væru taldir þjófar. Viðhorf fólks til atvinnurekstrar verður að gerbreystast ef takast á að auka þjóðarframleiðsluna og bæta lífsskjör hér á næstu árum. Fólk á að bera virðingu fyrir mönnum sem standa í atvinnurekstri, hvort sem þeim tekst vel upp eða illa. Án dugmikilla manna í viðskiptum hefðu miklu færri atvinnu með tilheyrandi hörmungum og böli á mörgum heimilum. [...]

Líklega breytist hið neikvæða hugarfar gagnvart fyrirtækjum og mönnum í atvinnurekstri ekki fyrr en hlutabréfamarkaður verður sterkur hérlandis og hlutabréf verða útbreitt sparnaðarform á meðal landsmanna. Þar með verður almenningur ekki neikvæður hópur áhorfenda heldur beinn þátttakandi í atvinnurekstri.²²⁶

Önnur jákvæð birtingarmynd hlutafélagavæðingar og forsenda hluthafamenningar var að fyrirtæki tóku að afnema takmarkanir á framsali bréfa. Þetta var með fyrstu afleiðingum þess að stjórnvöld buðu upp á skattaafslátt vegna hlutabréfakaupa því að eitt skilyrði þess að hlutabréf fyrirtækja fengju vottun Ríkisskattstjóra var að engar takmarkanir væru á framsali þeirra.²²⁷ Stjórnendur margra fyrirtækja voru hins vegar mjög tregir til að leyfa viðskipti með bréf félaga sinna því að eigendur þeirra vildu halda um stjórnartaumana og kærðu sig hvorki um þá upplýsingaskyldu sem fylgdi skráningu á almennan markað né þá áhættu sem fylgdi því að aðrir utanaðkomandi aðilar kynnu að komast til áhrifa innan fyrirtækisins.²²⁸

Á tíunda áratugnum vék þessi ótti hins vegar og í kjölfar þess að fyrirtæki leyfðu frjálst framsal hlutabréfa sinna hófust yfirleitt viðskipti með bréfin á Opna tilboðsmarkaðnum. Með því skapaðist verðsaga á bréfin, verðmyndun varð gegnsærri og eldri hluthöfum eða erfingjum þeirra gafst betri kostur á að selja bréf og losa þannig um eignir sem höfðu til þessa verið bundnar. Skráning á markað þýddi vanalega að verðmæti bréfanna hækkaði. Um leið fjölgaði hluthöfum og forsendur mynduðust fyrir skráningu á Verðbréfaþingi Íslands en á tíunda áratugnum litu flest stór og meðalstór fyrirtæki svo á að það væri eðlilegt skref í þroskasögu fyrirtækja.²²⁹ Skráningu á hlutabréfamarkað fylgdi að fyrirtæki þurftu að gefa reglulega ítarlegri upplýsingar um rekstur sinn en áður. Við þetta jókst því gegnsæi atvinnulífsins og má segja að ef mælt er í fjölda félaga, sem höfðu skráð hlutabréf sín á Verðbréfaþingi Íslands eða Kauphöllinni, hafi gegnsæi atvinnulífsins náð hámarki árin 1999–2000. Eftir aldamót snýst þessi þróun hins vegar við þegar æ fleiri fyrirtæki hverfa af markaði, oft í kjölfar skuldsettrar yfirtöku fjárfestingarfélaga.

Skuldsettar yfirtökur voru framhald af samrunaþróun þeirri sem hafði einkennt tíunda áratuginn og að vissu leyti eðlilegt framhald hennar. Þó að samrunaþróunin hafi verið langt komin í lok áratugarins fór því fjarri að henni væri lokið. Það verður því að skoða umsvif „umbreytingarfjárfesta“ og fjárfestingarfélaga eftir aldamót í ljósi þessarar þróunar tíunda áratugarins. Íslenskt atvinnulíf var að ganga í gegn um stórfellda umbreytingu, og líkt og aðrar

²²⁶ Jón G. Hauksson: „Þjófar eða aumingjar.“ *Frjáls verslun* 8. tbl. 1992, bls. 5.

²²⁷ Elín Guðjónsdóttir: „Hlutabréfaafsláttur og hlutabréfasjóðir.“ *Vísindagætt* 49. tbl. 1999, bls. 2–3.

²²⁸ Sjá t.d. „Torgið: Er rekstur hlutafélaga feimnismál?“ *Morgunblaðið* 19. ágúst 1993, bls. B8; „Reykjavíkurbréf.“ *Morgunblaðið* 16. febrúar 1992, bls. 20–21; Einnig Valþór Hlöðversson: „Söfnunarárátta.“ Viðtal við Bent Scheving Thorsteinsson. *Frjáls verslun*, 11. tbl. 1990, bls. 38–40.

²²⁹ Sjá t.d. „Torgið: Allir á markað.“ *Morgunblaðið* 12. desember 1996, bls. C8.

stórfelldar efnahagslegar umbreytingar skapaði þessi tækifæri fyrir athafnamenn sem höfðu aðgang að fjármagni. Hér á landi voru því næg arðbær verkefni fyrir umbreytingarfjárfesta og tilsvaramandi eftirspurn eftir þjónustu þeirra.

Forsendur þessarar samrunaþróunar voru framboð á fjármagni, virkir fjármagnsmarkaðir og virkir eignamarkaðir en ekki síður fjármálastofnanir sem buðu upp á fjárfestingabankastarfsemi, fjármögnuðu samruna, sáu um hlutafjárútboð og opnun lokaðra félaga eða höfðu milligöngu um sölu þeirra í heilu lagi til nýrra eigenda. Umbreyting sú sem varð á íslensku atvinnulífi upp úr aldamótum og hlutur bankanna, sem voru allir orðnir blandaðir fjárfestinga- og viðskiptabankar, var því eðlileg í ljósi aðstæðna. Hitt vekur athygli hversu stórt hlutverk bankarnir léku og hversu langt þessi umbreytingaralda náði – hversu hratt hún gekk yfir og hversu fá fyrirtæki hún lét ósnert. Söguleg reynsla sýnir að sambærilegar umbreytinga- og samrunabylgjur í öðrum löndum hafa haft tilhneigingu til að ganga of langt. Samrunabylgjur þær sem urðu í Bandaríkjunum á tíunda áratug 19 aldar, á þriðja áratug tuttugustu aldar og svo á þeim sjötta, leiddu allar til offjárfestingar og ótæpilegrar skuldsetningar og enduðu allar með gjaldþrotum eða upplausnum margra samrunafélaganna. Það má þó færa fyrir því rök að í engu þessara tilvika hafi samruna- eða umbreytingarbylgjurnar eða orðið jafn gagnngerar og hér á landi. Sameiningarbylgjan sem gekk yfir Ísland í kringum aldamótin átti sér stað jafnt í verslun, þjónustu, dreifingu og framleiðslu. Í verslun og dreifingu var samrunaþróunin jafn áberandi í heildverslun og smásöluverslun og í framleiðslu átti sér stað samrunaþróun jafnt í landbúnaði, sjávarútvegi og iðnaði.

15.1 Dæmi um þroskasögu íslensks fyrirtækis: Pharmaco

Gott dæmi um fyrirtæki sem fylgir þeirri þroskasögu sem lýst var hér að ofan er Pharmaco. Pharmaco hafði verið lokað félag. Á aðalfundi í mars 1993 var hömlum á meðferð bréfa félagsins aflétt. Í janúar það ár höfðu erfingjar nokkurra hluthafa selt 12% hlutabréfa félagsins á opnum markaði eftir að stjórn félagsins ákvað að falla frá forkaupsrétti. Var það í fyrsta sinn sem stjórn félagsins leysti ekki til sín hlutabréf sem voru til sölu en við söluna varð eignarhald félagsins dreifðara og forsendur mynduðust fyrir því að félagið gæti stefnt að skráningu á hlutabréfamarkað.²³⁰ Í lok árs 1992 seldi Pharmaco einnig hlutabréf sín í samheitalyfjafyrirtækinu Delta, sem hafði verið dótturfyrirtæki þess, og félögin voru skilin að um áramótin 1992–1993. Í kjölfarið var Delta einnig breytt í opið almenningshlutafélag og bréf sem félagið átti í sjálfu sér seld á opnum markaði.²³¹ Í mars árið eftir, 1994, var Pharmaco skráð á Opna tilboðsmarkaðinn og í desember 1994 ákvað hópur hluthafa í Pharmaco, sem einnig voru erfingjar fyrri hluthafa, að selja meirihluta bréfa sinna, alls 10% hlutafjár í félaginu. Markmið seljendanna var að sögn að fjölga hluthöfum og var væntanlegum kaupendum boðið að fá 70% af kaupverðinu vaxtalaust í allt að 24 mánuði.²³² Í júní 1997 voru hlutabréf Pharmaco tekin á skrá hjá Verðbréfafingi Íslands.

²³⁰ Morgunblaðið 21. janúar 1993, C1.

²³¹ Morgunblaðið 22. apríl 1993, C3; Morgunblaðið 24. desember 1992, C2.

²³² Morgunblaðið 1. apríl 1993, bls. B3; Morgunblaðið 15. desember 1994, B1; Morgunblaðið 30. mars 1994, bls. 20.

Leiðir Pharmaco og Delta lágu aftur saman í júlí 2002 þegar félögin voru sameinuð. Pharmaco og Delta höfðu þá vaxið mikið á undangengnum árum með sameiningum og kaupum á bæði innlendum og erlendum fyrirtækjum. Árið 2004 breytti Pharmaco um nafn og hét eftir það Actavis. Actavis var síðan afskráð árið 2007 eftir að félagið komst í meirihlutaeigu fjárfestingarfélagsins Novator. Eftir yfirtökuna var félagið mjög skuldsett enda þurfti Novator að taka stór lán til að kaupa hlutabréf almennra hluthafa og þótt fjármagn hafi verið ódýrt meðan banka- og lánsfjárbólan var enn að þenjast út breyttist það eftir að loftið byrjaði að fara úr henni haustið 2007.

Ákvörðun Pharmaco 1993 um að leyfa frjálst framsal og ákvörðun nokkurra hluthafa um að veita lán til áhugasamra kaupenda svo að gera mætti félagið að opnu almenningshlutafélagi var dæmi um þá þróun sem varð á tíunda áratugnum; hlutafélagavæðingu og tilkomu hluthafamenningar. Stórir eigendur félagsins voru reiðubúnir að leggja töluvert á sig, þar með talið að veita væntanlegum kaupendum lán til að gera félagið að opnu almenningshlutafélagi. Lokun félagsins í kjölfar skuldsettrar yfirtöku fjárfestingarfélagsins Novator var aftur dæmi um þá þróun sem náði hámarki í aðdraganda bankakreppunnar veturinn 2007–2008 þegar stórir hluthafar voru reiðubúnir að axla miklar byrðar til þess að breyta fyrirtækjum úr almenningshlutafélögum í lokuð einkahlutafélög.

15.2 Hlutafélagavæðing samvinnufélaga

Önnur mikilvæg birtingarmynd hlutafélagavæðingar tíunda áratugarins var hlutafélagavæðing samvinnu- og samlagsfyrirtækja. Á tíunda áratugnum var mörgum samlagsfyrirtækjum breytt í hlutafélög og í kjölfarið voru mörg þeirra skráð á hlutabréfamarkað. Dæmi um þetta eru sölusamlög fiskframleiðenda; SÍF og SH, en þau höfðu verið með allra stærstu fyrirtækjum landsins. Á aðalfundi Sölusambands íslenskra fiskframleiðenda, SÍF, í janúar 1993, var ákveðið að breyta félaginu í hlutafélag og á félagsfundi Sölumiðstöðvar hraðfrystihúsanna, í nóvember 1996, var SH breytt í hlutafélag.²³³ Olíusamlag Keflavíkur, samvinnufélag útgerðarmanna á Suðurnesjum um olúkaup og dreifingu, var árið 1998 sameinað Olúfélaginu sem hafði verið stærsti hluthafi þess eftir að félaginu var breytt í hlutafélag. Skipaafgreiðsla Suðurnesja, sem var samvinnufélag útgerðarmanna á Suðurnesjum um uppskipun og skipaafgreiðslu, var breytt í hlutafélag í eigu útgerðanna og komst að stærstum hluta í eigu framkvæmdastjóra þess í kringum aldamót en var að lokum tekið yfir af Eimskipafélaginu árið 2003.²³⁴ Síldarútvegsnefnd, sem var sjálfseignarstofnun sem annaðist markaðssetningu og sölu íslenskrar síldar á erlendum mörkuðum, var sömuleiðis breytt í hlutafélag árið 1998 og hét eftir það Íslandssíld. Útflytjendur eignuðust hlutabréf í félaginu í hlutfalli við viðskipti þeirra við Síldarútvegsnefnd á árunum 1975–1997. Íslandssíld sameinaðist SÍF árið 1999 en sama ár sameinaðist SÍF Íslenskum sjávarafurðum sem hafði áður verið sjávarafurðadeild SÍS en var breytt í hlutafélag í kjölfar falls Sambandsins.²³⁵

²³³ *Morgunblaðið*, 27. janúar 1993, bls. 22–23; *Morgunblaðið* 29. nóvember 1996, bls. 34–35.

²³⁴ *Morgunblaðið* 17. júlí 2002, bls. 14; *Morgunblaðið* 8. nóvember 2003, bls. 26.

²³⁵ *Ársskýrsla SÍF 1999*. Reykjavík 2000; Saga Síldarútvegsnefndar er rakin í *Starfsemi Síldarútvegsnefndar 1960–1998*. Reykjavík 2001; Það hafði lengi verið rætt um möguleika á sameiningu SH og ÍS, sjá t.d. *Morgunblaðið* 5. desember 1998, bls. 46–47. „SH

Nokkur kaupfélög færðu einnig starfsemi sína yfir í hlutafélagaform og seldu rekstrareiningar.²³⁶

Mikilvægasta ástæðan fyrir því að samlagsformið hvarf sem mikilvægt skipulagsform í íslensku atvinnulífi voru endalok Sambands Íslenskra samvinnufélaga í upphafi áratugarins. Þó að færa megi fyrir því rök að endalok samlagsformsins almennt og endalok Sambandsins sérstaklega hafi átt sameiginlegar undirliggjandi ástæður, þeirra helsta hnignun samvinnuhugsjónarinnar hér á landi, þá urðu endalok Sambandsins til þess að flýta fyrir endalokum annarra samvinnufélaga. Sambandið hafði ekki aðeins verið risavaxið fyrirtæki sem tók þátt í alls konar atvinnurekstri heldur var það líka miðpunktur samvinnuhreyfingarinnar.²³⁷

Önnur tegund sameignarreksturs, sem færð var í hlutafélagaform, var rekstur gagnkvæmra tryggingafélaga. Þegar hefur verið fjallað um Samvinnutryggingar en dæmi um annað gagnkvæmt tryggingafélag, sem hverfur af sjónarsviðinu, er tryggingafélagið Vörður.

Vörður var upprunalega gagnkvæmt tryggingafélag, stofnað árið 1926 sem Vélbátasamtrygging, síðar Vélbátatrygging Eyjafjarðar. Árið 1996 var nafni félagsins breytt í Vörður vatryggingafélag og það fór að bjóða upp á fjölbreyttari tryggingar. Vörður var þó áfram mestmegnis einskorðað við tryggingar útgerðarfélaga og báta á Akureyri og nágrenni. Vörður var rekinn sem gagnkvæmt tryggingafélag í eigu 2–3000 viðskiptavina félagsins en árið 2003 var Verði breytt í hlutafélag í tengslum við kaup Hringa hf. á helmingshlut í félaginu í október 2003. Um leið var nafninu breytt í Tryggingafélagið Vörður hf. Hringur var í eigu Hrafnabjarga sem áttu 65%, Sparisjóðs Kópavogs sem átti um 20% og nokkurra lítilla hluthafa. Hrafnabjörg voru aftur að fullu í eigu Baugs. Hringur átti fyrir Allianz-umboðið á Íslandi og var markmið Baugs að styrkja Allianz og ná fótfestu á tryggingamarkaði en tilraun Baugs og tengdra félaga til að ná undirtökum í Tryggingamiðstöðinni hafði verið hrundið árið áður. Á næstu tólf mánuðum keypti Hringur nánast allt hlutafélag Varðar af smærri hluthöfum félagsins og í nóvember 2004 seldi Baugur félagið svo til VÍS. Í maí árið eftir, 2005, sameinuðust svo Vörður og Íslandstrygging hf. og átti VÍS 58% í sameinuðu félagi en Íslandstrygging átti 42%. Tryggingafélagið Íslandstrygging hf. var yngsta tryggingafélag landsins, stofnað 2002. Landsbankinn, ásamt Sparisjóði vélstjóra og SP-fjármögnun, keypti svo Vörð-Íslandstryggingu í nóvember 2006. Kaupin voru gerð í gegnum eignarhaldsfélag sem hét einfaldlega Eignarhaldsfélagið ehf. og var stofnað utan um þessi einu kaup. Eftir að Eignarhaldsfélagið ehf. keypti Vörð var nafninu enn breytt – og hét félagið nú Vörður tryggingar hf. Eftir að FL Group hafði keypt Tryggingamiðstöðina haustið 2007 varð Vörður aðaltryggingafélag Landsbankans.

og ÍS. “Leiðari. 17. desember 1998, bls. 40; Það kom því mörgum á óvart þegar ÍS og SÍF sameinuðust, *Morgunblaðið* 13. apríl 1999, bls. 30–31; Jón G. Hauksson: „Fortíðardraugurinn var ýtt til hliðar.“ *Frjáls verslun* 8. tbl. 1999, bls. 70–73.

²³⁶ KEA, sem verið hafði eitt öflugasta samvinnufélag landsins, var þannig endurskiplagt í lok tíunda áratugarins. Sjá m.a. viðtal við Eirík S. Jóhannesson kaupfélagsstjóra: *Morgunblaðið* 26. apríl 2001, bls. C6–C7. Þegar Eiríkur S. Jóhannsson tók við sem kaupfélagsstjóri vildi hann sameina öll kaupfélög á Norðurlandi, Austurlandi og Vestfjörðum til að skapa stórveldi í framleiðslu og verslun. Ekkert varð úr þessum fyrirætlanum. Viðtal við Eirík S. Jóhannesson *Morgunblaðið* 30. júlí 1998, bls. C4–C5.

²³⁷ Helgi Skúli Kjartansson: „Barn hvers tíma. Samvinnan á Íslandi í meira en 120 ár. Fyrirlestur á vegum Áhugahóps um samvinnusögu og Sögufélags. 1. október 2002.“ *Samvinnuhreyfingin í sögu Íslands*. Reykjavík 2003, bls. 11–32, sjá sérstaklega bls. 30–31. Ívar Jónsson rekur sögu samvinnuhreyfingarinnar í ritgerð sinni „Íslensk samvinnuhreyfing á tímamótum.“ Ódagsett. Sjá vef Háskólans á Bifröst: http://www.bifrost.is/Files/Skra_0009897.pdf. 10. febrúar 2010.

Hlutfélagavæðing Samvinnutrygginga er einnig dæmi hlutfélagavæðingu samvinnu- og samlagsfyrirtækja og sýnir vandann sem fólst í þessari umbreytingu. Í samvinnufélögum neytenda og framleiðenda höfðu almennir félagsmenn ætíð haft töluvert vægi og veitt stjórnendum mikið aðhald. Slíku hafði aldrei verið til að dreifa í gagnkvæmu tryggingafélögum. Félagsmenn samvinnuhreyfingarinnar höfðu í besta falli veitt Samvinnutryggingum óbeint aðhald í gegn um Samband íslenskra samvinnufélaga. Þegar Sambandið leið undir lok og Samvinnutryggingum var breytt í eignarhaldsfélag um hlut þeirra í VÍS var aðhaldið í raun horfið. Á næstu árum störfuðu Samvinnutryggingar sem sjálfstætt fjárfestingarfélag, hálfvert einskis manns fé óháð nokkru aðhaldi frá eigendum sínum sem öðru jöfnu má búast við að hafi ýtt undir áhættusæknari fjárfestingarstefnu.

Sparisjóðirnir voru sjálfseignarstofnanir og breyting þeirra yfir í hlutfélög undir stjórn stofnfjáreigenda sjóðanna er vel kunn en sú þróun hófst ekki fyrr en eftir aldamót og var í raun ekki að fullu til lykta leidd haustið 2008. En þó að sparisjóðirnir hafi ekki verið hlutfélagavæddir að fullu urðu þeir þó sömu þróun að bráð og samvinnufélögin. Í stað þess að vera félagsleg fyrirtæki urðu þeir flestir að mjög áhættusæknum fjárfestingarfélögum sem höfðu bróðurpart tekna sinna af eignasölu.²³⁸

15.3 Minnkandi vægi fjölskyldufyrirtækja og samrunar í dreifingu og verslun

Önnur mikilvæg formgerðarbreyting, sem varð á íslensku atvinnulífi á tíunda áratugnum, var fækkun fjölskyldufyrirtækja og stækkun eininga með samrunum.²³⁹ Hér að ofan hefur verið fjallað um samruna í sjávarútvegi en mikilvægir samrunar urðu einnig í verslun og þjónustu. Líkt og í sjávarútvegi þýddu samrunar og stækkun fyrirtækja í þessum greinum að litlum fyrirtækjum fækkaði en í stað þeirra urðu til stórfyrirtæki sem höfðu stærra starfssvæði en áður. Í verslun og þjónustu birtist þessi þróun sem keðjumyndun og í lok tíunda áratugarins var svo komið að tiltölulega fáar keðjur voru ráðandi á flestum sviðum verslunar og þjónustu. Í verslun var þessi samrunaþróun mun dramatískari og djúpstæðari en í sjávarútvegi því að í upphafi tíunda áratugarins dreifðist íslensk heildsölu- og smásöluverslun á mörg og lítil fyrirtæki. Í lok áratugarins höfðu einyrkjar nánast horfið og litlum fyrirtækjum í heildverslun eða smásöluverslun stórfækkað. Þessi þróun hélt áfram eftir aldamót.²⁴⁰ Þessi þróun var, líkt og í

²³⁸ Fjallað er um átökin í kringum hlutfélagavæðingu SPRON og áform KB Banka um að taka sparisjóðinn yfir í grein Friðriks Más Baldurssonar: "Property by ultimatum: The case of the Reykjavik Savings Bank." *Institute of economic studies. [University of Iceland] Working paper series* W04:10 September 2004, bls. 5–11. Sjá einnig *Morgunblaðið* 30. júlí 2002, bls. 24–25; „Alþingi taki í taumana.“ *Leiðar. Morgunblaðið* 30. júlí 2002, bls. 30. Jón Bjarnason: „Um sparisjóð fólksins.“ *Morgunblaðið* 5. júlí 2002, bls. 33; Þó að átökin um sparisjóðina hafi verið leidd til lykta tímabundið með lagasetningu (lög nr. 161/2002) hélt markaðs- og hlutfélagavæðing þeirra áfram. Sjá t.d. „Nútímavæðing sparisjóðaumhverfisins.“ Viðskiptaráð Íslands. 8. ágúst 2007. Sjá vef Viðskiptaráðs Íslands, <http://www.vi.is/files/1460934193Spar4.pdf>. 10. febrúar 2010.

²³⁹ Fækkun fjölskyldufyrirtækja var sérlega áberandi í kringum aldamót og lék Fjárfestingarbanki atvinnulífsins mikilvægt hlutverk í þeirri þróun. Sjá Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Sala fjölskyldufyrirtækja.“ *Fjárls verslun* 3. tbl. 2003, bls. 16–32; einnig „Innherji skrifar...“ *Morgunblaðið* 28. september 2000, bls. C16.

²⁴⁰ Fjallað er um keðjumyndun í skýrslu nefndar sem lðnaðar- og viðskiptaráðherra skipaði í janúar 2004 til að leggja grunn að stefnumótun íslensks viðskiptaumhverfis, *Íslenskt viðskiptaumhverfi, Nefndarálit September 2004*. lðnaðar og viðskiptaráðuneytið, Reykjavík 2004, bls. 20–22. Sjá vef efnahagsráðuneytis: http://www.efnahagsraduneyti.is/media/Acrobat/IsIenskt_vidskiptaumhverfi2004.pdf. 10. febrúar 2010. Fjallað var ýtarlega um skýrsluna í fjölmiðlum: *Morgunblaðið* 1. september 2004, bls. 10–11; Sjá einnig skýrslur Samkeppnisstofnunar:

sjávarútvegi, í mörgum tilvikum nauðsynleg vegna aðstæðna ef fyrirtæki vildu tryggja samkeppnisstöðu sína og lífslíkur.

Líkt og í sjávarútvegi voru lagabreytingar einn af mikilvægustu hvötunum fyrir samruna fyrirtækja í verslun og dreifingu á tíunda áratugnum. Í tilviki sjávarútvegsins var það tilkoma framseljanlegra aflaheimilda, en í tilviki verslunar var það ekki síst EES-samningurinn sem gerbreytti landslagi smásöludreifingar og heildverslunar.

Tækniframfarir, þ.e. tilkoma tölvutækni og strikamerkinga, höfðu mikið að segja í matvöruverslun og juku mjög samkeppnisforskot stærri verslana sem gátu tileinkað sér dýra tækni. Gjaldþrot KRON og endalok Sambandsins, sem höfðu verið mjög stór á dagvörumarkaði, opnaði einnig sóknarfæri fyrir önnur fyrirtæki í greininni. Þá er ekki ósennilegt að fjármagnskostnaður lítilla hverfisverslana hafi verið mikill því að margar hverjar buðu viðskiptavinum upp á reikningsviðskipti sem þýddi að þær áttu stórar kröfur á viðskiptavini sína – kröfur sem erfitt gat verið að innheimta. Stórverslanir buðu hins vegar ekki upp á reikningsviðskipti og Bónus bauð fyrstu árin ekki einu sinni upp á kortaviðskipti.

Kveikjan að sameiningum heildverslana kom utan frá þar sem erlendir framleiðendur sameinuðust í stórum stíl á níunda og tíunda áratugnum sem þýddi að umboð færðust á milli heildverslana. Breytingar á lagaumgjörð með EES-samningnum höfðu einnig mikið að segja en samningurinn kom í veg fyrir að hægt væri að meina kaupmönnum á Íslandi að flytja vörur inn sjálfir framhjá heildverslunum og einkaumboðum hér á landi. Kaupmenn gátu þá flutt inn vörur t.d. frá heildsölum í öðrum löndum á Evrópska efnahagssvæðinu. Það sem gerði að verkum að þessi breyting varð raunveruleg var að þá hafði þegar átt sér stað mikill samruni í smásöluverslun. Tilkoma innkaupafyrirtækisins Baus hf., sem tók að flytja inn vörur í beinni samkeppni við heildsala og umboðsaðila hér á landi, varð til þess að smærri heildsalar urðu undir.²⁴¹

Ein mikilvægasta ástæðan fyrir samþjöppun, bæði í smásöludreifingu og heildverslun, var tvímælalaust sú að einingar voru flestar mjög litlar og óhagkvæmar og því næg tækifæri til hagræðingar. Jón Ásgeir Jóhannesson sagði í viðtali við *Morgunblaðið* 1999 að sá tími væri „liðinn að menn fái eitthvert umboð og lifi góðu lífi á fáránlega hárra heildsöluálagningu.“²⁴² Fram á tíunda áratuginn hafði öruggt umboð fyrir nokkrar vörur þýtt næsta víska tekjulind fyrir litla heildverslun en til þess að lifa af við breyttar aðstæður urðu heildverslanir því að stækka. Augljósasta leiðin var að sameinast eða kaupa upp smærri heildverslanir til að ná fram stærðarhagkvæmni og til að geta boðið upp á breiðara vöruúrval.²⁴³

Á tíunda áratugnum stækkuðu stærstu heildverslanirnar með samrunum og kaupum á keppinautum. Með því stækkuðu rekstrareiningar og úrval þeirrar vöru sem boðið var upp á

Matvörumarkaðinn. Verðlagspróun í smásölu 1996–2000. Reykjavík 2001. Sjá vef Samkeppniseftirlitsins:

http://www.samkeppni.is/is/skyrslur-_raedur_og_kynningar/ymsar_skyrslur/?ew_news_onlyarea=ContentArea&ew_news_onlyposition=9&cat_id=46094&ew_9_a_id=215643. 10. febrúar 2010. Einnig *Stjórnunar- og eignatengsl í íslensku atvinnulífi*. Samkeppniseftirlitið, Reykjavík 2001.

²⁴¹ *Morgunblaðið* 11. mars 1993, bls. B4.

²⁴² *Morgunblaðið* 18. apríl 1999, bls. 24–25. tilv. bls. 25.

²⁴³ *Morgunblaðið* 3. maí 1990, bl. B6–B7; *Morgunblaðið* 12. nóvember 1987, bls. B14; *Morgunblaðið* 4. apríl 1993, bls. 24–25; *DV* 30. nóvember 1998, bls. 22.

jókst. Dæmi um heildverslanir sem stækkuðu á tíunda áratugnum með ytri vexti eru Nathan & Olsen, Íslensk Ameríska, Danól hf. og Karl K. Karlsson hf. Danól óx þannig með kaupum á öðrum heildverslunum. Daníel Ólafsson, eða Danól, keypti árið 1990 Matkaup hf., innflutningsfyrirtæki sem var í eigu matvörukaupmanna og hafði umboð fyrir fjölda matvörutegunda. Árið 1993 keyptu Danól Íslensk-erlenda, árið 1995 heildverslunina Sund hf. og árið 1996 áfengisheildverslunina Lind. Árið 1998 keypti Danól Eldhöku sem hafði umboð fyrir nokkrar þekktar áfengistegundir og átti einnig framleiðsluréttindi sem áður voru í eigu ÁTVR. Sama ár keypti Danól VE-umboðið sem flutti m.a. inn Juvel hveiti og Fannir hf. sem hafði umboð fyrir Duni. Árið 2000 keypti Danól Gunnar Kvaran sem þá var ein stærsta heildverslun landsins.²⁴⁴

Önnur aðferð sem heildverslanir beittu til að treysta stöðu sína var stækkun með samruna fram á við, *forward integration*, þ.e. með því að kaupa fyrirtæki í smásöluverslun. Sameining Ó. Johnson & Kaaber og Heimilistækja árið 2000 er besta dæmið um þetta en við samrunann urðu eigendur Heimilistækja hluthafar í Ó. Johnson & Kaaber. Þriðja aðferðin, sem heildverslanir beittu til að efla samkeppnisstöðu sína, var samruni aftur á við, *backward integration*, þ.e. að kaupa innlenda neysluföruframleiðendur. Þannig keyptu t.d. heildverslanirnar Íslensk-Ameríska verslunarfélagið ehf. og Innnes ehf. Kexverksmiðjuna Frón í ágúst 2000. Sama ár sameinaðist Ó. Johnson & Kaaber Kaffibrennslunni en fyrri eigendur þeirra urðu hluthafar í Ó. Johnson & Kaaber. Þessi tegund stækkunar hélt áfram eftir aldamót. Þannig keypti Íslensk-Ameríska Mylluna-Brauð í mars 2004 en í lok árs 1997 hafði Myllan keypt Samsölubakaríð, helsta keppinaut sinn á brauðmarkaði. Kaup Danól á Ölgerðinni Agli Skallagrímssyni ehf. árið 2002 er enn eitt dæmið um þessa þróun.²⁴⁵

Afleiðing framangreindrar þróunar var að heildverslunum fækkaði og þær stækkuðu. Við þetta fækkaði mikið í stétt heildsala og hún gerbreyttist þar sem litlar heildverslanir, sem höfðu sett svip sinn á eftirstriðsárin, hurfu. Sú stétt manna sem hafði byggt lítill innflutnings- og dreifingarfyrirtæki í kringum einkaumboð fyrir fáeinar vörutegundir hvarf. Fækkun heildsala og endalok margra lítilla heildverslana þýddi ekki aðeins breytingar á skipulagi verslunar í landinu heldur líka félagslega og menningarlega breytingu. Breytingar gengu hægar fyrir sig því að smærri heildsalar óttuðust um félagslega stöðu sína enda fylgdi sameiningu að smærri heildsalar misstu yfirráð yfir fyrirtækjum sínum og forstjórum fækkaði:

„Allar breytingar á markaðinum kosta hins vegar svita og tár, ekki síst í ljósi þess að margir heildsalar vilja halda þekktum og rótgrónum umboðum sínum og í ættarveldið sem upp af þeim hófst. [...]

Ýmsir aðilar innan heildsölugeirans sem *Morgunblaðið* ræddi við telja að með vaxandi kröfum öflugra stórmarkaða gangi ekki að stjórna heildverslunum af tilfinningasemi. Hagræðingaræðgerðir séu nauðsynlegar og til að ná fram sem mestri hagkvæmni sé nauðsynlegt að sameina og jafnvel leggja niður heildsölur. Viða hafa

²⁴⁴ *Morgunblaðið* 5. maí 1998, bls. 20; *Morgunblaðið* 6. júlí 2000, bls. B1;

²⁴⁵ Sjá m.a.: *Morgunblaðið* 25. mars 2004; bls. C1. Jón Snorri Snorrason: „Innri vöxtur og yfirtökur. Reynslusaga Ölgerðarinnar.“ *Vísinding* 51. tbl. 2001, bls. 8–12; *Morgunblaðið* 19. desember 2002, bls. B6–B7; *Morgunblaðið* 17. desember 2000, bls. 30–31; *Morgunblaðið* 21. september 2006, bls. B16.

sameiningarviðræður verið í gangi en ýmislegt virðist hafa komið í veg fyrir undirritun samninga. Ekki síst það að menn vilji ekki láta samkeppnisaðila höndla með „umboðið sem kom fótunum undir afa“, eins og það hefur verið orðað. Það verði að vera áfram innan veggja fjölskyldunnar. Þá má ekki gleyma því að með sameiningu týna væntanlega einhverjir forstjórstólar tölunni.²⁴⁶

Á sama tíma hurfu smákaupmenn sem höfðu rekið hverfisverslanir en líkt og heildsalarnir (stórkaupmenn) hafði kaupmannastéttin leikið mikilvægt hlutverk, ekki aðeins í atvinnulífi landsins, heldur einnig í félags- og stjórnmálalífinu. Stétt smákaupmanna í dagvöruverslun var t.d. einn helsti andstæðingur samvinnuhreyfingarinnar og það er umhugsunarvert að hún skyldi hafa liðið undir lok um sama leyti og samvinnuhreyfingin hvarf af sjónarsviðinu.

Rétt er þó að minnst þess að hér á landi lifði stétt smákaupmanna mun lengur en annarsstaðar á Vesturlöndum. Í Bandaríkjunum viku smákaupmenn fyrir keðjuverslunum og síðar stórmörkuðum í lok 19. aldar og upphafi þeirrar 20. og í Evrópu lutu þeir í raun í lægra haldi á millistríðsárunum og á áratugunum fyrst eftir stríð.²⁴⁷ Hér á landi voru litlar hverfisverslanir undirstaða dagvöruverslunar fram á níunda áratuginn. Eftir aldamót var hins vegar farið að tala um „kaupmanninn á horninu“ sem deyjandi stétt enda voru þær fáu hverfisverslanir sem enn störfuðu í borginni þá óðum að týna tölunni. Það er kannski táknrænt að þeim kafla í hagsögu Íslands, sem kenna má við útrás og fjármálabólu, skuli hafa lokið á sama tíma og að ein þekktari hverfisverslun miðbæjarins, Þingholt á Grundarstígnum, lagði upp laupana. Með því má segja að lokast hafi tveir kaflar í íslenskri efnahags- og atvinnusögu.²⁴⁸

Önnur stétt sjálfstæðra atvinnurekenda, sem mjög fækkaði í á tíunda áratugnum, voru apótekarar en lagabreytingar urðu einnig til þess að koma af stað stórfelldri samrunaþróun á lyfjamarkaðnum. Samkvæmt ákvæðum lyfjalaga nr. 93/1994, sem tóku gildi 15. mars 1996, var kerfi lyfsöluleyfa afnumið og frelsi veitt í lyfsölu. Í kjölfarið hurfu nánast einkarekin apótek, fyrst á höfuðborgarsvæðinu en síðar týndu þau einnig tölunni á landsbyggðinni. Í stað þeirra komu lyfsölukeðjur. Árið 2002 voru öll apótek á landinu nema þrjú innan vébanda einnar af fjórum lyfsölukeðjum og tíu árum eftir að lyfsala var gefin frjálfs voru tvær keðjur með yfirburðastöðu á lyfjamarkaði, Lyfja og Lyf & heilsa.

Lyf & heilsa var stofnað í september 1999 þegar 11 apótek sameinuðust í nýrri lyfsölukeðju. Ingólfsapótek, sem var í eigu Werners Rasmussenar, föður Karls Wernerssonar, var eitt af þeim apótekum sem sameinaðist undir merkjum Lyfja og heilsu. Hver hluthafi átti á bilinu 5–20% hlutafjár en hlutur Werners og fjölskyldu í félaginu var 18% og var hann skráður á eignarhaldsfélagið Milestone. Þegar Lyf og heilsa var stofnað stefndi félagið á hlutabréfamarkað en ekkert varð úr þeim áformum. Á næstu árum óx Lyf og heilsa hratt með kaupum á

²⁴⁶ *Morgunblaðið* 11. mars 1993, bls. B4–B5, tilv. bls. B4.

²⁴⁷ Sjá t.d. de Grazia, Victoria: „Changing Consumption Regimes.“ Í de Grazia, Victoria og Ellen Furlough (ritstj.); *The Sex of Things: Gender and Consumption in Historical Perspective*. Berkeley 1996, bls. 11–24; Shaw, Gareth; Louise Curth og Andrew Alexander: „Selling Self-Service and the Supermarket: The Americanisation of Food Retailing in Britain, 1945–60.“ *Business History* no. 4, 2004, bls. 568–582; Madison, James H.: „Changing Patterns of Urban Retailing: The 1920s.“ *Business and Economic History* 2nd series 1976, bls. 102–111; *Retailing: The evolution and development of retailing*, ritstjóri A. M. Findlay. London 2002.

²⁴⁸ *Fréttablaðið* 2. desember 2007, bls. 20; *Fréttablaðið* 20. nóvember 2008.

apótekum. Árið 2003 voru Milestone og fjárfestingarfélagið Kaldbakur orðnir stærstu hluthafar félagsins en það ár keypti Milestone 46% eignarhlut fjárfestingarfélagsins Kaldbaks og aðra smærri hluti og varð þar með eigandi að 98,5% hlutafjár. Samhliða þessu endurfjármagnaði Milestone Lyf og heilsu.²⁴⁹

16. Megindrættir tíunda áratugarins og nýtt landslag atvinnulífsins

Hlutafélagavæðingin, endalok samvinnufélaganna og minnkandi vægi fjölskyldufyrirtækja varð til þess að ýta undir myndun stærri eininga og samruna í öllum greinum atvinnulífsins. Oft var talað um að íslenskt atvinnulíf á eftirstriðsárunum hefði í raun skipst í þrennt þar sem samvinnufélög, opinberan rekstur og einkarekstur var að finna í flestum atvinnugreinum.²⁵⁰ Ríki og sveitarfélög áttu t.d. í útgerð við hlið samvinnufélaga og fjölskyldufyrirtækja. Þegar ríkið og bæjarfélög losuðu um þessar eignir á tíunda áratugnum og ýmis samvinnufélög voru endurskipulögð sem almenningshlutafélög opnuðust tækifæri til sameininga sem ekki voru til staðar áður. Stærri rekstrareiningar buðu einnig upp á hagræðingarmöguleika, sem ekki höfðu verið til staðar áður, auk þess sem stærri einingar gerðu fjármögnun í mörgum tilvikum auðveldari enda gátu stærri fyrirtæki frekar skráð bréf sín á hlutabréfamarkað. Afleiðingin varð því sú að stærri fyrirtæki urðu ráðandi í æ fleiri greinum. Í verslun og þjónustu urðu stórar keðjur, sem náðu um allt land, allsráðandi.²⁵¹ Þessi þróun fól í sér hagræðingu og bauð upp á hagnaðarmöguleika. Stærri fyrirtæki, sérstaklega stórar keðjur í verslun og þjónustu, höfðu meira fjárstreymi og gátu því bæði staðið undir meiri skuldum og ráðist í umfangsmiklar fjárfestingar.

Þegar horft er yfir tíunda áratuginn sést fyrst að róttæk bylting varð í fjármálalífi landsins. Í þessu sambandi ber hæst upphaf einkavæðingar ríkisbankanna og opnun landsins fyrir erlendum fjármagnsflutningum í kjölfar EES-samningsins. Eftir aldamót þegar framámenn úr atvinnulífinu og fjármálaheiminum lögðu mat á forsendur eða ástæður útrásarinnar og velgengni íslenskra fjármálastofnana var iðulega bent á þessa atburði.²⁵² Hér er því haldið fram að þótt þessir atburðir hafi markað tímamót og haft þýðingu fyrir þá þróun sem varð séu þeir aðeins hluti af stærri mynd.

Í þessu sambandi skiptir ekki síst miklu hversu hröð og gagnger þróun þjóðfélagsins varð. Í fyrsta lagi héldu löggjöf og eftirlitsstofnanir ekki í við breytingarnar. Í öðru lagi náði ekki að myndast nein hefð á verðbréfamarkaðnum eða innan fjármálastofnananna. Hefðir og venjur leika mikilvægt hlutverk í því að setja markaðsaðilum skorður. Skortur á sögulegu minni og verðsögu er önnur afleiðing þess hversu ungur markaðurinn var. Fram yfir miðjan tíunda áratuginn var

²⁴⁹ Sjá m.a. viðtal við Karl Wernersson, Morgunblaðið 10. janúar 2006, bls. 22–23; Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Wernersfjölskyldan.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 2004, bls. 30–32; *Útgefendalýsing. Milestone ehf.* Reykjavík 2007, bls. 6. Sjá vef Kauphallar Íslands: <https://newsclient.omxgroup.com/cds/DisclosureAttachmentServlet?messageAttachmentId=162256>. 10. febrúar 2010.

²⁵⁰ Sjá t.d. Jón G. Hauksson: „Fallin fyrirtæki og nýir toppmenn.“ *Frjáls Verslun* 5. tbl. 1992, bls. 22–31.

²⁵¹ *Íslenskt viðskiptaumhverfi, Nefndarálit September 2004*. Lónaðar og viðskiptaráðuneytið, Reykjavík 2004, bls. 20–22.

²⁵² *Útrás íslenskra fyrirtækja til Lundúna*. Ritstjórar Þór Sigfússon og Halldór Benjamín Þorbergsson. Bresk-íslenska viðskiptaráðið og Viðskiptaráð Íslands. Reykjavík 2006, bls. 36–39; Sigurður Einarsson tók í sama streng í viðtali við *Frjálsa verslun*, 11. tbl. 2005, bls. 22–30.

verðbréfamarkaðurinn mjög lítill: Árið 1995 störfuðu rétt um það bil eitt hundrað manns á markaðnum í heild.²⁵³ Aðilar á verðbréfamarkaði höfðu vart upplifað annað en viðstöðulausan uppgang og nokkuð látlausar eignaverðshækkarnir. Þegar haft er í huga hversu óvirkur verðbréfamarkaðurinn og þó sérstaklega hlutabréfamarkaðurinn var fyrir miðjan tíunda áratuginn, þegar verðhækkarnirnar byrja, verður skiljanlegt hversu örðugt það hefur fyrir markaðsaðila að gera sér raunhæfar væntingar byggðar á sögulegri reynslu.

Á sama tíma varð gagnger uppstokkun í atvinnulífinu. Í kringum aldamótin verða kynslóðaskipti í stjórnnum íslenskra fyrirtækja þar sem eldri stjórnendur viku fyrir nýjum, yngri mönnum. Samkvæmt könnun *Frjálsrar verslunar* frá 2004 hafði á fimm árum verið skipt um stjórnendur 60 af 100 stærstu fyrirtækja landsins, og 38 af forstjórunum voru yngri en 45 ára. Um leið styttest sá tími sem forstjórar stýrðu fyrirtækjum. Áður fyrr hafði verið algengt að sami maður stýrði fyrirtæki í marga áratugi en nú sátu forstjórar mun skemur.²⁵⁴

Lítill fjölskyldufyrirtæki, smákaupmenn, heildsalar og samvinnuhreyfingin höfðu einkennt eftirstríðsárin og síðari hluta 20. aldar. Þau hurfu á fáeinum árum en í stað þeirra komu stórar keðjur. Þó að margar þeirra hafi verið byggðar á fjölskyldufyrirtækjum stefndu þær flestar á hlutabréfamarkað og var breytt í almenningshlutafélög. Upp úr aldamótum var því ekki aðeins skipt á mönnum í forstjórstólum heldur breyttist einnig grunngerð íslensks atvinnulífs og um leið hurfu áratugagamlar hefðir og sambönd.

Fyrstu neikvæðu afleiðingar þessarar þróunar sáust þó ekki fyrr en upp úr aldamótum þegar fjárfestingarfélög, sem stofnuð voru upp úr hlutabréfasjóðum, tóku að taka yfir almenningshlutafélög og setja þau í „umbreytingarferli“. Við það var snúið við þróun tíunda áratugarins í átt að virkari hluthafamenningu og segja má að hlutafélagavæðing tíunda áratugarins víki fyrir fjárfestingafélagavæðingu eftir aldamót.

Í upphafi nýrrar aldar sáu menn þetta þó ekki fyrir. Þess í stað beindu menn sjónum sínum að jákvæðum þáttum þróunarinnar. Fyrirtækjablokkir á borð við „kolkrabbann“ og „smokkfiskinn“ svokölluðu voru á undanhaldi. Í stað þeirra kom fjöldi fjársterka einstaklinga sem létu til sín kveða.²⁵⁵ Á sama tíma var hlutur ríkisins í atvinnulífinu að minnka. Þetta gat bent til þess að arðsemissjónarmið myndu stýra fjárfestingum sem myndu þá reynast betur en óráðsía offjárfestinga og pólitískrar fyrirgreiðslu níunda áratugarins.

17. Mikilvægi bankanna í umbreytingu íslensks atvinnulífs

Þar til á síðustu árum tíunda áratugarins var umbreyting fjölskyldufyrirtækja í opin almenningshlutafélög frekar fátíð utan sjávarútvegs. Sömuleiðis voru eigendaskipti og sameiningar stærri fjölskyldufyrirtækja fremur fátíðar enda erfitt að fjármagna slík

²⁵³ Sjá viðtal við Hreiðar Mú Sigurðsson, Bjarna Ármannsson og Sigurjón P. Árnason: „Fjármálabyltingin.“ *Vísindendur* 51. tbl. 2005, bls. 30–39, tilv. bls. 33.

²⁵⁴ Jón G. Hauksson: „Gömlu hipparnir úr stólunum.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 2004, bls. 16–24; Jón G. Hauksson: „Einn kemur þá annar fer!“ *Frjáls verslun* 9. tbl. 2004, bls. 26–29.

²⁵⁵ Þetta var meðal annars niðurstaða fundar Félags viðskipta- og hagfræðinga í maí 2004. *Fréttablaðið* 16. maí 2004, bls. 15. Sjá einnig Jón G. Hauksson: „Er kolkrabbinn dauður?“ *Frjáls verslun* 7. tbl. 2003, bls. 6. Hugtakið „kolkrabbinn“ var fyrst notað um Eimskipafélagið og tengd fyrirtæki í grein sem Óskar Guðmundsson skrifaði í Þjóðlíf árið 1990. Benedikt Jóhannesson: „Nýr viðskiptaheimur.“ *Vísindendur* 41. tbl. 2006, bls. 2–3.

eigendaskipti. Það var helst að illa stödd fyrirtæki skiptu um eigendur en þá skiptu tiltölulega lágar upphæðir um hendur og tóku nýir eigendur við skuldum og lögðu til nýtt hlutafé. Eftir 1998 færðist það hins vegar í vöxt að stórum fjölskyldufyrirtækjum utan sjávarútvegs væri breytt í opin almenningshlutafélög eða að þau skiptu um eigendur.²⁵⁶ Með því hófst nýtt skeið í sögu íslensks atvinnulífs. Fjárfestingarbanki atvinnulífsins lék mikilvægt hlutverk í þessari umbreytingu.

FBA var stofnaður 30. júní 1997 og hófst starfsemi hans 1. janúar 1998. Haustið 1999 skilgreindi stjórn bankans hann sem „alþjóðlegt þekkingarfyrirtæki á sviði fjármála“. Þó að Kaupþing hafi þá þegar verið byrjað á útrás sinni var FBA fyrsti bankinn sem skilgreindi sig beinlínis sem alþjóðlegt fyrirtæki. Stefna FBA var að flytja út bankaþjónustu með því að bjóða erlendum sjávarútvegsfyrirtækjum sérhæfða fjármálaþjónustu og íslenska sérþekkingu.²⁵⁷ Ekkert varð þó úr því að FBA flytti út sérfræðiþekkingu í fjármálaþjónustu við sjávarútvegsfyrirtæki. Þess í stað beitti FBA sér við umsköpun og þróun íslensks atvinnulífs.

Þegar frá stofnun setti FBA sér það sem markmið „að vera mótandi afl í landslagi athafnalífsins – landslagi sem er ríkulegt og margslungið ekki síður en náttúran sjálf“ eins og það var orðað í heilsíðuauglýsingu sem FBA birti í dagblöðum og tímaritum árið 1999.²⁵⁸ Þetta gerði FBA ekki aðeins með lánaþjónustu, heldur einnig með því að aðstoða við fyrirtækjasamruna eða breytingu fjölskyldufyrirtækja í almenningshlutafélög og skráningu á markað. FBA lék sem dæmi stórt hlutverk í þeirri umbreytingu sem átti sér stað bæði í smásöluverslun og heildverslun og nefnd voru dæmi um hér að framan.

18. Saga Bónuss og samþjöppun í matvöruverslun á tíunda áratugnum

FBA braut blað í atvinnusögu Íslands er hann tók þátt í að kaupa hlut eigenda í Hagkaupum og sameina Hagkaup og Baug og setja sameinað félag á almennan markað. Ástæða þess að viðskiptin verða að teljast söguleg er ekki síst sú að hér var á ferð „stærsta fyrirtækjasala Íslandssögunnar“ fram að þeim tíma, en ekki síður vegna þess að með þessu áttu FBA og Kaupþing þátt í sköpun eins mikilvægasta og umsvifamesta fyrirtækis síðasta áratugar.²⁵⁹

Jóhannes Jónsson stofnaði Bónus í apríl 1989 eftir þýskri fyrirmynd. Aldi- verslunarkeðjan, sem rak litla „stórmarkaði“ með mjög takmarkað vöruúrval, var fyrirmynd Bónusverslananna. Bónus jók hratt markaðshlutdeild sína. Árið 1991 voru 10–11 verslanirnar opnaðar en þær voru í jafnri eigu Jóhannesar Jónssonar og fjölskyldu og Eiríks Sigurðssonar og fjölskyldu. Árið 1992 keypti Hof hf., eignarhaldsfélag Hagkaupsfjölskyldunnar, helminginn í Bónus hf. en Hagkaup keypti einnig helmingshlut í 10–11 verslununum. Í kjölfar þessa settu

²⁵⁶ Finnur Geirsson hélt því fram að ástæða þess hversu fátíðar sameiningar eða eigendaskipti voru í sjávarútvegi og landbúnaði hafi verið sú að stjórnvöld hafi í raun veitt fyrirtækjum afkomutryggingu. Finnur Geirsson: „Verðbólga verður ekki upprætt í eitt skipti fyrir öll.“ *Vísinding* 35 tbl. 1988, bls. 1–2.

²⁵⁷ *Morgunblaðið* 24. febrúar 2000, bls. 37.

²⁵⁸ Sjá t.d. DV 14. ágúst 1999, bls. 16; *Frjáls verslun* 4. tbl. 1999, bls. 30. Landsbankinn-Fjárfesting, fjárfestingarfélag sem Landsbankinn stofnaði haustið 1999 hafði sömu stefnu, að taka þátt í endurskipulagningu atvinnulífsins. Sjá DV 8. október 1999, bls. 6.

²⁵⁹ *Morgunblaðið* 15. apríl 1999, bls. 38–39.

fyrirtækin á fót sameiginlegt innkaupafyrirtæki, sem fær nafnið Baugur sf., til að annast innkaup og vörudreifingu á þurrvöru fyrir verslanir Hagkaups og Bónuss, auk 10–11 verslananna. Tilkoma Baugs hafði í för með sér stórfellda hagræðingu fyrir Hagkaup og Bónusverslanirnar. Jóhannes Jónsson sagði árið 1993 að fyrir tilkomu Baugs hefðu 175 sendibílar komið vikulega með vörur í hverja verslun. Árið 1993 hafði þessum sendibílunum fækkað í 75 á viku. Tilkoma Baugs varð til þess að ýta við heildsölum sem tóku að ræða nauðsyn þess að koma upp sameiginlegu dreifingarkerfi en ekkert kom út úr þeim þreifingum.²⁶⁰ Um svipað leyti var verslunin Mikligarður að verða gjaldþrota. Mikligarður var ekki aðeins einn stærsti aðilinn í smásöluverslun á höfuðborgarsvæðinu heldur sá hann einnig um innflutning og dreifingu fyrir kaupfélög út um land. Endalok Miklagarðs og tilkoma Baugs á sama tíma ýtti því úr vör stórfelldum breytingum, bæði á heildverslun og smásöluverslun þar sem staða lítilla heildverslana og kaupfélaga veiktist stórlega.

Á tíunda áratugnum urðu keðjur smám saman ráðandi á matvælamarkaðnum. Samkvæmt úttekt *Frjálsrar verslunar* árið 1997 voru nokkrar keðjur komnar með um 80% matvörumarkaðarins á höfuðborgarsvæðinu. Hagkaup og Bónus voru langstærst, með samanlagt 52% markaðshlutdeild. Nóatún var með 15%, 11–11 verslanirnar, sem Nóatún átti helming í á móti Kaupfélagi Árnesinga, var með 3% en 10–11 um 7%. Fjarðarkaup, sem var stórmarkaður en ekki verslunarkenndur, var með 5%. Samfara þessu minnkaði hlutur smákaupmanna.²⁶¹

Á næstu árum varð enn meiri samþjöppun. Í júní 1998 keyptu Kaupþing og Fjárfestingarbanki atvinnulífsins Hagkaup hf. af Hagkaupsfjölskyldunni. Kaupin sættu gagnrýni og FBA, sem enn var að fullu í eigu ríkisins, var sakaður um að ætla sér í verslunarrekstur. FBA og Kaupþing höfðu hins vegar skuldbundið sig til þess að endurselja hlutina og skrá fyrirtækið á VPÍ. Breytingin á Hagkaupum í almenningshlutafélag var í samræmi við ríkjandi hugmyndir um að slík þróun væri eðlilegt skref í þroskaferli fyrirtækja og einnig í samræmi við óskir Pálma Jónssonar, stofnanda Hagkaupa. Við undirritun kaupsamninganna, 19. júlí, sagði Sigurður Gísli Pálmason að það hefði verið ósk Pálma, föður síns, að Hagkaup yrðu almenningshlutafélag og kæmust þannig í eigu viðskiptavina sinna.

„Áður en Pálmi Jónsson, faðir okkar og stofnandi Hagkaups, féll frá árið 1991 hafði hann í nokkur ár haft þá skoðun að rétt væri þegar fram liðu stundir og hentugar aðstæður sköpuðust að gera Hagkaup að almenningshlutafélagi. Hugsun Pálma var ætíð sú að ef vel tækist til mundi slík eignaraðild styrkja félagið mjög. Margir smáir hlutahafar sem jafnframt væru viðskiptavinir Hagkaups yrðu kjölfesta sem félaginu væri nauðsynleg til að vaxa og dafna.“²⁶²

Ummæli Sigurðar eru athyglisverð því að þau sýna ekki aðeins ólíkan skilning á almenningshlutafélögum og kostum dreifðrar eignar þeirra miðað við það sem seinna varð, heldur líka annan skilning á kjölfestufjárfestingum en lagður var í það hugtak þegar umbreytingaraldan gekk hvað hæst árin 2004 og 2005.

²⁶⁰ *Morgunblaðið* 4. apríl 1993, bls. 24–25, tilv. bls. 24.

²⁶¹ Páll Ásgeir Ásgeirsson: „Annar hver skiptir við Hagkaup og Bónus.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 1997, bls. 70–72.

²⁶² *Morgunblaðið* 20. júní 1998, bls. 30–31, tilv. bls. 31.

Sigurður lagði áherslu á mikilvægi þess að fyrirtækið kæmist í dreifða eign almennings og að það endaði ekki í eigu eins aðila. Slík dreifð eignaraðild væri forsenda velgengni fyrirtækisins til langs tíma. Sömu leiðis má sjá viðhorf Eyjólfssonar um auðstjórn almennings endurspeglast í ummælum Bjarna Ármannssonar við þetta tilefni en í viðtali við *Morgunblaðið* sagði Bjarni að hlutverk FBA væri meðal annars að „hjálpa fyrirtækjum með þröngt eignarhald“ að komast í dreifða eign og á hlutabréfamarkað:

„Við teljum þetta álitlegt verkefni sem þarfnist fyrirtækis eins og okkar því það er hlutverk okkar að hjálpa fjölskyldufyrirtækjum, ríkisfyrirtækjum, samvinnufyrirtækjum og öðrum fyrirtækjum með þröngt eignarhald að komast inn á hlutabréfamarkað. Það er þróunin hérlandis sem annars staðar að fyrirtækin eru að komast í almenningseign og eigu fagfjárfesta og eru skráð á almennum markaði. Það eykur líka kröfur um upplýsingagjöf og aðgang að fjármálamarkaðnum og gerir þau ekki jafnháð hefðbundinni bankafjármögnun.“²⁶³

Kaupþing og FBA keyptu einnig eignarhlut Hagkaupsfjölskyldunnar í Bónus og í júlí 1998 var rekstur Bónuss og Hagkaupa, Nýkaupa og Hraðkaupa, sem áttu að keppa við keðjur á borð við 11–11 og 10–11, sameinaður í nýju fyrirtæki Baugs hf. Innkaupafyrirtæki Bónuss og Hagkaupa fékk hins vegar nafnið Aðföng ehf. Árið eftir keypti Baugur svo Vöruveltuna sem rak 10–11 verslanirnar. Í mars sama ár sameinuðust Nóatún, verslanir Kaupfélags Árnesinga og 11–11 verslanirnar í fyrirtækinu Kaupási. Þessi fyrirtæki höfðu þá starfað saman í nokkur ár en árið 1995 stofnuðu KÁ og Nóatún sameiginlegt innflutningsfyrirtæki, Búr hf., og árið eftir sameinuðust Nóatún og KÁ um Kaupás sem rak 11–11 verslanirnar. Samþjöppun á matvörumarkaði var mjög hröð á síðari hluta tíunda áratugarins. Samkvæmt skýrslu Samkeppnisstofnunar frá 2000 var samanlögð markaðshlutdeild Kaupáss og Baugs 65–67%, ef miðað var við landið allt, en 85–87% á höfuðborgarsvæðinu. Árið 1996 hafði markaðshlutdeild Baugs verið 35% og Nóatúns, sem þá var með næststærsta markaðshlutdeild, 10%.²⁶⁴

18.1 Kaupás

Fjármálastofnanir léku lykilhlutverk bæði í sköpun Kaupáss og Baugs og í báðum tilvikum kom FBA við sögu. Íslandsbanki-FBA hafði milligöngu um að hópur fjárfesta, með Eignarhaldsfélag Alþýðubankans, EFA, í broddi fylkingar, keypti Kaupás í júní 2000. Auk EFA, sem eignaðist 35,6%, voru kaupendur Kaupáss Landsbankinn, VÍS og hópur lífeyrissjóða. Markmið EFA og Landsbankans með kaupum á Kaupási var hið sama og með kaupum FBA og Kaupþings á Baugi, nefnilega að gera fyrirtækið að almenningshlutafélagi og skrá það á almennan hlutabréfamarkað.

EFA ætlaði sér einnig að sameina Samkaup hf., þriðju stærstu keðjuna, inn í Kaupás. Ekkert varð úr þeim fyrirætlunum en á árinu 2000 keypti Kaupás þó Húsgagnahöllina og Intersport.²⁶⁵ Árið áður hafði Baugur keypt Útilíf. EFA gekk hins vegar illa að losa um hlut sinn í

²⁶³ *Morgunblaðið* 21. júní 1998, bls. 2.

²⁶⁴ Samkeppnisstofnun, *Matvörumarkaðurinn. Verðlagspróun í smásölu 1996 til 2000*. Reykjavík 2000, bls. 24–27. Sjá vef Samkeppnisstofnunar: <http://www.samkeppni.is/samkeppni/upload/files/skyrslur/matvoruskysrsla.pdf>. 10. febrúar 2010.

²⁶⁵ Jón G. Hauksson: „Hvað hangir á spýttunni hjá EFA?“ *Frjáls Verslun* 5. tbl. 2000, bls. 20–24; *Morgunblaðið* 15. október 2000, bls. 26–27.

Kaupási og vorið 2003 keypti Framtak fjárfestingarbanki, sem varð til þegar EFA og Þróunarfélagið sameinuðust, hlut sex lífeyrissjóða í Kaupási. Það var ekki fyrr en í október 2003 sem kaupandi fannst að fyrirtækinu. Þá ætlaði Framtak fjárfestingarbanki að selja þau 53,4% sem hann átti í Kaupási til fjárfestingarfélagsins Áskaupa sem var í eigu stjórnenda Kaupáss, VÍS og Samvinnutrygginga. Landsbankinn átti enn 20% og að auki forkaupsrétt að hlutum Framtaks. Bankinn nýtti forkaupsrétt sinn og seldi því næst öll 70% sem hann átti til Norvíkur, fjárfestingarfélags Jóns Helga Guðmundssonar, eiganda Byko og Elko.²⁶⁶

18.2 Gaumur, Bónus, Vöruveltan og Fjárfar

Sem fyrr segir var hlutur Fjárfestingarbanka atvinnulífsins og Kaupþings í Baugi 75% en hvort félag um sig átti 37,5%. Afgangurinn, 25%, var í eigu Gaums ehf., eignarhaldsfélags sem Jóhannes Jónsson og Jón Ásgeir Jóhannesson áttu. FBA og Kaupþingi gekk erfiðlega að selja hlutabréf sín í Baugi því að stofnanafjárfestar, sérstaklega lífeyrissjóðir, höfðu lítinn áhuga á að kaupa bréf í félaginu.²⁶⁷ Í september 1998 höfðu aðeins 10% selst innanlands en 20% höfðu „blandaður hópur erlendra fjárfesta“ keypt en seinna kom í ljós að megnið af því var í eigu Scandinavian Holding S.A., fyrirtækis Kaupþings og Sparisjóðanna í Lúxemborg.²⁶⁸ Í október 1998 fréttist hins vegar af því að Reitangruppen, norsk stórmarkaðakeðja, hefði keypt 20% í Baugi.

Í apríl 1999 efndu FBA og Kaupþing til almenns útboðs á hlutabréfum í Baugi þar sem almenningi bauðst að kaupa 10% í félaginu. Útboðið gekk vel. Meira en fimm þúsund og sjö hundruð manns tóku þátt og umframeftirspurn varð þreföld. Í kjölfarið var Baugur skráð á Verðbréfaþing Íslands. Eignarhald Baugs tók þá að þjappast saman. Í desember 1999 hafði Scandinavian Holding selt bréf sín til Jóns Ásgeirs og Jóhannesar Jónssonar, eigenda Gaums, og Lífeyrissjóðs verslunarmanna. Við það voru Gaumur og eigendur Gaums komnir með 35% hlut í Baug. Bónusfeðgar juku hlut sinn á næstu mánuðum, því að í desember 2000 voru þeir feðgar og Gaumur komnir með 34,7% og huldufélagið Fjárfar ehf., sem talið var á vegum Jóns Ásgeirs, var með 6,8%.²⁶⁹

Í maí 1999 stofnaði Baugur svo fasteignafélagið Stoðir, sem byrjaði á að kaupa húsnæði margra Bónusverslana og þriggja 10–11, verslana en Baugur keypti öll hlutabréf í Vöruveltunni í lok maí af fyrirtækinu Fjárfari ehf. Þau viðskipti, og málefni Fjárfars ehf., áttu á næstu árum eftir að verða umdeild, m.a. í tengslum við Baugsmálið svokallaða en ekki er svigrúm til að rekja þau atriði nánar hér.

19. Vaxandi umsvif bankanna í umsköpun íslensks atvinnulífs

Stórt einkenni tímabilsins eftir aldamót er að fjármálastofnanir og bankarnir takast á hendur skýrara og stærra hlutverk í umbreytingu atvinnulífsins. Segja má að fjármálastofnanirnar taki forystu í þróun atvinnulífsins og feti í fótspor Fjárfestingarbanka

²⁶⁶ *Morgunblaðið* 18. október 2003, bls. 10; *Morgunblaðið* 28. október 2003, bls. 56.

²⁶⁷ *DV* 28. september 1998, bls. 4; „Innherji skrifar: Er heima best?“ *Morgunblaðið* 10. janúar 2002, bls. B2.

²⁶⁸ Sjá t.d. Páll Ásgeir Ásgeirsson: „Endurskoðandinn verður aðstoðarforstjóri.“ *Frjáls verslun*, 7. tbl. 1998, bls. 42–45, tilv. 43; *Morgunblaðið* 30. október 1998, bls. 18; *Morgunblaðið* 11. desember 1999, bls. 24; *Morgunblaðið* 21. október 1999, bls. B2.

²⁶⁹ *Morgunblaðið* 12. júlí 2005, bls. 10.

atvinnulífsins sem hafði áður fjármagnað umbreytingu lokaðra fyrirtækja á borð við Hagkaup og Ölgerðina Egil Skallagrímsson. Fyrst eftir aldamót eru bankarnir helst áberandi en fjárfestingarfélög leika þó einnig stórt hlutverk. Á seinni hluta áratugarins eru það hins vegar fjárfestingarfélög sem eru í aðalhlutverkum, eins og FL Group, Exista og Fjárfestingarbankinn Straumur sem varð til úr sameiningu fjárfestingarfélaga.

Rekja má aukna þátttöku bankanna í umbreytingarfjárfestingum til endaloka aldamótabólunnar. Efling hlutabréfamarkaðar fyrir aldamót hafði gert sprotafyrirtækjum mun auðveldara að nálgast fjármagn. Framan af tíunda áratugnum voru bankarnir tregir til að lána nema þeir gætu tekið veð í fasteignum. Þó að slík lánastefna væri skiljanleg í ljósi þess að fasteignir voru lengst af einu eignirnar sem hægt var að taka veð í stóð hún sprotafyrirtækjum, sem þurftu mikið fjármagn til vöruþróunar, fyrir þrífum.²⁷⁰

Á árunum 1998–2000 virðast bankarnir hins vegar hafa snúið við blaðinu í þessum efnum og tekið virkan þátt í fjármögnun sprotafyrirtækja, bæði með auknum lánveitingum og ekki síður með því að koma á fót sérstökum áhættufjármögnunarfélög. Landsbankinn stofnaði Landsbankann-Framtak hf. í janúar 1999 og Kaupping stofnaði Uppspretu S.A. í september 1998 en bæði félögin fjárfestu í sprotafyrirtækjum og nýsköpun. Þá breyttu fjárfestingarfélög eins og Eignarhaldsfélag Alþýðubankans um fjárfestingarstefnu og tóku í vaxandi mæli að fjárfesta í óskráðum félögum. Fjárfestingarfélög í einkaeigu eins og 3P Fjárhús sem einbeittu sér að áhættufjárfestingum komu fram. Nýherji stofnaði Klak sem fjárfesti í sprotafyrirtækjum. Þá varð sprenging í framboði áhættufjármagns með tilkomu Nýsköpunarsjóðs sem varð til um leið og FBA.²⁷¹

Stór hluti þessa áhættufjár rann til hátæknifyrirtækja – sérstaklega ýmissa tölvu- og hugbúnaðarfyrirtækja. Mjög miklar vonir voru bundnar við tölvu- og hugbúnaðariðnaðinn á þessum árum og því myndaðist gríðarleg spenna í kringum hlutabréf þessara félaga. Bréf langfæstra þeirra voru þó í nokkurri umferð og því beindist athygli almennings að þeim félögum sem áttu mikið af óskráðum hlutabréfum.²⁷²

Hrun gráa markaðarins varð til þess að bankarnir og fjárfestingarsjóðir þeirra drógu úr fjárfestingum í sprotafyrirtækjum og óskráðum hlutabréfum lítilla fyrirtækja.²⁷³ Þess í stað beindu bankarnir og fjárfestingarfélög sjónum sínum að stórum rótgrónum fyrirtækjum sem buðu upp á „umbreytingarmöguleika“. Bankarnir fóru að einbeita sér að „stóru dílunum“ eins og dálkahöfundur Innherja í viðskiptablaði *Morgunblaðsins* orðaði það í ágúst 2004.²⁷⁴ Talsmenn iðnaðarins og sprotafyrirtækja kvörtuðu margoft yfir skorti á þolinmóðu fjármagni og viljaleysi bankanna til að fjármagna sprotafyrirtæki. Hörður Arnarson, forstjóri Marels, tók undir þetta í

²⁷⁰ „Aðrir sálmar: Ég vil eiga allan heiminn.“ *Vísindagætt* 6. tbl. 1999, bls. 4.

²⁷¹ Eyþór Ívar Jónsson: „Áhættufjármagnið flæðir.“ *Vísindagætt* 13. tbl. 2000, bls. 1, 4; Eyþór Ívar Jónsson: „Áratugur frumkvöðulsins.“ *Vísindagætt* 48. tbl. 2000, bls. 1, 4; *Morgunblaðið* 23. janúar 1999, bls. 24; *Morgunblaðið* 24. febrúar 2000, bls. C1; *Morgunblaðið* 30. maí 2000, bls. 43.

²⁷² Sérstaklega beindist athyglin að Íslenska hugbúnaðarsjóðnum en hlutabréf hans hækkuðu um 27,5% frá því að þau voru skráð á Verðbréfaþingi 1. september til ársloka og um önnur 283% frá áramótum til loka apríl áður en aldamótabólan sprakk.

²⁷³ *Morgunblaðið* 24. maí 2001, bls. C4; Arnar Sigurmundsson: „Ávarp stjórnarformanns: Öflugur bakhjarl og drifkraftur nýsköpunar.“ *Nýsköpunarsjóður. Ársskýrsla* 2003. Reykjavík 2004, bls 3. Sjá vef Nýsköpunarsjóðs atvinnulífsins:

http://www.nsa.is/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=25&Itemid=110. 10. febrúar 2010.

²⁷⁴ „Innherji skrifar. Bronsverðlaun í nýsköpun.“ *Morgunblaðið* 19. ágúst 2004, bls. C8.

viðtali við *Morgunblaðið* í desember 2003 en benti á að í aldamótabólunni hefði oftár en ekki verið farið fram meira af kappi en forsjá:

„Það kom tímabil á árunum 1999 og 2000 þar sem alltof mikið var gert. Þar var hins vegar ekki um að ræða mistök þeirra sem stóðu að sprotafyrirtækjunum heldur voru mistökin hjá fjármagnseigendunum. Þeir mátu fjárfestingarkostina ekki á faglegan hátt. Þá eins og nú var hins vegar mikið um áhugaverðar hugmyndir og marga góða fjárfestingarkosti. Það er því mikilvægt að bæta þarna úr og skapa sprotafyrirtækjunum umhverfi til að vaxa í.“²⁷⁵

Það fjármagn sem streymdi inn á markaðinn eftir að botninum var náð 2001 fór því ekki nema að mjög litlu leyti til nýfjárfestingar heldur fyrst og fremst í fjármagna kaup fyrirtækja á öðrum fyrirtækjum og þrýsta upp verði á eignum sem þegar voru fyrir hendi.

Endalok aldamótabólunnar stuðluðu með þessum hætti að því að skráðum félögum á Verðbréfaþingi tók að fækka. Á árinu 2001 fækkaði skráðum félögum í fyrsta sinn í sögu Verðbréfaþings. Sú þróun hélt áfram næstu ár. Ástæða fækkunarinnar voru samrunar og yfirtökur. Það ýtti undir fækkun skráðra félaga að fyrirtækin, sem komu ný inn á hlutabréfamarkað eftir aldamót, stöldruðu fæst lengi við heldur voru tekin af skrá eftir skuldsettar yfirtökur. Það er áberandi hversu mörg þeirra fjölskyldufyrirtækja, sem breytt var í opin almenningshlutafélög á árunum 1997–2001, urðu fyrir skuldsettum, og oft fjandsamlegum, yfirtökum og voru tekin af markaði í kjölfarið.

Bankarnir létu sér ekki nægja að stuðla að umbreytingum einstaka fyrirtækja því að heilu atvinnugreinarnar voru teknar fyrir. Hér er ekki rými til að kafa djúpt í sögu hvers fyrirtækis eða atvinnugreinar. Þó er gagnlegt að fara stuttlega yfir nokkur dæmi úr þessari sögu því þau veita innsýn í samruna- og yfirtökubylgjuna sem var eitt helsta einkenni þróunar atvinnulífsins í kringum aldamót.

19.1 Samþjöppun í svína- og alifuglarækt

Búnaðarbankinn var ötull á sviði samruna og yfirtaka í íslensku atvinnulífi og vann m.a. með virkum hætti að samrunaþróun í svína- og kjúklingarækt. Þar var samrunaþróunin í formi skuldsettra fyrirtækjakaupa, frekar en samruna, en bankarnir léku stórt hlutverk í þeirri þróun. Frá því að vera í höndum fjölda lítilla fjölskyldubúa færðist svínakjöts- og alifuglaframleiðsla í hendur færri og stærri búa sem einnig ráku eigin kjötvinnslur. Bankarnir tóku virkan þátt í þessari þróun bæði með því að fjármagna vöxt og fjárfestingar stærstu fyrirtækjanna í greininni en á endanum einnig með beinni þátttöku í rekstri. Árangurinn var hins vegar offjárfesting og offramleiðsla sem leiddi til alvarlegrar kreppu í greinunum á árunum 2001–2003.

Framleiðslueiningar í svínarækt stækkuðu einnig. Svínarækt færðist af litlum fjölskyldubúum með lítið eða ekkert aðkeypt vinnuafli yfir á stöðugt stærri bú. Árið 1991 var svínarækt stunduð á um 100 búum þar sem hvert bú var með að meðaltali 31 gyltu en árið 2004, þegar umbreytingin var að mestu gengin yfir, var svínarækt aðeins á 17 stöðum og hvert

²⁷⁵ *Morgunblaðið* 4. desember 2003, bls. B8–B9; Einnig Guðrún Möller og Ólafur Árnason: „Bankar og nýsköpun.“ *Fréttablaðið* 7. október 2003, bls. 15; *Morgunblaðið* 6 maí 2004, bls. C11.

býli með 240 gyltur. Tvö stærstu búin, Svínabúið á Brautarholti í eigu Jóns Ólafssonar og sona hans; Ólafs, Kristins Gylfa, Björns og Jóns Bjarna, og svínabú Vallárfeðga, voru með helming markaðarins. Bæði fyrirtækin voru eflað á tíunda áratugnum og eignuðust kjötvinnslur í lok hans.

Árið 1999 keyptu Brautarholtsfeðgar Kjötvinnslu Sigurðar í Kópavogi sem var endurskírð Kjötvinnslan Esja og árið eftir keyptu þeir tvo þriðju hlutafjár í Síld og fisk af börnum Þorvaldar Guðmundssonar sem hafði byggt upp fyrirtækið og vörumerki þess, Ali. Árið 2001 keyptu Brautarholtsfeðgar 23,87% hlut í Sláturfélagi Suðurlands en Svínabúið í Brautarholti var stærsti eigandi A-deildarbréfa í Sláturfélagi Suðurlands með 2% eignarhlut. Brautarholtsbúið stækkaði einnig með kaupum á öðrum matvælaframleiðendum. Svínabúið á Minni-Vatnsleysu var keypt 1999, Nesbúið, sem var annað stærsta eggjabú landsins, var einnig keypt sama ár. Fyrir átti Brautarholtsbúið stóran hluta Móa kjúklinga. Þessi fyrirtækjakaup og vöxtur Brautarholtsbúsins var að mestu fjármagnað með lánsfé.

Stjórnugrís var hitt stóra fyrirtækið í svínakjötsframleiðslu en búið var flutt á Vallá árið 1995. Vallárfeðgar ráku einnig stærsta eggjabú landsins, Stjörnuegg. Árið 2000 keyptu Vallárfeðgar kjötvinnsluna Ferskar kjötvörur af Baugi en Hagkaup hafði stofnað það fyrirtæki.²⁷⁶

Þróunin í kjúklingarækt var hin sama og í svínarækt, í átt að stöðugt stærri búum þar sem fáein stór bú gleypu minni framleiðendur í skuldsettum yfirtökum. Ástæður þróunarinnar í báðum greinum voru annars vegar breytingar á neysluháttum þjóðarinnar en neysla kjúklinga- og svínakjöts jókst hratt á tíunda áratugnum. Árið 1994 borðaði hver Íslendingur 5,2 kíló af kjúklingakjöti á ári en neyslan var 11,8 kíló árið 2000 og árið eftir var hún komin í 13,2 kíló. Vöxturinn var sérstaklega hraður eftir að sala ófrosins kjúklings var leyfð árið 1995.²⁷⁷ Spár gerðu ráð fyrir því að neyslan myndi halda áfram að aukast. Kjúklinga og svínakjötsmarkaðirnir gengu því í gegnum miklar umbreytingar og miklir vaxtarmöguleikar voru í greinunum.

Þróunin í átt að stórbúum hófst fyrr í kjúklingarækt en svínarækt en um aldamótin stefndu Brautarholtsfeðgar að því að ná undir sig bróðurpartinum af kjúklingamarkaðnum. Þeir höfðu keypt hlut í Móabúinu 1985. Þá var búið með aðeins 8% markaðshlutdeild en hóf þegar stórfelldar fjárfestingar og árið 2000 var það komið í þriðjungs markaðshlutdeild. Helsti samkeppnisaðili Móabúsins var Reykjagarður sem lengst af var stærsti framleiðandinn. Árið 2001 keypti Fóðurblandan, sem þá var í eigu GB Fóðurs, Reykjagarð en seldi hann svo til Búnaðarbankans sem hugðist sameina Reykjagarð Móabúinu.

Brautarholtsfeðgar voru þá orðnir mjög umsvifamiklir, áttu annað stærsta svínabú landsins, annað stærsta eggjabú landsins og annað stærsta kjúklingabú landsins og voru með mikil umsvif í kjötvinnslu. Með sameiningu Móabúsins og Reykjagarðs hefðu Brautarholtsfeðgar verið komnir með nærri 70% markaðshlutdeild á kjúklingamarkaði. Samkeppnisyrðing lögðust gegn sameiningunni.

Útþensla Brautarholtsfeðga var fjármögnuð með lánsfé en skuldir þeirra voru fimm milljarðar í árslok 2002. Sumar fjárfestingar þeirra þóttu misráðnar og þeir sagðir tilbúnir að

²⁷⁶ Morgunblaðið 14 mars 2004, bls. 10–12; Morgunblaðið 15. ágúst 2002, bls. D6–D7.

²⁷⁷ Búnaðarrit. Íslenskur landbúnaður 1998. Reykjavík 1999, bls. 43; Búnaðarrit. Íslenskur landbúnaður 2001. Reykjavík 2002, bls. 36–37.

borga óhóflega hátt verð fyrir þau fyrirtæki sem þeir keyptu en kaupverðið á bæði Nesbúinu og Síld og fiski þótti óeðlilega hátt og vandséð hvernig rekstur fyrirtækjanna átti að geta staðið undir afborgunum af lánum sem Brautarholtsfeðgar tóku til að fjármagna kaupin.²⁷⁸

Í júlí 2001 tóku Brautarholtsfeðgar í notkun stórt og öflugt sláturhús og kjötvinnslu fyrir Móa í Mosfellsbæ. Fasteignafélagið Landsafl, sem var í eigu Landsbankans, EFA og Íslenskra aðalverktaka, átti húsið og leigði Móabúinu. Framleiðslugeta hússins var slík að það hefði getað annað allri kjúklingaframleiðslu landsins og því nauðsynlegt fyrir Móa að stórauка framleiðslu sína til að nýta fjárfestinguna. Um skeið lét Reykjagarður slátra í kjötvinnslu Móa í Mosfellsbæ en haustið 2002, eftir að slitnaði upp úr samvinnu búanna, ákvað Móabúið að auka framleiðslu sína. Í kjölfarið sigldi verðstríð á kjúklingamarkaði.

Tap var á rekstri Reykjagarðs á meðan Búnaðarbankinn átti búið. Tap á árinu 2001 nam 313 milljónum en árið áður nam tapið 71 milljón. Um áramótin 2001–2002 var eigið fé Reykjagarðs neikvætt um 146 milljónir króna en árið 2000 hafði það verið jákvætt um 72 milljónir króna. Rekstur annarra stórra kjúklingabúa gekk sömuleiðis illa. Tap Móa á árinu 2001 var 241 milljón og eigið fé neikvætt í lok ársins um 244 milljónir. Íslandsfugl á Dalvík tapaði líka miklu – 54 milljónum en eigið fé var þó jákvætt. Ísfugl var eina fyrirtækið sem var rekið með hagnaði og var hagnaðurinn 14,2 milljónir króna. Ísfugl hafði farið hvað rólegast í fjárfestingar.

Afleiðing verðstríðsins og offjárfestinga var sú að bæði Móabúið og Reykjagarður voru nálægt gjaldþroti árið 2002. Haustið 2003 keypti Sláturfélag Suðurlands Reykjagarð af Búnaðarbankanum og Matfugl eignaðist þrotabú Móa sem var úrskurðað gjaldþrota í nóvember 2003. Offjárfesting í kjúklingarækt þýddi að offramboð var á kjöti. Verðstríð kjúklingaframleiðenda kom einnig niður á svínakjötsframleiðslu. Árið 2002 hættu tíu svínabú rekstri og árið 2003 voru aðeins 17 bú starfandi. Mörg búanna voru þó tengd og því voru í raun ekki nema 10 sjálfstæðir framleiðendur árið 2004.²⁷⁹

19.2 Gagnrýni á afskipti bankanna af fyrirtækjum í matvælaframleiðslu

Bankarnir voru gagnrýndir fyrir þátt sinn í sviptingum á kjötmarkaði upp úr aldamótum en bankarnir lánuðu mikið til stærstu kjötframleiðenda og höfðu ýmis bein afskipti af kjötframleiðslu. Árið 2000 byrjuðu bankarnir að taka beinan þátt í rekstri fyrirtækja í landbúnaði með hlutabréfakaupum. Þessi gagnrýni beindist sérstaklega að Búnaðarbankanum fyrir þátt hans í að fjármagna offjárfestingu í landbúnaði á árunum 1998–2002 en bankinn hafði m.a. verið aðalviðskiptabanki Brautarholtsbúsins. Gunnar Sæmundsson, varaformaður Bændasamtaka Íslands, gagnrýndi Búnaðarbankann á aðalfundi Landssamtaka sauðfjárbænda 2003 en hann sakaði bankann um að stunda skemmdarverkastarfsemi á kjötmarkaði:

„Ábyrgð lánastofnana á því ástandi sem nú ríkir á kjötmarkaði er mikil og þar virðist Búnaðarbankinn vera í fararbroddi. Það hlýtur að vera spurning hvernig við eigi að

²⁷⁸ Morgunblaðið 14. mars 2004, bls. 10–11, tilv. bls. 10.

²⁷⁹ Morgunblaðið 14. mars 2004, bls. 10–11.

bregðast en bankinn er tilbúinn að tapa háum fjárhæðum til að halda úti skemmdarverkastarfsemi á kjötmarkaði.²⁸⁰

Við setningu Búnaðarþings árið eftir furðaði Ari Teitsson, fráfarandi formaður Bændasamtakanna sig einnig á því að KB Banki væri orðinn stærsti búvöruframleiðandi landsins og fordæmði aukin áhrif „auðhyggju“ og áherslu á „skjótan hámarksarð“ sem hann taldi að græfi undan búrekstri.²⁸¹

Þó er rangt að skella skuldinni allri á Búnaðarbankann því að Landsafl, sem var að stórum hluta í eigu Landsbankans, fjármagnaði offjárfestingu Móa í kjötvinnslu í Mosfellsbæ. Þessi reynsla bankanna, og þó sérstaklega Búnaðarbanka og síðar KB Banka, af beinni þátttöku í fyrirtækjarekstri og tilraunum til að koma í kring stórfelldum umbreytingum í heilu atvinnugreinunum með því að fjármagna uppbyggingu stórra markaðsráðandi fyrirtækja, var þó síst af öllu uppörvandi. Árangurinn var offjárfesting og stórgjaldþrot.

Á næstu árum hélt samrunaþróunin áfram í kjúklingaframleiðslu þar sem fjárfestingarfélagið Sundagarðar hf., sem átti grænmetisheildverslunina Mata ehf., keypti upp þrotabú kjúklingaframleiðandanna og byggði upp stórt fyrirtæki í matvælaframleiðslu og dreifingu. Matfugl, sem var í eigu Mata og Sundagarða, eignaðist nánast allar eignir Móa á Kjalarnesi haustið 2003. Árið eftir eignuðust Sundagarðar Íslandsfugl á Dalvík og árið 2005 Síld og fisk. Sundagarðar áttu einnig stóran hlut í SPRON og voru einn stærsti eigandi Saga Capital.

20. Dæmi um afskráningar og skuldsettar yfirtökur eftir aldamót

Sem fyrr segir er það áberandi hversu mörg þeirra fjölskyldufyrirtækja sem breytt var í opin almenningshlutafélög á árunum 1997–2001 voru yfirtekin með skuldsettum hætti, stundum fjandsamlega, og tekin af markaði í kjölfarið. Dæmi um þetta eru Fóðurblandan, Húsasmiðjan og Keflavíkurverktakar.

20.1 Fjandsamleg yfirtaka Keflavíkurverktaka

Keflavíkurverktakar voru fyrsta fyrirtækið sem skráði bréf sín á Tilboðsmarkað Verðbréfaþings sem opnaður var 15. maí 2001. Tilboðsmarkaður Verðbréfaþings tók við af Opna tilboðsmarkaðnum en hugmyndin með opnun hans var að skapa skipulegan markað fyrir hlutabréf smærri fyrirtækja þar sem verðmyndun væri sæmilega gagnsæ og minnka þannig hættur sem fylgdu viðskiptum á grúa markaðnum.²⁸²

Keflavíkurverktakar eru ágætt dæmi um þá umbreytingu sem var að ganga yfir íslenskt atvinnulíf á tíunda áratugnum en félagið hafði starfað sem nokkurskonar sameignarfélag þar til 1999 þegar því var breytt í almenningshlutafélag. Keflavíkurverktakar voru stofnaðir 1957 og höfðu um leið einkarétt á viðhaldsverkefnum fyrir varnarliðið á Keflavíkurflugvelli. Keflavíkurverktakar voru í raun samvinnufélag iðnaðarmanna á Suðurnesjum um

²⁸⁰ *Bændablaðið* 8. júlí 2003, bls. 4.

²⁸¹ *Bændablaðið* 10. mars 2004, bls. 8.

²⁸² *Morgunblaðið* 11. maí 2001, bls. 24; *Árbók verðbréfaþings Íslands* 2002. Reykjavík 2003, bls. 52–53. Sjá vef Kauphallar Íslands: http://news.icex.is/attachments/other/FactBook_2002.pdf. 18. febrúar 2010.

viðhaldsverkefni fyrir varnarliðið. Þegar félaginu var breytt í almenningshlutafélag 1999 var það í mjög dreifðri eignaraðild. Skráning Keflavíkurverktaka á Tilboðsmarkað Verðbréfaþings 2001 tengdist því að fyrirtækið, sem hafði til þessa nánast alfarið starfað á varnarsvæði Bandaríkjanna á Miðnesheiði og Keflavíkurflugvelli, var að víkka út markaðssvæði sitt. Á þessum tíma átti sér stað umtalsverð samþjöppun byggingaverktaka.²⁸³ Árið 1999 höfðu Aðalverktakar, sem einnig voru að víkka markaðssvæði sitt út fyrir varnarsvæðið, sameinast Álfarósi og Ármannsfelli.

Aðeins fáeinum mánuðum eftir að Keflavíkurverktakar höfðu verið skráðir á markað tóku eignarhaldsfélög í Lúxemborg, Source Holding og Eisch Holding, að safna hlutum í félaginu. Kaupþing í Lúxemborg virðist hafa haft forystu um þessi viðskipti og í september 2001 voru þessir aðilar komnir í 39% hlut í Keflavíkurverktökum.²⁸⁴ Eisch Holding var félag í eigu feðganna Bjarna Pálssonar og Páls Ólafssonar sem var skráð í Lúxemborg á heimilisfang Kaupþings þar í borg. Kaupþing herti róðurinn fyrir Eisch Holding og hringdi meðal annars í stóra hluthafa. Í september voru þeir feðgar komnir í 40,4% hlut og í október höfðu þeir náð meirihluta bréfa í félaginu (50,3%). Í kjölfarið var stefnt að yfirtöku félagsins og afskráningu og sá Kaupþing um þau mál. Í nóvember 2001 var Eisch Holding komið í 87% hlut og stefndi að því að leysa til sín hluti starfsmanna sem áttu í félaginu. Fyrrum stjórnarformaður félagsins gagnrýndi þá ráðstöfun því að eignarhald starfsmanna hefði verið talið auka styrk fyrirtækisins. Fjölskylda Jakobs Árnasonar, sem hafði verið stærsti hluthafinn í Byggingaverktökum Keflavíkur og stærsti einstaki hluthafinn í Keflavíkurverktökum, sakaði Eisch Holding um fjandsamlega yfirtöku.²⁸⁵ Árið 2006 var nafni Keflavíkurverktaka loks breytt í Atafll hf.

Eigendur Eisch Holding, þeir Bjarni Pálsson og Páll Ólafsson, höfðu stuttu áður leikið aðalhlutverk í annarri yfirtöku þar sem Kaupþing kom einnig við sögu, því að þeir feðgar höfðu tekið yfir Fóðurlönduna árið 2000.

20.2 Skuldsett yfirtaka Fóðurlöndunnar

Hluti af endurskipulagningu fyrirtækja í lok tíunda áratugarins var stofnun sérstakra fjárfestingarféлага. Dæmi um það er félagið Korn ehf., fjárfestingarfélag sem Fóðurlöndun stofnaði á árinu 1998 en Korn ehf. hafði 100 milljónir í hlutafé og átti að sinna fjármálastarfsemi, fjárfestingum í öðrum félögum og annarri ávöxtun fjármuna. Ástæðan fyrir stofnun Korn ehf. var sögð sterk eiginfjárestaða Fóðurlöndunnar sem kallaði á nýjar fjárfestingar þar sem fóðurmarkaðurinn myndi ekki vaxa hratt og því nauðsynlegt að róa á ný mið. Þegar á reyndi virtist fjárfestingarfélagið Korn ehf. þó fyrst og fremst hafa fjárfest í hlutabréfum Fóðurlöndunnar.²⁸⁶

Fóðurlöndun hafði verið í eigu bræðranna Gunnars, Sigurðar Garðars og Jóns Jóhannssona, sem kenndir eru við Ásmundarstaði. Þeir höfðu keypt fyrirtækið árið 1984 af Lýsi hf., sem hafði stofnað það árið 1960, en Gunnar og Sigurður keyptu Jón bróður sinn út og byggðu fyrirtækið upp. Rekstur félagsins gekk mjög vel og árið 1997 ákváðu bræðurnir að setja

²⁸³ Morgunblaðið 17. maí 2001, bls. C11.

²⁸⁴ Morgunblaðið 15. september 2001, bls. 16.

²⁸⁵ Morgunblaðið 4. október 2001, bls. C16; Fréttablaðið 5. október 2001, bls. 4; Fréttablaðið 15. janúar 2002, bls. 1.

²⁸⁶ Morgunblaðið 8. ágúst 1998, bls. 16; Morgunblaðið 23. september 2003, bls. 10.

Fóðurlönduna á hlutabréfamarkað og jafnframt lýstu þeir því yfir að þeir myndu selja meirihluta sinn í fyrirtækinu. Þegar sala hlutabréfanna fór fram var eftirspurnin slík að Kaupþingi, sem hafði umsjón með útboðinu, tókst ekki að anna henni. Alls varð umframeftirspurnin sexföld. Halldór Friðrik Þorsteinsson hjá Kaupþingi sagði í viðtali við *Morgunblaðið* að viðskiptavinir hefðu verið byrjaðir að standa í röð snemma um morguninn og margir verið með umboð fyrir fjölda manns, sumir með allt að þrjátíu manns. Hér var því á ferð fyrirboði þeirrar miklu umframeftirspurnar og „kennitölusöfnunar“ sem átti eftir að setja mark á einkavæðingu bankanna.²⁸⁷

Eftir að það var gert að almenningshlutafélagi gekk fyrirtækið mjög vel og hagnaður jókst. Árleg arðsemi fyrirtækisins á árunum 1996–1999 var 15–18%. Hagnaður þess hafði aukist ár frá ári og var kominn upp fyrir 100 milljónir árið 1999. Í árslok það ár voru hluthafar í fyrirtækinu 223 talsins en stærstu eigendur voru bræðurnir Gunnar og Sigurður Garðar Jóhannssynir með samtals 22% hlut.

Í júní 2000 seldu þeir bræður og nokkrir stórir hluthafar hins vegar hluti sína til GIR Capital Investment, sem var vogunarsjóður í eigu Kaupþings í New York, og fyrirtækisins GB Fóðurs sem var í eigu feðganna Bjarna Pálssonar og Páls Ólafssonar frá Brautarholti á Kjalarnesi. GIR Capital og GB Fóður gerðu því næst öðrum hluthöfum yfirtökutilboð og var félagið tekið af markaði. Eignarhlutföll í félaginu skiptust þannig að vogunarsjóður Kaupþings átti um 2/3 og GB Fóður 1/3 Fóðurlöndunnar.

Fjármagn til yfirtökunnar var að miklu leyti fengið frá Fóðurlöndunni sjálfri í gegn um dótturfélagið Korn ehf., sem lánaði til kaupanna, en kaupin og aðkoma Kaupþings og GB Fóðurs að Fóðurlöndunni voru gagnrýnd í skýrslu sem PriceWaterhouseCooper vann í árslok 2001. Nýir eigendur réðust einnig í að leita að „duldum eignum“ í félaginu og létu á árinu 2000 endurmeta eignir fyrirtækisins til að finna dular eignir.

Hröð umskipti urðu hins vegar í rekstri Fóðurlöndunnar. Árið 1999 var fyrirtækið rekið með yfir 100 milljón króna hagnaði og var arðsemi eigin fjár um 18%. Eigið fé var 673 milljónir í árslok og heildareignir 1259 milljónir. Árið 2001 var hins vegar mikið tap af rekstri Fóðurlöndunnar. Stór hluti tapsins og skuldaaukningarinnar árið 2001 var til kominn vegna gengisfalls krónunnar en nýju eigendurnir höfðu einnig tekið hundruð milljóna út úr rekstrinum án þess að fyrir því væru heimildir.²⁸⁸

20.3 Fjandsamleg yfirtaka Húsasmiðjunnar

Saga Húsasmiðjunnar er líklega best þekkt dæmið um fjandsamlega yfirtöku en Bogi Þór Siguroddsson, fyrrverandi forstjóri fyrirtækisins, skrifaði bók um atburðarásina sem bar titilinn *Fjandsamleg yfirtaka. Átakasaga úr íslensku atvinnulífi*. Bogi sakaði Kaupþing um að hafa óheiðarlega viðskiptahætti og um að hafa stutt fjandsamlega yfirtöku fjármálastjóra Húsasmiðjunnar og Hallbjörns Karlssonar, starfsmanns á fyrirtækjasviði Kaupþings á fyrirtækinu.²⁸⁹

²⁸⁷ *Morgunblaðið* 8. mars 1997, bls. 17.

²⁸⁸ Sjá úttekt Egils Ólafssonar á málefnum Fóðurlöndunnar, *Morgunblaðið* 23. september 2003, bls. 10; *Morgunblaðið* 9 júní 2000, bls. 24.

²⁸⁹ Bogi Þór Siguroddsson: *Fjandsamleg yfirtaka. Átakasaga úr íslensku atvinnulífi*. Reykjavík 2002.

Húsasmiðjan var stofnuð af Snorra Halldórssyni árið 1956 en sonur hans, Jón Snorrason, stýrði fyrirtækinu frá 1984. Eftir að frumkvöðullinn og stofnandi fyrirtækisins féll frá árið 1983 var fyrirtækið í eigu barna hans. Stefnan var tekin á skráningu á hlutabréfamarkað þegar árið 1996 og árið 2000 var Húsasmiðjan skráð á Verðbréfaþing í kjölfar sölu á 30% hlutafjár í til almennings í útboði. Um leið og félaginu var breytt úr fjölskyldufyrirtæki í opið hlutafélag steig Jón Snorrason úr forstjórstólnum en þá tók Bogi Þór Siguroddsson við. Á árunum áður hafði Húsasmiðjan keypt smærri fyrirtæki í byggingavöruverslun og þjónustu við byggingaverktaka. Sumarið 2000 keypti Húsasmiðjan annað rótgróið fjölskyldufyrirtæki, Blómaval, en FBA hafði milligöngu um kaupin. Húsasmiðjan var að mörgu leyti dæmigerð fyrir þá þróun sem var að verða í íslensku atvinnulífi, stórfyrirtækja- og keðjumyndun þar sem smærri fjölskyldufyrirtæki og fyrirtæki eða rekstrareiningar samvinnuhreyfingarinnar runnu inn í stærri keppinauta sem stefndu á hlutabréfamarkað og uxu, ýmist með yfirtökum eða sameiningum.

Líkt og önnur sambærileg fyrirtæki staldraði Húsasmiðjan ekki lengi við á hlutabréfamarkaði því að 11. júní 2002 var greint frá því að Íslandsbanki og afkomendur Snorra Halldórssonar, Jón Snorrason, Sturla Snorrason og Sigurbjörg Snorradóttir hefðu selt Árna Haukssyni, fjármálastjóra Húsasmiðjunnar og Hallbirni Karlssyni, starfsmanni á fyrirtækjasviði Kaupþings, og ónafngreindum öðrum fjárfestum 70% hlutafjár í Húsasmiðjunni. Í kjölfarið átti að gera yfirtökutilboð í hlut annarra fjárfesta. Fyrirtækið var afskráð sama ár. Í ágúst sama ár var greint frá því hverjir væru í hinum ónafngreinda „hópi fjárfesta“ sem keypti fyrirtækið ásamt Árna og Hallbirni en þá kom í ljós að Baugur myndi eiga 45% í Húsasmiðjunni á móti þeim félögum.

Eftir eigendaskiptin fór Húsasmiðjan í gegn um klassískt umbreytingarferli þar sem eignir, sem ekki tengdust grunnstarfsemi félagsins, voru seldar til að fjármagna kaupin. Þessi sala var réttlætt með því að verið væri að gera reksturinn hagkvæmari og straumlínulagaðri. Eftir kaupin myndi Húsasmiðjan einbeita sér að grunnstarfsemi sinni. Fyrir vikið voru fasteignir fyrirtækisins seldar og leigðar aftur, meðal annars til að fjármagna kaupin að sögn nýrra eigenda.²⁹⁰

Í janúarlök 2005 keypti Baugur síðan Árna og Hallbjörn út úr fyrirtækinu. Við þetta tilefni sagði Árni Hauksson að þeir Hallbjörn hafi séð fyrirtækið sem langtímafjárfestingu: „Okkar fyrirætlanir voru til langs tíma, en okkur barst tilboð sem ekki var hægt að hafna“.²⁹¹ Baugur áframseldi þau 55%, sem félagið keypti, til þriggja fjárfestingarfélaga sem á sama tíma voru einnig stærstu hluthafar Flugleiða; Saxhóls, fjárfestingarfélags Nóatúnsfjölskyldunnar; Prímusar, fjárfestingarfélags Hannesar Smárásonar og Byggingarfélags Gylfa og Gunnars. Hver þessara aðila átti um 18,3 prósent, samtals 55%, á móti 45% Baugs. Ólíkt mörgum öðrum umbreyttum fyrirtækjum fór Húsasmiðjan ekki í stórfellda útrás á næstu árum. Félagið var þó mjög skuldsett og sigldi í þrot haustið 2008.

²⁹⁰ Morgunblaðið 8. ágúst 2002, bls. C9.

²⁹¹ Morgunblaðið 25. janúar 2005, bls. 12.

20.4 Skuldsett kaup á Pennanum

Síðasta dæmið, sem hér verður tekið fyrir um fjölskyldufyrirtæki sem gekk í gegn um miklar breytingar upp úr aldamótum, er Penninn. Penninn var stofnaður árið 1932 af bræðrunum Halldóri Dungal og Baldvin Dungal. Fyrirtækinu var stýrt af syni Baldvins, Gunnari Dungal, allt frá árinu 1969 til 2005 þegar fyrirtækið hvarf úr eigu fjölskyldunnar í kjölfar skuldsettra kaupa Kristins Vilbergssonar, föður hans og félaga í júní 2005. Við söluna hélt Gunnar Dungal þó eftir fasteignum Pennans og fyrirtækinu GKS. Kaupverðið var samkvæmt heimildum *Fréttablaðsins* tveir milljarðar en KB Banki hafði milligöngu um kaupin og fjármagnaði þau.²⁹²

Penninn hafði vaxið hratt frá miðjum tíunda áratugnum, fyrst og fremst með kaupum á samkeppnisaðilum og öðrum fyrirtækjum. Þegar fyrirtækið skipti um eigendur 2005 var það orðið ráðandi á bóka- og ritfangamarkaði um allt land. Árið 1996 keypti Penninn Eymundsson, árið 2000 Griffil og árið 2003 Mál og menningu. Með því voru allar helstu ritfanga- og bókaverslanir höfuðborgarsvæðisins komnar undir einn hatt. Að auki var Penninn í samstarfi við sex bókabúðir utan Reykjavíkur. Þessar bókaverslanir voru þó ekki í eigu Pennans heldur voru margar þeirra reknar af annarri eða þriðju kynslóð bóksala. Penninn sá hins vegar um innkaup á ritföngum, tímaritum og fleiru auk þess sem hann hafði umsjón með markaðssetningu. Eftir að eigendaskipti urðu á Pennanum árið 2005 réðust nýir eigendur hins vegar í að kaupa þessar bókaverslanir.

Í september 2006 keyptu nýir eigendurnir Pennans 30% í Te og Kaffi og réðust í kjölfarið í útrás. Í apríl 2007 keyptu Penninn og Te og kaffi kaffiframleiðslufyrirtækið Melna Kafíja í Lettlandi og í janúar 2008 keypti Penninn 51% í írskri kaffihúsakeðju, Insomnia. Kaup Pennans á sínum tíma og útrás voru mjög skuldsett og vorið 2009 tók nýja Kaupþing yfir rekstur Pennans.

21. Fjárfestingarfélagið Sjöfn

Eitt af athyglisverðari einkennum umbreytingarþróunarinnar eftir aldamót er að fram komu sérhæfð umbreytingarfélög – fyrirtæki sem höfðu það eitt að markmiði að kaupa önnur fyrirtæki til þess að umbreyta þeim. Athyglisverðasta dæmið um slíkt fyrirtæki er efnaverksmiðjan Sjöfn hf. en eftir að hún komst í eigu Baldurs Guðnasonar varð Sjöfn eitt umsvifamesta fjárfestingarfélag hér á landi. Ólíkt stærri fjárfestingarfélögum, sem fjallað er um síðar í þessum viðauka, einbeitti Sjöfn sér að litlum og meðalstórum fyrirtækjum og stuðlaði þannig að samrunum fyrirtækja sem framleiddu fyrir innlendan neysluveruðnað.

Efnaverksmiðjan Sjöfn var stofnuð árið 1932 og var í eigu Sambands íslenskra samvinnufélaga og Kaupfélags Eyfirðinga. Í lok tíunda áratugarins endurskipulögðu nýir stjórnendur rekstur KEA. Sala Sjafnar var einn liður í því starfi. Í október 2000 var 60% í fyrirtækinu selt til Baldurs Guðnasonar sem tók við framkvæmdastjórn þess. Afgangurinn, eða 40%, var áfram í eigu KEA, síðar fjárfestingarfélagsins Kaldbaks hf. Baldur hafði starfað fyrir

²⁹² *Fréttablaðið* 17. júní 2005, bls. 20.

Samskip í 13 ár, stýrt útrás félagsins og meðal annars verið framkvæmdastjóri Samskipa í Þýskalandi.²⁹³

Þegar Baldur tók við stjórnartaumunum framleiddi Sjöfn bæði hreinlætisvörur og málningu en á báðum þessum mörkuðum voru nokkur tiltölulega lítil innlend fyrirtæki, sem öll voru í samkeppni við innfluttar vörur, og því möguleikar á hagræðingu með yfirtöku eða sameiningu fyrirtækja.

Í júlí 2001 sameinaðist hreinlætisvörudeild Sjafnar tveimur öðrum félögum, Sámi hf. í Kópavogi og Mjöll ehf. í Reykjavík. Baldur var forstjóri hins sameinaða félags sem starfaði undir merkjum Mjallar en var að 60% eigu í Sjafnar, 30% eigu Ásbjörns Einarssonar, aðaleiganda Mjallar, og 10% eigu Sáms. Við sameininguna var talað um að hið sameinaða fyrirtæki væri betur í stakk búið að takast á við innflutning. Valgerður Sverrisdóttir iðnaðarráðherra var viðstödd undirritun samrunasamning fyrirtækjanna og sagðist sjá fyrir sér að félagið gæti jafnvel sótt á erlenda markaði.²⁹⁴ Mjöll fór aldrei í stórtæka útrás, en eignaðist þó þriðjungshlut í fyrirtækinu P/F Kemilux í Færeyjum. Stækkunarmöguleikar Mjallar voru á innlendum markaði og 1. júní 2003 sameinaðist Mjöll sápugeturðinni Frigg í Garðabæ undir nafninu Mjöll-Frigg hf.

Á meðan hafði Baldur sameinað málningardeild Sjafnar við Hörpu hf. í Reykjavík. Málningarverksmiðjan Harpa var stofnuð 1936 og var rótgróið fjölskyldufyrirtæki. Málningarframleiðsla var meginuppistaðan í starfsemi Sjafnar en framleiðsla og sala á málningarvörum nam 70% af veltu fyrirtækisins á árinu 2000. Fyrsta september 2001 tók gildi sameining málningardeildar Sjafnar og Hörpu. Hið sameinaða fyrirtæki, Harpa-Sjöfn var í meirihlutaeigu Hörpu sem átti 55% en hlutur Sjafnar var 45%. Sameinað fyrirtæki var stærsta málningarfyrirtæki landsins. Baldur varð stjórnarformaður sameinaðs félags og Helgi Magnússon, sem hafði verið framkvæmdastjóri Hörpu, varð framkvæmdastjóri. Þeir Baldur og Helgi sögðu að markmiðið með sameiningunni væri stærðarhagkvæmni og hagkvæmari rekstrareining en helsta samkeppnin við innlenda málningarframleiðslu væri innflutt málning. Sameining hafi í raun verið óumflýjanleg í málningarframleiðslu.²⁹⁵

Í nóvember 2002 seldi Sjöfn hlut sinn í Hörpu-Sjöfn til eignarhaldsfélagsins Hörpu hf. sem var í eigu fyrrverandi eigenda Hörpu, Helga Magnússonar og Þóru Guðrúnar Óskarsdóttur og fjölskyldna þeirra. Í kjölfar sölunnar lýsti Baldur því yfir að Sjöfn myndi nota féð, sem losnaði við þessi viðskipti, til að endurskoða stefnu Sjafnar sem til þessa hafði verið iðnfyrirtæki í efnaiðnaði. Stefnan yrði tekin á að gera Sjöfn að umbreytingarfélagi, hreinu fjárfestingarfélagi í „breytingastjórnun“. Baldur sagði í viðtali við *Morgunblaðið* 22 nóvember 2002:

„Við munum nýta þá fjármuni sem við fáum út úr þessari sölu til að efla þá starfsemi sem við erum með í dag og skoða önnur tækifæri. Við höfum endurskoðað stefnumörkun Sjafnar og hún byggist á því að vera í breytingarstjórnun. Fara inn í rekstur þar sem þarf að taka til og breyta og auka verðmætasköpun og arðsemi.“²⁹⁶

²⁹³ *Morgunblaðið* 26. október 2000, bls. 18.

²⁹⁴ *Morgunblaðið* 5. júlí 2001, bls. 14.

²⁹⁵ *Morgunblaðið* 2. september 2001, bls. 26–27.

²⁹⁶ *Morgunblaðið* 22. nóvember 2002, bls. 16.

Þegar hér var komið sögu var KEA búið að stofna fjárfestingarfélagið Kaldbak. Í apríl 2003 tók Sjöfn við öllum hlutabréfum Kaldbaks í óskráðum félögum. Um leið jók Kaldbakur eignarhlut sinn í Sjöfn um 10%. Við þetta eignaðist Sjöfn hlutabréf Kaldbaks í Nýju kaffibrennslunni ehf., Akva ehf. og Fjárstoð ehf. Um leið keypti Sjöfn hf. eignarhluti Baldurs Guðnasonar og viðskiptafélaga hans, Steingríms Péturssonar, fyrrum framkvæmdastjóra fyrirtækisins Sandblásturs og Málmhúðunar í Stíl ehf. og Ferðaskrifstofu Akureyrar ehf. Í viðtali við *Morgunblaðið* 17. apríl 2003 sagði Baldur þessi kaup hluta af „stefnumörkun Sjafnar hf. að fjárfesta í atvinnurekstri með verðmætaaukningu og breytingarstjórnun að leiðarljósi.“ Eiríkur S. Jóhannsson, framkvæmdastjóri Kaldbaks, sagði sölu bréfanna í samræmi við stefnu félagsins að einbeita sér að „stærri verkefnum“. Sjöfn og Kaldbakur mynduðu því nokkurskonar tvíeyki þar sem Kaldbakur einbeitti sér að skráðum fyrirtækjum og stærri útrásarverkefnum en Sjöfn tæki að sér umbreytingar á óskráðum fyrirtækjum.²⁹⁷

Fyrsta verkefni Sjafnar sem hreins umbreytingarfélags var yfirtaka ljósmyndaverslunar Hans Petersen í júlí 2003. Fyrirtækið var endurfjármagnað og reksturinn endurskipulagður í þrjú ólík félög. Árið 2007 var verslunarrekstur Hans Petersen sameinaður Farsímalagernum sem var í eigu útrásarfyrirtækisins Strax Holdings. Strax Holdings var að hluta í eigu Fjárfestingarfélags Norðurlands sem aftur tengdist Steingrími Péturssyni, öðrum eigenda Sjafnar. Fyrirtækið HP Farsímalagerinn varð gjaldþrota í ágúst 2008, enda mjög skuldsett.

Fáeinum mánuðum eftir kaupin á Hans Petersen tók Sjöfn að spila úr þeim eignum sem það tók yfir frá Kaldbak. Í september 2003 voru tvö þessara fyrirtækja, Nýja Kaffibrennslan og Smjörlikisgerðin Akva, sameinuð öðru norðlensku fyrirtæki, Búbót, sem framleiddi sultur og sósur. Sameinað fyrirtæki fékk nafnið Akra ehf. Heildverslunin Ó. Johnson og Kaaber var eigandi Búbótar og átti helminginn í Nýju Kaffibrennslunni á móti Sjöfn. Með þessu sameinuðu Sjöfn og Kaaber því öll matvælafyrirtæki sín. Sameinað félag var í helmingseigu Sjafnar og Ó. Johnson & Kaaber en árið eftir keypti Ó. Johnson & Kaaber hlut Sjafnar.

Í desember 2003 réðst Baldur í sameiningar í ferðaiðnaði. Ferðaskrifstofa Akureyrar, sem var að 70% í eigu Sjafnar á móti 30% Ferðaskrifstofu Íslands hf., keypti 85% í ferðaskrifstofunni Destination Iceland í Reykjavík af Bifreiðastöð Íslands hf. Sjöfn var einnig stór hluthafi í Sérleyfisbifreiðum Akureyrar sem voru stærsti einstaki hluthafinn í Bifreiðastöð Íslands. Í mars 2004 sneri Baldur sér að bílannflutningi en hann fór fyrir hópi fjárfesta sem keyptu bílannflutningsfyrirtækin Ingvar Helgason og Bílheima. Skömmu síðar bárust fréttir af kaupum Baldurs, í gegn um eignarhaldsfélag að nafni BOM ehf., á helmingshlut í frönsku matvælafyrirtæki Marcel Baey og stórum hluta í Icelandic Group, áður Sölumiðstöð Hraðfrystihúsanna, í tengslum við yfirtökutilraun SÍF á SH en Baldur tók sæti í stjórn Icelandic. Félög í eigu Baldurs komu einnig nálægt eignarhaldi á Ásprenti, prentsmiðju á Akureyri, á árunum 2003–2004 en eftir að ágreiningur kom upp á milli Baldurs og sameigenda að Ásprenti, sem töldu Baldur bera langtímahagsmuni fyrirtækisins fyrir borð og hafa „fjárhagsleg skammtímasjónarmið að leiðarljósi“, keypti Kaldbakur hlut félaga á vegum Baldurs í Ásprenti.²⁹⁸

²⁹⁷ *Morgunblaðið* 17. apríl 2003, bls. B1.

²⁹⁸ *Fréttablaðið* 26. mars 2004, bls. 8.

Þegar hér var komið sögu var Baldur orðinn einn af umsvifamestu mönnum í íslensku viðskiptalífi. Umsvif hans byggðust alfarið á „umbreytingarstjórnun“ og sameiningum smærri fyrirtækja. Í viðtali við *Fréttablaðið* 14. mars 2004 útskýrði Baldur hlutverk og nauðsyn umbreytingarfjárfesta:

„Ég held að helsta ógn íslenskra fyrirtækja sé að þau hafa verið alltof mörg og alltof lítil. Þeim hefur staðið ógn af innflutningi. Ef íslenskur iðnaður á að lifa, þá þarf hann að ná ákveðinni hagræðingu og hagkvæmni. Bara sem dæmi, þá rekum við fyrirtækið Mjöll-Frigg sem er sameinað fyrirtæki fimm til sex hreinlætisfyrirtækja sem öll voru rekin með tapi. Félagið veltir um 600 milljónum og er vel samkeppnishæft, með góða afkomu.“

Í upphafi tíunda áratugarins hafði ítrekað verið bent á að smæð íslenskra fyrirtækja væri ein helsta meinsemd atvinnulífsins. Rekstrareiningar væru óhagkvæmar og yrðu því undir í samkeppni við innflutning. Skuggahlið þessara sameininga var hins vegar stóraukin skuldsetning. Baldur gerði þó lítið úr þeim áhyggjum og staðhæfði að ef stjórnendur fyrirtækjanna væru starfi sínu vaxnir og háværkuðu arðsemina væri ástæðulaust að hafa of miklar áhyggjur af skuldsetningu.²⁹⁹

Baldur var ráðinn forstjóri Eimskipa í maí 2004, eftir að Magnús Þorseinsson hafði eignast félagið. Við þetta hætti Baldur daglegum afskiptum af Sjöfn en einbeitti sér að stjórn Eimskipa og eigin hlutabréfaviðskiptum. Í febrúar 2008 sagði Baldur starfi sínu lausu hjá Eimskipum. Félagið var þá orðið stórskuldukt og var lýst gjaldþrota um mitt ár 2009.

Saga fjárfestinga Baldurs, eða fjárfestinga- og umbreytingarfélagsins Sjafnar, vekur athygli fyrir það hve óskyldum rekstri hún lýtur að, þ.e. bílaumboðum, auglýsingastofum, ferðaskrifstofum, kaffibrennslum, málningarverksmiðjum, sápu-, sósu- og sultugerð. Út af fyrir sig gefur þetta ekki til kynna mótaða eða skýra stefnu í fjárfestingum félagsins. Um leið er athyglisvert að fyrstu fjárfestingar- og umbreytingarverkefni Baldurs í iðnaði virðast hafa heppnast vel og leitt til hagræðingar í greinum sem áttu í vök að verjast. Hins vegar virðist sem seinni tilraunir til að umbreyta fyrirtækjum í verslun og þjónustu hafi heppnast verr og leitt til óhóflegrar skuldsetningar viðkomandi fyrirtækja.

22. Saga fasteignafélaganna

Tilkoma fasteignafélaganna var mikilvæg birtingarmynd þeirrar nýsköpunar sem átti sér stað í skipulagi fyrirtækja í kringum aldamótin. Vöxtur þeirra var einnig tengdur bæði eignaverðshækkunum, sem hófust á síðasta þriðjungi tíunda áratugarins, og þeirri samruna- og yfirtökubylgju sem hófst í lok tíunda áratugarins. Sala eigna, og þá sérstaklega fasteigna, var eitt af fyrstu skrefunum í umbreytingu fyrirtækja og ein augljósasta leiðin til þess að greiða niður skuldir sem urðu til við skuldsettar yfirtökur. Ástæður fjölgunar fasteignafélaganna undir lok tíunda áratugarins voru margar. Ekki síst gerðu aukið framboð á lánsfé og hækkandi fasteignaverð starfsemi fasteignafélaga arðbæra. Um leið leituðu fyrirtæki leiða til að losa um

²⁹⁹ *Fréttablaðið* 14. mars 2004, bls. 16-17, tilv. bls. 17.

eignir. Sala fasteigna til fasteignafélaga var þá oft nærtæk leið. Umsvif og vöxtur fasteignafélaga studdi einnig við áframhaldandi hækkanir á fasteignamarkaðnum.

22.1 Landsafl og Þyrping

Fasteignafélög voru ekki nýtt fyrirbæri í lok tíunda áratugarins. Þyrping hf., eignarhalds- og fasteignafélag Hagkaupsfjölskyldunnar, var t.d. stofnað árið 1991 til að halda utan um fasteignir Hagkaupa. Annað þekkt fasteignafélag, Kirkjuhvoll, sem átti og rak nokkrar þekktar fasteignir í Kvosinni, var stofnað sem samvinnufélag árið 1985 af athafnamanninum Karli J. Steingrímssyni, eiganda Pelsins. Fasteignafélög urðu þó ekki áberandi fyrr en undir lok tíunda áratugarins en þá voru m.a. stofnuð Landsafl, fasteignafélag Landsbankans og Stoðir, fasteignafélag Baugs.

Í desember 1998 keypti fasteignafélag í meirihlutaeigu Íslenskra aðalverktaka og Þyrpingar 80% hlutafjár í tveimur félögum í eigu Landsbankans, Rekstrarfélaginu hf. (sem fékk skömmu seinna nafnið Landsafl) og Regin hf. Þessi félög héldu utan um eignir sem Landsbankinn hafði tekið yfir eftir upplausn Sambandsins í upphafi áratugarins. Markmið Landsbankans var að losa um fé sem bundið var í fasteignum en alls voru um 4% heildareigna Landsbankans bundin í ýmsum fullnustueignum. Alls námu kaupin 2,8 milljörðum króna en bankinn lánaði meira en tvo þriðju kaupverðsins, um tvo milljarða. Hér voru því á ferð bæði einhver stærstu fasteignaviðskipti og stærsta lánveiting hér á landi fram að þessum tíma. Í sama mánuði var greint frá því að gengið hefði verið frá tveggja milljarða króna láni Landsbankans til Íslenskra aðalverktaka, til að fjármagna fyrrnefnd kaup, frekari fasteignakaup og framkvæmdir Landsafls og Íslenskra aðalverktaka. Landsbankinn virðist þannig hafa fjármagnað bróðurpartinn af þessum kaupum.³⁰⁰

Þegar gengið var frá þessum kaupum hófu Þyrping, Landsbankinn og Íslenskir aðalverktakar undirbúning þess að sameina félögin Landsafl og Þyrpingu í eitt fasteignafélag. Sameinuðu félagi yrði síðan breytt í almenningshlutafélag og skráð á Verðbréfaþing. Ekkert varð úr þeim fyrirætlunum og má geta þess að ekkert fasteignafélaganna var nokkurn tímann opnað og gert að almenningshlutafélagi.

Í viðtali við *Morgunblaðið* 20. júní 1999, um það leyti sem Landsafl var stofnað, setti Halldór J. Kristjánsson fram aðra framtíðarsýn sem átti eftir að rætast en hann spáði því að fasteignafélögin ættu eftir að leika mikilvægt hlutverk við einkafjármögnun opinbers reksturs með því að taka að sér byggingu og rekstur opinberra bygginga.³⁰¹ Fasteignafélögin voru þó ekki aðeins forsenda einkafjármögnunar opinbers reksturs heldur einnig nauðsynleg forsenda skuldsettra yfirtaka. Þannig keyptu þau fasteignir af skuldsettum fyrirtækjum sem þá gerðu leigusamninga um eignirnar til langs tíma. Við þetta gátu fyrirtækin í mörgum tilvikum bókfært söluhagnað og greitt niður skuldir. Í fasteignum fælust oft „duldar eignir“ en með sölu þeirra væri hægt að „leysa fjármagn úr læðingi“ eins og Jónas Þorvaldsson, framkvæmdastjóri Stoða, benti á í viðtali við *Morgunblaðið* 28. apríl 2005.³⁰²

³⁰⁰ *Morgunblaðið* 2. desember 1998, bls. 20.

³⁰¹ Viðtal við Halldór J. Kristjánsson, *Morgunblaðið* 20. júní 1999, bls. 10–11.

³⁰² *Morgunblaðið* 28. apríl 2005, bls. B8–B10, tilv. bls. B8.

Ekkert varð úr sameiningu Þyrpingar og Landsafls. Í janúar 2001 keypti Eignarhaldsfélag Alþýðubankans, EFA, 25,5% í Landsafl en um leið jók Landsbankinn hlut sinn í 25,5%. Þá var enn stefnt á skráningu Landsafls á hlutabréfamarkað, nú í síðasta lagi í byrjun árs 2002. Í október 2003, í kjölfar einkavæðingar Íslenskra aðalverktaka það ár og sameiningar Frjálsa fjárfestingarbankans við Straum og Íslandsbanka, eignaðist Landsbankinn Landsafl aftur að fullu.

22.2 Sameining Þyrpingar og Stoða og stofnun nýrra fasteignafélaga

Árið 1999 stofnaði Baugur fasteignafélagið Stoðir til að annast rekstur fasteigna sinna. Fasteignir Kaupþings og SPRON bættust síðan við og fyrirtækin urðu þar með hluthafar í Stoðum. Í apríl 2002 eignaðist Kaupþing meirihluta í Þyrpingu og í ágúst sama ár var skrifað undir sameiningu Stoða og Þyrpingar undir nafni Stoða. Þegar Kaupþing keypti í Þyrpingu var einnig talað um að sameinað félag gæti farið á hlutabréfamarkað.³⁰³ Ekkert varð af því frekar en fyrirætlunum Landsbankans um að gera Landsafl að almenningshlutafélagi.

Eftir sameiningu Þyrpingar og Stoða voru tvö stór fasteignafélög á markaðnum en á næstu árum bættust við nokkur önnur stór fasteignafélög, t.d. fasteignafélagið Festing, stofnað í ágúst 2003 utan um eignir Olíufélagsins og nokkru síðar einnig fasteignir Samskipa, og fasteignafélagið Fasteign hf. í eigu Íslandsbanka, Landsbanka, Reykjanesbæjar og Seltjarnarnesbæjar. Þá má nefna fasteignafélögin Klasa, í eigu Íslandsbanka og Sjóvár, og Eik, í eigu Lýsingar og Búnaðarbankans. Árið 2004 varð síðarnefnda félagið fyrsta íslenska fasteignafélagið til að fara í útrás. Í maí það ár keypti Eik helmingshlut í færeyska fasteignafélaginu P/F Fastogn sem átti meðal annars SMS-verslunarmiðstöðina í Færeyjum en seljandinn var P/F SMS sem var í helmingshlutaeigu Baugs Group og færeysks kaupþýslumanns. Við þetta tækifæri sagði Garðar Hannes Friðjónsson, framkvæmdastjóri Eikar, að ástæða útrásarinnar væri að fjárfestingartækifæri fyrir fasteignafélög væru orðin fá hér á landi og fasteignaverð hátt. Í tilkynningu Eikar vegna kaupanna, sem birt var í *Morgunblaðinu*, sagði að félagið hygði á frekari útrás í samvinnu við „íslensk sem erlend athafnaskáld“:

„Ekkert íslenskt fasteignafélag hefur áður ráðist í jafnviðamikla fjárfestingu á erlendri grundu. Kaup Eikar á þessu húsnæði opna möguleikann á enn frekari fjárfestingum félagsins utan landsteinanna. Þegar eru hafnar viðræður við íslensk sem erlend athafnaskáld um frekari landvinninga Eikar erlendis.“³⁰⁴

Í árslok 2005 tók Eik, ásamt Exista, þátt í samkeppni við Stoðir um kaup á danska fasteignafélaginu Atlas Ejendomme. Þegar hér var komið sögu var byrjað að hægja á íslenska fasteignamarkaðnum. Fasteignaverð á Íslandi hækkaði um 23,3% árið 2004 og 31% árið 2005 en árið 2006 varð hækkunin ekki nema 5%. Fasteignabólan var hins vegar enn að blása út víða í Evrópu, þar á meðal í Danmörku, sem skýrir af hverju fasteignafélögin tóku að horfa út fyrir landsteinana.

³⁰³ *Morgunblaðið* 21. apríl 2002, bls. 2; Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Jón Ásgeir fjárfestir í fasteignum.“ *Frjáls verslun* 4. tbl. 2002, bls. 64–68.

³⁰⁴ *Morgunblaðið* 18. maí 2004, bls. 56.

22.3 Vöxtur Stoða

Eftir sameininguna við Þyrpingu héldu Stoðir áfram að vaxa, bæði með kaupum á einstökum fasteignum en ekki síður með kaupum og samruna við önnur fasteignafélög. Árið 2006 var það mikilvægasta í sögu Stoða. Í maí 2006 eignuðust Stoðir fasteignafélagið Löngustétt ehf. sem átti meðal annars gamla pósthúsið í Pósthússtræti, höfuðstöðvar Actavis við Dalshraun í Hafnarfirði og Laugaveg 182 sem hýsir Kauphöll Íslands. Með kaupunum á Löngustétt varð Alþingi Íslendinga einnig að leigutaka Stoða því að Langastétt hafði átt Austurstræti 8 sem hýsir skrifstofur Alþingis. Í desember 2006 eignuðust Stoðir einnig fasteignafélagið FS6 sem átti fasteignir í Kringlunni.

Stærsta skrefið í vexti félagsins var sameining Stoða og Atlas Ejendomme A/S í janúar 2006. Stoðir voru nú í stöðu til að styðja við útrás Baugs í Danmörku því að í desember 2006 keypti félagið verslunarhúsnæði Illum við Strikið í Kaupmannahöfn og verslunarhúsnæði Magasin du Nord í Óðinsvéum, Lyngby og Árhúsum. Skuldsett yfirtaka Baugs á þessum félögum hafði vakið mikla athygli í Danmörku.³⁰⁵ Í mars 2007 keyptu Stoðir Landsafl og í lok júní 2007 gerðu Stoðir öllum hluthöfum fasteignafélagsins Keops A/S yfirtökutilboð og voru félögin í kjölfarið sameinuð. Við það varð til eitt stærsta fasteignafélag Norðurlanda en Keops hafði átt mikið af fasteignum víðsvegar um Norðurlöndin. Stærstur hluti þeirra var í Svíþjóð þar sem Keops átti mikið af opinberum byggingum, meðal annars í Stokkhólmsborg. Mælt í fermetrum voru Stoðir þriðja stærsta fasteignafélag Svíþjóðar og líkt og við önnur tímamót í stækkunarsögu fasteignafélaganna var því spáð að sameinað félag yrði skráð í Kauphöllina – nú innan níu mánaða. Í október 2007 voru Stoðir loks endurskrýðar Landic Property.³⁰⁶

23. Breytingar á fjármálakerfinu upp úr aldamótum

Samhliða þessum miklu breytingum á atvinnulífinu urðu breytingar bæði á fjármálakerfinu og fjárhagslegri skipulagningu fyrirtækja. Hér að ofan var fjallað um að bankarnir hefðu á síðasta þriðjungi tíunda áratugarins víkkað út starfsemi sína, meðal annars með því að gera verðbréfafyrirtæki sín að deildum innan bankanna. Í þessu sambandi má einnig benda á kaup Landsbankans í VÍS. Þessi þróun hélt áfram eftir aldamót, en bankarnir tóku meðal annars þátt í skipulagningu fasteignafélaga sem fjallað var um hér að ofan.

Auk einkavæðingar ríkisbankanna, sem lokið var 2002–3 og sameiningar Búnaðarbanka og Kaupþings í maí 2003, var útrásin ein mikilvægasta birtingarmynd þeirrar nývæðingar sem einkenndi íslenskt fjármálakerfi á tveimur síðastliðnum áratugum. Einkavæðing ríkisbankanna og álitaefni henni tengd verða ekki rakin hér en þess í stað stiklað á stóru í sögu útrásar bankanna

³⁰⁵ Saga Stoða er rakin í skráningarlýsingu skuldabréfa Stoða 30. mars 2007, *Registration document*. Fasteignafélagið Stoðir hf. Reykjavík 2007, bls. 10–11. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=17604>. 10. febrúar 2010.

³⁰⁶ *Fréttablaðið* 4. september 2007, bls. 13; *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 5. september 2007, bls. 6; Yfirtökutilboð Landic til hluthafa Keops 27. júlí 2007, bls. 29–30. Sjá vef Landic Property:

[http://www.landiciproperty.com/media\(2350,1033\)/MANDATORY_TENDER_OFFER.pdf](http://www.landiciproperty.com/media(2350,1033)/MANDATORY_TENDER_OFFER.pdf). 10. febrúar 2010.

Fréttatilkynning Landic Property vegna ársreiknings 2007, 31. mars 2008. Sjá vef Landic Property:

[http://www.landiciproperty.com/media\(2787,1033\)/Landic_Property_Financial_Results_2007_-_Web_release.pdf](http://www.landiciproperty.com/media(2787,1033)/Landic_Property_Financial_Results_2007_-_Web_release.pdf). 10. febrúar 2010.

á upphafsárum íslensku útrásarinnar, eða til ársins 2004. Saga og þróun fjárfestingarfélaganna fær sérstakt rúm.

23.1 Útrás bankanna til 2004

Fyrsta fjármálafyrirtækið til að hefja starfsemi erlendis var Kaupþing. „Útrás“ Kaupþings hófst í september 1996 þegar félagið opnaði eignastýringafyrirtæki í Lúxemborg, Kaupþing Management Company, sem annaðist rekstur verðbréfasjóða. Í apríl 1997 fjölgaði verðbréfasjóðunum um tvo þar sem við bættust tveir sjóðir sem aðeins fjárfestu í íslenskum verðbréfum og í september 1998 stofnaði Kaupþing svo verðbréfamiðlun í Lúxemborg, Kaupþing Lúxemborg S.A.³⁰⁷

Útrás Kaupþings, og þar með fjármálaútrásin, hófst í tengslum við rekstur erlendra verðbréfasjóða fyrir innlenda fjárfesta. Frá 1997 jókst erlend hlutabréfaeign Íslendinga hratt.³⁰⁸ Ástæðan var meðal annars að lífeyrissjóðirnir voru að auka erlendar fjárfestingar sínar eftir að Íslendingar fengu rýmri heimildir til erlendra fjárfestinga í kjölfar EES samningsins en einnig íslenskir eignamenn sem vildu annarsvegar fjárfesta í erlendum verðbréfum og hins vegar, og ekki síður, nýta sér skattahagræði sem fólst í því að flytja eignir yfir í erlend eignarhaldsfélög. Sá mikli fjöldi eignarhaldsfélaga sem Kaupþing stofnaði fyrir viðskiptavinum sína í Lúxemborg og á Tortóla er til marks um þessa þjónustu.

Kaupþing í Lúxemborg var þó snemma byrjað að veita viðskiptavinum sínum viðtækari og virkari þjónustu. Kaupþing tók að sér að leita að fjárfestingartækifærum fyrir væntanlega viðskiptavinum, setja saman kaupendahópinn, skipuleggja og undirbúa kaupin auk þess að fjármagna þau. Kaupin á Stoke City haustið 1999 voru eitt fyrsta dæmið um viðskipti af þessu tagi en stuðningur Kaupþings við Baug og Bakkavör í útrás þeirra með kaupum á erlendum fyrirtækjum á næstu árum var þó mikilvægari. Eftir að Kaupþing í Lúxemborg hafði fengið starfsleyfi sem banki hóf félagið formlega bankastarfsemi þar í janúar 2000. Í mars hóf Kaupþing í New York og Færeyjum starfsemi. Í júlí opnaði Kaupþing svo dótturfyrirtæki í Stokkhólmi, Kaupthing Investment Bank Stockholm, og í nóvember var opnuð skrifstofa í Kaupmannahöfn sem var breytt í banka árið eftir.³⁰⁹

Ríkisbankarnir fylgdu í kjölfar Kaupþings í kringum aldamótin. Landsbankinn stofnaði dótturfyrirtæki á Guernsey haustið 1998. Árið eftir keypti Landsbankinn meirihluta í The Heritable Bank í London. Bæði stofnun dótturfyrirtækisins á Guernsey og kaupin á Heritable voru skýrð með vaxandi verðbréfavíðskiptum Íslendinga í útlöndum en stofnun útibúsins á Guernsey var einnig útskýrð með eftirspurn eftir aflandsþjónustu. Búnaðarbankinn ákvað að

³⁰⁷ *Morgunblaðið* 23. apríl 1998, bls. C1. *Kaupþing. Ársskýrsla 1998*. Reykjavík 1999, bls. 20–21; *Kaupþing. Ársskýrsla 1999*. Reykjavík 2000, bls. 10–11.

³⁰⁸ Pétur Örn Sigurðsson: „Útrás Íslendinga árið 2000.“ *Vísinding* 29. tbl. 2001, bls. 2–4; *Sedlabanki Íslands. Ársskýrsla 1998*. Reykjavík 1999, bls. 30.

³⁰⁹ *Sedlabanki Íslands. Ársskýrsla 2000*. Reykjavík 2001, bls. 23–24. *Kaupþing. Ársskýrsla 2000*. Reykjavík 2001, bls. 10–16; Viðtal við Hreiðar Má Sigurðsson, aðstoðarforstjóra Kaupþings, *Morgunblaðið* 5. október 2000, bls. B6; Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Útrásin er framtíðin!“ *Frjáls Verslun*, 10. tbl. 2000, bls. 78–80. Kaupin á Stoke vöktu mikla athygli. Sjá t.d. Jón G. Hauksson: „Guðjóns bíður stórfé gangi vel.“ *Frjáls verslun* 10. tbl. 1999, bls. 18–26. *Morgunblaðið* 3. nóvember 1999, bls. C4.

fylgja Kaupþingi eftir til Lúxemborg og í nóvember 2000 fékk Búnaðarbankinn starfsleyfi í Lúxemborg. Í júní árið eftir opnaði *Búnaðarbankinn International* í Lúxemborg formlega.³¹⁰

Ólíkt ríkisbönkunum og Kaupþingi, sem beindu sjónum sínum fyrst og fremst að aflandsþjónustu eða verðbréfamíðlun og annarri einka- og fjárfestingarbankastarfsemi í fjármálamiðstöðvum álfunnar, London og Lúxemborg, reyndu Íslandsbanki og FBA í einnig fyrir sér í útrás með hefðbundna bankastarfsemi. FBA og síðar Íslandsbanki-FBA leitaðist án árangurs við að hasla sér völl í Lettlandi og Danmörku. Þótt erlend útibú og dótturfyrirtæki íslensku bankanna hafi stækkað með innri vexti voru yfirtökur og ytri vöxtur nauðsynleg í vexti þeirra. Árið 2002 markaði tímamót í þessu sambandi en í febrúar það ár keypti Kaupþing sænska verðbréfafyrirtækið Aragon Holding AB. Í júní sama ár var Aragon sameinað sænska bankanum JP Nordiska AB. Í ágúst gerði Kaupþing, sem þá átti um þriðjung hlutafjár í JP Nordiska, yfirtökutilboð í bankann. Í desember voru JP Nordiska og Kaupþing sameinuð. JP Nordiska var þá tekið af markaði í Stokkhólmi en Kaupþing skráð í staðinn. Í tengslum við þessi kaup lýsti Sigurður Einarsson því yfir að vöxtur Kaupþings yrði í framtíðinni utan landsteinanna.³¹¹

Árið 2004 urðu svo fleiri stór bankakaup en í júní keypti KB Banki danska bankann FIH og Íslandsbanki keypti tvo norska banka. Í ágúst 2004 gerði Íslandsbanki yfirtökutilboð í KredittBanken í Noregi og í nóvember gerði Íslandsbanki yfirtökutilboð í fasteignalánabankann BNbank. Gengið var frá kaupunum í mars 2005 en við það tvöfaldaðist stærð efnahagsreiknings Íslandsbanka. Með kaupum KB Banka á danska FIH-bankanum fyrir um 84 milljarða króna árið 2004 tvöfaldaðist einnig stærð efnahagsreiknings KB Banka. Í kjölfarið hófst útrás íslenskra fyrirtækja til Danmerkur fyrir alvöru en fram til þessa hafði hún fyrst og fremst beinst að Englandi.³¹²

23.2 Uppstokkun á fjármagnsmarkaðnum upp úr aldamótum

Líkt og í öðrum greinum íslensks atvinnulífs bar mjög á sameiningu íslenskra fjármálafyrirtækja upp úr aldamótum 2000 þar sem smærri fjármálafyrirtæki og hlutabréfasjóðir sameinuðust eða voru gleyptir af stærri fyrirtækjum. Ástæðu þessarar þróunar er ekki síst að finna í því að loftið fór úr aldamótabólunni.

Fyrsta sameiningin og sú mikilvægasta stóð að vísu ekki í sambandi við aldamótabóluna. Í júní 2000 sameinuðust Íslandsbanki og FBA. Í sama mánuði sameinuðust hins vegar tvö smærri

³¹⁰ Sjá m.a. viðtal við Halldór J. Kristjánsson, aðalbankastjóra Landsbankans, *Morgunblaðið* 6. sept 1998, bls. 10–11; Eyþór Ívar Jónsson: „Útrás einkabankans.“ *Vísindagætt* 30. tbl. 2000, bls. 1, 3. *Morgunblaðið*, 8 sept. 1998, bls. 18; *Morgunblaðið* 6. janúar 2000, bls. B6–B8; *Morgunblaðið* 19. júlí 2000, bls. 28–29; *Morgunblaðið*, 27. júlí 2000, bls. B2; *Morgunblaðið* 23 júní 2001, bls. 20; Útrás Kaupþings eru einnig gerð skil í bók Ármanns Þorvaldssonar, *Ævintýraeyjan*. Reykjavík 2009.

³¹¹ *Ársskýrsla 2002. Kaupþing*. Reykjavík 2003, bls. 24–25. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=8654>. 10. febrúar 2010; Viðtal við Sigurð Einarsson, *Morgunblaðið* 14. nóvember 2002, bls. C6–C7.

³¹² *Sedlabanki Íslands. Ársskýrsla 2004*. Reykjavík 2005, bls. 20–21. *Kaupthing Bank. Annual report 2004*. Reykjavík 2005, bls. 4–12. Sjá vef Arion Banka: <http://www.kaupthing.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=2660>. 10. febrúar 2010; *Íslandsbanki. Ársskýrsla 2004*. Reykjavík 2005, bls. 53–54. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=13978>. 10. febrúar 2010. Ásgeir Jónsson rekur einnig útrásarsögu Kaupþings, *Why Iceland?* New York, 2010, bls. 44–48, 53–56; *Morgunblaðið* 20. maí 2004, bls. B6–B7.

fjármálafyrirtæki sem höfðu orðið illa úti í verðlækkunum vorsins. Við sameiningu Fjárvangs hf., arftaka Fjárfestingarfélagsins, og Samvinnusjóðsins varð Frjálsi fjárfestingarbankinn til. Frjálsi fjárfestingarbankinn starfaði reyndar ekki lengi sem sjálfstætt fyrirtæki því að í lok árs hafði Kaupþing gengið frá kaupum á meirihluta í bankanum og skömmu eftir áramót var öðrum hluthöfum gert yfirtökutilboð. Árið 2000 tilkynntu Landsbanki og Búnaðarbanki einnig að þeir hygðust sameinast, en ekkert varð úr þeirri sameiningu eftir að Samkeppnisstofnun lagðist gegn henni.³¹³

Samrunar og yfirtökur í fjármálageiranum urðu enn fleiri árið eftir. Þá týndu ekki aðeins minni fjárfestingarfélög tölunni heldur hurfu hlutabréfasjóðirnir hver á fætur öðrum. Árið 2001 varð einnig eina gjaldþrot fjármálafyrirtækis í kjölfar aldamótabólunnar, en það var Burnham International á Íslandi sem stofnað var í maí 1999 upp úr verðbréfafyrirtækinu Handsali sem hafði þá verið rekið með tapi um nokkurt skeið.³¹⁴ Um aðdraganda og ástæður gjaldþrots Burnham er ekki tilefni til að fjalla hér.

23.3 Gilding og Eyrir Invest

Annað fjármálafyrirtæki, sem hætti störfum eftir 2000, var Gilding. Fjárfestingarfélagið Gilding var stofnað 8. júní 2000 og hóf skömmu seinna formlega starfsemi eftir að lokið hafði verið við hlutafjársöfnun en þá var eigið fé þess rúmir fimm milljarðar og var eftir frekari hlutafjársöfnun seinna um árið komið upp í sjö milljarða. Eigið fé fyrirtækisins þegar það var stofnað þótti gríðarmikið en það var svipað og eigið fé Búnaðarbankans og slagaði hátt upp í Landsbankann.³¹⁵ Það var ekki aðeins mikið eigið fé fyrirtækisins sem vakti athygli fjölmiðla þegar tilkynnt var um stofnun Gildingar, heldur einnig að ekki skyldi gefið upp hverjir væru stofnahluthafar félagsins.³¹⁶

Tilkynningin um stofnun Gildingar er gott dæmi um fréttir af stóratburðum í viðskiptaheiminum upp úr aldamótum eða eftir kaup Orca-hópsins í FBA. Þannig var ekki gefið upp hvaða fjárfestar stóðu að félaginu fyrr en nokkru seinna enda ekki búið að ganga frá eignarhaldi í félaginu. Á næstu árum voru viðskiptafréttir með þessum hætti hálfkveðnar vísur, söluandvirði í stórum viðskiptum var „trúnaðarmál“ og ekki var útskýrt hvernig viðskipti voru fjármögnuð. Í fréttum af viðskiptum var ekki greint frá öðru en að „hópur fjárfesta“ stæði að kaupum. Safnreikningar bankanna, sérstaklega Arion, safnreikningur Kaupþings, eignarhaldsfélög frá Lúxemborg og fyrirtæki skráð á Tortóla urðu tíðir gestir á hluthafalistum. Ekkert af þessu varð til þess að auka gegnsæi viðskiptalífsins eða hlutabréfamarkaðarins.

Gilding tapaði stórum hluta af eiginfé sínu á einu og hálfu ári. Í lok árs 2002 var samþykkt að Gilding sameinaðist Búnaðarbankanum. Þann 29. desember 2002 sameinuðust félögin og eignuðust hluthafar Gildingar við það 14,99% í Búnaðarbankanum. Eigið fé Gildingar var komið í 5.903 milljarða skv. fyrsta ársuppgjöri í febrúar 2001 og í nóvember 2001 var eigið fé komið í

³¹³ Seðlabanki Íslands. Ársskýrsla 2000. Reykjavík 2001, bls. 23.

³¹⁴ *Morgunblaðið* 16. mars 1999, bls. 20; *Morgunblaðið* 30. nóvember 2001, bls. 24. Langvinn málaferli spunnust um gjaldþrot Burnham. *Dómar í verðbréfamarkaðsrétti 1980 til 2005*. Rannsóknarstofnun í fjármálarétti, Háskólanum í Reykjavík. Reykjavík 2006, bls. 52–53, 56–62, 67–71.

³¹⁵ Jón G Hauksson, „Gilding kemur sem elding.“ *Frjáls verslun* 7. tbl. 2000, bls. 22–27, tilv. bls. 27.

³¹⁶ „Innherji skrifar...“ *Morgunblaðið* 15 júní 2000, bls. B8.

4,2 milljarða. Mikið af eignum Gildingar sem voru veð fyrir lánum, sem félagið hafði tekið til að fjármagna fjárfestingar sínar sem höfðu fallið í verði, og bendir sameiningin til þess að Búnaðarbankinn, sem stærsti viðskiptabanki félagsins, hafi verið að verja hagsmuni sína með henni.³¹⁷

Við sameininguna við Búnaðarbankann fengu hluthafar Gildingar hlutabréf í Búnaðarbankanum. Þeirra á meðal var Eyrir, félag Þórðar Magnússonar og Árna Odds Þórðarsonar. Eyrir eignaðist rúmlega 2% í KB Banka í kjölfar þess að Búnaðarbankinn og Kaupþing sameinuðust. Í desember 2005 bættist Straumborg, fjárfestingarfélag Jóns Helga Guðmundssonar, sem hafði einnig verið hluthafi í Gildingu, í hóp eigenda Eyrir sem þá hét Eyrir Invest.

Á næstu árum óx Eyrir mikið og varð eitt af mikilvægustu fjárfestingarfélögum landsins, ekki síst í krafti verðmætisaukningar á hlut félagsins í KB Banka. Eyrir keypti þannig stóra hluti í Marel og Össuri en félagið skilgreindi sig sem kjölfestufjárfesti í þessum félögum og er ágætt dæmi um það hlutverk sem fjármálastofnanir léku í útrás íslenskra fyrirtækja á þessum árum.³¹⁸

Árni Oddur tók við stjórnarformennsku í Marel í október 2005. Þá var Eyrir annar stærsti eigandi Marel á eftir Landsbankanum en félögin áttu rúmlega þriðjung hlutafjár hvort. Marel hafði þá verið í útrás í mörg ár, en kraftur hennar stórkjókst eftir að Eyrir var orðinn ráðandi í hluthafahópnum. Marel var eitt fyrsta fyrirtækið sem skráð var á Verðbréfafélag en félagið var skráð árið 1992. Á seinni hluta tíunda áratugarins hafði Marel, líkt og mörg önnur íslensk fyrirtæki, stækkað með ytri vexti, yfirtökum og samrunum. Styrk til þessa sótti Marel ekki síst í vel heppnuð hlutabréfaútboð. Marel hafði einnig verið með fyrstu íslensku fyrirtækjunum sem fóru í vel heppnaða útrás. Árið 1997 keypti Marel danska fyrirtækið Carnitech A/S á 730 milljónir, sem þá voru stærstu fyrirtækjakaup Íslendinga á erlendri grundu, en fyrirtækin voru álíka stór. Önnur fyrirtækjakaup Marels á næstu árum voru frekar smá í sniðum, sérstaklega í samanburði við fyrirtækjakaup Íslendinga eftir aldamótin. Í maí 2000 keypti Marel helmingshlut í franska fyrirtækinu Arbor Technologies á 44 milljónir og þýsku fyrirtæki, TVM Maschinenbau fyrir 242 milljónir. Samfara þessu voru settar upp söluskrifstofur beggja vegna Atlantshafs enda var svo komið árið 2000 að yfir 90% af sölu Marels var utan Íslands.

Næstu ár réðst Marel ekki í nein stór fyrirtækjakaup en einbeitti sér þess í stað að innri vexti. Árið 2006, eftir að Eyrir var orðinn ráðandi í hluthafahóp Marels, urðu hins vegar algjör umskipti á starfseminni. Í febrúar 2006 lýsti Marel því yfir að félagði hygðist þrefalda stærð sína á næstu þremur til fimm árum.³¹⁹ Fyrsta skrefið í þessari metnaðarfullu nýju stefnu voru kaup á bresku fyrirtækjunum AEW Thurne og Delford Sortaweigh í apríl 2006 fyrir 1,7 milljarða króna. Í ágúst 2006 keypti Marel svo helsta samkeppnisaðila sinn í Danmörku, Scanvaegt International, fyrir 10 milljarða króna. Með þeim kaupum tvöfaldaðist velta Marels. Um sama leyti og verið var að ganga frá kaupunum á Scanvaegt var félagið byrjað að undirbúa kaup á Stork Food Systems í Hollandi. Samningar tóku hins vegar langan tíma og það var ekki fyrr en í

³¹⁷ Morgunblaðið 13. desember 2001, bls. C1 og C2.

³¹⁸ Fréttablaðið, Markaðurinn 21. júní 2006, bls. 4.

³¹⁹ Fréttablaðið 9. febrúar 2006, bls. 23.

lok árs 2007 að gengið frá kaupum Marels, sem nú hét Marel Food Systems, á Stork á um 38 milljarða króna. Við samrunann varð til stærsta matvælavinnsluvéla fyrirtæki heims. Kaupin voru gerð í gegn um fyrirtæki að nafni LME en það var í eigu Marels og stærstu hluthafa þess, Landsbankans og Eyrís.

Það sem er kannski áhugaverðast við útrás Marels er bæði hversu mikilvægur innri vöxtur var í stækkun félagsins, sérstaklega fram til 2006, en ekki síður hversu mikið af fyrirtækjakaupum félagsins voru fjármögnuð með hlutafjárútboðum en stórum fyrirtækjakaupum félagsins erlendis fylgdu hlutafjárútboð þar sem boðið var út nýtt hlutafé.

24. Fjárfestingarfélögin

Mikilvægi Gildingar felst ekki síst í því að hér var á ferð fyrsta félagið af nýrri tegund fjármálafyrirtækja sem áttu öðrum fremur eftir að setja svip sinn á íslenskt fjármálalíf – fjárfestingarfélögum sem einbeittu sér frekar að umbreytingarfjárfestingum en kjölfestu- eða áhættufjárfestingum, líkt og fjárfestingarfélög tíunda áratugarins. Á næstu árum átti þessi nýja tegund fjárfestingarfélaga eftir að móta landslag viðskiptalífsins. Fjárfestingarfélögin Atorka, Afl, Straumur og Kaldbakur komu öll fram á árunum 2001 og 2002.

Það sem gerir tilkomu þessara fjárfestingarfélaga áhugaverða er að þau voru arftakar hlutabréfasjóðanna sem höfðu verið farvegur þátttöku almennings í hlutabréfakaupum á tíunda áratugnum. Á árunum 2001–2003 komu því ekki aðeins fram mikilvægustu skuldsettu fjárfestingarfélögin heldur hurfu allir helstu hlutabréfasjóðirnir. Fjárfestingarfélögin Atorka, Afl, Straumur og Kaldbakur áttu öll uppruna sinn ýmist í hlutabréfasjóðum eða uxu með því að sameinast þeim. Með þessu hurfu flestallir stóru hlutabréfasjóðirnir inn í fjárfestingarfélög. Hlutabréfasjóðir, sem höfðu verið í umsjón Kaupþings og Búnaðarbanka, voru hins vegar sameinaðir vörslufyrirtækjum sínum, Kaupþingi og Kaupþingi-Búnaðarbanka.

Í september 2002 var Auðlind sameinuð Kaupþingi. Árið áður, 2001, hafði Auðlind sameinast Almenna hlutabréfasjóðnum, sem Fjárfestingarfélagið stofnaði árið 1990, en hafði komist í umsjón Kaupþings með kaupum þess á Frjálsa fjárfestingarbankanum fyrr um árið. Sá banki varð til árið 2000 við samruna Samvinnusjóðsins og Fjárvangs sem var arftaki Fjárfestingarfélagsins.

Við sameiningu Auðlindar og Kaupþings var hluthöfum í Auðlind boðið að skipta á bréfum sínum og hlutabréfum í Kaupþingi, að flytja hlutabréfaeignina að hluta eða öllu leyti í verðbréfasjóði Kaupþings eða að fá bréfin innleyst. Með yfirtökunni á Auðlind efldist Kaupþing mjög því að eigið fé jókst um 30% en það gaf Kaupþingi mikla möguleika á vexti. Síðasti stóri hlutabréfasjóðurinn sem hvarf var Hlutabréfasjóður Búnaðarbankans hf., sem hafði verið stofnaður í september 1996, en í desember 2004 var greint frá því að sjóðurinn myndi renna saman við Kaupþing-Búnaðarbanka. Hluthafar í hlutabréfasjóðnum áttu að fá hlutdeildarskírteini í fjárfestingarsjóðnum KB Samval.

24.1 Atorka og Afl

Afl var stofnað í lok desember 2001 upp úr Íslenska fjársjóðnum hf. Nokkru fyrr höfðu Þorsteinn Vilhelmsson, útgerðarmaður, og Landsbankinn sameinað fjárfestingarfélag Þorsteins, Örva ehf., og Landsbankinn fjárfestingar hf. Þetta félag var síðan sameinað Íslenska fjársjóðnum sem fékk nafnið Afl fjárfestingarfélag hf., en sameiningin miðaðist við fyrsta október 2001. Yfirlýst markmið sameiningarinnar var að efla Íslenska fjársjóðinn hf. á sviði áhættufjárfestinga í sjávarútvegi.³²⁰

Þorsteinn hafði selt í byrjun árs 2000 21,6% hlut sinn í Samherja til Kaupþings á þrjá milljarða króna. Kaupþing seldi strax helminginn af bréfunum til fjárfestingarfélaga Bónusfjölskyldunnar. Þorsteinn var á næstu árum einn umsvifamesti fjárfestir landsins. Hann var til dæmis einn af stofnendum Fjárfestingarfélagsins Gildingar. Þorsteinn var ekki eini útgerðarmaðurinn í eigendahópi Gildingar en auk hans voru Elfar Aðalsteinsson og Hafliði Þorsteinsson, útgerðarmaður frá Kópavogi, meðal stofnenda félagsins. Eftir að Gilding hafði verið sameinuð Búnaðarbankanum í kjölfar mikils taps á rekstri félagsins gekk Þorsteinn til liðs við Landsbankann og lék lykilhlutverk í því að breyta hlutabréfasjóðnum Íslenska fjársjóðnum í fjárfestingarfélagið Afl sem síðar sameinaðist fjárfestingarfélaginu Atorku. Umbreyting hlutabréfasjóðsins gekk þannig fyrir sig að sjóðurinn, sem til þessa hafði verið í dreifðri eignaraðild almennra sparifjäreigenda, seldi Þorsteini og Landsbankanum eigin bréf sjóðsins fyrir 340 milljónir og eignaðist hvor þeirra þannig um 17% í sjóðnum. Hluthafafundur sjóðsins í lok desember 2001 samþykkti bæði nafnabreytinguna og breytta fjárfestingarstefnu og kaus Þorstein stjórnarformann sjóðsins. Síðan sameinaðist sjóðurinn fjárfestingarfélagi Þorsteins, Örva ehf. Um leið var tilkynnt að félagið myndi breyta fjárfestingarstefnu sinni og einbeita sér að fjárfestingum í hlutafélögum með umbreytingu þeirra í huga. Afl var því eitt fyrsta fjárfestingarfélagið sem var yfirlýstur „umbreytingarfjárfestir“.

Afl var á næstu árum stórtækt í fjárfestingum í sjávarútvegsfyrirtækjum og átti meðal annars stóra hluti í Hraðfrystihúsinu Gunnvöru, Þormóði ramma-Sæbergi, Þorbirni-Fiskanesi og Granda. Umbreytingarfjárfestingar í sjávarútvegi gáfust þó illa og fjárfestingar Þorsteins beindust því í vaxandi mæli að fjármálastarfsemi og umbreytingarfjárfestingum í fyrirtækjum utan sjávarútvegs. Umsvif Þorsteins í fjármálastarfsemi og umbreytingarfjárfestingum fóru einnig fram í gegn um annað fjárfestingarfélag sem stofnað var úr hlutabréfasjóð í vörslu Landsbankans, Atorku. Atorka var búin til í desember 2002 þegar Íslenska hlutabréfasjóðnum hf. var breytt í Fjárfestingarfélagið. Þorsteinn var á meðal stærstu hluthafa hins nýja félags en Atorka átti einnig stóran hlut í Afli. Eignatengsl félaganna og ýmissa eignarhaldsfélaga Þorsteins jukust á næstu árum þar til að Atorka og Afl voru loks sameinuð í lok árs 2004.

Við sameininguna eignaðist Þorsteinn stóran hlut í Afli fjárfestingarfélagi. Á næstu mánuðum jók hann við eign sína. Í mars 2002 var eignarhlutur Þorsteins kominn í 24,3% sem var jafn stór hlutur og Landsbankinn átti. Afgangur hlutafjár var dreifðri eign, mestmegnis fyrri hluthafa Íslenska fjársjóðsins. Þegar hér var komið sögu var hins vegar farið að tala um Afl sem

³²⁰ *Morgunblaðið* 29. desember 2001, bls. 26.

fjárfestingarfélag Landsbankans og Þorsteins Vilhelmssonar enda ljóst að Þorsteinn og Landsbankinn réðu félaginu.

Íslenski fjársjóðurinn hafði á sínum tíma verið fyrsti sérhæfði hlutabréfasjóðurinn en stefna sjóðsins var að fjárfesta í fyrirtækjum í sjávarútvegi og „nýjum vaxandi atvinnugreinum“.³²¹ Markmiðið var að allt að 90% yrði í fyrirtækjum í sjávarútvegi og tengdum greinum en minnst 10% áttu að vera í sprotafyrirtækjum í hugbúnaðargerð, lyfjaframleiðslu eða ferðaþjónustu. Fjárfestingarstefna sjóðsins, líkt og fjárfestingarstefna annarra hlutabréfasjóða tíunda áratugarins, lagði þó áherslu á áhættudreifingu. Í auglýsingakynningu Landsbréfa í *Frjálsri verslun* haustið 1996 var lögð áhersla á áhættudreifingu sjóðsins:

„Með fjárfestingu í Íslenska fjársjóðnum nýta fjárfestar sér kosti áhættudreifingar um leið og þeir eignast hlut í þeim fjársjóði Íslands, sem byggir á reynslu og menntun þjóðarinnar, jafnt á sviði sjávarútvegs, tengdra greina og í nýjum, ört vaxandi atvinnugreinum.“³²²

Við breytinguna í fjárfestingarfélag í árslok 2001 var fjárfestingarstefnu hlutabréfasjóðsins hins vegar breytt. Félagið myndi eftir þetta einbeita sér að áhrifafjárfestingum í hlutafélögum með „umbreytingu“ þeirra í huga.³²³ Ákveðnum tengslum var þó haldið við fyrri fjárfestingarstefnu því að Afl ætlaði að einbeita sér að umbreytingarfjárfestingum í sjávarútvegi. Innan við ári seinna var félagið þó búið að losa um stærstan hluta fjárfestinga sinna í sjávarútvegsfyrirtækjum. Í október 2002 seldi Afl bróðurpart hlutabréfaeignar sinnar í sjávarútvegsfyrirtækjum með 600 milljóna hagnaði. Afl sneri sér þess í stað að útrásarverkefnum og tók meðal annars þátt í yfirtöku Bakkabræðra á Geest og yfirtöku KB Banka á Singer & Friedlander.

Skömmu eftir að Afl hafði dregið sig út úr fjárfestingu í sjávarútvegi var öðrum hlutabréfasjóði í umsjón Landsbankans breytt í fjárfestingarfélag. Í desember 2002 var Íslenska hlutabréfasjóðnum hf., sem hafði verið stofnaður af Landsbréfum árið 1990, breytt í Fjárfestingarfélagið Atorku hf. sem líkt og Afl átti að leggja megináherslu á fjárfestingar í fyrirtækjum sem hefðu möguleika á aukinni hagkvæmni með sameiningum við önnur fyrirtæki eða uppskiptingu. Markmið Atorku var að eiga aðeins í 2–5 fyrirtækjum hverju sinni.³²⁴ Árið 2005 hafði fjárfestingarstefnunni verið breytt en þá ætlaði félagið sér að leiða að minnsta kosti 3–6 fjárfestingarverkefni á hverjum tíma. Þau áttu öll að felast í endurskipulagningu rekstrar og fjárhags og yrðu seld aftur í heild eða pörtum.³²⁵ Atorka var því klassískt „umbreytingarfélag“.

³²¹ *Morgunblaðið* 28. nóvember 1995, bls. 18.

³²² *Frjáls verslun* 10. tbl. 1996, bls. 60–61, tilv. bls. 61.

³²³ *Morgunblaðið* 29. desember 2001, bls. 26.

³²⁴ *Morgunblaðið* 29. apríl 2004, bls. C8; Tilkynning Fjárfestingarfélagsins Atorku til kauphallarinnar vegna ársuppgjörs 2003, 4. febrúar 2004. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=27450>. 18. febrúar 2010.

³²⁵ Fjárfestingarfélagið Atorka hf. Ársreikningur 2004. Reykjavík 2005, bls. 11. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=13897>. 18. febrúar 2010.

Líkt og Íslenski fjársjóðurinn hafði Íslenski hlutabréfasjóðurinn lagt áherslu á áhættudreifingu í auglýsingum sínum til sparifjáreigenda. Í auglýsingum sem birtust í blöðum og tímaritum í lok árs 1990 var fjárfestingarstefnu sjóðsins lýst þannig:

„Íslenski hlutabréfasjóðurinn er hlutafélag sem fjárfestir í verðbréfum, einkum hlutabréfum, margra arðbærra og vel rekinna íslenskra fyrirtækja. Með því að fjárfesta í hlutabréfum félagsins gefst þér kostur á að eignast hlutabréf með dreifðri áhættu og von um góða ávöxtun.“³²⁶

Afl og Atorka störfuðu náið saman, enda að stórum hluta í eigu sömu aðila. Þorsteinn Vilhelmsson var stjórnarformaður beggja félaga og stærsti hluthafi þeirra, bæði í eigin nafni og í gegnum eignarhaldsfélög sín., Ránarborg ehf., Skessu ehf. og Máv ehf. Þá áttu félögin sjálf hvort í öðru. Í júlí 2003 seldu félög tengd Þorsteini hluti sína í Afli til Atorku sem var þá komið með 39,2% hlut í félaginu og í október 2004 var Afl svo afskráð í kjölfar yfirtökutilboðs Atorku.

Á árinu 2004 tók Atorka einnig yfir tvö almenningshlutafélög sem höfðu verið mikilvæg á bernskuskeiði íslenska hlutabréfamarkaðarins, Sæplast og Líf hf. sem áður hét Lyfjaverslun Íslands. Í maí 2004 var Atorka komin með 70% í Lífi og gerði í kjölfarið yfirtökutilboð. Líf var afskráð 2. júlí 2004. Íslenski hlutabréfasjóðurinn og Íslenski fjársjóðurinn höfðu báðir átt stóra hluti í Sæplasti en eftir að Afl seldi Atorku bréf sín í Sæplasti var öðrum hluthöfum gert yfirtökutilboð og Sæplast afskráð. Nafni félagsins var breytt í Promens í maí 2005.

Árið 2005 tók Atorka þriðja almenningshlutafélagið af markaði, Jarðboranir. Líkt og Lyfjaverslun Íslands og Sæplast höfðu Jarðboranir verið í miklu uppáhaldi hjá litlum fjárfestum á tíunda áratugnum en Jarðboranir voru einnig með fyrstu einkavæðingu ríkisfyrirtækis í almennu útboði. Sama ár jók Atorka einnig hlutdeild sína á lyfjamarkaði er fyrirtækið tók yfir Austurbakka, heildverslun sem skráð var á Verðbréfaþing í júní 2000. Atorka sameinaði Austurbakka tveimur öðrum heildverslunum á lyfja- og heilbrigðismarkaði sem Atorka átti, Icepharma og Ísmed, undir nafni Icepharma.

Líkt og önnur umbreytingarfélög tók Atorka í vaxandi mæli að líta út fyrir landsteinana. Styrmir Þór Bragason, framkvæmdastjóri, Atorku sagði í viðtali við *Fréttablaðið* í ágúst 2004 að tækifærum innanlands hefði fækkað og væri því óhjákvæmilegt að félagið liti út fyrir landsteinana.³²⁷ Í þessari útrás lék Sæplast, sem nú hét Promens, mikilvægt hlutverk. Sumarið 2005 var Bonar Plastics, dótturfyrirtæki Low and Bonar, sameinað Promens en Afl hafði byrjað að kaupa bréf í Low and Bonar í nóvember 2004.

Rekstur Atorku skilaði miklum hagnaði. Arðsemi eigin fjár á árinu 2004 var 73,3%. Í tengslum við uppgjör ársins 2004 var greint frá því að samfara því að eigið fé félagsins hefði aukist úr 4,1 milljarði í 9,11 milljarða hefði það gefið út skuldabréf að upphæð fimm milljarðar króna og ætti að auki ónýttar lánalínur. Þetta þýddi að félagið hefði verulega „fjárfestingargetu“.³²⁸ Þrátt fyrir að vera algengt hugtak í umfjöllun um viðskipti þessara ára var

³²⁶ Sjá *Morgunblaðið* 28. desember 1990, bls. 23.

³²⁷ *Fréttablaðið* 19. ágúst 2004, bls. 22.

³²⁸ Tilkynning Fjárfestingarfélagsins Atorku til kauphallarinnar vegna ársuppgjörs 2004, 28. janúar 2005. Sjá vef Kauphallar Íslands:

hugtakið „fjárfestingargeta“ aldrei útskýrt eða tilraun gerð til að grafast fyrir um hvað byggir á bak við fjárfestingargetu ólíkra fjárfestingarfélaga og fjárfesta, annað en blanda af eigin fé og lánum. Það gefur t.d. auga leið að fjárfestingargeta félags, sem hefur nýlengi við hlutafjárútboð, er í raun mjög ólík getu félags sem hefur samið um jafn stórar lánalínur og hefur því aðgang að jafn miklu fé. Fjárfestingargeta félaga var þó notuð sem mælikvarði á „styrk“ þeirra. Gott dæmi um þetta eru ummæli Pálma Haraldssonar í viðtali í Markaðnum í kjölfar sölu fjárfestingarfélags hans, Fons, á flugfélaginu Sterling til FL Group. Þegar hann var spurður út í eiginfjárfestingu Fons og Fengs neitaði Pálmi að segja nokkuð en vísaði þess í stað til fjárfestingargetu þeirra: „Ég get þó sagt að fjárfestingargeta félaganna Fengs og Fons er á bilinu þrjátíu til fimmtíu milljarðar eftir eðli verkefna. Þá geta menn séð styrk þessara félaga.“³²⁹

24.2 Saga Straums og stofnun í mars 2001

Mikilvægasta fjárfestingarfélagið, sem reis úr rústum aldamótabólunnar, var Straumur. Straumur var einnig fyrsta fjárfestingarfélagið sem var búið til upp úr hlutabréfasjóði – Hlutabréfasjóðnum hf. – sem var fyrsti hlutabréfasjóðurinn sem stofnaður var hér á landi. Stofnun Straums má því segja að marki tímamót: Endalok tímabils hlutabréfasjóðanna og upphaf þess tímabils sem kenna má við fjárfestingarfélögin.

Hlutabréfasjóðurinn hf. var elsti hlutabréfasjóður landsins en hann var stofnaður árið 1986 í kjölfar þess að stjórnvöld ákváðu að veita almenningi skattaafslátt til hlutabréfakaupa. Árið 1995 tók VÍB, verðbréfafyrirtæki Íslandsbanka, að sér rekstur Hlutabréfasjóðsins og sameinaði í kjölfarið Hlutabréfasjóð VÍB Hlutabréfasjóðnum undir nafni þess síðarnefnda. Sameinað félag var þá langstærsti hlutabréfasjóðurinn, með 1,2 milljarða í eignir og 4000 hluthafa.

Líkt og fjárfestingarfélögin og aðrir hlutabréfasjóðir kom Hlutabréfasjóðurinn hf. mjög illa út úr aldamótabólunni en tap sjóðsins nam 500 milljónum á árinu 2000 og 1500 milljónum árið 2001. Stjórnendur bankans ákváðu að stofna umbreytingarfélag upp úr Hlutabréfasjóðnum. Um þessar mundir voru FBA og Íslandsbanki að sameinast og hugmyndin var sú að bankinn myndi beina fjárfestingum í óskráðum hlutabréfum og óskráðum félögum til sjálfstæðs umbreytingarfélags. Með því gæti bankinn sneytt hjá tortryggni og hagsmunaaðreksnum sem geta fylgt því þegar fjárfestingarbankastarfsemi og viðskiptabankastarfsemi fara fram undir sama þaki.³³⁰ Áherslan á umbreytingarfjárfestingar sést af fjárfestingarstefnu þeirri sem samþykkt var 2001:

„Í náinni framtíð hyggst félagið leggja meiri áherslu á þátttöku í umbreytingarverkefnum sem geta fært félaginu hærri arðsemi og þannig bætt hag hluthafa. Umbreyting fyrirtækja felst í stefnu- eða formbreytingum á borð við

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=30457>. 18. febrúar 2010.

³²⁹ Fréttablaðið, *Markaðurinn* 26. október 2005, bls. 12–13, tilv. Bls. 12.

³³⁰ Sjá úttekt Agnesar Bragadóttur: „Lokaátökin stóðu um Straum.“ *Morgunblaðið* 9. janúar 2003, bls. 14–18.

sameiningu, eignalosun eða skráningu á markaði. Í kjölfarið mun verða aukin áhersla á óskráð félög og félög sem eru á leið inn á markað.“³³¹

Fjárfestingarstefna Straums lýsir vel hugsuninni á bak við umbreytingarfélög. Fyrirtæki eru keypt með það að markmiði að „umbreyta“ þeim með endurskipulagningu, sameiningu við önnur félög eða skráningu á hlutabréfamarkað og selja þau svo með hagnaði. Niðurbútun félaga, sala einhverra rekstrareininga eða fasteigna, er þó líka dæmi um umbreytingarfjárfestingu. Í umbreytingarfjárfestingum er þannig oft losað um „dautt fjármagn“, fastafjármuni sem ekki nýtast að fullu í rekstri. Af þessu má sjá að það getur verið stutt á milli þess sem hér á landi var kallað umbreytingarfjárfestingar og þess sem kalla má „fyrirtækjagripdeildir“, eða *corporate raiding*.

Þórður Már Jóhannesson var ráðinn framkvæmdastjóri Hlutabréfasjóðsins hf. Á aðalfundi 15. mars 2001 var samþykkt að breyta nafni sjóðsins í Fjárfestingarfélagið Straum hf. Jafnframt var kosið í stjórn félagsins en í stjórn voru kjörnir þeir Ari Edwald, framkvæmdastjóri Samtaka atvinnulífsins; Bjarni Ármannsson, forstjóri Íslandsbanka, sem var kjörinn formaður, og Jón Halldórsson. Varamaður í stjórn var kjörinn Magnús Kristinsson, útgerðarmaður í Vestmannaeyjum en Magnús var stór hluthafi í Straumi.

Því næst var ráðist í hlutafjárukningu upp á 2,8 milljarða en í kjölfar hennar var eigið fé sjóðsins 7,1 milljarður, nánast jafn mikið og Gilding hafði haft árið áður. Hlutabréfasjóðurinn hafði til þessa verið í mjög dreifðri eignaraðild þar sem enginn hluthafi átti mjög stóran hlut en í kjölfar hlutafjárukningarinnar voru nokkrir stórir hluthafar orðnir ráðandi innan félagsins. Stærsti hluthafinn var Íslandsbanki með 20,1% en Fjárfar ehf., ISP ehf., Dúkur hf., Baugur og Gaumur, félög í eigu Jóhannesar Jónssonar, Jóns Ásgeirs Jóhannessonar og fjölskyldna voru næst að stærð með nærri 19%. Fjárfestingarfélagið Kaldbakur átti 3,6%.

24.3 Yfirtaka áhættufjárfestingarfélaganna: Íslenski hugbúnaðarsjóðurinn

Strax í upphafi tók Straumur stefnuna á að taka yfir áhættufjárfestingarfélögin sem öll komu illa undan aldamótabólunni. Fyrsta sameiningin var í maí 2001 þegar tilkynnt að Straumur og Vaxtarsjóðurinn hf. yrðu sameinaðir. Hluthafar í Vaxtarsjóðnum fengu hlutabréf í Straumi í skiptum. Vaxtarsjóðurinn, sem var stofnaður í desember 1996, var systurfyrirtæki Hlutabréfasjóðsins hf. en fjárfestingarstefna sjóðsins átti að vera nokkuð áhættusæknari en hjá Hlutabréfasjóðnum.³³² Ári seinna, eða í maí 2002, voru tveir áhættufjárfestingasjóðir, sem FBA hafði stofnað í byrjun árs 2000 utan um ýmsar fjárfestingar FBA í hátækni og sprotafyrirtækjum, Talenta Hátækni og Talenta Internet, sameinaðir Íslenska hugbúnaðarsjóðnum sem síðan sameinaðist Straumi í ársbyrjun 2003. Á aðalfundi Íslenska hugbúnaðarsjóðsins í febrúar 2003 var samþykkt að sameina sjóðinn Straumi en hluthafar í Íshug fengu hlutabréf í Straumi. Straumur flutti mikinn hluta eigna Íshug og aðrar eignir sínar í tæknifyrirtækjum yfir í fjárfestingarfélagið Brú Ventur Capital en auk bréfa úr safni Íshug voru bréf úr Talentu Hátækni,

³³¹ Morgunblaðið 8. maí 2003, bls. B6–B7, tilv. bls. B6.

³³² Morgunblaðið 4. desember 1996, bls. 16.

EFA og eignasafni Símans í upplýsingatæknifyrirtækjum sameinuð í Brú Venture Capital sem átti að leggja aukna áherslu á fjárfestingar í umbreytingarverkefnum.³³³

24.4 Framtak fjárfestingarbanki – EFA og Þróunarfélagið

Um mitt ár 2003 rann Framtak fjárfestingarbanki inn í Straum. Framtak hafði orðið til við samruna EFA og Þróunarfélagsins sem bæði höfðu fjárfest mikið í hlutabréfum tölvu og tæknifyrirtækja og verið áberandi í aldamótabólunni.

EFA hafði verið sérstaklega atkvæðamikið á gráa markaðnum og árið 1999 var félagið að leggja línurnar að því að verða fjárfestingarbanki. EFA var annað fjárfestingarfélaganna til að taka stefnuna á að verða fjárfestingarbanki. Samvinnusjóðurinn hafði starfað um nokkurra ára skeið sem fjárfestingarbanki en raunveruleg fjárfestingarbankastarfsemi hans var sáralítill.³³⁴ Á árinu 1999 tók EFA að veita rekstrarráðgjöf og rekstur skuldsettra áhættusjóða sem virðast í raun hafa verið vogunarsjóðir. Árangur var góður. Hagnaður EFA árið 1999 var 828,3 milljónir króna. Á aðalfundi félagsins árið eftir var því mörkuð stefna að félagið myndi víkka mjög út starfsemi sína og sækja um starfsleyfi sem fjárfestingarbanki. Um leið tók EFA upp kaupréttarsamninga við starfsmenn.

Líkt og önnur félög, sem fjárfestu í tæknifyrirtækjum, fór EFA illa út úr aldamótabólunni og eins og áður sagði sameinuðust EFA og Þróunarfélagið í október 2002 undir nafni Þróunarfélagsins. Eignir EFA við sameininguna voru metnar sjö milljarðar og eignir Þróunarfélagsins fimm milljarðar en stærstu eignir sameinaðs félags voru Kaupás og Opin kerfi. Að auki var sameinað félag einn stærsti hluthafi Samvinnuferða-Landsýnar en gjaldprot Samvinnuferða reyndist einnig þungt fyrir annað fjárfestingarfélag, Gildingu. Í febrúar 2003 var nafninu svo breytt í Framtak fjárfestingarbanka en seinna á árinu tók Straumur yfir Framtak.

Yfirtaka Straums á Framtaki, og þar með EFA og Þróunarfélaginu, var liður í yfirtökum Straums á áhættufjárfestingarfélögum í kjölfar netbólunnar. Bæði félögin áttu þó einnig sterk söguleg bönd sem tengdu þau Íslandsbanka og FBA. Eins og rakið var hér að ofan átti EFA uppruna sinn í sameiningu Alþýðu-, Iðnaðar- og Verslunarbanka í Íslandsbanka, en hlutabréf í Íslandsbanka voru lengi vel uppistaðan í eignasafni Eignarhaldsfélags Alþýðubankans, EFA. Þó að bréfin hefðu verið seld um miðjan tíunda áratuginn áttu EFA og Íslandsbanki þó áfram náið samstarf. Þannig hafði FBA-Íslandsbanki meðal annars haft milligöngu um og fjármagnað kaup EFA á öllum hlutabréfum í Kaupási árið 2000. Þessi hlutabréfaeign EFA í Kaupási kom mjög við sögu í sameiningu Framtaks og Straums 2003.

Rekstur Straums gekk vel. Eigið fé félagsins var í byrjun 3,5 milljarðar en óx hratt næstu misseri. Í árslok 2003 eftir þær sameiningar sem hér hafa verið raktar var eigið fé komið í 16 milljarða. Straumur hafði þá tekið næsta skref í þroskasögu fjárfestingarfélaganna en í október 2003 sótti Straumur um fjárfestingarbankaleyfi sem bankinn fékk í byrjun árs 2004. Aðalfundur

³³³ *Straumur fjárfestingarfélag, Skráningarlýsing júlí 2003*. Reykjavík 2003, bls. 17–18. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=10813>. 18. febrúar 2010.

³³⁴ Sjá m.a. viðtal við Arnór H. Arnórsson, framkvæmdastjóra Samvinnusjóðsins, *Morgunblaðið* 12. júní 1997, bls. B4. Samvinnusjóðurinn hafði m.a. veitt bílalan og 1998 var hann að hasla sér völl í fjármögnun fasteignakaupa almennings með 70% lánum til 30 ára. *Morgunblaðið* 20. ágúst 1998, bls. D3.

Straums í desember 2003 hafði þá þegar samþykkt að breyta nafni félagsins – það hét eftirleidis Straumur-Fjárfestingarbanki hf. Eftir það starfaði Straumur ekki lengur sem fjárfestingarfélag heldur sem fjárfestingarbanki.

Vöxtur Straums tók kipp eftir þessa breytingu. Félagið hóf meðal annars þátttöku í stórum útrásarverkefnum. Þeirra mikilvægast var þátttaka í kaupum Baugs og B2B Holding á Magasin du Nord í Danmörku. Eignir Straums tvöfölduðust á árinu 2004 og um mitt ár 2005 var eigið fé komið í 45,8 milljarða. Eftir sameiningu við Burðarás var það komið í nærri 100 milljarða.

Fyrsta ágúst 2005 undirrituðu stjórnir Straums, Burðaráss og Landsbanka samkomulag um skiptingu eigna Burðaráss á milli Landsbanka og Straums og í kjölfarið var nafni Straums breytt í Straum-Burðarás Fjárfestingarbanka hf. sem hóf starfsemi í september það ár.

24.5 Kaldbakur

Eftir að Straumur varð að fjárfestingarbanka í desember 2003 var Kaldbakur stærsta skráða fjárfestingarfélag á landinu. Þó Kaldbakur væri líkt og Straumur, Atorka og Afl, að stórum hluta byggður á almennum hlutabréfasjóðum var hann að ýmsu ólíkur þeim. Ólíkt Atorku, Afli og Straum skilgreindi Kaldbakur sig t.d. ekki sem umbreytingarfjárfesti, heldur sem „arðsemisfjárfesti“. Í skráningarlýsingu Kaldbaks í desember 2002 var þetta orðað svo:

„Kaldbakur er arðsemisfjárfestir og stefnir að áhrifum í þeim félögum sem fjárfest er í hverju sinni einn og sér eða í samstarfi við aðra aðila til að hafa áhrif á stefnumótun og stjórnun fyrirtækja. Áhrifum þessum nær félagið með því að eiga virka eignarhluti og þar með fulltrúa í stjórn viðkomandi félaga. [...]

Það er stefna Kaldbaks að fjárfesta í félögum í þroskuðum atvinnugreinum þar sem vara eða þjónusta viðkomandi fyrirtækis er þekkt og á sér sögu. Kaldbakur fjárfestir ekki í framtaks- eða nýsköpunarverkefnum.“³³⁵

Þessi áhersla byggðist meðal annars á því að ákveðin verkaskipting var milli Kaldbaks og fjárfestingarfélagsins Sjafnar sem starfaði sem umbreytingarfjárfestir. Í apríl 2003 tók Sjöfn við öllum hlutabréfum Kaldbaks í óskráðum fyrirtækjum. Uppruni Kaldbaks var líka nokkuð annar en hinna fjárfestingarfélaganna því að grunnur hans var eignarhaldsfélag sem stofnað var um eignir KEA.

Fyrsta janúar 2002 var Kaupfélagi Eyfirðinga skipt upp í samvinnufélag og hins vegar fjárfestingarfélagið Kaldbak sem hélt utan um eignir samvinnufélagsins. Í fyrstu voru KEA og félagsmenn þess einu eigendur Kaldbaks. Félagsmenn og hluthafar í KEA fengu í sinn hlut 28,4% Kaldbaks en KEA hélt eftir 72,6%. Í hlutafjárukningu í mars bættust Samherji og Lífeyrissjóður Norðurlands við hluthafahópinn. KEA og Samherji höfðu þá um nokkurra ára skeið átt náið samstarf en félögin höfðu rekið eignarhaldsfélag sem hét Kaldbakur síðan 1999. Helstu eignir þess voru 40% hlutur í sjávarútvegsfyrirtækinu Snæfelli sem var stofnað árið 1997 upp úr sjávarútvegssviði KEA. KEA var þá þegar einn stærsti hluthafinn í Samherja, með 18%

³³⁵ Kaldbakur fjárfestingarfélag. Skráningarlýsing desember 2002. Reykjavík 2002, bls. 12. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=6998>. 18. febrúar 2010.

hlut í lok árs 1999 en Kaldbakur hélt þeirri hlutdeild. Krosseignatengsl Samherja og Kaldbaks voru því alla tíð mjög sterk. Í febrúar 2004 átti Kaldbakur 17,2% í Samherja hf., sem aftur átti 25% hlut í Kaldbaki.

Í kjölfar hlutafjárukningar í mars 2002 var eigið fé Kaldbaks fjórir milljarðar og heildareignir tíu milljarðar króna. Í október 2002 samþykkti stjórn Kaldbaks svo sameiningu Hlutabréfasjóðs Íslands hf. við Kaldbak en við það jókst eigið fé um 450 milljónir. Auk þess kom fjöldi lítilla hluthafa inn félagið sem uppfyllti þar með skilyrði um skráningu í Kauphöllina. Hlutabréfasjóður Íslands hf. hafði orðið til árið 2000 þegar Sjávarútvegssjóður Íslands og Hlutabréfasjóður Norðurlands hf. sameinuðust. Báðir sjóðirnir voru í umsjón Kaupþings Norðurlands sem breytti um nafn árið 2000 og hét eftir það Íslensk verðbréf. Í kjölfar sameiningar við Hlutabréfasjóð Íslands sótti Kaldbakur um skráningu í Kauphöllina og hlaut skráningu í desember. Þá hafði deyfð ríkt yfir henni frá því að loftið fór úr aldamótabólunni og skráðum fyrirtækjum byrjaði að fækka. Skráning Kaldbaks markar að vissu leyti upphaf „fjármálakauphallarinnar“ en á næstu árum urðu fjármálafyrirtækin stöðugt mikilvægari í Kauphöllinni.³³⁶

Fyrst eftir stofnun var Kaldbakur upptekinn við að selja eignir sem hann hafði tekið við af KEA og sömuleiðis að greiða niður skuldir. Félagið bauð einnig í Búnaðarbankann við sölu ríkisins á stærstum hluta hlutafjár síns í ríkisbönkunum seinni hluta árs 2002. Í október 2002, í sama mánuði og Kaldbakur samþykkti sameiningu við Hlutabréfasjóð Íslands, valdi Framkvæmdanefnd um einkavæðingu Kaldbak ásamt S-hópnum til frekari viðræðna um kaup á Búnaðarbankanum. S-hópurinn varð hlutskarpari í þeim viðræðum eins og þekkt er.

Eftir að tilraunir Kaldbaks til að eignast banka höfðu þannig runnið út í sandinn gerði félagið tilraun til að hasla sér völl á tryggingamarkaði. Í apríl 2003 byrjaði Kaldbakur að kaupa í Tryggingamiðstöðinni. Þau bréf voru seld innan við ári seinna þegar félagið hóf að taka þátt í skuldsettum fyrirtækjakaupum í Bretlandi. Í millitíðinni hélt Kaldbakur áfram að selja fyrri eignir KEA. Í desember 2003 var t.d. fasteignafélagið Klettur, sem hafði tekið við húseignum KEA, selt til Stoða. Þessi eignasala kallaði á að Kaldbakur fyndi ný fjárfestingartækifæri.

Svo virðist sem Kaldbakur hafi á þessum tíma verið leitandi að fjárfestingarstefnu á árinu 2003. Í því efni lá næsta beint við að félagið fjárfesti í smásöluverslun enda hafði KEA verið leiðandi í matvöruverslun á sínu félagssvæði. Í maí 2003 lýsti Kaldbakur áhuga á að þróa verslun í landinu, meðal annars til þess að byggt yrði upp mótvægi við Baug. Kaldbakur átti einnig um helmingshlut í Samkaupum og ásamt Wernerssystkinum í Lyfjum og heilsu, stærstu lyfjakeðju landsins. Í viðtali við *Morgunblaðið* 15 maí 2003 lýsti Eiríkur Jóhannesson, framkvæmdastjóri Kaldbaks, því yfir að þetta kynni að verða „grunnurinn að einhverri mjög áhrifamikilli verslun í framtíðinni“.³³⁷

Markmið Kaldbaks virðist meðal annars hafa verið að eignast Kaupás en ekkert varð úr þessum ráðagerðum og í október 2003, þegar Norvík eignaðist Kaupás, seldi Kaldbakur 50.4% hlut sinn í Samkaupum til Kaupfélags Suðurnesja, sem rekið var sem nokkurskonar

³³⁶ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 6. júní 2007, bls. 8–9.

³³⁷ *Morgunblaðið* 15. maí 2003, bls. B6–B7, tilv. bls. B6.

eignarhaldsfélag Samkaupa. Um svipað leyti tók Baugur að auka hlut sinn í Kaldbaki og í janúar 2004, þegar Kaldbakur var búinn að selja allar eignir sínar í verslun, þar með talið hlut sinn í Lyfjum og heilsu, var Baugur kominn með 15% hlut í Kaldbaki, en að auki átti Fengur 10% í félaginu. Auk Baugs og Fengs voru stærstu hluthafar Kaldbaks Samherji með 25% og KEA með 27%.

Eftir að Baugur og Fengur voru þannig orðnir ráðandi í hluthafahóp Kaldbaks var stefnan tekin á útrás enda ljóst að fátt væri um stór fjárfestingartækifæri fyrir Kaldbak á Íslandi eftir „stóru uppstokkunina“ (sjá hér að neðan). Kaldbakur tók þó þátt í uppskiptingu eigna Eimskipafélagsins og í febrúar 2004 keypti félagið breska útgerðarfélagið Boyd Line í samvinnu við Samherja af Brimi, útgerðarfélagi Eimskipa. Þá tók Kaldbakur þátt í kaupum Fengs og Baugs á bresku skartgripaverslanakeðjunni Goldsmiths og í ágúst 2004 keypti Kaldbakur 26% hlut í vogunarsjóði Baugs, BG Capital.³³⁸

Þegar hér var komið sögu höfðu hlutabréf fjárfestingarfélaga hækkað mikið og ákveðnar efasemdir voru farnar að gera vart við sig um að markaðurinn mæti verð þeirra rétt. Í afkomuspá greiningardeildar Íslandsbanka í apríl 2004 sagði um þetta:

„Fjárfestingarfélög eru í sviðsljósinu um þessar mundir. Burðarás, Straumur Fjárfestingarbanki og Kaldbakur hafa öll hækkað verulega það sem af er ári. Ekki telst þó til tíðinda að fjárfestingarfélög hækki samfara hækkun á hlutabréfamarkaði. Hið markverða er að þessi félög eiga mörg hver mjög lítið af hlutabréfum en þess meira af handbæru fé eftir sölu margra stórra eignarhluta síðustu misseri. Að mati greiningar [Íslandsbanka] eru væntingar bundnar við nýtingu þess handbæra fjár umfram forsendur og hefur skapast óeðlilegt yfirverð á peningum í verðlagningu Straums, Kaldbaks og Burðaráss. Við slíkar aðstæður er hætta á að dragi úr væntingum fjárfesta og gengi félaganna lækki ef bið verður á því að þau ráðist í stærri fjárfestingar. Einnig er hætta á að félögin ráðist í áhættumeiri verkefni en ella til að bregðast við auknum væntingum til þeirra.

Öll hyggjast þessi félög beina kröftum sínum í auknum mæli út fyrir landsteinana. Fjárfestingarstefnan er hins vegar óljós því ekki liggur fyrir í hvernig verkefni verður ráðist, hvaða atvinnugreinar koma til greina eða í hvaða löndum.“³³⁹

Þessi gagnrýni er áhugaverð í ljósi þess að ein birtingarmynd hlutabréfablöðru þriðja áratugarins í Bandaríkjunum var einmitt mikið yfirverð á fjárfestingarfélögum – fyrirtækjum sem áttu engar aðrar eignir en lausafé og hlutabréf í öðrum fyrirtækjum og áttu því eðli málsins samkvæmt varla að geta verið verðlögð hátt yfir upplausnarvirði sínu.³⁴⁰

Svar fjárfestingarfélaganna var þó ekki skýrari fjárfestingarstefna heldur samruni. Í nóvember 2004 gerði Burðarás öðrum hluthöfum Kaldbaks yfirtökutilboð eftir að hafa eignast 76,8% hlut í Kaldbaki. Markmiðið var að búa til stærri einingu sem gæti ráðist í stærri fjárfestingar. Stjórnendur Burðaráss fögnuðu því líka að með sameiningunni væri Baugur

³³⁸ Morgunblaðið 13. ágúst 2004, bls. 12.

³³⁹ Greining Íslandsbanka. Afkomuspá apríl 2004. Reykjavík 2004, bls. 6. Sjá vef Morgunblaðsins:

<http://www.morgunblaðið.is/media/57/157.pdf>. 18. febrúar 2010.

³⁴⁰ J. Bradford De Long og Andrei Shleifer.: „The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds.“ *The Journal of Economic History* 3. tbl. 1991, bls. 675–700.

kominn til liðs við Burðarás. Þá var talið að annað markmið með sameiningunni væri að undirbúa Burðarás fyrir næstu stóru einkavæðingar ríkisfyrirtækis, sölu Símans sem beðið var eftir á markaði með mikilli óþreyju. Áður en kom að einkavæðingu Símans hafði Burðarás hins vegar sameinast Straumi.³⁴¹

24.6 Ástæður þess að hlutabréfasjóðirnir hverfa

Það voru vafalaust margar ástæður fyrir því að hlutabréfasjóðirnir hurfu á þessum árum. Sveinn Hannesson, stjórnarformaður Auðlindar, sagði að „blómatími“ hlutabréfasjóðanna væri einfaldlega liðinn. Kaupþing skýrði ákvörðunina með því að skattaafsláttur til hlutabréfakaupa hefði verið afnuminn en áramótin 2002 átti hann að falla úr gildi. Í tilkynningu frá Kaupþingi kom fram að Kaupþing óttaðist að afnám skattaafsláttar myndi auka innlausnir og torvela sölu nýrra hluta í hlutabréfasjóðum.³⁴² Eiríkur S. Jóhannsson, framkvæmdastjóri Kaldbaks, sagði hins vegar í viðtali við *Morgunblaðið* 1. maí 2003 að meginskýringin væri sú að sameining gerði fjárfestingarfélögin öflugri og hæfari til þátttöku í stærri verkefnum.³⁴³

Tap hlutabréfasjóðanna í kjölfar þess að aldamótabólan sprakk má einnig hafa í huga sem eina ástæðu þess að þeir voru sameinaðir fjárfestingarfélögum en sjóðirnir töpuðu miklu á árunum 2000 og 2001. Á sama tíma hætti fé að streyma í sjóðina og almennir hluthafar seldu bréf. Þetta skapaði alvarlegt vandamál fyrir hlutabréfasjóðina. Hlutabréfasjóðirnir höfðu til þessa í raun verið tvískattlagðir: Sjóðirnir greiddu tekjuskatt af hagnaði sínum og sjóðfélagar greiddu fjármagnstekjuskatt af söluhagnaði hlutabréfa. Á sama tíma greiddu verðbréfasjóðir engan tekjuskatt. Tekjuskattlagningin var þó ekki vandamál meðan innstreymi var í sjóðina því að þá var greiðsla tekjuskatts frestað og ný hlutabréf keypt í sjóðinn. Þegar útstreymi varð reyndist erfiðara að fresta tekjuskattsgreiðslum. Sjóðsstjórar horfðu því fram á að sjóðirnir hættu að geta frestað skattgreiðslum á sama tíma og sjóðfélögum fækkaði. Sjóðirnir myndu því að líkindum skreppa mikið saman. Að öðru óbreyttu hefðu sjóðirnir því líklega þurft að selja eignir sem aftur hefði þrýst niður verði hlutabréfa.

Þá er líklegt að það hafi ráðið miklu að hlutabréfasjóðirnir buðu einfaldlega upp á mikil tækifæri. Á markaði þar sem jafnvel tiltölulega lítill viðskipti gátu hreyft við hlutabréfaverði gat það reynst erfitt að kaupa félög upp á opnum markaði án þess að þrýsta verði þeirra upp í hæstu hæðir. Hlutabréfasjóðirnir áttu hins vegar stóra hluti í öllum almenningshlutafélögum landsins og voru því ákjósanlegir sem grunnur að yfirtökum á almenningshlutafélögum. Þá var eiginfjárlutfall þeirra eðli málsins samkvæmt mjög hátt – og því mikið rými fyrir skuldsetningu og „gírun“ sem gat stóraukið fjárfestingargetu þeirra.

Það er þó rétt að halda því til haga að hlutabréfasjóðirnir höfðu haft heimildir til að taka lán til hlutabréfakaupa þó að þeir hafi að jafnaði ekki nýtt hana nema til að sinna viðskiptavakahlutverki sínu með eigin bréf, þ.e. þeir tóku lán til að geta keypt eigin bréf og gátu þannig jafnað verðsveiflur. Hlutabréfasjóðurinn Auðlind, sem Kaupþing hafði umsjón með, skar sig þó úr að þessu leyti en sjóðurinn fjármagnaði fjárfestingar sínar eftir 1997 að töluverðu leyti

³⁴¹ *Morgunblaðið* 4. nóvember 2004, bls. B6–B7; *Frettablaðið* 24. september 2004, bls. 42.

³⁴² *Morgunblaðið* 20. september 2002, bls. 17.

³⁴³ *Morgunblaðið* 1. maí 2003, bls. B4.

með erlendum lántökum. *Morgunblaðið* hafði eftir Hreiðari Má Sigurðssyni, framkvæmdastjóra Kaupþings eignastýringar ehf., í júlí 1998 að Auðlind hefði „fjármagnað verðbréfakaup sjóðsins að töluverðu leyti með erlendum lánum í rúmt ár“. Hreiðar benti þó á að áhætta sjóðsfélaga ætti að vera lítil því að erlend lántaka Auðlindar væri í svipuðum hlutföllum og íslenska gengiskarfan og að á móti erlendri lántöku hlutabréfasjóðsins kæmu að stórum erlend hlutabréf.³⁴⁴ Auðlind hafði því þegar árið 1997 tekið að beita girun til að auka fjárfestingargetu sína.

Með því að hlutabréfasjóðirnir hurfu á upp úr aldamótum má segja að mikilvæg tímamót hafi orðið í sögu íslensks fjármálalífs.³⁴⁵ Í öðru lagi var fjárfestingarstefna fjárfestingarfélaganna eftir aldamót ólík fjárfestingarstefnu fyrri fjárfestingarféлага. Þau voru öll skuldsett, beittu sér fyrir skuldsettum yfirtökum á skráðum fyrirtækjum og lögðu áherslu á umbreytingar- og skammtíma fjárfestingar. Starfsemi þeirra varð því ekki til þess að skapa stöðugleika á markaðnum eða kjölfestu í almenningshlutafélögum, heldur ýttu þau þvert á móti undir eignabólur og grófu undan fjölbreytileika fjárfestingarkosta og gegnsæi markaðarins og um leið atvinnulífsins.

Hér var því á ferð gagnger og afdrifarík breyting á landslagi hlutabréfamarkaðarins. Hlutabréfasjóðirnir höfðu tekið við fé almennings, sem vildi nýta sér skattaafslátt vegna hlutabréfakaupa, en tilgangur skattaafsláttarins var í upphafi ekki einvörðungu að efla hlutabréfamarkað heldur ekki síður að skapa forsendur fyrir öflugum almenningshlutafélögum og að auðvelda fyrirtækjum að afla eiginfjár og draga þar með úr skuldsetningu íslenskra fyrirtækja. Hlutabréfasjóðirnir urðu til sem svar við tilraunum stjórnvalda til að nota skattkerfið til að ná þessum markmiðum.

Hlutabréfasjóðirnir höfðu bæði verið í mjög dreifðri eignaraðild og höfðu almennt rekið hlutlausu fjárfestingarstefnu, staðið utan valdabaráttu fyrirtækjablokka og dreift fjárfestingu sinni. Þannig höfðu hluthafar Íslenska fjársjóðsins verið um fjögur þúsund og hluthafar í Íslenska hlutabréfasjóðnum sex þúsund. Þegar hlutabréfasjóðunum var í einu vetfangi breytt í skuldsett fjárfestingarfélög, sem voru að meirihluta í eigu fáeinna stórra fjárfesta, ráku virka fjárfestingarstefnu, fjárfestu í fáeinum félögum með það að markmiði að umbreyta þeim eða jafnvel taka af markaði, var hlutverki þeirra því snúið fullkomlega á hvolf.

Þegar hlutabréfasjóðunum var breytt með þessum hætti urðu þúsundir almennra fjárfesta hluthafar í skuldsettum fjárfestingarfélögum. Efast má um að allir hluthafarnir hafi gert sér fyllilega ljóst hvað fólst í þessari umbreytingu. Fjármálafyrirtækin og sérfræðingar þeirra höfðu ráðlagt almennum sparifjäreigendum kaup á hlutabréfum hlutabréfasjóðanna með þeim rökum að hlutabréfasjóðir dreifðu áhættunni og minnkuðu þannig þá áhættu sem fælist í hlutabréfaviðskiptum.³⁴⁶ Þann 12. desember 2002 lét dálkahöfundur viðskiptablaðs *Morgunblaðsins*, Innherji, í ljósi áhyggjur af þessari þróun og efaðist um að fjárfestar væru nægilega upplýstir um hvað hefði gerst:

³⁴⁴ *Morgunblaðið* 18. júlí 1998, bls. 14.

³⁴⁵ Það má svo bæta því við að önnur tímamót urðu árið 2002 því að í febrúar sameinuðust tveir elstu verðbréfasjóðir landsins, stofnaðir með stuttu millibili árið 1985, fyrsti verðbréfasjóður Kaupþings, Hávöxtunarfélagið hf., sem hafði gefið út svokölluð Einingabréf og verðbréfasjóður Fjárfestingarfélagsins, Verðbréfasjóðurinn hf. *Morgunblaðið* 20. febrúar 2002, bls. 17.

³⁴⁶ Sjá t.d. Bjarni Ármannsson: „Hlutabréfasjóðir henta einstaklingum að jafnaði best.“ *Morgunblaðið* 29. desember 1994, bls. 32; *Morgunblaðið* 7. desember 1995, bls. B2.

„Þeir fjórir hlutabréfasjóðir sem hér hafa verið nefndir [Auðlind, Hlutabréfasjóðurinn, Íslenski fjársjóðurinn og Íslenski hlutabréfasjóðurinn] eiga það sameiginlegt að í þeim eru þúsundir hluthafa. Þetta eru svokallaðir almennir fjárfestar sem einhvern tímann hafa tekið þá ákvörðun að kaupa í sjóði þar sem fjárfestingar væru dreifðar og áhætta tiltölulega lítil. Eftir breytingar sjóðanna eru fjármunir þeirra til ávöxtunar með allt öðrum hætti og með meiri áhættu en umhugsunarvert er hvort fjárfestarnir gera sér grein fyrir þessu. Fæstir þessara almennu fjárfesta hafa selt hluti sína og þess vegna má halda því fram að þeir séu sáttir við breytingarnar. Þetta á þó aðeins við ef fjárfestarnir eru vel upplýstir um þá eðlisbreytingu sem orðið hefur á sjóðunum og þá auknu áhættu sem henni fylgir. Hægt er að efast um að þessar breytingar hafi verið nægilega vel kynntar.

Sú staðreynd að fjárfestarnir kusu að gerast hluthafar í dreifðum hlutabréfasjóðum ætti að gefa góða vísbendingu um hvers konar fjárfestingar henta þeim enda hafa þeir vafalaust oft gerst hluthafar í framhaldi af samtali við ráðgjafa bankanna. Þess vegna væri eðlilegt að bjóða þessum hluthöfum sérstaklega að færa eignarhlutinn í áhættuminni sjóði í stað þess að láta nægja að sjá til hvort þeir hafa frumkvæði að því sjálfir. Á meðan fjárfestingar breyttu sjóðanna ganga vel mun enginn kvarta yfir breytingunni en geri einhver þeirra alvarleg mistök í fjárfestingum mun viðkomandi banki sæta gagnrýni fyrir að hafa ekki gætt hagsmuna þeirra sem treystu honum fyrir fjármunum sínum.“³⁴⁷

Af gögnum frá þessum tíma verður þó ekki ráðið að nein teljandi umræða hafi farið fram um þessa umbreytingu eða áhættuna sem henni fylgdi.

³⁴⁷ „Innherji skrifar: Aukin áhætta hlutabréfasjóða.“ *Morgunblaðið* 12. desember 2002, bls. B2.

III. Hluti - Fjármálavæðing atvinnulífsins, tímabilið 2003–2006

Í ljósi þess hversu áberandi fjármálafyrirtækin urðu þegar leið á áratuginn má tala um „fjármálavæðingu“ atvinnulífsins, þar sem fjármálageirinn og fjármálafyrirtækin urðu ekki aðeins ráðandi í Kauphöllinni heldur réðu þau ferðinni í þróun atvinnulífsins. Í fyrri kafla viðaukans var fjallað um endalok hlutabréfasjóðanna og hlut bankanna og fjárfestingarfélaga í uppstokkun atvinnulífsins og umbreytingu fyrirtækja. Þessi þróun náði ákveðnum vendipunkti haustið 2003 þegar Íslandsbanki, Landsbanki og fjárfestingarfélagið Straumur skiptu upp á milli sín þeim fyrirtækjum sem áður höfðu tilheyrt kolkrabbanum, þ.e. Eimskipafélaginu, ásamt Burðarási og Brimi, Flugleiðum, Skeljungu og Sjóvá-Almennum; atburðarás sem hér er kölluð „stóra uppstokkunin“.³⁴⁸ Hafliði Helgason, blaðamaður, lýsti þessu þannig í umfjöllun sinni um uppstokkunina að ýmsir hefðu áhyggjur af því að „slagsíða myndist í viðskiptalífinu þar sem fyrirtækjasjónarmið víki fyrir verðbréfahugsun.“³⁴⁹

Sú verðbréfahugsun sem Hafliði vísar til réði för í „stóru uppstokkuninni“ því henni fylgdi sundurlimun bæði Eimskipafélagsins og Flugleiða. Allur rekstur var seldur út úr fyrirtækjunum og tveimur af elstu starfandi almenningshlutafélögum landsins var breytt í fjárfestingarfélög, Burðarás og FL Group.

25. „Fjárstjórn fjöldans“ víkur fyrir „umbreytingarfjárfestingum“

Eftir aldamót tók samrunabylgja sú sem hófst á seinni hluta tíunda áratugarins að vekja áhyggjur. Vorið 2001 birti Samkeppnisstofnun skýrslu um eignatengsl í atvinnulífinu þar sem staðhæft var að fákeppni og valdasamþjöppun hefði mjög aukist í íslensku atvinnulífi á tíunda áratugnum.³⁵⁰ Davíð Oddsson vakti sömu leiðis athygli á að hringamyndun væri vaxandi vandamál í áramótaávarpi sínu 31. desember 2003.³⁵¹

Á verðbréfamarkaði voru nokkrar áhyggjur af því að skráðum fyrirtækjum færi fækkandi. Talað var um „flóttu úr kauphöllinni“ í þessu sambandi.³⁵² Páll Gunnar Pálsson, forstjóri Fjármálaeftirlitsins gerði þessa þróun og hlut fjármálafyrirtækjanna í henni að umræðuefni í ávarpi sínu við ársfund Fjármálaeftirlitsins 2004:

³⁴⁸ Á sínum tíma var þessum atburðum lýst sem víðtækri „uppstokkun fyrirtækjasamsteypa“ (sjá *Morgunblaðið* 19. september 2003, bls. 1.) og óhætt er að segja að á tímabili sem einkenndist öðru fremur af uppstokkunum fyrirtækja hafi þessi verið stærst. Þessir atburðir hafa þó einnig verið kallaðir öðrum nöfnum, t.d. „Nótt hinna löngu bréfnífa.“ *Fréttablaðið* 11. janúar 2006, bls. 34.

³⁴⁹ *Fréttablaðið* 21. september 2003, bls. 12–13, tilv. bls. 13.

³⁵⁰ Samkeppniseftirlitið, *Stjórnunar- og eignatengsl í íslensku atvinnulífi*. Reykjavík 2001; *Morgunblaðið* 19. maí 2001, bls. 38–39; *Morgunblaðið* 24. maí 2001, bls. C6. Skýrslan fékk æði misjafna dóma, og þó sérstaklega að hún skyldi miðast við árið 1999 og væri því í raun úrelt þegar hún kom út. Í *Vísbandingu* var staðhæft að „Vafasamt [væri] að á einum stað hafi áður komið fram jafnfrirgripsmikil vanþekking á íslensku atvinnulífi“, og hvort ekki hefði verið fljótlegra að „brenna peningana“ en að eyða þeim í skýrslugerðina. Benedikt Jóhannesson: „Aðrir sálmar: Skýrsla til skammar.“ *Vísbanding* 20. tbl. 2001, bls. 4.

³⁵¹ Davíð Oddsson: „Við áramót.“ *Morgunblaðið* 31. desember 2003, bls. 32–33.

³⁵² Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Flóttinn úr kauphöllinni.“ *Friðs verslun* 5. tbl. 2003, bls. 35–38. *Fréttablaðið* 21. maí 2003, bls. 6; *Fréttablaðið* 3. apríl 2005, bls. 10.

„Á síðustu fjórum árum hefur skráðum félögum í kauphöll fækkað verulega eða úr 75 félögum í 38. Sú fækkun er m.a. til merkis um þær gríðarlegu breytingar sem orðið hafa á atvinnulífinu á þessum stutta tíma, þar sem fleiri tækifæri til hagræðingar og arðssköpunar hafa verið nýtt en á flestum öðrum tímaskiðum. Fjármálafyrirtæki hafa á margan hátt verið í forgrunni þessarar atburðarásar, bæði með viðskiptum fyrir eigin reikning og með því að koma á viðskiptum, oft með skuldsettum hlutabréfakaupum eða yfirtökum.“³⁵³

Árið 2004 lýsti formaður Samtaka atvinnulífsins, Ingimundur Sigurpálsson, einnig áhyggjum af því að fækkun skráðra félaga í Kauphöllinni. Áhyggjur Ingimundar lutu hins vegar að hagsmunum fjárfesta, sérstaklega lífeyrissjóðanna, en Ingimundur benti á að fækkun skráðra félaga þýddi að fjárfestar hefðu færri valkosti en það taldi hann hafa leitt til hækkunar á hlutabréfaverði. Í ræðu sinni á aðalfundi Samtaka atvinnulífsins í maí 2004 sagði Ingimundur að ójafnvægi væri að skapast í framboði á sparnaði og fjárfestingarkostum:

„Framlög í lífeyrissjóði eru meginuppistaða í sparnaði landsmanna og þarf árlegur sparnaður og vaxtagreiðslur að finna sér farveg í fjárfestingum sem bera góðan arð. Undanfarið hefur skapast ójafnvægi milli hins mikla ráðstöfunarfjár lífeyrissjóðanna og þeirra fjárfestingarkosta sem bjóðast á innlendum markaði. verðbréfum. Það er áhyggjuefni, ef ekki finnast nægileg tækifæri til fjárfestingar hér innanlands fyrir sparnað landsmanna, því öflugur heimamarkaður er grunnur nýsköpunar starfa og útrásar á erlendan markað. Að frátöldum stóriðjuframkvæmdum hefur fjárfesting dregist saman í íslensku atvinnulífi á undanförunum árum. Því er afar brýnt að snúa við.“³⁵⁴

Talsmenn Kauphallarinnar bentu hins vegar á að þó félögum hefði fækkað hefði markaðurinn stækkað. Verðmæti skráðra félaga hefði aukist og allar samtölur af markaði sýndu að Kauphöllin héldi áfram að þróast og væri í raun fyllilega sambærileg við það sem gerðist í öðrum þróuðum markaðshagkerfum. Hrefna Ösp Sigfinnsdóttir, forstöðumaður skráningarsviðs Kauphallar Íslands, benti á að þrátt fyrir fækkun skráðra fyrirtækja væri íslenski hlutabréfamarkaðurinn þrátt fyrir allt mjög þróaður og kæmi vel út í samanburði við hlutabréfamarkaði í öðrum löndum:

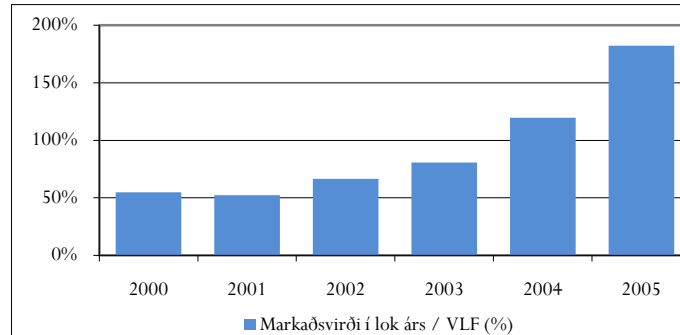
„Í dag hefur Ísland upp á að bjóða öflugan hlutabréfamarkað sem styður vel við sín félög og hefur leikið veigamikið hlutverk í sókn íslenskra fyrirtækja á erlendri grund. Skráð félög sóttu alls um 170 milljarða króna á hlutabréfamarkaðinn á síðasta ári eða sem nemur um 16% af virði skráðra fyrirtækja í árslok. Hvergi í Evrópu aflaðist meira fjármagn í hlutfalli við markaðsstærð en fjárhæðin sjálf er þrefalt hærri en skráð fyrirtæki í Ósló sóttu á markað á síðasta ári. Þess má geta að í mörgum þeim útboðum sem fóru fram var um umframeftirspurn að ræða. Annað sem gefur góða mynd af stærð hlutabréfamarkaðarins er að bera hann saman við landsframleiðslu en þá kemur í ljós að markaðurinn er yfir 120% af landsframleiðslu þjóðarinnar. Það gerðist reyndar í fyrsta sinn hér á Íslandi á síðasta ári að þetta hlutfall fór yfir 100% og er það hvergi

³⁵³ Ræða Páls Gunnars Pálssonar, forstjóra á ársfundi Fjármálaeftirlitsins, 3. nóvember 2004, bls. 1. Sjá vef FME: <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=2777>. 18. febrúar 2010.

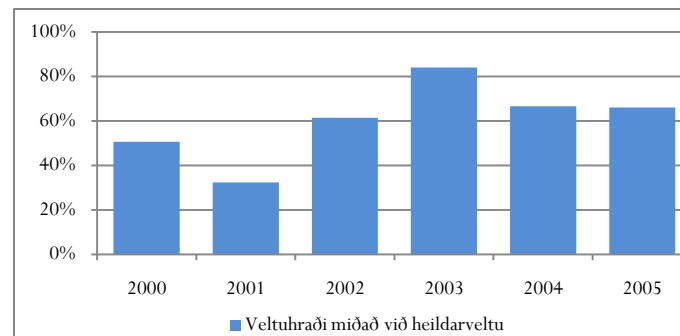
³⁵⁴ Ræða Ingimundar Sigurpálssonar á aðalfundi Samtaka atvinnulífsins 4 maí 2004, bls. 6–7. Sjá vef Samtaka atvinnulífsins: <http://www.sa.is/files/655483658r%C3%A6%C3%B0a%20formanns%20sa%202004.pdf>.

hærra á Norðurlöndunum. Ljóst er að fjöldi hlutafélaga á markaði hefur dregist verulega saman en þau félög sem nú eru á markaði eru mun stærri og viðskipti með þau tíðari en áður var, en meðalmarkaðsvirði skráðs félags í dag er um 30 milljarðar. Fjárfestingar í hlutabréfum á Íslandi hafa reynst gjöfugar og hækkaði úrvalsvísitalan um 59% á síðasta ári.³⁵⁵

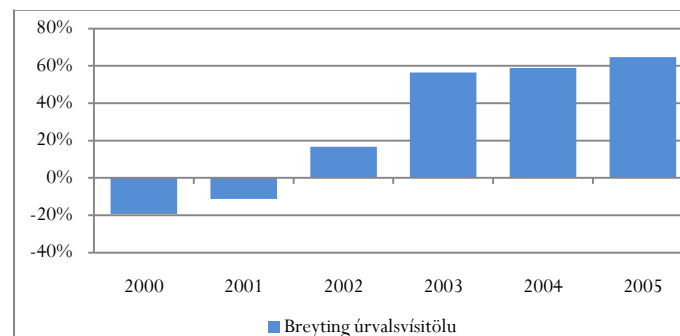
Mynd 13a: Markaðsvirði fyrirtækja á hlutabréfamarkaði í lok árs sem hlutfall af VLF, 2000-2005



Mynd 13b: Veltuhraði á VBÍ, 2000-2005



Mynd 13c: Breyting úrvalsvísitölu 2000-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands (myndir 13a, b og c)

³⁵⁵ Hrefna Ösp Sigfinnsdóttir: „Öflugri hlutabréfamarkaður – þrátt fyrir afskráningar.“ *Fréttablaðið, Markaðurinn* 4. maí 2005, bls. 16.

Hér hafði þó átt sér stað mjög mikilvæg breyting sem fólst í öðru og meiru en því að fyrirtækjum fækkaði í Kauphöllinni. Fram að aldamótum stefndu flest stærri fyrirtæki á markað og sameiningarfréttum fylgdu ævinlega vangaveltur um hvort ekki stæði til að skrá sameinað fyrirtæki á hlutabréfamarkað. Þessi þróun varð til þess að hér á landi mynduðust stór almenningshlutafélög, sbr. draum Eyjólfssonar um „fjárstjórn fjöldans“. Tekist hafði að breyta viðhorfum almenningss til fyrirtækjareksturs og auka skilning á því að fyrirtæki þyrftu að skila hagnaði. Fjöldi stórra almenningshlutafélaga var starfandi en Eykon taldi að slík félög væru forsenda þess að almenningur hefði tiltrú á atvinnulífinu, og um leið forsenda þess að almenningur veitti kapítalísku þjóðskipulagi stuðning.³⁵⁶

Einn þeirra sem lýsti áhyggjum af því að þessi þróun hefði snúist við um aldamót var Þór Sigfússon, framkvæmdastjóri Verslunarráðs. Í grein í *Morgunblaðinu* 2. júní 2003 benti Þór á að afskráning fyrirtækja og stöðugt þrengra eignarhald almenningshlutafélaga væri alvarlegt áhyggjuefni.

„Ef fram heldur sem horfir mun bein hlutabréfaeign einstaklinga minnka talsvert á næstu árum. Einnig mun færist í vöxt skuldsett yfirtaka stjórnenda og stórra eigenda að fyrirtækjum. Þau fyrirtæki sem eru eftir á markaðnum verða síðan að mestu í eigu stórra sjóða. Smám saman þarf að afskrá fleiri fyrirtæki þar sem þau ná ekki tilskildum fjölda eigenda og hlutabréfamarkaðnum hnignar. Það eru ekki nema nokkur ár síðan blómaskeið ríkti á hlutabréfamarkaði, tæpur helmingur landsmanna var eigandi að hlutabréfum, veltuhraði á markaðnum var viðunandi, fyrirtæki voru einkavædd og almenningur tók virkan þátt í þeim viðskiptum og aðhald á fyrirtæki var mun meira en áður hafði verið. [...]

Það er til mikils að vinna að tryggja áframhaldandi víðtæka og beina eignaraðild einstaklinga að fyrirtækjum á hlutabréfamarkaði. Með henni eykst þekking almenningss á atvinnustarfsemi og „sjálfstæði manna verður mest“ svo áfram sé vitnað í bók Eyjólfssonar.³⁵⁷

Þór vísaði ábyrgðinni þó ekki til bankanna sem fjármögnuðu ekki aðeins samrunabylgjuna og skuldsettar yfirtökur heldur hefðu oft beinlínis frumkvæði að þeim. Aftur á móti skoraði hann á stjórnvöld að ekki hallaði á viðskiptalífið almennt eða hlutabréf sem sparnaðarform. Þór benti þó einnig á að nauðsynlegt væri að stjórnendur fyrirtækja þyrftu að gera sér betri grein fyrir mikilvægi skýrari leikreglna og betri upplýsingagjafar til að vinna og viðhalda trausti almenningss.

Það má segja að með endalokum hlutabréfasjóðanna á árunum 2001–2004 hafi skammvinnt tímabil „fjárstjórnar fjöldans“ og hins almenna sparifjáreiganda sem fjárfestis vikið fyrir tímabili sem helst má kenna við „umbreytingarfjárfestinn“. Í stað sparifjáreigenda sem áttu litla hluti í almenningshlutafélögum eða spakaupmennsku eldhúsfjárfesta aldamótabólunnar einkenndist áratugurinn eftir aldamót af fjársterkum auðmönnum og skuldsettum fjárfestingarfélögum sem högnuðust á stórfelldum „umbreytingarfjárfestingum“. Á þessu tímabili vaknaði einnig aftur hugmyndin um Ísland sem alþjóðlega fjármálamiðstöð. Bankarnir

³⁵⁶ *Morgunblaðið* 6. mars 2005, bls. 18; „Reykjavíkurbréf.“ *Morgunblaðið* 24. apríl 2005, bls. 32–33.

³⁵⁷ Þór Sigfússon: „Fjárstjórn fjöldans á undanhaldi?“ *Morgunblaðið* 2. júní 2003, bls. 16–17.

léku lykilhlutverk í þessari þróun og einkavæðing þeirra 2002–2003 gaf henni byr undir báða vængi. Árangurinn virtist góður – íslenska útrásin fór af stað, fjármálafyrirtæki skiluðu miklum hagnaði og hlutabréfaverð hækkaði.

Um leið og hlutabréfaverð hækkaði – og verðmæti skráðra félaga í Kauphöllinni sömuleiðis – átti hugmyndin um ágæti almenningshlutafélaga undir högg að sækja. Í ræðu sinni á Viðskiptaþingi 2005 sagði Björgólfur Thor Björgólfsson að kostir dreifðrar eignaraðildar væru stórlega ofmetnir og gætu í raun verið hættulegir því að fyrir stjórnendur fyrirtækja í mjög dreifðri eign væri hlutaféð í raun „fé án hirðis“ og því gætu þeir tekið sér óeðlileg völd. Öflugir kjölfestufjárfestar væru öruggasta vörn hluthafanna:

„Að mínum dómi eru kostir dreifðrar eignaraðildar í hlutafélögum stórlega ofmetnir, ekki hvað síst hér á landi. Stundum finnst mér, þegar ég gef mér tíma til að fylgjast með almennri umræðu um viðskiptalíf hér á landi að ágæti dreifðrar eignaraðildar sé trúaratriði og hafa fjölmiðlar haft þar mikil áhrif á skoðanir fólks. Hin síðari ár hefur, á Vesturlöndum, komið æ betur í ljós nauðsyn þess að eigendur fyrirtækja veiti stjórnendum þeirra aðhald og stuðning og taki forystu í stefnumótun. Því miður getur það reynst erfitt í fyrirtækjum þar sem eigendur eru margir og eiga lítið. Með sterkum kjölfestufjárfesti geta smærri hluthafar hins vegar treyst á að hann tryggi að stjórnendur félaganna hafi ávallt hagsmuni hluthafa að leiðarljósi. Með reglubundnu aðhaldi kjölfestufjárfesta í gegnum stjórnarsetu, ásamt vandlega hugsuðum hvatakerfum, trúir undirritaður að árangur fyrir alla hluthafa til lengri tíma sé best tryggður.“³⁵⁸

Björgólfur Thor ræddi einnig þá þróun að fyrirtæki væru í vaxandi mæli að fara af markaði en hann taldi að rekja mætti hana til íþyngjandi eftirlits og kostnaðar sem fylgdi skráningu á markað. Björgólfur Thor hafnaði jafnframt þeirri hugmynd að öflug eftirlitskerfi sköpuðu traust.

25.1 Kjölfestufjárfestingar og umbreytingarfjárfestingar

Hugtakið „kjölfestufjárfestir“ var nýtt í íslensku og virðist ekki hafa verið notað almennt fyrr en á seinni helmingi tíunda áratugarins. Hugmyndin var þó ekki ný. Kjölfestufjárfestar höfðu verið, eins og nafnið gefur til kynna, stórir fjárfestar sem sköpuðu stöðugleika í eignarhaldi og rekstri félaga. Fjárfestar sem létu skammtímasjónarmið ekki hafa áhrif á ákvarðanir sínar. Þróun íslensks atvinnulífs um þessar mundir einkenndist síst af stöðugleika í eignarhaldi. Þvert á móti voru umbreytingar og uppstokkun fyrirtækja helsta einkenni þessa tímabils og skammtímasjónarmið ráðandi í rekstri fyrirtækja.

Hugtakið umbreytingarfjárfestir og umbreytingarfjárfestingar hafa fest við þá feðga Björgólf Guðmundsson og Björgólf Thor Björgólfsson en þeir notuðu þessi hugtök mikið til að lýsa sjálfum sér og fjárfestingum sínum eftir að þeir eignuðust Landsbankann.³⁵⁹ Í kjölfar „stóru uppstokkunarinnar“, þegar Landsbankinn, Straumur og Íslandsbanki skiptu upp kolkrabbanum, sagði Björgólfur í viðtali við *Fréttablaðið* að Landsbankinn starfaði sem „lífandi

³⁵⁸ Ræða Björgólfs Thors Björgólfssonar á Viðskiptaþingi 2005, 8 febrúar 2005. Sjá vef Viðskiptaráðs Íslands: <http://www.vi.is/files/583688705BTB%20-%20Final%20pdf.pdf>. 18. febrúar 2010.

³⁵⁹ Sjá m.a. *Morgunblaðið* 25. nóvember 2006, bls. 16; *Morgunblaðið* 10. mars 2005, bls. B4–B5; *Fréttablaðið* 16. september 2005, bls. 40.

umbreytingarfélag“. Markmiðið væri að „stýra umbreytingum“ en láta aðra um að reka fyrirtækin til langs tíma.³⁶⁰

Þó að Björgólfur segði markmiðið vera að hámarka hagnað hluthafa voru markmið umbreytingarfjárfestisins eðli málsins samkvæmt til skamms tíma. Umbreytingarfjárfestirinn ætlaði sér aldrei að staldra lengi við í fyrirtækjum og fjárfestingar hans voru ævinlega skammtíma fjárfestingar. Markmið umbreytingarfjárfestisins var að hámarka hagnað til skamms tíma, innleysa hagnað og leysa úr læðingi fjármagn sem hafði safnast upp í fyrirtækjum, „dautt fjármagn“ og „duldar eignir“. Koma hlutunum á hreyfingu eins og Björgólfur orðaði það.

Í umræðum um umbreytingarfjárfestingar var það einmitt þessi skilningur sem varð ofan á enda var hann bundinn ákveðinni hugmynd um sögulegt hlutverk umbreytingarfjárfestisins í íslensku efnahagslífi. Í tilkynningu, sem Björgólfur Guðmundsson sendi fjölmiðlum og birtist meðal annars í *Morgunblaðinu* 2. september 2003 í kjölfar kaupa Samsonhópsins og Landsbankans á hlutabréfum í Straumi, sagði hann að tilgangur Samsonhópsins og Landsbankans með kaupum, sem voru forleikur „stóru uppstokkunarinnar“, væri að „hleypa lífi aftur í verðbréfamarkaðinn hér á landi, rjúfa stöðnun sem verið hefur og láta fjárfestingar á markaði ráðast af von um hagkvæman rekstur og hámarks ávöxtun“. Markmiðið væri að „losa um flókin eignatengsl í félögum og auka arðsemi þeirra“. Að hans mati var slík uppstokkun þeim mun mikilvægari því að stór hluti fjárfestinga á Íslandi þjónaði fyrst og fremst þeim tilgangi að vernda völd og áhrif á kostnað ávöxtunar fjármagns og hagkvæms reksturs.³⁶¹

Samkrull stjórn mála og viðskipta og valdahlíkur sem notuðu atvinnufyrirtæki til að tryggja stöðu sína í samfélaginu höfðu um langan tíma verið talin ein helsta meinsemd íslensks efnahagslífs. Einkavæðingunni og þá sérstaklega einkavæðingu bankanna var ætlað að breyta þessu. Í stað þess að atvinnufyrirtæki væru notuð til þess að tryggja pólitíska hagsmuni eða áhrif myndi rekstur ráðast af hreinum arðsemissjónarmiðum. Afleiðingin yrði hagkvæmari fyrirtækjarekstur og heilbrigðara samband atvinnulífsins og þjóðfélagsins. Með því að leysa upp „flókin eignatengsl“ með umbreytingarfjárfestingum sínum væru Samson, Landsbankinn og Björgólfur því ekki aðeins að hámarka eigin hagnað heldur voru þeir að stuðla að hagkvæmara atvinnulífi og heilbrigðara þjóðlífi.

Þessi skilningur á sögulegu hlutverki umbreytingarfjárfestisins virðist hafa notið töluverðrar hylli, enda í góðu samræmi við mörg stef í stjórn mála- og þjóðfélagsumræðu tíunda áratugarins. En þótt það sé óneitanlega rétt að tengsl stjórn mála og viðskiptalífs hafi verið óeðlilega mikil og að þau hafi leitt til óheilbrigðra viðskiptahátta, gat þessi hugmynd um hlutverk umbreytingarfjárfesta í hag- og atvinnusögu Íslands leitt til mjög ýktrar túlkunar á þessari sögu – nefnilega að hún hefði einkennst af stöðnun sem helst ætti sér hliðstæður í fyrrverandi leppríkjum Sovétríkjanna í Austur-Evrópu. Dæmi um þennan söguskilning má sjá hjá Gunnari Smára Egilssyni, ritstjóra *Fréttablaðsins*, í „sunnudagsbréfi“ hans í *Fréttablaðinu* 5. október 2003:

³⁶⁰ *Fréttablaðið* 21. september 2003, bls. 12–13, tilv. bls. 13.

³⁶¹ *Morgunblaðið* 2. september 2003, bls. 14.

„Eflaust hafa verið skrifuð heilu bókasöfnin um umbreytingarfjárfestingar en ég reikna með að niðurstaða þess sé að við vissar aðstæður felist hagnaðarvon í því að taka gömul og rótgróin fyrirtæki, endurskilgreina markmið þeirra og skipulag og gera rekstur þeirra verðmeiri á tiltölulega skömmum tíma. Ætli líkurnar á að finna svona fyrirtæki á tilteknu markaðssvæði vaxi ekki eftir því sem stöðnun hefur ríkt þar lengur. Íslenskt viðskiptalíf ætti samkvæmt því að vera gósenland þeirra sem vilja græða á umbreytingum – einnig flest ríki Austur-Evrópu.“³⁶²

Á næstu árum tóku aðrir fjárfestar að kalla sig „umbreytingarfjárfesta“ og fjárfestingarfélög sín „umbreytingarfyrirtæki“. Þó að hugtakið hafi náð vinsældum eftir einkavæðingu bankanna er það þó nokkuð eldra þar sem það var notað um fjárfestingar bankanna í fyrirtækjum í kringum aldamótin og var þá notað um samruna fyrirtækja og hlutafélagavæðingu þegar lokuðum fjölskyldufyrirtækjum var breytt í almenningshlutafélög og þau skráð á almennan markað. Stjórnendur bankanna, sérstaklega Landsbankans, virðast hafa litið svo á að það væri „sögulegt hlutverk“ bankanna að leiða umbreytingar í atvinnulífinu. Á morgunverðarfundum Verslunarráðs 22. október 2003 sagði Sigurjón Árnason, bankastjóri Landsbankans, að bankarnir væru í raun þeir einu sem gætu leitt umbreytingarferli atvinnulífsins. Sigurjón rakti þær breytingar sem orðið höfðu aftur til kvótakerfisins og breytinga á fjármálamarkaðnum og einkavæðingu á tíunda áratugnum. Með einkavæðingunni og breytingu á lögum, sem leyfðu sameiningu viðskiptabankapjónustu og fjárfestingarbankastarfsemi, hefði bönkunum í raun verið falið að leiða þróun þeirra umbreytinga enda engum öðrum til að dreifa.³⁶³

Þessi hugmynd um bankana sem aflvaka umbreytinga í atvinnulífinu, ekki aðeins þjónustustofnanir við fyrirtækin, kom fram þegar bankarnir höfðu verið að auka við bein afskipti sín af rekstri fyrirtækja. Þó að eignarhald bankanna í fyrirtækjum væri ekki nýtt fyrirbæri um aldamótin höfðu slíkir eignarhlutir verið tilkomnir sem neyðarúrræði. Bankarnir höfðu leyst til sín fyrirtæki eða eignarhluta í fyrirtækjum í kjölfar gjaldþrota, svokallaðar fullnustueignir. Skemmst er að minnast eigna sem Landsbankinn eignaðist eftir að Sambandið var gert upp. Þá höfðu bankarnir lagt illa stæðum fyrirtækjum til hlutafé.

Eftir aldamót juku bankarnir mikið við hlutabréfaeign sína. Frá árslokum 2000 til ársloka 2003 meira en tvöfaldaðist hlutabréfaeign þeirra að verðmæti, þ.e. markaðsvirði bæði skráðra og óskráðra hlutabréfa, fór úr 23,1 milljarði í 68,3 milljarða króna. Á sama tíma hækkaði vitaskuld verðmæti allra hlutabréfa en eign bankanna gerði gott betur en að halda í við almennar verðhækkanir á hlutabréfamarkaði. Í árslok 2000 nam eign bankanna í skráðum fyrirtækjum 4,1% af heildarmarkaðsvirði skráðra félaga í árslok 2000 en í árslok 2003 áttu bankarnir í 5,2% útistandandi hlutafjár skráðra félaga í árslok 2003. Þessa aukningu má nánast alla rekja til KB

³⁶² Gunnar Smári Egilsson, „Umbreytingar og stöðnun.“ *Fréttablaðið* 5. október 2003, bls. 8. Svipaður söguskilningur kom fram í máli Sigurðar Einarssonar sem talað um að í kjölfar EES-samningsins og einkavæðingar bankanna hafi „íslenskt hagkerfi [breyst] úr áætlunarbúskap í frjálst hagkerfi“. Viðtal Sigrúnar Davíðsdóttur við Sigurð Einarsson, *Frjáls Verslun* 11. tbl. 2005, bls. 22–30, tilv. bls. 28.

³⁶³ *Morgunblaðið* 23 október 2003, bls. B1.

Banka og Landsbankans sem þrefölduðu hlutabréfaeign sína. Íslandsbanki, sem hafði átt mest af hlutabréfum í árslok 2000, jók mjög lítið við hlutabréfaeign sína á sama tíma.³⁶⁴

Þessar fjárfestingar bankanna mættu töluverðri gagnrýni. Þegar hefur verið fjallað um gagnrýni fulltrúa bænda en samtök iðnaðarins gagnrýndu bankana einnig fyrir að vera á „bólakafi í alls konar braski með hlutabréf, bæði í bönkunum sjálfum og í fyrirtækjum sem jafnframt eru stærstu viðskiptamenn þessara sömu banka“ eins og Sveinn Hannesson, framkvæmdastjóri Samtaka iðnaðarins, orðaði það í septembertölublaði *Íslensks iðnaðar* árið 2001. Í aðsendri grein í *Morgunblaðinu* 11. desember sama ár hélt Sveinn því fram að umbreytingarfjárfestingar bankanna leiddu þá í mörgum tilvikum í beina samkeppni við viðskiptavinina sína og að slíkar fjárfestingar gætu hæglega „brunnið inni“ og „orðið að gamaldags fjárfestingarmistökum“. Sveinn benti á að slíkum mistökum væri síðan velt beint á viðskiptavinina í formi hærri vaxta og þjónustugjalda. Í stað þess að eltast við skammtímagróða með umbreytingarfjármögnun ættu bankarnir að bjóða upp á þolinmótt langtímafjármagn til sprotafyrirtækja.³⁶⁵

Í ávarpi formanns Samtaka iðnaðarins, Vilmundar Jósefssonar, í ársskýrslu samtakanna árið 2004 voru bankarnir enn fremur gagnrýndir fyrir baráttu sína um yfirráð í fyrirtækjum sem væri „komin út yfir öll velsæmismörk“ og að „alvarlegur trúnaðarrestur“ hefði orðið milli bankanna og margra viðskiptavina þeirra.³⁶⁶ Árni Magnússon, þingmaður Framsóknarflokksins og félagsmálaráðherra, tók undir þessa gagnrýni á Iðnþingi 12. mars 2004:

„Við þessar aðstæður hafa rótgróin fyrirtæki skipt um eigendur, bankar eru orðnir virkir þátttakendur í íslensku atvinnulífi með eignarhaldi sínu og beinum afskiptum. Það er reyndar verulegt umhugsunarefni að mínu mati, með hvaða hætti starfshættir viðskiptabankanna hafa breyst á undanförunum árum. Það sem áður voru þjónustustofnanir við heimilin og atvinnulífið eru nú orðnir virkir gerendur á fyrirtækjamarkaði. Er það raunverulega svo að eðlilegt sé að einstakir viðskiptabankar verji mestum kröftum sínum og fjármunum, jafnvel með stórkostlegum erlendum lántökum, í að brytja niður fyrirtæki í íslensku viðskiptalífi, til hagnaðar fyrir sjálfa sig? Er það tilgangur þeirra?“³⁶⁷

Við þetta tækifæri rifjaði leiðarahöfundur *Morgunblaðsins* upp að svipuð þróun hefði átt sér stað í Bandaríkjunum á níunda áratugnum og að afleiðingar hennar hefðu verið skelfilegar:

„Fólk missti vinnu sína, fyrirtækin voru skilin eftir í rúst en örfáir einstaklingar hurfu á brott með mikla fjármuni. Það eru vísbendingar um vinnubrögð af þessu tagi í íslensku viðskiptalífi nú [...]“³⁶⁸

Það er hins vegar merkilegt þegar fjölmiðlaumfjöllun er skoðuð að þótt margir hafi virst gera sér grein fyrir því að bankarnir og fjárfestingarfélögin hafi verið farnir að seilast langt voru

³⁶⁴ *Morgunblaðið* 17. maí 2004, bls. 12.

³⁶⁵ Sveinn Hannesson: „Samkeppni á fjármagnsmarkaði.“ *Íslenskur iðnaður* 9. tlb. 2001, bls. 2; Sveinn Hannesson: „Bættur Skaði.“ *Morgunblaðið* 11. desember 2001, bls. 44; Sveinn Hannesson: „Skynsamleg ákvörðun.“ *Íslenskur iðnaður*, 9 tlb. 2005, bls. 2.

³⁶⁶ Vilmundur Jósefsson: „Varasamt valdabrélt.“ *Ársskýrsla 2003. Afmælistrit. Samtök iðnaðarins*, bls. 2. Sjá vef Samtaka iðnaðarins: <http://www.si.is/media/pdf/arsskyrsla-2003-web.pdf>. 18. febrúar 2010.

³⁶⁷ Ræða Árna Magnússonar á Iðnþingi 2004, 12. mars 2004. Sjá vef félagsmálaráðuneytis:

<http://www.felagsmalaraduneyti.is/radherra/raedur-og-greinarAM/nr/1496>. 18. febrúar 2010.

³⁶⁸ *Morgunblaðið* 13. mars 2004, bls. 36.

menn furðu varkárir þegar kom að því að benda á að það kynni ekki góðri lukku að stýra að setja fyrirtæki í „umbreytingarferli“ sem fólst í því að búa þau í sundur og selja út úr þeim *allar* rekstrareiningar, eins og gerðist með Eimskipafélagið og Flugleiðir, hvað þá að slík viðskipti væru kölluð því nafni sem þau eru kölluð í öðrum löndum, *corporate raiding* eða „fyrirtækjagripdeildir“. Þess í stað studdust fjölmiðlar gagnrýnislítið við fréttatilkynningar fyrirtækjanna, endurtóku tölur um „innleystan söluhagnað“ og höfðu eftir fjárfestum að með sundurbútun rótgróinna fyrirtækja væri verið að gera þau straumlínulagaðri og samkeppnishæfari.³⁶⁹

26. Fyrirtækjagripdeildir - stóra uppstökkunin

Afdrifarikasta uppstökkun íslensks atvinnulífs má telja hafa verið uppskipti Íslandsbanka, Straums og Landabankans á hlutum þeirra í nokkrum stærstu fyrirtækjum landsins og fjandsamleg yfirtaka Landsbankans og Samson á Eimskipafélaginu og uppbrot þess í kjölfarið. Vísað er til þessa atburða hér undir nafninu „stóra uppstökkunin“. Lokaleikir þessarar uppstökkunar voru í raun ekki leiknir fyrr en árið 2005 þegar Burðarás var sameinaður Fjárfestingarbankanum Straumi, Eimskipafélagið selt til Avion, sem þá var eigu Magnúsar Þorsteinssonar, og Hannes Smárason breytti Flugleiðum í fjárfestingarfélagið FL Group.

Eimskipafélagið var elsta og mikilvægasta almenningshlutafélag landsins og hafði líkt og Samband íslenskra samvinnufélaga leikið lykilllutverk í þróun íslensks fyrirtækjalífs á eftirstríðsárunum. Með nokkurri einföldun má segja að atvinnulíf Íslands hafi skipst í þrennt á eftirstríðsárunum. Opinber fyrirtæki, samvinnufélög og einkafyrirtæki. Eimskipafélagið og tengd fyrirtæki, kolkrabbinn svokallaði, tilheyrði þessum síðasta hóp.

Mikilvægi opinbers fyrirtækjarekstrar minnkaði með einkavæðingunni. Sambandið leið undir lok í upphafi tíunda áratugarins og hlutur samvinnufélaga og samvinnureksturs minnkaði mjög í kjölfarið eins og þegar hefur verið rakið. Mikilvægar breytingar urðu einnig á einkageiranum. Þegar hefur verið rakið hvernig lítil og meðalstór fjölskyldufyrirtæki viku fyrir æ stærri einingum, keðjum og almenningshlutafélögum sem aftur týndu tölunni í skuldsettum yfirtökum fjárfestingarféлага eftir aldamót. Þegar hér var komið sögu má segja að Eimskipafélagið og kolkrabbafyrirtækin hafi verið einu leifar þess fyrirtækjalandslags sem hafði einkennt íslenskt atvinnulíf í hálfa öld eftir lok seinna stríðs. Sundurlimun Eimskipafélagsins markar því mikilvæg kaflaskil í sögu íslensks atvinnulífs.

Segja má að fyrsti leikur þessara átaka hafi átt sér stað í júlí 2003 en þá tókust fyrirtæki tengd hinum svokallaða kolkrabba og Kaupþing-Búnaðarbanki á um yfirráð yfir Skeljungu. Í nóvember 2002 höfðu Sjóvá-Almennar, Eimskip og Skeljungur stofnað fjárfestingarfélagið Haukþing ehf. til að verja hlut sinn í Skeljungu fyrir ásókn Kaupþings sem þá var komið í rúmlega 23% hlut. Flugleiðir, sem höfðu verið eitt kolkrabbafyrirtækjanna, áttu að taka þátt í stofnun Haukþings en ekkert varð að því sökum andstöðu Pálma Haraldssonar, sem hafði tekið sæti í stjórn Flugleiða árið áður. Eftir að stóra uppstökkunin hafði gengið yfir og Kaupþing eignast Skeljung seldi það Pálma félagið.

³⁶⁹ Sjá t.d. *Morgunblaðið* 11. febrúar 2006, bls. 16; *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 4. október 2006, bls. 1.

Það var eftir miklu að slægjast í Skeljungi. Félagið átti, líkt og hin olíufélögin, stóra eignarhluti í fjölda annarra fyrirtækja. Mikið af þessum eignum var til kominn vegna viðskiptatengsla olíufélaganna sem höfðu lagt mörgum helstu viðskiptavinum sínum í röðum sjávarútvegsfyrirtækja til hlutafé. Þannig höfðu fyrirtæki sem tengdust SH og Eimskipafélagunum verið í viðskiptum við Skeljung sem átti hlut í mörgum þeirra, meðan fyrirtæki sem höfðu tengdust Sambandinu átti í viðskiptum við Olíufélagið.³⁷⁰ Á tíunda áratugnum var olíufélagunum því lýst sem hlutabréfasjóðum sem ráku olíudreifingu, frekar en olíudreifingarfyrirtækjum sem áttu hlutabréf.³⁷¹ Þá hafði Skeljungur aukið mjög hlutabréfaeign sína í fyrirtækjum tengdum kolkrabbanum í stjórnartíð Benedikts Jóhannessonar. Eignarhlutur Skeljungs í Sjóvá-Almennum hafði þannig vaxið úr 3,9% árið 2001 í 5,5% árið 2002, eignarhlutur Skeljungs í Eimskipafélaginu fór úr 1,8% í 5,7% og í Flugleiðum úr 1,1% í 5,1%.³⁷²

Átökunum um Skeljung lyktaði því með pattstöðu þar sem stærstu eigendur félagsins, KB Banki, Sjóvá og Burðarás, sameinuðust um að kaupa félagið upp afskrá það og leysa í sundur. Eignasafn Skeljungs og olíusala voru aðskilin en Skeljungur, líkt og hin olíufyrirtækin, átti mikið safn hlutabréfa. Burðarás keypti hlutabréf Skeljungs í Eimskipafélaginu og Sjóvá keypti hlutabréf sem Skeljungur hafði átt í Flugleiðum og svo Sjóvá-Almennum. Skuldir voru skildar eftir hjá olíufélaginu sem stefndi í að yrði mjög skuldsett en „straumlinulagaðra“ en fyrr.³⁷³

Í ágúst eignuðust Steinhólar, sem voru í eigu Kaupþings (50%), Sjóvár (25%) og Burðarás (25%), Skeljung að fullu og afskráðu félagið í kjölfarið en Skeljungur var síðasta olíufélagið sem fór af markaði. Yfirtaka Steinhóla á Skeljungi og sundurlimun félagsins var ein af forsendum „stóru uppstokkunarinnar“ í árslok 2003 því að hún varð til þess að Eimskip eignaðist mikið magn bréfa í sjálfu sér – þessi bréf voru því seld til Tryggingamiðstöðvarinnar og Landsbankans.

Önnur forsenda uppskipta Íslandsbanka og Landsbanka á fyrirtækjum kolkrabbans var eignarhlutur Landsbankans í Straumi sem var að mestu til kominn í tengslum við sameiningar Straums við önnur fjárfestingarfélög. Það duldust engum að hinn stóri eignarhlutur Landsbankans og Samson í Straumi væri fyrirboði mikilla breytinga. Leiðarahöfundur *Morgunblaðsins* taldi þessi viðskipti t.d. boða nýjan kafla í íslenskum viðskiptum sem gæti haft „grundvallarþýðingu í þeim miklu átökum og sviptingum sem um langt skeið hafa staðið yfir í íslenzku viðskiptalífi“.³⁷⁴ Mestu myndi skipta hvað yrði um eignarhlut Straums í Eimskipafélaginu því að Eimskipafélagið átti hlutabréf í mörgum fyrirtækjum, þar á meðal

³⁷⁰ *Morgunblaðið* 26. mars 1994, bls. 18–19; Reykjavíkurbréf, *Morgunblaðið* 30. apríl 1995, bls. 28–29; *Morgunblaðið* 10. apríl 1997, bls. B6; *Morgunblaðið* 9. apríl 1998, bls. B4–B5; *Morgunblaðið* 14. ágúst, 1999, bls. 41.

³⁷¹ *Morgunblaðið* 6. júlí 2000, bls. B4–B5.

³⁷² Hlutabréfaeign Skeljungs óx þannig úr 1,82 milljörðum árið 2000 í 4,44 milljarða árið 2002, eða um 144%. Skeljungur hf., Ársreikningur 2001. Reykjavík 2002, bls. 11–12; Skeljungur hf. Ársreikningur 2002. Reykjavík 2003, bls. 14–15; Ársreikningur Skeljungs 2000. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=8132>;

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=2046>;

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=9550>. 18. febrúar 2010; Sjá einnig *Fréttablaðið* 5. ágúst 2003, bls. 10–11.

³⁷³ *Morgunblaðið* 31. júlí 2003, bls. B6.

³⁷⁴ „Viðskiptapólitísk fjárfesting.“ Leiðari. *Morgunblaðið* 28. ágúst 2003, bls. 26.

sjávarútvegsfyrirtækjum og Flugleiðum. Helsta eign Straums á þessum tíma var 15% hlutur í Eimskipafélaginu. Í byrjun ágúst hafði Landsbankinn aukið eignarhlut sinn í Eimskipafélaginu úr rúmum þremur prósentum í tæp tíu prósent. Í byrjun september keypti Samson Global Holdings að auki sjö prósent í Eimskipum. Þar með voru Landsbankinn og Samson komnir með 17% í Eimskipafélaginu.

26.1 Sundurlimin kolkrabbans og Eimskipafélagsins

Föstudaginn 18. september 2003 greindu stjórnendur Landsbankans og Íslandsbanka frá einhverjum mestu og flóknustu viðskiptum sem átt hafa sér stað á íslenskum hlutabréfamarkaði. Um morguninn voru viðskipti stöðvuð með helstu félög í Kauphöll Íslands og viðskipti með bréf félaga sem tengdust viðskiptunum, alls 41,2% af heildarmarkaðsvirði Kauphallarinnar, lágu niðri allan daginn.³⁷⁵

Stjórnendur Burðaráss, Landsbankans, Samson og Íslandsbanka sömdu um uppskiptingu á stærstu eignarhlutum Straums og Burðaráss, fjárfestingarfélags Eimskipafélagsins. Niðurstaða samninganna var að Eimskipafélagið og Burðarás féllu í hlut Björgólfs og Landsbankans og sömuleiðis Brim, sjávarútvegsstöð Eimskipa en 31,7% eignarhlutur Burðaráss í Flugleiðum fór hins vegar til Straums. Burðarás seldi Íslandsbanka 11,4% hlut sinn í Sjóvá og 4,9% hlut í Íslandsbanka sjálfum. Íslandsbanki keypti einnig þriðjungshlut Landsbankans í Straumi. Niðurstaða viðskiptanna var í raun að Landsbankinn og Íslandsbanki skiptu upp á milli sín þeim þremur félögum sem höfðu myndað kjarna kolkrabbans. Afleiðingar þessara uppskipta voru afdrifarík og það tók nýja eigendur félaganna um tvö ár að klára að spila úr öllum þeim eignum sem skipt var upp en þegar því var lokið var búið að breyta tveimur af sögufrægustu almenningshlutafélögum landsins, Eimskipafélaginu og Flugleiðum, í fjárfestingarfélög. Eimskipafélagið var fyrst gert að dótturfélagi fjárfestingarfélagsins Burðaráss en svo brotið upp og selt í pörtum. Burðarás var líka hlutaður í sundur og brotin sameinuð Landsbanka og Straumi Fjárfestingarbanka. Flugleiðum var breytt í FL Group í mars 2005 og Sjóvá-Almennar urðu einnig kjarninn í nýju fjárfestingarfélagi, Milestone. Ekkert þessara félaga reyndist langlíft.

Við stóru uppstökkunina komust Landsbankinn og Björgólfur Guðmundsson í lykilstöðu innan Eimskipa en bankinn og tengdir aðilar áttu 27% í félaginu (Landsbankinn 14,9%, Samson Global Holding um 7% og að auki gat Landsbankinn treyst á stuðning Tryggingamiðstöðvarinnar sem átti 5,6% hlut). Burðarás átti sjálfur 21,3% í Eimskipum en eignarhald félagsins var að öðru leyti mjög dreift. Björgólfur Guðmundsson og félagar í Landsbankanum voru því komnir með ráðandi stöðu í Eimskipafélaginu.

Boðað var til hluthafafundar þann 9. október 2003 þar sem samningar um ýmis viðskipti með hlutabréf Burðaráss yrðu lagðir fram til samþykktar.³⁷⁶ Þessi fundur varð einhver hinn afdrifaríkasti í sögu félagsins. Fyrir fundinum lá að samþykkja viðskipti sem höfðu veruleg áhrif á allt skipulag félagsins og framtíðarstefnu. Í ræðu Benedikts Jóhannessonar, fráfarandi

³⁷⁵ Morgunblaðið 19. september 2003, bls. 1.

³⁷⁶ Dagskrá og tillögur hluthafafundar í Eimskipafélaginu 9. október 2003. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=26408>. 18. febrúar 2010.

stjórnarformanns Eimskipa, kom fram hörð gagnrýni á aðdraganda uppskiptingarinnar og þó sérstaklega hlut bankanna í henni. Benedikt taldi að bankarnir væru að grafa undan hlutabréfamarkaðnum og tiltrú almenninga á honum. Benedikt sagðist óttaðist að með þeim samningum sem bankarnir „gengu frá að næturþeli“

„[...] hafi þeir ekki aðeins samið um miklar eignatilfærslur, heldur hafi þeir jafnframt orðið til þess að spilla íslenskum hlutabréfamarkaði þannig, að langan tíma taki að byggja hann upp á ný. Það er ekki freistandi tilhugsun fyrir almenning að kaupa hlut í fyrirtækjum sem bankarnir geta strikað út með einu pennastriki“.

Benedikt gagnrýndi jafnframt það sjónarmið að viðskipti snerust einvörðungu um skammtímahagnað, krónur og aura og varaði við því að allar eignir Eimskipafélagsins yrðu seldar því það græfi undan langtímahagsmunum félagsins.

„Jafnvel þó svo færi að hærra verð fáið fyrir félagið í pörtum en í heilu lagi þá má spyrja hvort það réttlæti slíkar aðgerðir. Hér rekast á hugmyndir þeirra sem ætla sér aðeins að eiga fyrirtæki í skamman tíma og hinna sem hugsa að dagur komi eftir þennan dag og mikilvægast sé að reka félagið með arðbærum hætti til lengri tíma litið. Það er alþekkt að skyndikynni geta haft alvarlegar afleiðingar og það er mín skoðun að heppilegra sé að leiðandi hluthafar stofni til varanlegs sambands við fyrirtækið.“³⁷⁷

Benedikt reyndist sannspár í þessu.

Hafliði Helgason, blaðamaður á *Fréttablaðinu*, taldi hins vegar að hér tækjust á sjónarmið „þeirra sem hafa verið talsmenn fyrirtækjasamsteypa og hinna sem vilja fremur sjá einstakar einingar starfa á sérsviði sínu“.³⁷⁸ Björgólfur Guðmundsson, sem hafði hér lokið við einhverja afdrifaríkustu fjandsamlegu yfirtöku Íslandssögunnar, kom fram sem talsmaður smærri hluthafa og boðberi breytinga og hreyfingar. Á næstu dögum og vikum vitnuðu fjölmiðlar þannig margoft í orð Björgólfs frá 2. september að markmið hans og Landsbankans væri að „losa um flókin eignatengsl í félögum á markaði og auka arðsemi þeirra“.³⁷⁹

Í viðtali við *Fréttablaðið* 21. september 2003 sagði Björgólfur að yfirtaka Eimskipa og uppskipti kolkrabbans væri aðeins upphafið að enn stærri umskiptum.

„Við erum lifandi umbreytingarfélag, komum öllu í gang. Við ætlum ekki að stjórna fyrirtækjum heldur sjá til þess að hlutirnir gangi vel fyrir alla hluthafa, [...] Við erum tilbúin að koma inn þegar illa gengur. Þið getið bókað það að við ætlum ekki að vera hér í útgerð og flutningastarfsemi.“³⁸⁰

Í viðtali við *Morgunblaðið* daginn áður hafði Sigurjón Arnason, bankastjóri Landsbankans, bent á að Eimskip væri í raun þrjú fyrirtæki. Landsbankinn hefði áhuga á „varanlegu sambandi“ við Burðarás sem væri fjárfestingarfélag en Landsbankinn kæmi að hinum tveimur einingum Eimskipa, flutningafyrirtækinu sjálfu og Brimi sem „umbreytingaraðili.“ Um leið sagði Sigurjón að það væri „hlutverk Landsbankans sem kjölfestufjárfestis ásamt öðrum hluthöfum að halda

³⁷⁷ *Morgunblaðið* 10. október 2003, bls. 14.

³⁷⁸ *Fréttablaðið* 12. október 2003, bls. 12–13, tilv. bls. 13.

³⁷⁹ *Morgunblaðið* 2. september 2003, bls. 14.

³⁸⁰ *Fréttablaðið* 21. september 2003, bls. 12–13, tilv. bls. 13.

áfram að gera félagið að góðum fjárfestingarkosti og efla það“ en bætti svo við að það væru „meiri verðmæti í hverri einingu fyrir sig heldur en í þeim öllum saman“. Þó að bankastjóri Landsbankans kallaði bankann „kjölfestufjárfesti“ í Eimskipum lýsti hann því um leið yfir að markmið bankans væri í raun að búa fyrirtækið niður sem hlýtur að vera andstæða þess að veita því kjölfestu.³⁸¹ Er þetta eitt dæmið um merkingaleysi það sem hugtök á borð við „kjölfestufjárfestingu“ fengu eftir að umbreyting atvinnulífsins fór á fullt flug.

26.2 Sala og saga sjávarútvegsarms Eimskipafélagsins, Brims ehf.

Það leið ekki á löngu áður en Landsbankinn hóf undirbúning að sölu Brims sem hafði verið sjávarútvegsarmur Eimskipa. Félagið átti sér ekki langa sögu en Brim ehf. tók formlega til starfa 1. janúar 2003. Burðarás hf. hafði lengi verið eitt af mikilvægari fjárfestingarfélögum landsins og hafði meðal annars átt hluti í ýmsum sjávarútvegsfyrirtækjum sem versluðu við Sölumiðstöð hraðfrystihúsanna. Þessir eignarhlutir stækkuðu á tíunda áratugnum í tengslum við átök sölusamtakanna. Á árinu 1999 tók Burðarás kerfisbundið að auka hlut sinn í sjávarútvegsfyrirtækjum og í ágúst 2001 var svo komið að hægt var að tala um Burðarás sem eina af þremur meginblokkum í útgerð á Íslandi. Þá var Burðarás kominn með stóra eignarhluti í ÚA, Haraldi Böðvarssyni, Skagstrendingi og Síldarvinnslunni í Neskaupsstað. Hinar blokkirnar tvær voru Samherji og fyrirtæki sem tengdust Olúfólaginu.

Hlutabréfaeign Burðaráss, bæði í Skagstrendingi og ÚA, átti upphaf sitt í tilraunum til að verjast ásókn annarra fyrirtækjablokka. Hlutabréfin í Skagstrendingi eignaðist Burðarás 1999 þegar félagið var að koma í veg fyrir að Samherji næði meirihluta í félaginu en hlutabréfaeign Burðaráss í ÚA var til komin vegna átaka við fyrirtæki sem höfðu tengst Sambandinu. Frá 1994 til 1998 urðu umtalsverð átök milli þessara fyrirtækjablokka sem hverfðust um sölusamtökin Sölumiðstöð hraðfrystihúsanna annars vegar - (sem tengdist kolkrabbanum, Eimskipafélaginu og Skeljungu), og hins vegar Íslenskum sjávarafurðum (sem voru arftaki Sjávarútvegsdeildar Sambandsins). Átök blokkanna áttu upphaf sitt í hlutafjárútboði Vinnslustöðvarinnar í Vestmannaeyjum árið 1994 en í útboðinu keypti ÍS stóran hlut í Vinnslustöðinni sem flutti í kjölfarið viðskipti sín til annarra fyrirtækja úr Sambandsblokkinni. Í kjölfarið urðu átök um Útgerðarfélag Akureyrar þar sem Burðarás og SH keyptu stóran hlut til að tryggja að afurðasala félagsins lenti ekki í höndum ÍS.

Eftir aldamót tók Burðarás að auka við þessa hlutabréfaeign sína. Í mars 2002 keypti félagið 18,8% hlut í Útgerðarfélagi Akureyringa og 9,5% hlut í Skagstrendingi. Bréfin voru keypt af Búnaðarbankanum og greidd með hlutabréfum Burðaráss í Eimskipafélaginu. Eimskipafélagið var þar með komið með 40,7% hlut í Skagstrendingi, og 55,8% hlut í ÚA og þar með orðið yfirtökuskýlt. Í maí var Eimskipafélagið búið að eignast yfir 84% í Skagstrendingi og gerði öðrum hluthöfum þar með yfirtökutilboð og í október var eignarhlutur Eimskipa í Haraldi Böðvarssyni kominn í 62,3% og öðrum hluthöfum gert yfirtökutilboð. Samhliða þessu seldi Eimskipafélagið hlut sinn í Síldarvinnslunni. Í október 2002 var sett á stofn sjávarútvegssvið Eimskipafélagsins – Brim ehf. Þann 1. janúar 2003 var Eimskipafélagið stokkað

³⁸¹ *Morgunblaðið* 20. september 2003, bls. 10–11, tilv. bls. 11.

upp í þrjú dótturfélög – sjávarútvegsfyrirtækið Brim, Burðarás og Eimskip. Brim hélt utan um sjávarútvegsfyrirtækin þrjú, sem Eimskip hafði eignast, og var sem slíkt stærsta útgerðarfélag landsins með um 11% heildarkvótans. Samkvæmt lögum mátti eitt félag ekki eiga meira en 12% heildarfiskveiðikvóta landsins og því ljóst að sjávarútvegsarmur Eimskipa gat ekki stækkað mikið meira en þegar var orðið.³⁸²

Þessi umbreyting Eimskipa í sjávarútvegsrisa og yfirtaka á útgerðarfélögum vakti nokkra gagnrýni. Sérstaklega vakti það athygli hversu þungt kvótageignin vó í bókum Eimskipa því að eigið fé félagsins var 26 milljarðar og bókfært verð kvótans 13,4 milljarðar króna. Kvótageignin nam einnig einum 42% af markaðsvirði félagsins.³⁸³

Rétt um ári eftir að Eimskipafélagið stofnaði Brim var það leyst upp. Í desember 2003 auglýstu nýir eigendur Eimskipafélagsins að Brim væri til sölu, hvort heldur í heilu lagi eða hlutum.³⁸⁴ Eignirnar voru flestar seldar á árinu 2004. Í ársskýrslu Eimskipafélagsins, sem þá hét reyndar Burðarás, fyrir árið 2004 kom fram að heildarhagnaðurinn af sölu eigna Brims hafi numið 4,1 milljarði króna.³⁸⁵ Á aðalfundi Eimskipafélagsins í mars 2004, skömmu eftir að lokið var við sölu eigna Brims, var ákveðið að breyta nafni fyrirtækisins í Burðarás og gera um leið fjárfestingarfélagið Burðarás að móðurfélagi skipafélagsins, Eimskipafélags Íslands.³⁸⁶ Við það var fyrirtækinu breytt í fjárfestingarfélag sem átti stórt skipafélag í stað þess að vera skipafélag sem átti stórt fjárfestingarfélag. Magnús Gunnarsson, fráfarandi stjórnarformaður, lýsti framtíðarsýn sinni svo að upp væri að renna „ný víkingaöld í viðskiptum með útrás og verðmætasköpun erlendis“. Um leið lýsti nýkjörinn stjórnarformaður Burðarás, Björgólfur Thor Björgólfsson, því yfir að Burðarás hygðist ráðast í stórfellda útrás og að fjárfestingarstefnu Burðarás yrði breytt og að félagið myndi í vaxandi mæli einbeita sér að umbreytingarfjárfestingum.³⁸⁷

Frá stofnun virðist fjárfestingarstefna Burðarás hafa verið tvíþætt. Annars vegar lagði félagið stund á langtímafjárfestingar með hrein arðsemismarkmið, en kaup félagsins á stórum hlut í Marel á tíunda áratugnum m.a. af Þróunarfélaginu og Hagvirki, og stuðningur við fyrirtækið á vaxtarárum þess er dæmi um árangur þeirrar fjárfestingarstefnu. Hins vegar studdi Eimskipafélagið við blokk tengdra fyrirtækja, kolkrabbann svokallaða. Kaupin á hlutabréfum í Flugleiðum í upphafi tíunda áratugarins og kaup á hlutabréfum í sjávarútvegsfyrirtækjum í lok hans eru dæmi um þessa fjárfestingarstefnu. Það má spyrja sig hvort félagið hafi með þessu orðið álitlegri yfirtökukostur.³⁸⁸ Bent hefur verið á að ein ástæða skuldsettrar yfirtökubylgju í Bandaríkjunum á níunda áratugnum hafi einmitt verið „conglomeritization“ bandarískra stórfyrirtækja á eftirstriðsárunum, þ.e. útpensla stórfyrirtækja með kaupum á fyrirtækjum í

³⁸² *Morgunblaðið* 3. október 2002, bls. C16; *Morgunblaðið* 27. ágúst 2003, bls. 26–27; *Morgunblaðið* 2. október 2003, bls. B6–B7; Guðrún Helga Sigurðardóttir: „Brimsölt sala.“ *Frjáls verslun* 1. tbl. 2004, bls. 38–49.

³⁸³ Margeir Pétursson: „Hverjir græða og hverjir tapa?“ *Morgunblaðið* 3. maí 2003, bls. 42–43.

³⁸⁴ *HF Eimskipafélag Íslands, Ársskýrsla 2003*. Reykjavík 2004, bls. 16–19. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=12746>. 18. febrúar 2010.

³⁸⁵ *Ársskýrsla 2004. Burðarás*. Reykjavík 2005, bls. 30. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=14069>. 18. febrúar 2010.

³⁸⁶ *Morgunblaðið* 20. mars 2004, bls. 18; Björgólfur Thor Björgólfsson, „Ávarp Stjórnarformanns“, *Ársskýrsla 2004. Burðarás*. Reykjavík 2005, bls. 2–3. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=14069>. 18. febrúar 2010.

³⁸⁷ *Fréttablaðið* 21. mars 2004, bls. 22.

³⁸⁸ Hafliði Helgason blaðamaður setti fram sömu hugmynd í fréttaskýringu í *Fréttablaðinu* 31. ágúst 2003, bls. 14–15.

óskyldum greinum. Spyrja má hvort þróun Eimskipafélagsins á tíunda áratugnum og fyrst eftir aldamót og sundurbútun þess 2003–2005 hafi verið sambærileg þróun.³⁸⁹

Þann 31. maí 2005 var Eimskipafélag Íslands selt út úr Burðarási. Kaupandinn var fyrirtækið Avion Group sem var í eigu viðskiptafélaga Björgólfs Guðmundssonar og Björgólfs Thors Björgólfssonar, Magnúsar Þorsteinssonar. Kaupverðið var 21,6 milljarðar króna, þar af voru 8,9 milljarðar greiddir með hlutabréfum Avion Group. Hagnaður Eimskipa af þessum viðskiptum var áætlaður um 15 milljarðar. Magnús taldi að sameiningu flugrekstrar og sjóflutninga myndu fylgja mikil samlegðaráhrif.³⁹⁰ Avion Group, sem að stofni til var myndað úr flugfélaginu Atlanta, var þegar hér var komið orðið eitt umsvifamesta félag landsins með nærri tvöfalt meiri veltu en Flugleiðir. Viðskeytið „Group“ átti að leggja áherslu á alþjóðlegan karakter og umsvif félagsins.³⁹¹

Það er til marks um umbreytingu atvinnulífsins að viðskeytið „Group“ varð allsráðandi um þessar mundir. Í mars 2005, þegar tilkynnt var um kaup Avion Group á Eimskipafélaginu, var nafni Flugleiða einnig breytt í FL Group en um leið breyttust Flugleiðir úr flugfélagi í fjárfestingarfélag. Í sama mánuði breytti Atorka einnig um nafn og tók upp „Group“ viðskeytið og hið sama gerði Medcare Flaga. Fyrir voru nokkur önnur stór fyrirtæki sem báru viðskeytið „Group“. Tvö þeirra voru skráð í kauphöllina, Actavis Group og Bakkavör Group en að auki voru nokkur stór óskráð félög, þeirra helst Baugur Group og Opin Kerfi Group, auk Avion Group.

Þessi „Group-væðing“ vakti töluvert umtal og furðu. Magni Magnússon, frímerkjakaupmaður með meiru, sagði í viðtali við Fréttablaðið eðlilegt að menn vildu „fylgjast með tískunni í þessu eins og öðru“ en var ekki hrifinn af þessari þróun: „Mér finnst þetta aulalegt og tel að menn ættu heldur að reyna að finna íslensk nöfn sem hljóma vel erlendis.“³⁹²

26.3 Flugleiðir verða FL Group

Ein af afleiðing „stóru uppstokkunarinnar“ var að sambandið á milli Flugleiða og Eimskipa rofnaði. Við uppskiptingu á eignum Burðaráss féll hlutur Burðaráss í hlut Straums sem aftur seldi hann til Oddaflugs. Þessi sala lagði grunninn að því að Flugleiðum var breytt í fjárfestingarfélagið FL Group.

Í janúarlök 2004 keypti Eignarhaldsfélagið Oddaflug ehf. 32,7% hlut Straums í Flugleiðum. Að auki keypti Oddaflug 4% hlut af Sjóvá-Almennum og 1,8% hlut af Íslandsbanka. Oddaflug var í eigu félags að nafni Fjárfestingarfélagið Prímus ehf. sem var aftur í

³⁸⁹ Sjá Kaufman, Allen og Ernest J. Englander: „Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism.“ *The Business History Review* no. 1 (1993), bls. 52–97; Lamoreaux, Naomi R.: *The Great Merger Movement in American Business, 1895–1904*. New York 1985; Baskin, Jonathan Barron og Paul J. Miranti, Jr.: *A History of Corporate Finance*. New York 1997, bls. 213–302; *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ritstjóri Alan J. Auerbach. Chicago 1988; Alfred Chandler hefur vitaskuld fjallað um þessa þróun, sjá Alfred Chandler: „The Competitive Performance of U.S. Industrial Enterprises since the Second World War.“ *The Business History Review* Competitiveness and Capital Investment: The Restructuring of U.S. Industry, 1960–1990 no. 1 (1994), bls. 1–72.

³⁹⁰ *Morgunblaðið* 1. júní 2005, bls. 12.

³⁹¹ *Morgunblaðið* 16. október 2004, bls. 14; *Morgunblaðið* 3. mars 2005, bls. B4–B5; *Morgunblaðið* 24. nóvember 2005, bls. B10–B12.

³⁹² *Fréttablaðið* 5. mars 2005, bls. 8; Sjá einnig: Þráinn Bertelsson: „Skollabuxur Group.“, *Fréttablaðið* 7. mars 2005, bls. 73; Björn Jóhann Björnsson: „Öllu má nú nafn gefa.“, *Morgunblaðið* 18. mars 2005, bls. 34.

eigu Hannesar Smárasonar og Jóns Helga Guðmundssonar. Með þessu náði Oddaflug ráðandi stöðu innan Flugleiða. Á aðalfundi 11. mars tók Hannes Smárason við sem stjórnarformaður Flugleiða. Hannes tók þó ekki virkilega að setja mark sitt á Flugleiðir fyrr en eftir að leiðir hans og Jóns Helga Guðmundssonar skildu í október það ár, þegar Hannes keypti Jón út úr Oddaflugi og var þá orðinn langstærsti hluthafinn í félaginu. Í kjölfarið var boðað til hluthafafundar þar sem samþykkt var að auka hlutaféð. Örfáum dögum seinna var tilkynnt um kaup á 8,4% í EasyJet, öðru stærsta lággjaldaflugfélagi Evrópu. Kaupverðið var 6,2 milljarðar króna. Fjórum dögum síðar keyptu Flugleiðir 1,7% í viðbót og voru þá komnir í 10,1%. Þó að Flugleiðum tækist ekki að eignast EasyJet að fullu var mikill hagnaður af þessari fjárfestingu því að hlutabréf í EasyJet hækkuðu umtalsvert í kauphöllinni í London.

Hlutafjárútboði Flugleiða var tekið mjög vel og 50% umframefitirspurn varð í útboðinu. Eftir hlutafjárukninguna var hlutur Oddaflugs 29,3% og hlutur Saxbygg, sem kom inn í eigendahóp Flugleiða í maí 2004, 25,5%. Þegar hér var komið sögu var Hannes þegar búinn að marka þá stefnu að gera Flugleiðir að fjárfestingarfélagi. Á hádegisverðarfundum Félags viðskiptafræðinga og hagfræðinga þann 10. nóvember 2004 benti hann þannig á að Flugleiðir væru í raun eignarhalds- og fjárfestingarfélag, frekar en flugfélag, og að nota mætti nánast allt lausafé félagsins til fjárfestinga. Ástæðan væri sú að „allt fjárstreymi innan félagsins er í rauninni óbundið og óeyrnamerkt“ eins Hannes orðaði það. Að auki sagði Hannes félagið eiga 6 milljarða í óveðsettum eignum en það þýddi að fjárfestingargeta þess væri 15 milljarðar króna.³⁹³

Í upphafi árs 2005 réðst FL Group í stórfelld flugvélakaup fyrir um 78 milljarða króna sem var umtalsvert meira en bókfærðar eignir félagsins í árslok 2004. Í febrúar keyptu Flugleiðir fraktflugfélagið Bláfugl hf., sem flaug fyrir hraðsendingafyrirtækin UPS og TNT víðsvegar í Evrópu, og flutningsmiðlunarfyrirtækið Flutninga fyrir samtals 3,8 milljarða. Á hluthafafundi í mars 2005 var hin nýja stefna Flugleiða sem fjárfestingarfélags staðfest. Nafni félagsins var breytt í FL Group og líkt og hjá Eimskipum var fyrirtækinu snúið við. Rekstrarfélagið Flugleiðir urðu dótturfélag fjárfestingarfélagsins FL Group.³⁹⁴

Fjórum mánuðum eftir aðalfund sögðu þrír stjórnarmenn sig úr stjórninni vegna óánægju með fjárfestingarstefnu þá sem stjórnarformaðurinn, Hannes Smárason, virtist fylgja og hvernig staðið var að ákvörðunum vegna fjárfestinga félagsins.³⁹⁵ Ekki hefur enn verið gert til hlítar uppskatt um aðdraganda og ástæður brotthvarfs stjórnarmannanna. Benedikt Jóhannesson velti því upp í *Vísbandingu* í desember 2006 hvort sú þögn, sem fylgdi afsögnum stjórnarmanna í FL Group, sýndi ekki að það þyrfti að setja reglur um að fyrirtækjum bæri að upplýsa um ástæður þess að menn hyrfu úr stjórnnum fyrirtækja.³⁹⁶

Í kjölfarið seldi Saxbygg hlut sinn í FL Group. Kaupendurnir voru Baugur og fyrirtæki í eigu meðreiðarsveina og viðskiptafélaga Jóns Ásgeirs Jóhannessonar, Katla Investment sem var í

³⁹³ *Morgunblaðið* 11. nóvember 2004, bls. B1.

³⁹⁴ *Morgunblaðið* 11. mars 2005, bls. 18; Hannes Smárason: „Skýrsla forstjóra.“ *FL Group Ársskýrsla 2005*. Reykjavík 2006, bls. 15–21. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=15636>. 18. febrúar 2010.

³⁹⁵ *Fréttablaðið* 2. júlí 2005, bls. 18.

³⁹⁶ Benedikt Jóhannesson: „Leki í stjórn.“ *Vísbanding* 46. tbl. 2006, bls. 3; Sjá líka „Reykjavíkurbúbréf.“ *Morgunblaðið* 3. júlí 2005, bls. 30–31

eigu Magnúsar Ármanns, Kevin Stanford og Sigurðar Bollasonar. Nýju eigendurnir skipuðu stjórnarmenn í stað þeirra sem hurfu á braut.

Hannes Smárason gerði lítið úr þessum atburðum. Í viðtali við *Morgunblaðið* 7. júlí 2005 sagði hann að í raun hefði ekkert gerst annað en að hlutabréf hefðu skipt um eigendur og að hópur hluthafa hefði innleyst hagnað. Ástæða þess að þeir hefðu selt væri að auki sú að þeir hefðu ekki treyst sér til að taka þátt í hraðri uppbyggingu félagsins undir sinni stjórn:

„Við úrsögnum stjórnarmanna FL Group og sölu á þeirra eignarhlutum í félaginu er í sjálfu sér ekkert að segja. Við erum að þróa og byggja upp félag af miklum krafti og á miklum hraða. Þeir, sem ekki treysta sér til þess að fylgja eftir þeirri uppbyggingu á þeim hraða sem við þurfum að vera á, gera bara rétt í því að selja. Ég get mætavel skilið þá, enda hafa þeir hagnast mjög vel á því að hafa átt stóran hlut í FL Group um hríð.“³⁹⁷

Hannes bætti við að sökum þess hversu hratt félagið ætti að vaxa þyrfti að taka ákvarðanir hratt og að hann treysti nýrri stjórn til þess. Með nýja stjórn sér við hlið hélt Hannes nú ótrauður áfram. Í október 2005 áttu sér stað einhver umdeildustu viðskipti Hannesar, og í raun alls þessa tímabils, þ.e. kaup FL Group á flugfélaginu Sterling af Fons, fjárfestingarfélagi Pálma Haraldssonar, eins helsta samverkamanns Jóns Ásgeirs.

Í bók sinni um sögu FL Group, *Stoðir bresta*, talar Óli Björn Kárason um „hringekju eiginfjármyndunar“ í þessu sambandi:

„Sölusaga Sterling er dæmigerð fyrir vinnubrögð helstu hluthafa FL Group, þó ýkt sé. Náin samvinna milli helstu hluthafa FL Group kristallast í hugmyndafræði um hvernig mynda skuli eigið fé í viðskiptum. Heilu fyrirtækin voru færð fram og til baka á milli skyldra aðila og erfitt er að sjá að nokkur tilgangur hafi verið með þeim tilfæringum, annar en sá að búa til reikningslegan hagnað með hverri sölu.“³⁹⁸

Óli Björn bendir á að fjármálastofnanir hafi ekki gert neinar athugasemdir við þessa tegund viðskipta og hafi beinlínis hannað slíkar hringekjur. Segja má að það séu þessi hringekjuviðskipti, tíðar eignarhaldsbreytingar og hátt flækjustig allra viðskipta, frekar en krosseignatengsl sem helst einkenndu viðskiptasögu þessara ára. Fyrir utanaðkomandi aðila var örðugt að gera sér grein fyrir atvikum og leggja raunhæft mat á þau fyrirtæki sem stóðu í þessum tilfæringum eða fjármögnuðu þau. Annað dæmi um hringekjuviðskipti af þessum toga er sölusaga Skeljungs.

Í október 2005, í kjölfar þessara viðskipta, sagði forstjóri FL Group, Ragnhildur Geirsdóttir, af sér. Þó að miklar vangaveltur yrðu um brotthvarf Ragnhildar fengust engin skýr svör, hvorki frá henni né FL Group. Í fréttatilkynningu, sem félagið sendi frá sér, var eftirfarandi haft eftir Ragnhildi: „Í ljósi áherslubreytinga hjá félaginu er það samkomulag á milli mín og stjórnar félagsins að leiðir skilja á þessum tímamarki“. Ragnhildur vildi ekki tjá sig um aðdraganda starfsloka sinna við fjölmiðla.³⁹⁹

³⁹⁷ *Morgunblaðið* 7. júlí 2005, bls. B1.

³⁹⁸ Óli Björn Kárason: *Stoðir bresta*. Reykjavík 2008, bls. 61.

³⁹⁹ *Morgunblaðið* 20. október 2005, bls. 56.

Á um hálfu ári hafði forstjóri og þrír stjórnarmenn FL Group sagt af sér. Hvorki almennt hluthafar né fjölmiðlar virtust sjá nokkuð athugavert við þessa þróun. Athyglin var öll á miklum hagnaði FL Group og verðhækkunum hlutabréfa félagsins. *Vísbinding* fjallaði um þessa þróun í ritstjórnargrein í nóvember 2005 og lýsti furðu yfir áhugaleysi fjölmiðla og smærri hluthafa FL Group:

„Stjórnarhættir FL-Group, m.ö.o. Flugleiða, hafa vakið athygli — ekki fyrir hve góðir þeir eru heldur fyrir hve umdeildir þeir eru. Sérstaklega hefur það vakið upp spurningar þegar allir stjórnarmenn nema stjórnarformaðurinn ganga úr stjórn félagsins á einu bretti og þegar nýr stjórnandi fyrirtækisins sem hampað hefur verið sem merkisbera nýrra tíma, gengur einnig á dyr. Víðast hvar hefði þessi útganga æðstu stjórnenda þótt vera mikill áfellingdómur yfir félagi sem virðist þó vera að gera góða hluti á pappírnum. Vilhjálmur Bjarnason, lektor við Háskóla Íslands, sá einnig ástæðu sem hluthafi í félaginu, til þess að óska eftir svörum við nokkrum spurningum á hluthafafundi í lok október. Það var hins vegar lítið um svör og virðist fátt benda til þess að „svarti kassinn“ verði opnaður nema til að útskýra ef flugferð félagsins endar með hrapí eða nauðlendingu.“⁴⁰⁰

Þó að mikilvægt sé að halda því til haga að Vilhjálmur Bjarnason hafi staðið upp fyrir hönd minni fjárfesta og krafist skýringa af stjórn FL Group eru viðbrögð markaðarins og þögn annarra hluthafa áhugaverðari því að þau sýna í raun hversu vanburða sú hluthafamenning var sem hafði þróast hér á landi frá því að hlutabréfamarkaður varð til á tíunda áratugnum. Viðbrögð markaðarins við þessum hræringum má einnig taka sem dæmi um hversu ólæs eða blindur íslenski hlutabréfamarkaðurinn var á alvarleg viðvörunarmerki frá fyrirtækjum.

Þá má einnig segja að þrátt fyrir stóraukið vægi viðskiptafrétta í fjölmiðlum sýni umfjöllun þeirra um þessar hræringar hversu vanburða og þó sér í lagi ógagnrýnin viðskiptablaðamennska var hér á landi. Fjölmiðlar fjölluðu þeim mun meira um skipulagsbreytingar Hannesar á Flugleiðum í kjölfar afsagnar Ragnhildar. Og í lok næsta árs var Hannes nefndur viðskiptamaður ársins af *Markaðnum*. „Innleystur hagnaður“ FL Group við eignasölu og aukin „fjárfestingargeta“ félagsins virðast hafa ráðið miklu um ákvörðun dómnefndar *Markaðarins*:

„Hannes Smárason er maður ársins 2006 að mati dómnefndar Markaðarins. Hann fór inn í þetta ár með ýmsar hrakspár á bakinu og efasemdir um stefnu, en kemur út úr því með innleystan hagnað fyrir á fimmta tug milljarða og með eitt öflugasta fjárfestingarfélag í Evrópu sem getur fjárfest fyrir 200 milljarða króna.“⁴⁰¹

Í kjölfar afsagnar Ragnhildar tók Hannes sjálfur við forstjórastólnum og Skarphéðinn Berg Steinarsson, framkvæmdastjóri hjá Baugi, varð nýr stjórnarformaður FL Group. Um leið var stefna FL Group sem hreint fjárfestingarfélag mörkuð enn skýrar. Félagið ætlaði sér nú að verða fjárfestingarfélag sem einbeitti sér að fjárfestingum á sviði flugs og ferðaþjónustu. Um leið var öll flug- og ferðaþjónusta, þ.e. raunverulegur rekstur og kjarnastarfsemi félagsins, skilin frá móðurfélaginu FL Group. Alþjóðleg flugstarfsemi, þ.e. Icelandair, var sett í sér dótturfélag

⁴⁰⁰ Eyþór Ívar Jónsson: „Inn og út úr svarta kassanum.“ *Vísbinding* 45. tbl. 2005, bls. 2, 4, tilv. bls. 2.

⁴⁰¹ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 28 desember 2006, bls. 2–4.

meðan innlend starfsemi, Flugfélag Íslands, og fyrirtæki í innlendri ferðaþjónustu og ferðaskrifstofustarfsemi, Ferðaskrifstofa Íslands, Flugleiðahótel, Íslandsferðir, Kynnisferðir og Bílaleiga Flugleiða, voru sett inn í félag sem fékk nafnið FL Travel Group. Þessi tvö fyrirtæki féllu undir svið sem sérhæfði sig í „rekstrar-, yfirtöku- og umbreytingarverkefnum“. Önnur svið FL Group voru fjárfestingar og eignastýring og loks svið sem annaðist kaup, sölu og leigu á flugvélum á alþjóðlegum mörkuðum. Í fréttatilkynningu Hannesar sagði að þessar breytingar gerðu áherslur í rekstrinum skarpari. „Til verða öflug félög með skýr markmið um vöxt og arðsemi undir stjórn frábærra stjórnenda.“⁴⁰²

Næstu skref FL Group var sala allra rekstrareininga Flugleiða, stórfelld útrás og fjárfestingar í erlendum fyrirtækjum. Það verður hins vegar seint sagt að þessar fjárfestingar hafi borið merki þess að FL Group fylgdi skýrri stefnu í fjárfestingum sínum. Þó að sumar erlendar fjárfestingar íslenskra fyrirtækja þyki glæfalegar eða misráðnar þegar horft er um öxl þá fylgdu flest útrásarfyrirtækjanna einhverri fjárfestingarstefnu. Það er hins vegar örðugt að koma auga á tiltekna stefnu í fjárfestingum FL Group og það er ekki að sjá að félagið hafi haft raunhæf tök á að komast til neinna áhrifa í þeim fyrirtækjum sem mest var fjárfest í þ.e. Finnair, AMR og Commerzbank, hvað þá að knýja fram umbreytingar á þeim, sem þó var yfirlýst fjárfestingarstefna félagsins.⁴⁰³ Það er helst að hægt sé að koma auga á einhverja markvissa stefnu í innlendum fjárfestingum FL Group en með kaupum sínum á hlutabréfum í Íslandsbanka, sem skipti um nafn í mars 2006, lék félagið lykilhlutverk í því að tryggja yfirráð Jóns Ásgeirs og viðskiptafélaga yfir Glitni banka.

Lunginn af hagnaði FL Group kom af gengishagnaði og sölu eigna og eignarhluta í öðrum félögum. Á árinu 2006 voru Flugleiðir bútaðar niður og dótturfyrirtæki félagsins og rekstrareiningar seldar. Í janúar 2006 var Ferðaskrifstofa Íslands seld, í febrúar var Bílaleiga Flugleiða seld og í október var flugreksturinn Icelandair seldur til Samvinnutrygginga sem nú hétu Gift.⁴⁰⁴ Eftir stóð hreint fjárfestingarfélag. Flugleiðir urðu vettvangur samskonar fyrirtækjagripdeilda og Eimskip áður.

Árið 2007 lauk FL Group einnig við eina síðustu stóru skuldsettu yfirtöku tímabilsins þegar félagið tók yfir Tryggingamiðstöðina. Þegar hér var komið sögu voru mjög fá af þeim fyrirtækjum, sem höfðu verið skráð á Verðbréfaþing á tíunda áratugnum, eftir í Kauphöllinni. Nánast öll fyrirtæki önnur en bankarnir sjálfir höfðu horfið úr Kauphöllinni, verið tekin yfir í skuldsettum yfirtökum eða sameinast öðrum. Helstu undantekningarnar eru Össur og Marel og svo Vinnslustöðin og Grandi.

Í kjölfar sölu Straums á 21% hlut sínum í Íslandsbanka í janúar 2006 var FL Group orðið annar stærsti hluthafi Íslandsbanka með 16,4% hlut. Aðrir kaupendur voru Milestone, Jón Snorrason, fyrrverandi eigandi Húsasmiðjunnar, og félög á vegum Einars og Benedikts

⁴⁰² Fréttablaðið 20. október 2005, bls. 28.

⁴⁰³ FL Group. *Annual report 2006*. Reykjavík 2007, bls. 21, 27–30. Sjá vef Kauphallar Íslands <http://news.icex.is/newsservice/MMicexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=17365>. 18. febrúar 2010; Óli Björn Kárasón: *Stoðir bresta*. Reykjavík 2008, bls. 69–86.

⁴⁰⁴ Morgunblaðið 17. október 2006, bls. 14; Fréttablaðið, Markaðurinn 4. október 2006, bls. 8. FL Group. *Annual report 2006*. Reykjavík 2007, bls. 73.

Sveinssona. Bjarni Ármannsson sagði í viðtali við *Morgunblaðið* að með þessu hefði náðst sterk kjölfesta í eigendahóp bankans:

„Með þessum viðskiptum er komin mjög sterk kjölfesta í eigendahópinn, jafnframt því sem stórum eigendum fjölga. Hvortveggja er mjög ánægjulegt. [...] Ég tel að þessar breytingar muni styðja við framtíðaruppbyggingu bankans og séu þannig jákvæðar fyrir alla hluthafa.“⁴⁰⁵

Með stórum kjölfestuhluthöfum sá loks fyrir endann á þeim átökum um bankann sem hófust 1999. Um leið tók að hylla undir endalok útrásarinnar og íslenska efnahagsundursins. Um miðjan maí var FL Group komið í 20% hlut í Íslandsbanka. Í lok árs var FL Group komið með 30% hlutafjár Glitnis. Í febrúar 2007 var hlutur FL Group kominn í 33% en um leið jók Baugur sinn hlut. Skömmu seinna, eða í maí 2007, hætti Bjarni Ármannsson störfum hjá Glitni. Brotthvarf Bjarna má segja að marki táknræn kaflaskil, því að hann hafði leikið stórt hlutverk í umbreytingu fjármálalífsins í kringum aldamótin. Fáeinum mánuðum seinna hófst hin alþjóðlega lánsfjákræppa sem var þúfan sem velti því þunga skuldahlassi sem bankar, fjárfestingarfélög og umbreytingarfjárfestar höfðu hlaðið á íslenskt atvinnulíf.

26.4 Sjóvá-Almennar, Milestone og Askar Capital

Þriðja fyrirtækið sem breytti um eignarhald í „stóru uppstokkuninni“ var Sjóvá-Almennar. Þá eignaðist Íslandsbanki þriðjung hlutafjár í Sjóvá og lýsti því um leið yfir að bankinn hygðist eignast félagið að fullu. Daginn eftir var Íslandsbanki búinn að tryggja sér 56,2% hlut í Sjóvá. Afl, Atorka og MP Fjárfestingarbanki, sem áttu samtals 17,7% í Sjóvá-Almennum, settu sig um stund á móti yfirtöku Íslandsbanka á félaginu og kröfðust þess að kallað yrði til hluthafafundar en féllu frá kröfunum og seldu Íslandsbanka hluti sína í Sjóvá.⁴⁰⁶ Í október hafði Íslandsbanki eignast Sjóvá-Almennar að fullu og gerði það að dótturfélagi sínu.⁴⁰⁷

Við þetta voru allir þrír bankarnir komnir með tryggingarfélög – Kaupþing átti stóran hluta í VÍS, Íslandsbanki átti Sjóvá-Almennar og Landsbankinn og Tryggingamiðstöðin höfðu náð samstarf. Þessi tengsl áttu þó ekki eftir að vara lengi því að bæði Íslandsbanki og Kaupþing losuðu sig við hluti sína í tryggingarfélögum sem urðu kjarninn í nýjum fjármálarisum, Sjóvá lagði grunninn að Askar Capital og Milestone meðan VÍS varð ein aðalstoð Exista. Síðar, eftir að FL Group tók yfir Tryggingamiðstöðina, var Landsbankinn eini bankinn sem var í nánú samstarfi við tryggingarfélag en bankinn átti tryggingafélagið Vörð.

Í apríl 2005 eignaðist félagið Þáttur ehf., sem var í eigu Milestone ehf., fjárfestingarfélags Karls Wernerssonar, 66,6% hlut í Sjóvá frá Íslandsbanka. Íslandsbanki lánaði Milestone til kaupanna en salan lagði grunninn að miklum vexti Íslandsbanka utan landsteinanna á næstu misserum enda styrktist eiginfjárgrunnur Íslandsbanka mikið við söluna. Alls jók salan á Sjóvá

⁴⁰⁵ *Morgunblaðið* 10. janúar 2006, bls. 12.

⁴⁰⁶ *Morgunblaðið* 20. sept 2003, bls. 1, 10–11; *Morgunblaðið* 27. september 2003, bls. 12; *Morgunblaðið* 4. október, bls. 14; *Fréttablaðið* 10. október, 2003, bls. 11.

⁴⁰⁷ *Íslandsbanki Ársskýrsla 2003*. Reykjavík 2004, bls. 43–46. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=12661>. 18. febrúar 2010.

svigrúm Íslandsbanka til útlánavaxtar um allt að 200 milljarða.⁴⁰⁸ Milestone eignaðist Sjóvá að fullu í maí 2006, þegar félagið keypti afganginn af félaginu af Glitni.⁴⁰⁹

Rekstur Milestone skilaði miklum hagnaði. Á fyrstu sex mánuðum ársins 2007 var hagnaður félagsins 27,2 milljarðar króna sem var meira en Glitnir, Landsbankinn og Straumur-Burðarás skiluðu á sama tíma. Um leið var arðsemi eigin fjár á ársgrundvelli 160%. Þá hafði Milestone nýverið selt hlut sinn í Actavis og Glitni og keypt sænska fjármálafyrirtækið Invik á 70 milljarða. Við þetta tvöfölduðust heildareignir Milestone.

Í desember 2006 stofnaði Milestone svo nýtt fjárfestingarfélag sem fékk nafnið Askar Capital. Grunnurinn að Öskum var Sjóvá fjármögnun hf. Sjóvá hafði verið einn af frumkvöðlunum í bílalanum til einstaklinga. Þó að félagið hafi boðið upp á bílalan frá árinu 1990 var það ekki fyrr en í apríl 2006 sem sérstakt dótturfyrirtæki var stofnað um þessa starfsemi. Í mars 2007 var nafni Sjóvá fjármögnunar breytt í Avant hf.⁴¹⁰ Auk Sjóvá fjármögnunar voru fasteignaþróunarfélagið Aquila Venture Partners stofnað 2005 og áhættustýringa- og greiningafyrirtækið Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. sameinuð í Öskum. Ráðgjöf og efnahagsspár var stofnað af hagfræðingunum Yngva Harðarsyni og Sverri Sverrissyni en fyrirtækið hafði starfað við fjármálaráðgjöf til fyrirtækja, fjármálastofnana og sveitarfélaga frá árinu 1993. Félagið var með umboð fyrir fjármálaþjónustu Reuters og sérhæfði sig í fjárfestingarráðgjöf, áhættustýringu vegna myntsamsetningar erlendra lána og spám um framvindu efnahagsmála. Félagið gaf einnig út fréttabréfið *Gjaldeyrismál* sem í fyrstu var sent á faksi til áskrifenda.⁴¹¹

Þegar stofnun Askar Capital var kynnt upplýsti Karl Wernersson að undirbúningur hefði ekki staðið í nema þrjá mánuði. Stuttur undirbúningstími verkefnisins er ekki síst athyglisverður í ljósi þess hversu stórtæk framtíðaráform fyrirtækið kynnti en stjórnendur þess lýstu því yfir að það hygðist vera komið með 200 milljarða í stýringu fyrir lok fyrsta starfsárs. Þá væri stefnt að því að opna skrifstofur um allan heim – í Hong Kong, Lúxemborg, Lundúnum og Búkest. Tryggvi Þór Herbertsson, sem ráðinn var forstjóri, útskýrði fyrir blaðamönnum að Askar hygðust sérhæfa sig í að „þróa og selja fjármálavörur, til dæmis afleiður og fjármálagjörninga, sem eru byggðar á undirliggjandi eignum“ auk þess að „taka stöður í fasteignum, hlutabréfum og öðru“.⁴¹²

27. Viðskiptaveldi Baugsfeðga og Bakkabræðra

Það er ekki hægt að skilja við umfjöllun um þróun íslensks atvinnulífs síðasta áratug án þess að fara nokkrum orðum um viðskiptaveldi Baugsfeðga, þeirra Jóns Ásgeirs Jóhannessonar

⁴⁰⁸ Tilkynning Glitnis vegna sölu á 66,6% hlut í Sjóvá til Þáttar ehf. 19. mars 2005. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslst&primarylanguagecode=IS&newsnumber=31287>. 18. febrúar 2010.

⁴⁰⁹ *Morgunblaðið* 3. maí 2006, bls. 14; *Morgunblaðið* 20. maí 2006, bls. 16; Tilkynning Glitnis vegna sölu á 33,4% hlut í Sjóvá til Milestone ehf 2. maí 2006, Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslst&primarylanguagecode=IS&newsnumber=34456>. 18. febrúar 2010.

⁴¹⁰ Sjá útboðslýsingu í skuldabréfaútboði Avant, *Avant hf. Registration Document, september 2007*. Reykjavík 2007, bls. 9–10. Sjá vef Avant: <http://www.avant.is/library/files/efni/AVANT%20HF%20%20Registration.pdf>. 18. febrúar 2010.

⁴¹¹ *Morgunblaðið* 12. október 1995, bls. B4. *Útgefendalýsing. Milestone ehf.* Reykjavík 2007, bls. 7–8.

⁴¹² *Morgunblaðið* 16. desember 2006, bls. 18; *Fréttablaðið* 16. desember 2006, bls. 18; tilv. *Fréttablaðið, Markaðurinn* 20. desember 2006, bls. 18.

og Jóhannesar Jónssonar og Bakkabræðra, þ.e. bræðranna Lýðs og Ágústs Guðmundssona sem kenndir eru við fyrirtæki sitt, Bakkavör. Hér verður því að lokum dregin upp mynd af umsvifum Baugs og skyldra fyrirtækja, bæði hér á landi og utan landsteinanna. Umfjöllunin um viðskiptaveldi Lýðs og Ágústs Guðmundssona mun einskorðast við fjárfestingarfélagið Exista. Ekki verður fjallað um uppbyggingu alþjóðlegs viðskiptaveldis Bakkavarar.⁴¹³

Þó að viðskiptaveldi Baugsfeðga og Bakkabræðra séu ólík eiga þau þó margt sameiginlegt. Lágvöruverðsverslanir Bónuss og hrognasölufyrirtækið Bakkavör voru bæði byggð upp á tíunda áratugnum af harðfylgi og útsjónarsemi sem vakti aðdáun þeirra sem fylgdust með.⁴¹⁴ Bakkabræður og Bónusfeðgar eiga því ótvírætt tilkall til að komast á blöð atvinnulífssögu Íslendinga sem einhverjir dugmestu athafnamenn tuttugustu aldarinnar en um leið einhverjir aðsópsmestu „útrásarvíkingarnir“. Bæði viðskiptaveldin breyta um áherslu í lok áratugarins þegar þau fara að stækka hratt, ekki síst með fyrirtækjakaupum utan landsteinanna. Fyrirtækin uxu með skuldsettum yfirtökum en einnig lék Kaupþing lykilhlutverk í fjármögnun þeirra – þótt það hlutverk hafi verið sýnu stærra í tilviki Exista og Bakkavarar en Baugs.⁴¹⁵

28. Exista: Frá eignarhaldsfélagi til fjárfestingarfélags

Exista átti uppruna sinn í eignarhaldsfélagi sem nokkrir sparisjóðanna stofnuðu um eignarhlut sinn í Kaupþingi og því má rekja upphaf Exista allt aftur til þess þegar Sparisjóðirnir keyptu 49% í Kaupþingi af Pétri Blöndal árið 1986 og kaupa þeirra, tíu árum síðar, í mars 1996, á 51% hlut Búnaðarbankans í Kaupþingi. Eftir að Kaupþing var skráð á Verðbréfaþing í kjölfar almenns hlutafjárútboðs í október 2000 myndaðist markaðsverð á þessa eign Sparisjóðanna. Hlutdeild í hagnaði Kaupþings skipti sköpum fyrir afkomu sparisjóðanna en árið 2000 mátti skýra 93% af hagnaði fimm stærstu sparisjóðanna með hlutdeild þeirra í hagnaði Kaupþings.⁴¹⁶ SP eignarhaldsfélag ehf. varð til í júní 2001 þegar átta sparisjóðir fluttu eignarhluti sína í Kaupþingi yfir í nýtt fyrirtæki. SP eignarhaldsfélag var eftir þetta stærsti hluthafi Kaupþings með 11,1% hlut.⁴¹⁷

SP eignarhaldsfélag hafði enga starfsemi aðra en að halda utan um þennan eignarhlut sparisjóðanna. Fyrstu skrefin að því að gera félagið að umsvifamiklu fjárfestingarfélagi voru tekin

⁴¹³ Um nána samvinnu Bakkavarar og Kaupþings, sjá Sigurður Einarsson: „Skortur á virðingu fyrir samningum og fjármagni.“ *Vísindingu* 43. tbl. 2006, bls. 1, 4; Farið var yfir sögu Bakkavarar og útrás í *Vísindingu* í tilefni kaupa Bakkavarar á Geest, Eyþór Ívar Jónsson: „Víkarnir við hliðið.“ *Vísindingu* 51. tbl. 2005, bls. 41–46.

⁴¹⁴ Sem dæmi var Bónus kosið vinsælasta fyrirtæki landsins ár eftir ár á tíunda áratugnum, 1995, 1997, 1998 og 99. Benedikt Jóhannesson: „Bónus á toppi listans.“ *Frjáls verslun* 1. tbl. 1999, bls. 32–33. Ímynd Bónusfeðga beið að visu hnekki í kjölfar átakanna um FBA, (sjá ritstjórnargrein Jón G. Hauksson: „Ímynd Bónusfeðga.“ *Frjáls Verslun* 1. tbl. 2000, bls. 6) en 2003 var Bónus aftur orðið vinsælasta fyrirtæki landsins. Feðgarnir Jón Ásgeir og Jóhannes Jónsson voru kosnir menn ársins í viðskiptalífni 1997 af *Frjálsri verslun* og *Markaður Fréttablaðsins* kaus Jón Ásgeir viðskiptamann ársins 2007. Páll Ásgeir Ásgeirsson: „Vantaði vinnu stofnuðu Bónus.“ *Frjáls Verslun* 11. tbl. 1997, bls. 18–28; *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 27. desember 2007, bls. 1–6. Árið 2008 fékk Baugur Group loks Útflutningsverðlaun forseta Íslands. Skömmu síðar var fyrirtækið gjaldþrota. Bakkavör hlaut Útflutningsverðlaun forsetans árið 2000 og Lýður og Ágúst Guðmundssynir voru kjörnir menn ársins af *Frjálsri verslun* árið 2001.

⁴¹⁵ Ásgeir Jónsson gerir útrásar- og vaxtarsögu Exista og Baugs og tengsl þeirra við Kaupþing góð skil í bók sinni *Why Iceland?* New York 2009, bls. 92–95, 100–104.

⁴¹⁶ „Jinnherji skrifar.“ *Morgunblaðið* 2. október 2002, bls. 16.

⁴¹⁷ *Morgunblaðið*, 29. júní 2001, bls. 20; Sjá einnig skráningarlýsingu Exista, *Exista Prospectus September 2006*. Reykjavík 2006, bls. 16–17. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=16557>. 18. febrúar 2010.

11. október 2002 þegar félagið keypti 12,6% hlut SPRON í Kaupþingi. Fyrir var hlutur þess 8,2% en fór nú í 20,8%. Samhliða þessu fékk SP eignarhaldsfélag nýtt nafn og hét nú Meiður ehf. Um leið varð Kaupþing sjálft stærsti hluthafi eignarhaldsfélagsins eftir að hafa keypt 18% hlut SPRON í Meiði og átti þá 44% hlutafjár. Hlutur SPRON minnkaði við þetta úr 42% í 24%. Sigurður Einarsson, stjórnarformaður Kaupþings, fagnaði þessum viðskiptum, og sagði í viðtalið við *Morgunblaðið* gott að kominn væri „nokkuð stór og afgerandi fjárfestir inn í Kaupþing.“

Ástæða þessara viðskipta var ekki síst sú að SPRON ætlaði að selja hlutabréf sín í Kaupþingi og frekar en að láta þau fara á almennan markað ákvað Kaupþing að láta Meið kaupa bréfin og jók um leið sjálft hlut sinn. Sigurður sagði að markmiðið með kaupunum á hlutabréfum SPRON hafi verið að koma í veg fyrir að of mikið framboð væri af hlutabréfum Kaupþings á markaði. Fyrirsjáanlegt var að aukið framboð bréfa myndi lækka verð þeirra og gæti leitt til breytinga á eigendasamsetningu Kaupþings á viðkvæmum tíma en í það stefndi að uppstokkun yrði á bönkunum í kjölfar einkavæðingar sem þá var í auglýsni.⁴¹⁸ Með þessu tók Kaupþing einnig þá ákvörðun að kaup á eigin bréfum eða hlutabréfum náskyldra félaga til að halda uppi gengi eigin bréfa væri eðlilegur hluti fjárfestingarstefnu bankans.

Exista, sem var arftaki Meiðs, virðist einnig hafa tekið þátt í svipuðum viðskiptum í nóvember 2005 en eitt dótturfyrirtækja Exista, fjárfestingarfélagið Exista B.V. sem var skráð í Hollandi og hafði nýverið tekið yfir allar eignir Exista í Kaupþingi Banka, keypti hlutabréf í KB Banka fyrir 18,2 milljarða króna og jók við það hlut sinn í bankanum í 21,1%. Sama dag keypti félag að nafni Norvest ehf., einnig í Kaupþingi fyrir 405 milljónir. Þessi stórvíðskipti vöktu nokkra athygli, ekki síst fyrir það að þau hreinsuðu upp öll sölutilboð í Kauphöllinni á gengisbilinu 600–650. Við þetta losnaði mikil sölupressa á bréf KB Banka.⁴¹⁹

Viðskipti Kaupþings, SPRON og Meiðs með Kaupþingsbréf áttu sér stað á sama tíma og SPRON keypti Frjálsa fjárfestingarbankann af Kaupþingi. Kaupverðið, 3,8 milljarðar, sem var hærra en eigið fé SPRON, þótti mjög hátt. Pétur Blöndal efaðist um að verðmat Kaupþings og SPRON á Frjálsa fjárfestingarbankanum gæti staðist og benti á að ef um yfirverð væri að ræða væru viðskiptin í raun færsla á eigin fé frá SPRON til Kaupþings. Þessu vísuðu stjórnendur SPRON og Kaupþings á bug.⁴²⁰

Bókfærður hagnaður Kaupþings af viðskiptunum nam 1,5 milljörðum. Fasteignir Frjálsa fjárfestingarbankans urðu eftir hjá Kaupþingi og sömuleiðis sá hluti hans sem rekja mátti til Fjárvangs; Frjálsi lífeyrissjóðurinn, eignastýring, sjóðastýring, hlutabréfasafn og verðbréfamiðlun. Í raun voru það því aðeins restar Samvinnusjóðs Íslands sem SPRON keypti.

Eftir þessu viðskipti var hlutur Kaupþings í sjálfu sér orðinn hár. Hinn 27. desember 2002 seldu Kaupþing og Sparisjóðirnir því stóran hluta bréfa sinna í Meiði til fyrirtækisins Bakkabræður Holding s.a.r.l, félags í eigu Lýðs og Ágústs Guðmundssona, sem þar með eignuðust 55% í Meiði. Bakkabræður voru fyrstu hlutafar Meiðs sem ekki voru í

⁴¹⁸ *Morgunblaðið* 11. október 2002, bls. 4.

⁴¹⁹ *Morgunblaðið* 17. nóvember 2005, bls B1; *Fréttablaðið Markaðurinn*, 23. nóvember 2003, bls. 24; *Fréttablaðið, Markaðurinn* 4. janúar 2006, bls. 1.

⁴²⁰ *Fréttablaðið* 17. janúar 2003, bls. 4; *Morgunblaðið* 15. janúar 2003, bls. 12; *Morgunblaðið* 24. janúar 2003, bls. 14; Athugasemd frá Sigurði Einarssyni: „Mál að sjónarspili linni.“ *Morgunblaðið* 6. febrúar 2003, bls. 10.

Sparisjóðafjölskyldunni. Kaupin voru fjármögnuð með lánum hjá Kaupþingi. Kaupverðið var 2,4 milljarðar.

Kaupþing hafði þá um nokkurt skeið haft hug á því að gera Meið að almennu fjárfestingarfélagi sem héldi utan um eignir Kaupþings í óskráðum félögum.⁴²¹ Úr þessu varð aldrei. Áður en gengið hafði verið frá sameiningu Kaupþings og Búnaðarbanka tryggði Meiður að félagið yrði áfram stærsti hluthafi sameinaðs banka og keypti í því skyni 8,88% hlut í Búnaðarbankanum af Íslandsbanka. Við sameiningu bankanna var Meiður því stærsti einstaki hluthafinn, með 14% hlut. Eglá, félag Ólafs Ólafssonar var næst stærsti eigandinn með 9%. Eftir sameiningu jók Meiður enn við hlut sinn.⁴²²

Í ágúst 2003 sameinuðust tvö erlend eignarhaldsfélög Meiði, Bakkabræður s.a.r.l., stærsti hluthafi Bakkavarar Group, og Scandinavian Holding S.A., fjárfestingarfélag Kaupþings sem hafði leikið aðalhlutverk í átökunum um FBA árið 1999. Tilgangurinn var samkvæmt fréttatilkynningu að styrkja fjárhagsstöðu Meiðs ehf. og mynda öflugt fjárfestingarfélag sem hefði bolmagn til að ráðast í stærri fjárfestingarverkefni, innanlands og utan.⁴²³

Eftir þennan samruna var Meiður ekki aðeins stærsti hluthafi í sameinuðum banka Kaupþings og Búnaðarbanka, með 16%, heldur einnig stærsti hluthafi Bakkavarar Group, með 30% eignarhlut. Tvö félög Lýðs og Ágúst Guðmundssona, Bakkabræður Holding og Bakkabræður s.a.r.l. áttu 59,1% í Meiði, Kaupþing-Búnaðarbanki 19,2% og afgangurinn, 21,7%, var í eigu átta sparisjóða og Sparisjóðabankans. Sama ár keypti Meiður 2,7% hlut Bakkabræðra sf. í KB Banka á 3,5 milljarða en þau kaup voru fjármögnuð af KB Banka.

Meiður hafði þó enn enga raunverulega starfsemi og bókfærðar tekjur félagsins voru allar orðnar til vegna hagnaðar af verðhækkun hlutabréfaeignar Meiðs í Kaupþingi og Bakkavör. Meiður seldi engin bréf úr safni sínu og hafði því engar raunverulegar tekjur aðrar en arðgreiðslur KB Banka og Bakkavarar. Á árinu 2003 fór hlutabréfaverð á flug og sömuleiðis hlutabréf KB Banka. Það þýddi að eignir Meiðs hækkuðu í verði sem bauð upp á mikil sóknarfæri.

28.1 Eignarhaldsfélagið Meiður verður fjárfestingarfélagið Exista

Árið 2004 var framtíðarstefna Meiðs mótuð og markið var sett á enn frekari vöxt sem átti helst að verða erlendis. Í september var fyrsti starfsmaðurinn ráðinn. Erlendur Hjaltason, fyrrverandi framkvæmdastjóri Eimskipa, varð forstjóri Meiðs. Þó að Meiður hefði byrjað að víkka út starfsemi sína var hlutur Meiðs í KB Banka og Bakkavör þó áfram langmikilvægasta eign félagsins. Í viðtali *Fréttablaðsins* við Erlend Hjaltason, í maí 2005, skilgreindi hann þessa eignarhlut sem „kjölfestufjárfestingar“ – Meiður, sem þá hafði skipt um nafn og hét Exista, væri kjölfestufjárfestir, bæði í KB Banka og Bakkavör. Það er nokkuð athyglisvert því að Exista, sem var fjármagnað af Kaupþingi, var að stórum hluta í eigu þess og Bakkabræðra. Kjölfestufjárfestirinn var því ekki aðeins í kjölfestueign Kaupþings, heldur fjármagnaður af

⁴²¹ Sjá viðtal við Sigurð Einarsson forstjóra Kaupþings, *Morgunblaðið* 14. nóvember 2002, bls. C6–C7.

⁴²² *Morgunblaðið* 27. maí 2003, bls. 29.

⁴²³ *Morgunblaðið* 14. ágúst 2003, bls. B3.

Kaupþingi. Það er ekki fjarri lagi að segja að samkvæmt þessu hafi Kaupþing verið kjölfestufjórðingur í sjálfu sér.⁴²⁴

Meiður lét sér ekki nægja að greint yrði frá nafnabreytingunni í fréttum, heldur keypti heilsíðuauglýsingar í *Morgunblaðinu* og *Fréttablaðinu* 13. maí 2005 til að boða nafnabreytinguna og upplýsa almenning um framtíðarstefnu félagsins. Texti auglýsingarinnar var svohljóðandi:

„Með tilliti til aukinna umsvifa og þátttöku í stórum verkefnum, jafnt hér á landi sem erlendis, hefur stjórn Meiðs ehf. ákveðið að breyta nafni félagsins í Exista ehf. Á síðasta ári var framtíðarstefna félagsins mótuð og lagður grunnur að frekari vexti sem að miklu leyti verður erlendis. Breytingin á nafni félagsins aðlagar ásýnd þess að breyttum áherslum. Exista ehf. er öflugt fjárfestingarfélag með aðsetur á Íslandi.“⁴²⁵

Örfáum dögum eftir nafnabreytinguna flutti *Fréttablaðið* fréttir af því að Exista hygðist bjóða í Símann sem verið var að selja í stærstu einkavæðingu Íslandssögunnar. Að tilboði Exista stóðu KB Banki, lífeyrissjóðir og „smærri fjárfestar“. Exista lofaði að selja allt að 30% í símanum í almennu útboði að lokinni einkavæðingu.⁴²⁶ Í júlí, þegar tilboð voru opnuð, var Exista í fararbroddi félagsins Skipta sem var eitt þriggja félaga sem bauð í Símann. Aðrir aðilar Skipta voru MP fjárfestingarbanki og Skúli Þorvaldsson. Exista átti 45% í Skiptum. Kaupþing átti 30% en hafði skuldbundið sig til að selja það til almennings.

Kaupverð Símans var 66,7 milljarðar – og átti „verulegur hluti þess“ að vera greiddur með eigin fé en forstjóri Exista neitaði að upplýsa fjölmiðla um hversu mikið það væri. Í umfjöllun *Fréttablaðsins* 29. júlí 2005 var tekið sérstaklega fram, og talið fréttuð, að kaupin væru ekki að fullu fjármögnuð með lánsfé.⁴²⁷ Sannleikurinn er sá að hér var ekki aðeins á ferð stærsta einkavæðing hér á landi, heldur einhver stærsta skuldsetta yfirtaka Íslandssögunnar.

Á hluthafafundi Símans 20. desember 2005 var samþykkt að Skipti og Íslenska sjónvarpsfélagið rynnu inn í samstæðu Símans. Eigendur félaganna fengu hlutabréf í Símanum í staðinn en Síminn yfirtæki eignir félaganna, þó aðallega skuldir enda voru bæði félögin mjög skuldbundin. Við þetta hækkuðu skuldir Símans úr sex milljörðum í 44,6 milljarða. Mest af þessu kom frá Skiptum, eða 37 milljarðar. Þar sem Skipti voru stofnuð í þeim tilgangi einum að kaupa Símann voru þessar skuldir allar tilkomnar vegna kaupanna. Í janúar 2006 voru allar þessar skuldir endurfjármagnaðar þar sem Síminn tók 33 milljarða sambankalán og 14 milljarða skuldabréfalán. Eignir Símans jukust úr um 29 milljörðum í 83 milljarða á árinu 2005 sem stafaði að mestu af óefnislegum eignum sem jukust við sameininguna.⁴²⁸

Fyrsta verk Exista og Símans eftir vel heppnaða yfirtöku var tilraun til að ná undirtökunum í Kögun. Þótt vöxtur Kögunar, sem hafði frá aldamótum sameinað fjölda fyrirtækja í upplýsingaiðnaði og hugbúnaðargerð á Íslandi, þeirra á meðal Skýrr og EJS, hafi verið mikill á árinu 2004 var ævintýraleg útpensla Kögunar með yfirtökum á erlendum fyrirtækjum rétt byrjuð. Í febrúar 2006 keypti Síminn 27% í Kögun og í mars keypti Exista

⁴²⁴ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 25. maí 2005, bls. 18.

⁴²⁵ *Morgunblaðið* 13. maí 2005, bls. 15; *Fréttablaðið* 13. maí 2005, bls. 7.

⁴²⁶ *Fréttablaðið* 18. maí 2005, bls. 1.

⁴²⁷ *Fréttablaðið* 29. júlí 2005, bls. 29.

⁴²⁸ *Fréttablaðið* 23. desember 2005, bls. 23; *Fréttablaðið* 13. janúar 2006, bls. 42; *Fréttablaðið* 24. mars 2006, bls. 24.

10%. Þegar kom að aðalfundi Kögunar áttu Síminn og Exista samtals 39%. Straumur-Burðarás og stjórnendur Kögunar sem áttu 56% atkvæða stóðu hins vegar saman gegn Exista og Símanum og skömmu eftir aðalfundinn keypti Skoðun, dótturfélag Dagsbrúnar, fjárfestingarfélag á vegum Jóns Ásgeirs Jóhannessonar hlutabréf Kögunar af Straumi og stjórnendum félagsins alls 51% og gerði í framhaldi öðrum hluthöfum yfirtökutilboð. Kaupin voru skuldsett, fjármögnuð með lánsfé og útgáfu nýs hlutafjár í Dagsbrún. Í maí var Kögun skráð úr Kauphöllinni.

Í maí 2006 var aðalfundur Símans haldinn. Þar var kynnt að félagið hygði á útrás og hefði „fjöldmörg tækifæri“ til skoðunar. Þegar Síminn gekk að yfirtökutilboði Dagsbrúnar í Kögun sagði Brynjólfur Bjarnason, forstjóri félagsins, að Síminn ætlaði að „leita að nýjum tækifærum“, m.a. að efla Anza.⁴²⁹ Útrás Símans hófst af alvöru með kaupum dótturfyrirtækis Símans, Anza, á hluta af starfsemi finnsk-sænsks upplýsingatæknifyrirtækisins TietoEnator. Um þessa starfsemi var stofnað nýtt fyrirtæki, Sirius IT en það var með starfsemi á öllum Norðurlöndunum. Í maí 2007 var Anza sameinað Símanum og við það varð Sirius dótturfyrirtæki Símans. Árið 2007 einkenndist af fyrirtækjakaupum Símans. Í mars var breskt farsímafélag, Aerofone, keypt, í ágúst var danskt símafélag, Business Phone, keypt og í október var annað danskt fjarskiptafyrirtæki, Ventelo, keypt. Í október gerði Síminn einnig tilboð um að kaupa slóvenska símann. Í viðtali við *Fréttablaðið* útskýrði Brynjólfur Bjarnason útrás Símans með því að félagið væri að fylgja eftir útrás íslenskra viðskiptavina sinna: „Við erum fyrst og fremst að þessu til að fylgja á eftir útrás okkar ágætu viðskiptavina“.⁴³⁰

Útrás Símans, sem hófst eftir að yfirtaka Kögunar misheppnaðist í byrjun árs 2006, líkt og fjárfestingarfélag sem fóru í útrás árið 2004, virðist því standa í sambandi við að skort hafi tækifæri til að stækka innanlands með yfirtökum en svo virðist sem slíkar aðstæður hafi einnig ráðið tímasetningu þess að önnur íslensk stórfyrirtæki fóru í útrás. Útrásin hafi því annars vegar ráðið af framboði á lánsfé á alþjóðlegum fjármagnsmarkaði og hins vegar af ytri stækkunarmöguleikum fyrirtækja innanlands, framboði á fyrirtækjum í dreifðu eignarhaldi á íslenska hlutabréfamarkaðnum sem hægt var að taka yfir og setja í einhverskonar umbreytingarferli.

28.2 Exista kaupir VÍS

Árið 2006 var stórt í sögu Exista. Fyrirtækið hóf bæði stórfellda útrás og keypti VÍS og Lýsingu. Með þeim kaupum umbreyttist Exista úr fjárfestingarfélagi í eitt stærsta fjármálafyrirtæki landsins. Fyrst varð þó uppstokkun á skipulagi og eignarhaldsfélaganeti Exista þar sem Exista jók einnig mjög við hlut sinn í Bakkavör. Í september 2005 jók félagið við eignarhlutinn í Bakkavör og minnkaði um leið söluþrýsting með því að kaupa bréf sem voru til sölu á markaði fyrir 600 milljónir króna. Í október voru tvö hollensk eignarhaldsfélög, Meiður Holding s.a.r.l. og Bakkabræður s.a.r.l. leyst upp og sett inn í nýtt félag sem einnig tók við eignum íslensks eignarhaldsfélags Exista, Exista ehf. Hið nýja hollenska eignarhaldsfélag fékk nafnið Exista B.V. og var skráð sem eigandi 17,0% í Kaupþingi banka hf., 21,7% í Flögu

⁴²⁹ *Fréttablaðið* 24. mars 2006, bls. 24; *Fréttablaðið* 23. mars 2006, sjá líka *Morgunblaðið* 23. mars 2006, B 2.

⁴³⁰ *Fréttablaðið* 24. ágúst 2007, bls. 22.

Group, 29,1% í Bakkavör Group hf. og 45% í Skiptum sem átti Símann. Þar með voru allar helstu eignir Exista komnar í erlent eignarhaldsfélag.⁴³¹

Í viðtali við *Markaðinn*, viðskiptablað *Fréttablaðsins*, þann 6. september 2006 sagði Lýður Guðmundsson að starfsemi Exista fælist í að stýra flæði fjármagns milli rekstrar og fjárfestingarstarfsemi.

„Við ætlum að nota fjárstreymi frá váttrygginga- og eignaleigustarfsemi til að fjárfesta áfram, annars vegar í kjölfestuhlutum í skráðum félögum og hins vegar í óskráðum eignum (*private equity*). Félagið hyggst útvíkka starfsemina, nánar tiltekið í Bretlandi og á meginlandi Evrópu og leitar að góðum yfirtökutækifærum.“⁴³²

Lýður lagði áherslu á að Exista væri ekki umbreytingarfjárfestir og skilgreindi félagið sem fjármálafyrirtæki sem væri mitt á milli fjárfestingarfélags og banka. Hann líkti því við fjárfestingarsjóð Warren Buffet, Berkshire Hathaway.

28.3 Exista breytt í almenningshlutafélag og skráð á hlutabréfamarkað

Þegar litið er yfir sögu Exista eru tengsl fyrirtækisins við Kaupþing og síðar KB Banka líklega mikilvægasta einkennið. Tengsl fyrirtækjanna voru mjög nán: Exista var „kjölfestufjárfestir“ í Kaupþingi sem aftur fjármagnaði Exista og var einnig stór hluthafi. Það var ekki fyrr en í mars 2006 sem þessi krosseignatengsl voru rofin en þá tilkynnti Kaupþing að það hygðist rjúfa þessi tengsl með því að greiða hluthöfum sínum út hlutabréf í Exista sem sérstakan arð. Í viðtali við *Fréttablaðið* sagði Sigurður Einarsson að tímabært hafi verið orðið að rjúfa krosseignahald Exista og Kaupþings:

„Þetta krosseignarhald er ekki á grundvelli neins valdaspils fyrir bankann. Stjórnin hefur því rætt það hvort ekki sé kominn tími á að leysa það eignarhald upp. Við munum vinna að því finna lausn á því og höfum átt í viðræðum við eigendur Exista með það að markmiði að Exista verði skráð á markað og eign Kaupþings banka verði greidd hluthöfum bankans sem arður.“⁴³³

Exista átti þá 21% í Kaupþingi sem aftur átti 19% í Exista. Kaupþing hugðist greiða út helming þessara bréfa sem arð en selja hinn helminginn í almennu útboði. Eftirspurnin eftir bréfum Exista var þrjátíu sinnum meiri en framboðið. Með útboðinu fjölgaði litlum hluthöfum í Exista. Félagið fullnægði þar með skilyrðum Kauphallarinnar um skráningu. Exista var skráð í Kauphöllina 15. september 2006.

Skráning Exista á markað varð til að hleypa nýju lífi í íslenskan hlutabréfamarkað. Á sama tíma hélt Marel stórt almennt útboð en almenn útboð urðu til þess að auka viðskipti fyrir lágar upphæðir og áhuga lítilla fjárfesta á hlutabréfaviðskiptum. Samfara því að fyrirtækjum fækkaði og þau stækkuðu í yfirtökum og samrunum hafði hlutabréfamarkaðurinn einkennst æ meir af stórum viðskiptum en lítill viðskipti einstaklinga orðið hverfandi hluti markaðarins. Aukið líf á

⁴³¹ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 12. október 2005, bls 2; *Morgunblaðið* 11. október 2005, bls. 14.

⁴³² *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 6. september 2006, bls. 10–11, tilv. bls. 10.

⁴³³ *Fréttablaðið* 18. mars 2006, bls. 28.

hlutabréfamarkaði var mikilvægt fyrir Exista sem byggði afkomu sína ekki síst á verðhækkunum hlutabréfa í helstu hlutdeildarfyrirtækjum sínum, KB Banka og Bakkavör. Exista hélt enda áfram að styðja við markað fyrir hlutabréf Bakkavarar með kaupum á bréfum í félaginu. Í ágúst 2006 var Exista komin í 39% hlut sem var rétt undir yfirtökuskýldu.

Áhugi fjárfesta á Exista var ekki síst til kominn vegna mikils hagnaðar félagsins á undanförunum árum. Árið 2005 skilaði Exista 50,3 milljörðum króna í hagnað sem þá var mesti hagnaður sem íslenskt fyrirtæki hafði skilað á einu ári. Næst komst KB Banki sem skilaði 49,3 milljörðum króna í hagnað það ár. Hagnaður af eign í Exista spilaði stórt hlutverk í afkomu Sparisjóðabankans og margra sparisjóða, m.a. Sparisjóðs Mýrasýslu, Sparisjóðs Keflavíkur og SPRON.⁴³⁴

Exista réðst nú í útrás með kaupum á norrænum tryggingarfélögum. Í febrúar 2007 varð Exista stærsti einstaki hluthafinn í Sampo Group, stærsta tryggingarfélagi Norðurlanda, með kaupum á 15,5% hlut sem var stækkaður á næstu mánuðum og var í lok árs kominn í 20,0%. Í ágúst keypti Exista 5,6% í norska trygginga- og fjármálafyrirtækinu Storebrand og jók hlut sinn í 8,7% í nóvember sama ár. Exista mætti hins vegar mikilli andstöðu annarra hluthafa beggja fyrirtækja og sömuleiðis yfirvalda í Finnlandi og Noregi sem settu sig gegn yfirtöku Exista á félögunum.

28.4 Skipbrot almenningshlutafélagsins: Misheppnuð sala Exista á Símanum

Exista gekk betur í viðskiptum sínum við íslensk stjórnvöld. Samkvæmt samningi ríkisins og Skipta um kaup á Símanum frá árinu 2005 skuldbundu kaupendur sig til að selja ekki minna en 30% Símans til almenninga fyrir lok árs 2007.⁴³⁵ Þegar komið var fram á haustið 2007 var ástand á hlutabréfamörkuðum hins vegar orðið mjög tvísýnt og aðstæður til stórra hlutafjárútbóta afleitar. Skipti báðust því undan skilyrðum samningsins á þeim forsendum að markaðsaðstæður væru ekki heppilegar. Einkavæðingarnefnd samþykkti loks frestun á útboði Símans á þeim forsendum að Skipti gætu ekki gefið fullnægjandi útboðslýsingu þar sem ekki væri komið svar við tilboði fyrirtækisins í slóvenska símann. Skipti fengu þá frest til loka mars 2008 til að gera Símann að almenningshlutafélagi eins og kveðið var á um í kaupsamningi Skipta og ríkisins.⁴³⁶

Útboðið gekk mjög illa, eftirspurn var langt undir framboði og seldust aðeins 7,4% í útboðinu. Í kjölfarið voru Skipti, móðurfélag Símans, eigi að síður skráð í Kauphöllina. Viðskipti með hlutabréf félagsins stóðu þó rétt tæpt korter áður en þau voru stöðvuð í kjölfar yfirtökutilboðs Exista til annarra hluthafa. Hinn 7. apríl óskaði stjórn Skipta eftir afskráningu félagsins. Þó að Skipti hefðu þannig staðið við ákvæði kaupsamningsins um að bjóða almenningi

⁴³⁴ Fréttablaðið, Markaðurinn 15. mars 2006, bls 12–13.

⁴³⁵ Framkvæmdanefnd um einkavæðingu, *Einkavæðing 2003–2007. Skýrsla framkvæmdanefndar um einkavæðingu júní 2007.* (Reykjavík 2007), bls. 20–25. Sjá vef Forsætisráðuneytis: <http://www.forsætisraduneyti.is/media/Einkavaeding/einkavaeding03-07.pdf.pdf>. 10. febrúar 2010.

⁴³⁶ Fréttablaðið, Markaðurinn 28. nóvember, 2007, bls. 8–9.

að kaupa 30% félagsins og skrá það á markað er ljóst að markmið ríkisins um að breyta Símanum í almenningshlutfélag náðust ekki.

Í viðtali við 24 stundir 20. mars 2008 hafði Baldur Guðlaugsson, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu og síðasti formaður einkavæðingarnefndar, þetta að segja um atburðarásina:

„Það er útilokað að ætla fyrirfram að semja um þróun á frjálsum markaði. Það var ekki reynt að kveða á um hvað myndi gerast eftir að félagið yrði skráð í kauphöll.“⁴³⁷

Einkavæðingar tíunda áratugarins höfðu ekki aðeins það hlutverk að afla ríkissjóði tekna og markmiðið var ekki aðeins að selja eignir á sem allra hæstu verði heldur var markmiðið einnig að skjóta traustum stoðum undir virkt markaðshagkerfi. Markmiðið var, eins og þegar hefur verið rakið hér að ofan, að skapa traust almenningshlutfélög og auka eiginfjármyndun íslenskra fyrirtækja sem þóttu reiða sig allt of mikið á lánsfjármagn. Öflug almenningshlutfélög – fyrirtæki sem væru í eigu almennings – voru einnig kjarninn í hugmyndum um „auðstjórn almennings“, hluthafamenningu sem skapaði traust og sátt um einkarekstur og jákvæðara viðhorf til hagnaðar. Þó að full sátt hafi aldrei náðst um einkavæðingu ríkisfyrirtækja má segja að flest þessara markmiða hafi náðst, að hluta til í hið minnsta. Eins og sagði frá hér framar beið þessi hugmynd hins vegar skipbrot eftir aldamót þegar skuldsett fjárfestingarfélög tóku yfir hvert almenningshlutfélagið á fætur öðru. Í þessari umbreytingu hurfu ekki aðeins fyrrum ríkisfyrirtæki eins og Lyfjaverslun Íslands og Jarðboranir, sem höfðu verið einkavædd á tíunda áratugnum, heldur var stórum rótgrónum almenningshlutfélögum einnig umbreytt, þau bútuð niður eða þeim breytt í skuldsett fjárfestingarfélög. Stærri fjölskyldufyrirtæki bættust ekki á markað þar sem þau voru ýmist sameinuð öðrum stórfyrirtækjum og þau sem voru skráð á markað fyrir aldamót og fyrst eftir aldamót voru keypt upp í skuldsettum yfirtökum.

Frekar en að snúa þessari þróun við má segja að síðasta einkavæðingin hafi ýtt undir hana því kaup Skipta á Símanum var ein stærsta skuldsetta yfirtaka Íslandssögunnar og varð til þess eins að efla Exista sem var skuldsett eignarhaldsfyrirtæki.

Skipbrot hugmyndarinnar um „auðstjórn almennings“ á sér margar ástæður. Næg tækifæri voru til sameininga þar sem hægt var að innleysa hagnað með aukinni stærðarhagkvæmni og hagræðingu sem náðist þegar óhagkvæmari smærri fyrirtæki voru sameinuð. Eins gerði nægt framboð ódýrs lánsfjár á alþjóðlegum mörkuðum yfirtökur og afskráningar mögulegar.

Það má hins vegar ekki horfa fram hjá hlut innlendra gerenda í þessari atburðarás, þ.e. skuldsettra fjárfestingarfélaga og umbreytingarfjárfesta. Markmiðin með einkavæðingu bankanna voru nokkuð önnur en með einkavæðingu annarra ríkisfyrirtækja en þeir áttu að auki að leika mikilvægt og virkt hlutverk í nýsköpun atvinnulífsins. Bankarnir höfðu alla tuttugustu öld verið einhverjar mikilvægustu stofnanir atvinnulífsins og höfðu leikið mjög virkt hlutverk í þróun þess. Á tímum verðbólgu og neikvæðra vaxta höfðu ríkisbankarnir í raun starfað sem

⁴³⁷ 24 stundir 20. mars 2008, bls. 24.

hálfgerðar skömmtunarskrifstofur sem útteildu ódýru lánsfé til fyrirtækja.⁴³⁸ Þá réðu pólitísk tengsl og nálægð oft meiru en viðskiptasjónarmið um lánveitingar. Við þessar aðstæður var aðgangur lántaka að stjórnendum bankanna lykillinn að velgengi í viðskiptum enda gátu fyrirtæki sem höfðu greiðan aðgang að lánsfé á neikvæðum vöxtum vaxið og dafnað.

Einkavæðing bankanna átti að binda endi á óeðlileg afskipti ríkisins af atvinnulífinu sem átti að stjórna af hreinum viðskiptasjónarmiðum. Bönkunum var hins vegar ætlað að halda áfram að leika lykilhlutverk í þróun atvinnulífsins og stuðla að nývæðingu þess. Þó að bankarnir hafi byrjað að sinna þessu hlutverki strax eftir að þeim var breytt í hlutafélög var það í raun ekki fyrr en upp úr aldamótum sem virk þátttaka þeirra í atvinnulífinu hófst. Reynslan af þessum viðskiptum var æði misjöfn og vafamál að uppstokkun bankanna á heilu atvinnugreinunum, t.d. landbúnaði, hafi verið til góðs. Reynslan varð þvert á móti offjárfesting og yfirsuldsetning markaðsráðandi fyrirtækja sem flest enduðu í gjaldþrotum.

Þá má segja að hinir einkavæddu ríkisbankar hafi beinlínis unnið gegn helstu stefnumálum nývæðingar tíunda áratugarins. Umbreyting bankanna á hlutabréfasjóðum í skuldsett fjárfestingarfélög og fjármögnun yfirtökufélaga bundu endi á þá „auðstjórn almennings“ sem þó hafði náðst á tíunda áratugnum. Bankarnir grófu einnig undan gegnsæjum hlutabréfamarkaði með því að hafa áhrif á gengi bréfa og með því að stuðla að stofnun erlendra eignarhaldsfélaga sem aftur voru skráð á stöðum eins og Tortóla. Með þessu var ógerlegt fyrir fjölmiðla, smærri fjárfesta og almenning að átta sig á eignarhaldi fyrirtækja.

Það má því segja að einkavæðing Símans 2005 og misheppnuð skráning hans á markað í mars 2008 hafi kórónað þessa þróun. Í allri þessari þróun virðist afstaða stjórnvalda hafa verið sú að það væri útilokað að semja fyrirfram um þróun á frjálsum markaði eða hafa áhrif á hver sú þróun yrði. Til þess að frjáls markaður geti starfað og sinnt þörfum alls almennings þurfa stjórnvöld hins vegar að veita honum ákveðið aðhald og ýta ekki undir öfugþróun. Meðal annars með því að selja ekki ríkisfyrirtæki í hendur á skuldsettum yfirtökufyrirtækjum. Markaðurinn þarf einnig að geta sætt kröfur fjárfesta um skammtímahagnað og þörf efnahagslífsins alls og samfélagsins um langtímahagnað og vöxt. Upp úr aldamótum urðu hins vegar skammtímasjónarmið umbreytingarfjárfesta allsráðandi. Sterk almenningshlutafélög og kjölfestufjárfestar – sem byggðu eign sína á eiginfé en ekki lánnum – hefðu getað staðið gegn þessari þróun. Sömuleiðis hefðu bankarnir getað haft langtímasjónarmið að leiðarljósi.

29. Fyrstu skref Baugs í útrás

Kaup FBA og Kaupþings á hlut Hagkaupsfjölskyldunnar í Hagkaupum og Bónus og sameining félaganna í Baug sumarið 1998 þýddi að Bónusfeðgar voru komnir með ráðandi hlut sameinuðu félagi Hagkaupa og Bónuss. Á næstu misserum jók Gaumur, fjárfestingarfélag Bónusfjölskyldunnar, einnig hratt við hlut sinn í Baugi. Í október 1999 átti Gaumur 20,1% en Jóhannes og Jón Ásgeir 5,2% samtals. Ef hlutur Fjárfars, 5,8%, er talinn með réðu þeir feðgar því 31% hlutafjár í Baugi. Í desember keypti Baugur stóran hluta þeirra hlutabréfa sem

⁴³⁸ Þessi mynd af ríkisbönkunum sem skömmtunarskrifstofum var oft dregin upp á síðum *Frjálsrar verslunar*. Sjá t.d. Jón G Hauksson: „Ríkisbankar í öryggisneti.“ *Frjáls verslun* 3. tbl. 1993, bls. 18–22.

Scandinavian Holding (Compagnie Financiere S.A.) átti í Baug. Eftir kaupin var hlutur Gaums kominn í um 30%. Að viðbættum hlutum þeirra Jóns Ásgeirs og Jóhannesar Jónssonar og Fjárfars, sem talið var á þeirra vegum, var hlutur Bónusfeðga kominn yfir 40%.⁴³⁹

Á sama tíma réðst Baugur, með aðstoð Kaupþings, í útrás. Í árslok 1999 keypti Baugur helmingshlut í bandarísku lágvöruverðskeðjunni Bonus Dollar Stores og í apríl 2001 keypti Bónus gjaldþrota verslunarkeðju, Bill's Dollar Stores sem var sameinuð Bonus Dollar Stores í fyrirtækið Bonus Stores Inc. Reksturinn gekk illa og á árinu 2002 var byrjað að loka verslunum og selja. Í júlí 2003 var félagið tekið til gjaldþrotameðferðar. Kaupþing og Baugur töpuðu hátt á annan milljarð króna á þessum fjárfestingum. Baugi varð betur ágengt í yfirtökum á rótgrónum fyrirtækjum og stór hluti vaxtar Baugs eftir aldamót byggðist á skuldsettum yfirtökum stórra og rótgróinna smásölufyrirtækja. Það er þó rétt að hafa í huga að vel heppnuð uppbygging Baugs á Top Shop og Debenhams-verslunum á Norðurlöndum sýnir að útrás og vöxtur fyrirtækisins á erlendri grundu fólst ekki einvörðungu í skuldsettum yfirtökum.⁴⁴⁰

29.1 Yfirtökur og yfirtökutilraunir í Bretlandi: Arcadia og Hamleys

Um svipað leyti og Baugur var að stækka Bonus Dollar Stores með kaupum á Bill's Dollar Stores var fyrirtækið að hefja útrás sína í Bretlandi. Í janúar 2001 keypti Baugur í verslunarkeðjunni Arcadia í gegnum fjárfestingarfélagið A-Holding. Aðrir eigendur A-Holding voru Gaumur, fjárfestingarfélag Bónusfeðga, Gilding, Íslandsbanki og Kaupþing. Í maí keypti Baugur svo A-Holding af öðrum eigendum. Markmið Baugs var þó ekki að hagnast á stöðutöku í félaginu heldur að taka það yfir.⁴⁴¹ Stjórn Arcadia hafnaði tilboði Baugs í febrúar 2002 eftir að Baugi mistókst að tryggja fjármögnun. Íslensku bankarnir höfðu ekki treyst sér til að fjármagna yfirtökuna. Þeir báru við áhættu en samkvæmt heimildum *Fréttablaðsins* töldu menn innan Baugs að bankarnir hefðu hætt við að fjármagna yfirtökuna vegna pólitísks þrýstings.⁴⁴² Um haustið gerði Baugur aðra tilraun til að taka félagið yfir, nú í félagi við fjárfestinn Philip Green.⁴⁴³

Þessi tilraun rann út í sandinn í kjölfar þess að efnahagsbrotadeild Ríkislögreglustjóra gerði húsleit í höfuðstöðvum Baugs vegna rannsókna á „Baugsmálinu“ svokallaða⁴⁴⁴ en ekki er tóm til hér að gera grein fyrir því máli í einstökum atriðum. Þó að yfirtakan á Arcadia hefði misheppnast hagnaðist Baugur vel á þessum viðskiptum. Þegar Baugur seldi hlut sinn til Philip Green í september 2002 nam hagnaður félagsins um átta milljörðum króna.⁴⁴⁵ Þessi hagnaður lagði grunninn að frekari umsvifum Baugs í Bretlandi. Þegar hér var komið sögu var Baugur einnig búinn að setja stefnuna á útrás. Á aðalfundi félagsins í maí 2002 var því lýst yfir að félagið

⁴³⁹ *Morgunblaðið* 21. október, 1999, bls. B2; *Morgunblaðið* 11. desember 1999, bls. 24.

⁴⁴⁰ *Morgunblaðið* 4. janúar 2001, bls. C4; *DV* 20. ágúst 2003, bls. 8–9; *Morgunblaðið* 31. júlí 2003, bls. B2; Baugur hóf einnig útrás til Færeyja um sömu mundir og útrásin vestur um haf hófst, sjá: *Morgunblaðið* 31. mars 1999, bls. 2.

⁴⁴¹ Sjá: Tilkynning frá Baugi hf. vegna Arcadia Group plc ("Arcadia") 29. október 2001. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=13005>. 10. febrúar 2010; *Morgunblaðið* 30. október 2001, bls. 19; *Morgunblaðið* 2. febrúar 2002, bls. 18; *Morgunblaðið* 23. febrúar 2003, bls. 10; *Morgunblaðið* 1. september 2001, bls. 24.

⁴⁴² *Fréttablaðið* 28. febrúar 2002, bls. 9.

⁴⁴³ *Morgunblaðið* 27. ágúst 2002, bls. 16.

⁴⁴⁴ *Fréttablaðið* 31. ágúst 2002, bls. 2.

⁴⁴⁵ *Morgunblaðið* 23. febrúar 2003, bls. 10; Eyþór Ívar Jónsson: „Hákarlaleikir – leikslok.“, *Vísindagætt* 37. tbl. 2002, bls. 2.

myndi á næstu árum einbeita sér að fjárfestingum utan landsins fremur en frekari útþenslu innanlands. Um leið var nafni félagsins breytt í Baugur Group.⁴⁴⁶

Í lok árs 2002 tók Baugur að kaupa í þremur félögum sem félagið átti eftir að taka yfir á næstu árum, Big Food Group, Somerfield og House of Fraser. Fyrsta skuldsetta yfirtaka Baugs í Bretlandi sem heppnaðist var hins vegar kaup Baugs, í gegn um fjárfestingarfélagið Soldier Limited, á leikfangakeðjunni Hamleys um mitt ár 2003. Aðrir eigendur Soldier Limited voru tveir af stjórnendum Hamleys en eitt helsta einkenni á yfirtökum Baugs var að félagið vann með stjórnendum fyrirtækja að yfirtöku þeirra. Fjárfestingasaga Baugs Group í Bretlandi bendir til þess að félagið hafi leitað að breskum verslunarkerðjum sem voru lágt verðlagðar og höfðu stjórnendur sem höfðu áhuga á að taka félögin yfir í samstarfi við Baug Group.⁴⁴⁷

Í júní 2003 gerði Baugur yfirtökutilboð í Hamleys, upp á 5,8 milljarða og í ágúst var yfirtökufélagið Soldier Limited komið með 95% hlutfjár í Hamleys. Kaupin voru meðal annars fjármögnuð af Íslandsbanka sem veitti Soldier svokölluð Mezzanine-lán sem eru kölluð brúarlán eða millilagslánveitingar á íslensku. Þetta var í fyrsta sinn sem íslenskur banki hafði umsjón með veitingu slíks láns en þau eru alþekkt í skuldsettum yfirtökum. Þessi brúarlán eru mjög áhættusöm enda eru þau veitt gegn mjög litlum veðum öðrum en sjóðsstreymi hins yfirtækna félags. Brúarlán hafa öll einkenni lána en hafa að mörgu leyti efnahagslegan tilgang hlutfjár. Engin þörf hafði verið á sérstökum eða sérhæfðum brúarlánum í skuldsettum yfirtökum á Íslandi. Íslensku bankarnir höfðu verið tilbúnir til þess að leggja fram mun meira lánsfé í fyrirtækjakaupum en tíðkaðist á alþjóðamörkuðum. Erlendis var algengt að láns hlutfall banka í skuldsettum yfirtökum væri á bilinu 40-60%, eigið fé 30-40% og brúarlán 15-20%. Láns hlutfall í skuldsettum yfirtökum á Íslandi var oftast en ekki mun hærri.⁴⁴⁸

Tiltölulega fáar fjármálastofnanir sérhæfa sig í veitingu brúarlána í skuldsettum yfirtökum en í maí 2003 var stofnað íslenskt fyrirtæki í London, Carta Capital, sem sérhæfði sig í millilagslánum. Stofnendur voru tveir fyrrverandi starfsmenn Íslandsbanka, Jóhann Magnússon og Auðunn Már Guðmundsson. Stærstu fjárfestarnir í félaginu voru Búnaðarbankinn og sparisjóðirnir. Um svipað leyti hófu íslensku bankarnir hins vegar sjálfir að ryðja sér til rúms á þessum markaði og tóku mikinn þátt í millilagsfjármögnun, bæði í skuldsettum yfirtökum íslenskra fyrirtækja og annarra lítilla og millistórra fyrirtækja. Íslandsbanki var sérlega atkvæðamikill, fyrst í Bretlandi en árið 2005 var opnuð skrifstofa í Danmörku sem markaðssetti þessa þjónustu. Askar Capital stofnuðu einnig millilagslána sjóð í október 2007. Millilagslán voru mjög ábatasöm, vextir gátu verið á bilinu 15-20% en þau voru að sama skapi áhættusöm.⁴⁴⁹

⁴⁴⁶ Morgunblaðið 31. maí 2002, bls. 20; Niðurstöður aðalfundar Baugs hf. 30. maí 2002. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslst&primarylanguagecode=IS&newsnumber=16905>. 10. febrúar 2010.

⁴⁴⁷ Morgunblaðið 19. júní 2003, bls. B2; viðtal við Gunnar Sigurðsson, framkvæmdastjóra erlendra fjárfestinga hjá Baugi, Morgunblaðið 25. nóvember 2004, bls. B4; Einnig viðtal við Jón Scheving Thorsteinsson um fjárfestingarstefnu Baugs í Bretlandi: Sigrún Davíðsdóttir: „Baugismaðurinn í New Bond Street.“ *Frjáls verslun* 2. tbl. 2004, bls. 78–81; sjá einnig Sigrún Davíðsdóttir: „Maðurinn á bak við sókn Baugs í Bretlandi.“ *Frjáls verslun* 10. tbl. 2006, bls. 46–52.

⁴⁴⁸ Morgunblaðið 28. ágúst, 2003, bls. B7; Morgunblaðið 22. maí 2003, bls. B4. Jóhann V. Ívarsson: „Fyrirtækjakaup með lánsfé.“ *Fjárfýring* 2. tbl. 2004, bls. 11–13; Jóhann Magnússon: „Hvað er millilagsfjármögnun?“ *Fjárfýring* 5 tbl. 2005, bls. 14–17.

⁴⁴⁹ Morgunblaðið, 24. júní 2004, bls. D4; Morgunblaðið 28 júní 2005, bls. 13; Fréttablaðið 13. október 2007, bls. 16.

29.2 Yfirtökur Big Food Group, House of Frasier og Somerfield

Um svipað leyti og Baugur gerði yfirtökutilboð í Hamleys var félagið að hefja undirbúning að stofnun skuldsetts fjárfestingarfélags, BG Capital, sem tók til starfa í mars 2004. Jón Scheving Thorsteinsson lét af störfum sem yfirmaður erlendra fjárfestinga Baugs Group til að stýra hinu nýstofnaða fjárfestingarfélagi. Í viðtali við *Morgunblaðið* 25. mars 2004 var haft eftir honum að BG Capital hefði að hluta til átt að „virka eins og vogunarsjóður“.⁴⁵⁰ BG Capital tók yfir mikið af smærri eignarhlutum Baugs í erlendum fyrirtækjum. Í apríl 2008 var nafni BG Capital breytt í Styrk Invest er Baugur Group flutti allar eignir sínar á Íslandi yfir í Stoðir Invest og fyrrnefnt fyrirtæki, Styrk Invest.

Í október 2002 keypti félagið 15% hlut í Big Food Group sem átti meðal annars Iceland matvöruverslanirnar. Í janúar 2003 var fjárfestingarfélag Baugs, Baugur-ID, kominn með 20,1% hlut í Big Food. Það var þó ekki fyrr tveimur árum seinna, vorið 2005, sem Baugur tók félagið yfir ásamt öðrum fjárfestum, fjárfestingarfélagi Karls Wernerssonar, Milestone, fjárfestingarfélagi Pálma Haraldssonar, Fons, og stofnanda Iceland-keðjunnar, Malcolm Walker. Kaupin voru fjármögnuð af Landsbankanum og Bank of Scotland en heildarfjármögnun vegna kaupanna nam 112 milljörðum króna.⁴⁵¹ Aðrar stórar yfirtökur í Bretlandi sem Baugur gerði í samstarfi við félög á vegum Pálma Haraldssonar voru yfirtaka á Goldsmiths og MW Group.

Eftir kaupin var Big Food Group afskráð úr Kauphöllinni og skipt upp í heildsöluverslunina Booker og smásöluverslanirnar Iceland. Ástand Big Food Group var slæmt enda hafði félagið verið rekið með tapi 2001–2004. Með hjálp Walker, sem tók við stjórn Iceland, tókst Baugi hins vegar að snúa rekstrinum við á undraskömmum tíma og í mars 2006 gátu kaupendurnir greitt upp 18 milljarða króna skammtímafjármögnun og brúarlán vegna kaupanna og endurfjármagnað félagið.⁴⁵² Í október 2006 voru kaupendurnir búnir að greiða sjálfum sér til baka upphaflega fjárfestingu í Iceland keðjunni, alls tíu milljarða króna. Fyrirtækin Booker og Woodward Food Service, sem höfðu verið hluti Big Food Group, voru seld sumarið 2008. Iceland, sem var kallað „gullkálfur eigenda sinna“, svo vel gekk reksturinn, var hins vegar ekki selt.⁴⁵³

Á sama tíma og Baugur tók að byggja upp stöðu í Big Food Group tók félagið að kaupa hluti í tveimur öðrum verslunarkeðjum. Í nóvember 2002 keypti Baugur 4,5% hlut í House of Frasier og í desember 2002 var Baugur kominn með 3% hlut í Somerfield. Í febrúar 2003 var Baugur, í samstarfi við KB Banka, kominn með tæplega átta prósent hlut í Somerfield. Kaupþing leiddi Baug og Robert Tchenguiz saman en Tchenguiz, sem hafði átt töluverð viðskipti við Kaupþing þegar hér var komið sögu, hafði einnig áhuga á að taka Somerfield yfir. Baugur, Tchenguiz, Kaupþing og fjárfestingarfélagið Apax Partners og Barclays bankinn, gerðu tilraun til að taka yfir Somerfield í júlí 2005 en Baugur dró sig út úr kaupendahópnum í kjölfar þess að ákærur höfðu þá verið birtar í Baugsmálinu. Var það í annað sinn sem yfirtökutilraun

⁴⁵⁰ *Morgunblaðið* 25. mars 2004, bls. C5.

⁴⁵¹ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 11. apríl 2007, bls. 1, 6; *Morgunblaðið* 18. desember 2004, bls. 26–27; *Morgunblaðið* 10 febrúar 2005, bls. B1, B2–B8.

⁴⁵² *Morgunblaðið* 6. mars 2006, bls. 11; *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 1. mars 2006, bls. 1.

⁴⁵³ *Fréttablaðið*, *Markaðurinn* 11. apríl 2007, bls. 1; *Fréttablaðið* 28. nóvember 2008, bls. 24.

Baugus í Bretlandi komst í uppnám vegna málaferla gegn Baugi.⁴⁵⁴ Kaupþing vann þó áfram með Tchenguiz og öðrum í hópnum að yfirtökunni.⁴⁵⁵

Kaup Baugs í House of Frasier leiddu einnig til misheppnaðra yfirtökutilrauna. Skömmu eftir að Baugur keypti í HOF studdi Baugur yfirtökutilraun skoska fjármálamannsins Tom Hunter á félaginu. Yfirtökutilboði Hunter var hafnað en í október árið eftir gerðu Baugur og Tom Hunter aðra tilraun til að taka félagið yfir. Þeirri tilraun var einnig hafnað. Í september 2004 seldu bæði Hunter og Baugur hluti sína í House of Frasier. Þá var Baugur kominn með 10,1% hlut í félaginu. Tom Hunter og Baugur áttu eftir að vinna saman að fjölda annarra verkefna á þessum árum.⁴⁵⁶

Í byrjun árs 2006, eftir að yfirtökunni á Somerfield var lokið, tók Baugur að undirbúa á ný yfirtöku á House of Frasier sem rak 61 vöruhús víðsvegar um Bretlandseyjar. Í ágúst 2006 lagði fjárfestingarfélag, sem Baugur fór fyrir, að nafni Highland Acquisitions Ltd. fram yfirtökutilboð í House of Frasier. Kaupin á House of Frasier voru einhver allra stærstu viðskipti sem íslenskt fyrirtæki hafði staðið að en tilboðið hljóðaði upp á 47 milljarða króna og var fjármagnað af Glitni og Halifax Bank of Scotland, HBOS, sem einnig átti 5,6% í yfirtökufélaginu. Aðrir hluthafar í Highland Acquisitions, auk Baugs sem átti um 35,0% voru FL Group með 13,9% og nokkrir fjárfestar sem höfðu komið við sögu í yfirtökum Baugs á undangengnum árum.⁴⁵⁷

29.3 Umsvif Baugs í tiskubransanum: Yfirtökur á Oasis og Karen Millen

Í nóvember 2003 tók Baugur yfir Oasis í samvinnu við Kaupþing og stjórnendur félagsins, Derek Lovelock forstjóra og Richard Glanville fjármálastjóra. Kaupin voru gerð í gegn um fyrirtæki að nafni Noel Acquisitions. Kaupverðið var 19,3 milljarðar sem þá voru langstærstu kaup Íslendinga á erlendu fyrirtæki. KB Banki fjármagnaði viðskiptin, ásamt Halifax Bank of Scotland og eignaðist einnig 11% í fyrirtækinu, stjórnendur Oasis 30% og Baugur 60%. Baugur og Kaupþing endurfjármögnuðu félagið og tóku að leita leiða til að stækka það.⁴⁵⁸

Skömmu eftir kaupin á Oasis tók KB Banki að kanna möguleika á sameiningu Oasis og Karen Millen sem bankinn átti 12,6% hlut í. KB Banki hafði eignast hlut sinn í Karen Millen í ágúst 2001 þegar bankinn studdi Sigurð Bollason og Magnús Ármann í kaupum þeirra á 49% hlut í félaginu af stjórnendum þess og eigendum, Karen Millen og fyrrum eiginmanni hennar, Kevin Stanford.⁴⁵⁹ Í mars 2004 tók Baugur að leita hófanna með kaup á Karen Millen og í júní

⁴⁵⁴ Morgunblaðið 5. júlí 2005, bls. 6; Morgunblaðið 9. júlí 2005, bls. 56; Fréttablaðið Markaðurinn 6. júlí 2005, bls. 2.

⁴⁵⁵ Morgunblaðið 17. október 2005, bls. 2; Samanber t.d. opnuldjósmynd og umfjöllun um Tchenguiz í ársskýrslu Kaupþings 2006. *Kaupþing Bank. Annual Report 2006*. Reykjavík 2007, bls. 70–71.

⁴⁵⁶ Morgunblaðið 17. júlí 2004, bls. 14; Fréttablaðið 14. september 2004, bls. 2.

⁴⁵⁷ Fréttablaðið, Markaðurinn 15. nóvember 2006, bls. 10–11; Morgunblaðið 25. ágúst 2006, bls. 72; Fréttablaðið 25. ágúst 2006, bls. 22.

⁴⁵⁸ Morgunblaðið 17. nóvember 2003, bls. 10; Fréttablaðið 16. nóvember 2003, bls. 2; KB Banki. *Ársskýrsla 2003*. Reykjavík 2004, bls. 43, 58. Fjallað er um sögu og yfirtökur Oasis í skráningarlýsingu félagsins í Kauphöll Íslands, *Mosaic Fashion hf. Prospectus. Listing on ICEX Main list. June 2005*. Reykjavík 2005, bls. 17–18. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=14433> 10. febrúar 2010.

⁴⁵⁹ Morgunblaðið 1. september 2001, bls. 25; DV 12. júlí 2001, bls. 6.

2004 keypti Oasis Group Karen Millen á 16 milljarða. Kaupþing Bank Ltd. fjármagnaði þessi kaup líkt og kaup Baugs á Oasis, nú í félagi við Bank of Scotland. Keðjurnar voru sameinaðar og eignaðist Baugur 44% og eigendur Karen Millen 25% í sameinuðu félagi. Eftir kaupin voru fjórar tiskufatakeðjur innan Oasis Group, Oasis og Coast, auk Karen Millen og Whistles. Samtals voru yfir 550 verslanir auk heildverslunar innan félagsins en hugmyndin var að með stækkun væri bæði hægt að ná fram hagræðingu og auka möguleika þeirra verslunarkeðja sem heyrðu undir Oasis Group að færa út kvíarnar.⁴⁶⁰

Sameinað fyrirtæki var endurskírt Mosaic Fashions og í júní 2005 var félagið skráð í íslensku Kauphöllina í kjölfar hlutfjárútbóðs. Mosaic var þá fyrsta nýja fyrirtækið inn í Kauphöllina síðan Medcare Flaga var skráð í nóvember 2003. Skráningu Mosaic Fashions var fagnað og umtalsverð umframeftirspurn var í hlutfjárútbóði félagsins.⁴⁶¹ Eftir að Mosaic hafði verið skráð hélt Baugur áfram kaupum sínum á hlutum í tiskuvöruverslunum, m.a. bresku verslunarkeðjuna Jane Norman í samstarfi við KB Banka og keðjuna MK One í samvinnu við Landsbankann.

Með kaupunum á Karen Millen bættist Kevin Stanford í fjárfestahóp KB Banka og Baugs. Kevin Stanford tók meðal annars þátt í kaupum KB Banka og Baugs á skóverslanakeðjunni Shoe Studio og Rubicon sem átti verslunarkeðjurnar Principles og Warehouse. Í nóvember 2004 var um það rétt að fyrir dyrum stæði sameining skóverslanakeðjunnar Shoe Studio, sem þeir áttu um 20% í, og verslunarkeðjunnar Rubicon.⁴⁶² Í febrúar 2005 keypti Shoe Studio Rubicon á 16,8 milljarða í skuldsettri yfirtöku sem Kaupþing fjármagnaði, meðal annars með 1,6 milljarða króna millilagsláni. Eftir að yfirtökuskuldir, sem hvíldu á hinu sameinaða félagi, höfðu verið endurfjármagnaðar var félagið selt til Mosaic Fashion á 48,6 milljarða. Kaupþing fjármagnaði einnig þessi kaup, þar með talið með millilagsfjármögnun en hér var á ferð eitt stærsta yfirtökufjármögnunarverkefni Kaupþings til þess tíma.⁴⁶³

Ekki leið á löngu áður en Baugur og tengdir aðilar höfðu tekið að auka við eignarhlut sinn í félaginu. Vorið 2007 gerði félag að nafni Tessera Holding ehf. yfirtökutilboð í Mosaic. Tessera Holding var í eigu dótturfyrirtækis Baugs, F-Capital, Kaupþings, Fjárfestingarfélagsins Gnúps og Kevin Stanford auk nokkurra af helstu stjórnendum Mosaic Fashion og fyrrum eigenda Karen Millen. Í október 2007 var Mosaic tekið af markaði en þá átti Tessera 99,9% hlutfjár.⁴⁶⁴

29.4 Afskráning Baugs úr Kauphöll Íslands

Á sama tíma og Baugur Group tók yfir leikfangakeðjuna Hamleys og afskráðu hana úr Kauphöll Lundúna tók Gaumur, fjárfestingarfélag Baugsfeðga, yfir Baug Group og afskráði hann

⁴⁶⁰ Morgunblaðið 26. júní 2004, bls. 11; Fréttablaðið 26. júní 2004, bls. 6.

⁴⁶¹ Mosaic Fashion hf. Prospectus. Listing on ICEX Main list. June 2005. Reykjavík 2005, Kauphöll Íslands. Árbók 2006, bls. 60–61; Morgunblaðið 7. júní 2005, bls. 14; Morgunblaðið 3. maí 2005, bls. 13; Morgunblaðið 11. júní 2005, bls. 16; Fréttablaðið 4. maí 2005, bls. 38.

⁴⁶² Morgunblaðið 9. nóvember 2004, bls. 13.

⁴⁶³ Morgunblaðið 3. febrúar 2005, bls. B2, Fréttablaðið 4. febrúar 2005, bls. 32. Fréttablaðið 23. júní 2006, bls. 24. Tilkygning Mosaic Fashion til Kauphallar Íslands, 12. október 2006. Sjá vef Kauphallar Íslands:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=16707>. 10. febrúar 2006.

⁴⁶⁴ Fréttablaðið 5 maí 2007, bls. 22.

úr Kauphöll Íslands.⁴⁶⁵ Þó að það hefði verið mikil þátttaka í hlutafjárútboði Baugs 1999 og Baugur eitt stærsta félagið sem skráð var í Kauphöllina keyptu stofnanafjárfestar og lífeyrissjóðir ekki mikið í félaginu. Eignarhald félagsins var því alla tíð mjög þröngt og voru fyrirtæki Baugsfjölskyldunnar stærstu hluthafar í Baugi. Auk Gaums og norska félagsins Reitangruppen var Kaupþing einn stærsti hluthafi Baugs.

Á árinu 2002 juku bæði Gaumur og fasteignafélagið Stoðir, sem voru að stórum hluta í eigu Baugs, hlut sinn í Baugi. Í desember 2002 áttu Stoðir 7% í Baugi og Gaumur og Gaumur Holding 37,2%. Í maí 2003 lögðu svo stærstu hluthafar Baugs, þ.e. ýmis fyrirtæki tengd Jóni Ásgeiri og Jóhannesi Jónssyni og fjölskyldu þeirra auk Kaupþings, öll hlutabréf sín í Baugi inn í félagið Mund ehf. sem átti þá 61,2% í Baug.⁴⁶⁶ Mundur ehf. gerði í kjölfarið yfirtökutilboð í Baug. Aðalfundur Baugs í júní 2003 samþykkti að sækja um að félagið yrði afskráð félagið og í júlí var Baugur afskráður úr Kauphöllinni en þá var Mundur kominn með 90% í félaginu. Auk þess að eiga hlut í Mundi veitti Kaupþing ráðgjöf vegna framkvæmdar yfirtökutilboðsins.⁴⁶⁷

Í kjölfar yfirtökunnar var starfsemi Baugs endurskipulögð. Á hluthafafundi í október 2003 var ákveðið að skipta Baugi upp og verslunarrekstur félagsins á Íslandi færður í nýtt félag, Haga hf. Eigendur Haga voru Gaumur, Stoðir og Baugur Group. Um leið var áréttuð sú stefna að Baugur einbeitti sér að útrás frekar en fjárfestingum á Íslandi.⁴⁶⁸ Til þess að fjármagna fjárfestingar í Bretlandi voru seldar eignir á Íslandi, m.a. í maí 2004, lyfsölukeðjan Lyfja og hlutur Baugs Group í Flugleiðum.⁴⁶⁹

29.5 Kaup og yfirtökur á fyrirtækjum í upplýsingatækni og afþreyingariðnaði

Í desember 2003 tók Baugur við stjórn Norðurljósa, fjölmiðlafyrirtækis Jóns Ólafssonar, samverkamanns Jóns Ásgeirs úr Orca-hópnum. Norðurljós höfðu átt við fjárhagserfiðleika að stríða allt frá árinu 2000 en félagið var gríðarlega skuldbætt og samningar um endurskipulagningu skulda þess höfðu tekið langan tíma.⁴⁷⁰ Norðurljós áttu Íslenska útvarpsfélagið og Skífuna. Í janúar 2004 keyptu Norðurljós verslunarrekstur Tæknivals, þar með talið BT verslanirnar og Office 1 og sameinuðu þær Skífunni.⁴⁷¹ Í apríl 2005 var Skífan var endurskríð og hét þá Dagur Group en undir það fyrirtæki heyrðu m.a. Sena, verslanir

⁴⁶⁵ Morgunblaðið 17. maí 2003, bls. 72; Fréttablaðið 19. júní 2003, bls. 7; Tilkynning til Kauphallar Íslands um formlega afskráningu bréfa Baugs, Baugur Group hf. – Afskráning hlutabréfa 7. júlí 2003. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=24773>. 10. febrúar 2010.

⁴⁶⁶ Fréttablaðið 19. maí 2003, bls. 4; Fréttablaðið 17. maí 2003, bls. 2; Morgunblaðið 21. júní 2003, bls. 14.

⁴⁶⁷ Morgunblaðið 21. júní 2003, bls. 14; Dálkahöfundur Morgunblaðsins sagði eftirsjá að brotthvarfi Baugs úr Kauphöllinni og lýsti yfir ákveðnum ótta um að brotthvarf félagsins myndi þýða minna upplýsingastreymi um rekstur þess. „Innherji skrifar: Velgengi og vandamál.“ Morgunblaðið 24. júlí 2003, bls. B8.

⁴⁶⁸ Sjá Haga hf. (Baugur Ísland) Árslutareikningur samstæðunnar 31. ágúst 2003. Reykjavík 2004. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=12251>. 10. febrúar 2010.

⁴⁶⁹ Morgunblaðið 18. maí 2004, bls. 8; Morgunblaðið 22. maí 2004, bls. 12; „Innherji skrifar: Hvert stefnir Baugur?“ Morgunblaðið 20 maí 2004, bls. B12.

⁴⁷⁰ Morgunblaðið 18. desember 2003, bls. 73; Saga Norðurljósa er rakin í fréttaskýringu Agnesar Bragadóttur, Morgunblaðið 14. nóvember 2004, bls. 10–11.

⁴⁷¹ Morgunblaðið 31. janúar 2004, bls. 12–13; farið var yfir sögu og vöxt Baugs og skyldra félaga fram til 2004 í úttekt Morgunblaðsins á viðskiptaveldum í febrúar 2004 en samkvæmt Morgunblaðinu var Baugur umsvifamesta viðskiptaveldið á Íslandi um þær mundir. Morgunblaðið 5. febrúar 2004, bls. B2–B4.

Skífunnar, BT, Office 1, Smárabíó og Regnboginn. Um leið lýstu stjórnendur fyrirtækisins yfir að fyrirtækið hygðist á útrás.⁴⁷² Í febrúar 2006 keypti Dagsbrún, sem var arftaki Norðurljósa og í eigu Baugs, Senu aftur af Degi Group og í mars sama ár keyptu Hagar einnig verslanir Tæknivals. Í nóvember rann Dagur Group inn í nýtt fyrirtæki, Árdegi, sem einnig var í eigu Sverris Berg Steinarssonar. Árdegi hafði þá í september 2005 í félagi við Baug og Milestone tekið yfir dönsku raftækjakeðjuna Merlin. Í júní 2007 keypti Árdegi svo hlut Baugs í Merlin.⁴⁷³

Í september 2004 keyptu Norðurljós 35% hlut í Og Vodafone og voru þar með orðin stærsti hluthafinn í félaginu. Kaupin voru fjármögnuð að fullu með lánum frá Landsbankanum og Baugi. Í byrjun október hafði Baugur keypt 10,6% í Og Vodafone af Sigurði Gísla og Jóni Pálmasonum. Samtals áttu Baugur og Norðurljós þá 45,5% í Og Vodafone. Í október keypti Og Vodafone svo Norðurljós af eigendum þess og greiddi með eigin hlutabréfum. Í kjölfar þessa var Baugur orðinn stærsti eigandi Og Vodafone. Þessi viðskipti voru gagnrýnd á sínum tíma meðal annars vegna þess að verð bréfa í Norðurljósum var talið óeðlilega hátt í sameiningunni. Landsbankinn sá um verðmatið en bankinn var ekki aðeins beint og óbeint stór hluthafi bæði í Og Vodafone og Norðurljósum heldur einnig lánardrottinn Norðurljósa, sem voru afar skuldsett.⁴⁷⁴ Ári seinna, í ágúst 2005, var hið sameinaða félag endurskipulagt. Og Vodafone og fjölmiðlafyrirtæki Norðurljósa voru sett undir móðurfélagið Dagsbrún hf. en ekki er tóm til að rekja sögu og afdrif þess félags hér.

29.6 Útrás Baugs til Danmerkur

Þó að fyrirtækjakaup Baugs í Bretlandi hafi verið umfangsmikil og Baugur hafi keypt mörg gömul rótgróin fyrirtæki vöktu þau aldrei neina sérstaka andstöðu eða umtalsverða neikvæða fjölmiðlaumfjöllun.⁴⁷⁵ Hið sama gildi ekki um útrás Baugs í Danmörku.

Útrás Baugs til Danmerkur hófst fyrir alvöru í desember 2004 með kaupum Baugs á Th Wessel & Vett A/S, eignarhaldsfélagi hinnar þekktu vöruhúsakeðju Magasin du Nord. Það varð líklega til að kynda undir áhuga danskra fjölmiðla að fyrr um árið, eða í júní, hafði KB Banki keypt danska FIH-bankann fyrir 84 milljarða. Það vakti ekki síst athygli að heildareignir FIH voru meiri en eignir KB Banka. Viðbrögðin við kaupum Baugs á Magasin du Nord vöktu þó mun tilfinningalegri viðbrögð enda vöruhúsið eitt af þekktustu kennileitum Kaupmannahafnar.⁴⁷⁶

Kaupin á Magasin du Nord voru mun smærri í sniðum en yfirtökur Baugs í Bretlandi. Kaupverðið var 4,8 milljarðar en kaupendurnir voru Baugur Group, Straumur og fjárfestingarfélagið B2B Holding sem var í eigu Birgis Þórs Bieltvedt í gegn um

⁴⁷² Viðtal við Sverri Berg Steinarsson, *Fréttablaðið* 6. mars 2005, bls. 10. Félagið tók út opnuauglýsingar í dagblöðunum til að auglýsa nafnabreytinguna. *Morgunblaðið* 18. 2005, bls. 12–13.

⁴⁷³ *Morgunblaðið* 2. nóvember 2006, bls. B2; *Fréttablaðið* 17. september 2005, bls. 21; *Fréttablaðið* 29. júní 2007, bls. 53; Saga Dagsbrúnar og ýmissa forvera þess er rakin í Skráningarlýsingu Dagsbrúnar hf. apríl 2006. Reykjavík 2006, bls. 12–14. Sjá vef Kauphallar Íslands: <http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=15809> 10. febrúar 2010.

⁴⁷⁴ *Morgunblaðið* 2. nóvember 2004, bls. 14.

⁴⁷⁵ Sjá t.d. *Útrás íslenskra fyrirtækja til Lundúna*. Bresk-íslenska viðskiptaráðið og Viðskiptaráð Íslands, ritstjórar Þór Sigfússon og Halldór Benjamín Þorbergsson. Reykjavík 2006, bls. 17–18.

⁴⁷⁶ *Fréttablaðið* 13. nóvember 2004, bls. 2; *Fréttablaðið Markaðurinn* 10. ágúst 2005, bls. 9; Fjallað var um þessa umræðu í „Reykjavíkurbreffi“ *Morgunblaðsins* 16. janúar 2005, bls. 28–29. Þorsteinn Pálsson, sendiherra Íslands í Danmörku svaraði ritara Reykjavíkurbreðsins, „Þeir sletta enn skyrinu sem eiga það.“ *Morgunblaðið* 18. janúar 2005, bls. 27.

fjárfestingarfélagið M-Holding. Magasin du Nord hentaði mjög vel í skuldsetta yfirtöku. Rekstur félagsins hafði gengið brösuglega en bauð um leið upp á mikla möguleika á endurskipulagningu. Auk þess voru tækifæri í því að selja eignir út úr félaginu. Markaðsvirði fasteigna Magasin var t.d. hærri en heildar markaðsvirði félagsins.⁴⁷⁷

Í ágúst árið eftir keypti Baugur 80% í verslunarmiðstöðinni Illum en Magasin du Nord átti 20% í Illum. Kaupin voru í gegnum I-Holding og ásamt Baugi voru Straumur og Birgir Þór Bieltvedt eigendur I-Holding.⁴⁷⁸

Baugur og aðrir íslenskir fjárfestar gerðust einnig aðsópsmiklir á dönskum fasteignamarkaði. Má sem dæmi nefna að í júlí 2005 keypti Baugur 30% hlut í danska fasteignafélaginu Keops á sex milljarða og í nóvember 2005, ásamt Ole Vagner, forstjóra Keops, 22% hlut í fasteignafélaginu Nordicom. Þá keypti Baugur í janúar 2006, í gegn um fasteignafélagið Stoðir, Atlas Ejendomme.⁴⁷⁹

Þegar Íslendingar voru að kaupa dönsk fasteignafélög var fasteignabólan þegar búin að ná hámarki hér á landi. Fasteignaverð á Íslandi hafði hækkað um 23,3% árið 2004 og 31% árið 2005 og ljóst að markaðurinn gæti ekki haldið áfram að hækka með sama hætti. Árið 2006 nam hækkunin enda ekki nema 5%. Þó að danski fasteignamarkaðurinn hefði líka hækkað mikið töldu flestir að verð á fasteignamarkaðinum þar í landi væri ekki enn búin að ná hámarki enda hafði fasteignaverð í Danmörku hækkað minna en annarsstaðar í álfunni.⁴⁸⁰ Þetta gekk eftir og á árinu 2006 skiluðu fjárfestingar í fasteignum í Danmörku miklum hagnaði.

30. Niðurlag: „Míní-krísan“, hlutabréfabólan og viðvörunarraddir

Hin miklu eignakaup Íslendinga í Danmörku vöktu mikla athygli í þar í landi og þarlendir fjölmiðlar spurðu hvernig stæði á því að Íslendingar hefðu efni á að kaupa stór dönsk fyrirtæki – hvaðan allir peningarnir kæmu. Íslendingar brugðust frekar illa við þessum vangaveltum og þó sérstaklega kenningum um að íslenskir athafnamenn væru í raun leppar fyrir rússnesku mafíuna.⁴⁸¹

Danskir fjölmiðlar bentu á að krosseignatengsl og píramídauppbygging fyrirtækjavelða einkenndi atvinnulífið og að eignamynstur og tengsl íslenskra fyrirtækja væru líkust köngulóarvef en það sem helst virðist hafa vakið athygli dönsku blaðamannanna var hversu erfitt það var að átta sig á eignarhaldi og uppbyggingu atvinnulífsins þ.e. hversu hátt „flækjustigið“ var. Þessi mynd vakti mikla athygli og umtal á Íslandi og sitt sýndist hverjum. Margir urðu til að benda á að dönsku fjölmiðlarnir hafi ekki uppgötvað neitt nýtt. Þá var bent á að umfjöllun danskra fjölmiðla væri oft undarleg, skrifuð í miklum æsifrættastíl og full af rangfærslum og

⁴⁷⁷ *Morgunblaðið* 13. nóvember 2004, bls. 16; viðtal Hrafnhildar Smáradóttur við Birgi Þór Biltvedt, *Frjáls verslun* 10. tbl. 2004, bls. 20–29.

⁴⁷⁸ *Fréttablaðið* 4. ágúst 2005, bls. 24.

⁴⁷⁹ *Fréttablaðið* 20. júlí 2005, bls. 1; *Fréttablaðið* 30. nóvember 2005, bls. 20; *Fréttablaðið Markaðurinn* 17. ágúst 2005, bls. 8; *Morgunblaðið* 16. desember 2005, bls. 18; *Morgunblaðið* 6. janúar 2006, bls. 12; *Morgunblaðið* 2. mars 2006, bls. B8.

⁴⁸⁰ *Morgunblaðið* 26. janúar 2006, bls. 16; *Fréttablaðið, Markaðurinn* 8. mars 2006, bls. 12–13.

⁴⁸¹ *Morgunblaðið* 7. desember 2004, bls. 17; *Fréttablaðið* 5. desember 2004, bls. 18–19; *Morgunblaðið* 14. júlí 2005, bls. B2; Eyþór Ívar Jónsson: „Íslenskt peningapvætti?“ *Vísindanir* 27. tlb. 2005, bls. 1.

villum.⁴⁸² Í leiðara í *Fréttablaðinu* í desember 2004 sem Hafliði Helgason skrifaði um fréttaflutning *Berlingske Tidende* um kaup íslenskra athafnamanna á Magasin du Nord sagði hann að:

„Það væri að æra óstöðugan að elta ólar við allar missagnir og rangfærslur sem birst hafa í fréttum *Berlingske Tidende* um íslenskt viðskiptalíf. Raunar eru skrifuð með þeim ólíkindum að leitun er að þeirri staðreynd sem sett er fram í greinunum sem talist gæti rétt.“⁴⁸³

Þessi umræða varð háværari á árinu 2006 í kjölfar „míní-krísunnar“ og skrifa erlendra greiningardeilda um óstöðugleika íslenska fjármálakerfisins.⁴⁸⁴ Í október 2006 sló *Extrabladet* því upp að flókin uppbygging KB banka væri notuð til að stunda peningaþvætti og ýjaði að tengslum við vafasama rússneska auðmenn. Sigurður Einarsson stjórnarformaður KB Banka í sagðist í viðtali við *Fréttablaðið* ekki skilja fréttaflutning af þessu tagi og að það væri augljóslega mjög grunnt á undarleg viðhorf til Íslendinga í skrifum blaðsins. Hugsanlega væri rót gagnrýnninnar öfundsýki í garð Íslendinga:

„Ég verð bara að segja að ég átta mig ekki á hvað er átt við þarna, þetta er svo stjórnuvitlaus grein að það er ekki auðvelt að átta sig á því [...] Það er talað um vindblásna klettaeyju, rugguriddara, eyjarskeggja og árásargjarna víkinga og manni dettur bara í hug að þeir séu refurinn sem segir að berin séu súr. Hluti af þessu hlýtur að vera að okkur, eins og mörgum öðrum frá þessari „vindblásnu klettaeyju“, hefur gengið býsna vel og þetta er öfundsýki. Þeim finnst spennandi að skrifa um þetta og ráðast á Íslendinga. Það er fráleitt að nokkuð sé hæft í þessu.“⁴⁸⁵

Aðrir töldu gagnrýni Dana á íslenskt viðskiptalíf byggjast á skilningsleysi eða misskilningi. Guðjón Rúnarsson, framkvæmdastjóri Samtaka banka- og verðbréfafyrirtækja sagði þannig að í skýrslu Danske bank vorið 2006 gætti „nökkurs misskilnings um íslenskt hagkerfi og íslenska bankakerfið“.⁴⁸⁶

Það voru færri sem bentu á að þau flóknu eignatengsl sem danskir fjölmiðlar og erlendar greiningardeildir bentu á gætu verið raunveruleg vandamál og að flækjustig og sá óskiljanleiki sem einkenndi uppbyggingu efnahagslífsins kynni að rýra tiltrú útlendinga á atvinnulífinu. Í apríl 2006 var þó bent á það í *Vísbandingu* að skýrslur erlendra greiningardeilda, sem leiddu til „míní-krísunnar“ í upphafi árs 2006, sýndu að skortur á upplýsingum og gagnsæi af hálfu íslenskra fyrirtækja og íslensku bankanna væri ástæða þess að trúverðugleiki þeirra rýrnaði:

„Sú „krísa“ sem hefur skapast í íslensku viðskipta- og efnahagslífi snýst þó ekki um trúverðugleika Seðlabankans heldur að langmestu leyti um trúverðugleika íslenskra fjárfesta og viðskiptabanka og stöðugleika efnahagslífsins sem eru að mörgu leyti tengd mál. Lítið hefur þó skort á trúverðugleikann hér innanlands enda hefur verið landsátak í að lýsa veðurbliðu hér á landi, í hvaða veðri sem er, síðustu misserin. Það er einhvern

⁴⁸² *Morgunblaðið* 15. desember 2004, bls. 15; *Fréttablaðið* 8. desember 2004 bls. 1.

⁴⁸³ Hafliði Helgason: „Ruglið í *Berlingske Tidende*.“ *Fréttablaðið* 6. desember 2004, bls. 16.

⁴⁸⁴ Sjá *Morgunblaðið* 2 febrúar 2006, bls. B6; *Morgunblaðið* 26. febrúar 2006, bls. 40–41.

⁴⁸⁵ *Fréttablaðið* 30. október 2006, bls. 4.

⁴⁸⁶ *Fréttablaðið, Markaðurinn*, 23. mars 2006, bls. 28.

vegin grátbroslegt að horfa á Fjármálaeftirlitið bregðast ókvæða við erlendri gagnrýni þegar margoft hefur verið bent á vangetu þess til þess að sinna hlutverki sínu. Það segir sína sögu að það er gagnrýni útlendinga sem vekur menn af værum svefni. Útlendingar hafa ekki gleypst við sögum um íslenska efnahagsundrið, galdraviðskiptamenn og bankanýsköpun frá Íslandi. Ástæðan er ekki að menn „skilji þetta ekki“ fyrir utan landsteinana heldur sú að þekking og reynsla á viðskiptum og hagfræði hefur kennt mönnum að slík blússandi keyrsla er ekki möguleg til lengri tíma. Viðhorfið er að hið íslenska viðskiptaundur beri augljós merki bólu myndunar sem hlýtur fyrr en síðar að hjaðna. Þá er ekki góð hugmynd að sækja spakmæli í smiðju Steingrims Hermannssonar og halda því fram að hér á landi gildi önnur lögmál en annars staðar í heiminum. Slíkur málflutningur hefur aldrei fengið góðan hljómgrunn.“⁴⁸⁷

Stjórnendur bankanna gerðu sér ljóst að taka yrði gagnrýninni alvarlega og að grípa yrði til aðgerða til að byggja upp traust erlendra aðila á fjármálakerfinu, og lagfæra það sem magnaði upp misskilning. Halldór J. Kristjánsson, bankastjóri Landsbankans lagði áherslu á mikilvægi þess að upplýsingamiðlunar yrði aukin:

„Við erum alveg róleg yfir stöðunni og vitum að fjármálakerfið er afar traust. Við verðum hins vegar að átta okkur á því að ef erlendir aðilar skilja ekki einstaka þætti, sem magna upp misskilning, þá þurfum við einfaldlega að lagfæra það. Að vissu leyti hefur verið erfitt fyrir okkur að viðurkenna þetta því við erum alveg sannfærð um að þetta sé í góðu lagi hjá okkur. En traust er byggt á ímynd og þegar við áttum okkur á því að vissir þættir í okkar framkvæmd senda röng skilaboð, verðum við að hlusta á það.“⁴⁸⁸

Bankarnir brugðust við með því að stórauka almannatengsl sín erlendis.⁴⁸⁹

30.1 Viðvörunarraddir 2003–2006

Líkt og grein *Vísbindingar* sýnir voru efasemdaraddir um góðærið og útrásina. Það hafði enda varla dulist neinum sem fylgdist með íslensku atvinnulífi að fyrirtækjakaup Íslendinga í Bretlandi og Danmörku væru fjármögnuð með erlendu lánsfé og að lánsfjárflóðið væri einnig á bak við yfirtökur hér á landi og hefði keyrt upp eignaverð. Fjármálaeftirlitið hafði sömuleiðis lýst yfir áhyggjum þegar árið 2004 um að nán eignatengsl fyrirtækjahópa og -blokka væru ein ástæða mikilla hækkana á hlutabréfaverði sem þá höfðu átt sér stað. Páll Gunnar Pálsson, forstjóri Fjármálaeftirlitsins, sagði í ræðu sinni á ársfundi FME árið 2004:

„Að mati Fjármálaeftirlitsins hefur það verið áhyggjuefni að eignatengsl sem víða er að finna meðal félaga á íslenskum verðbréfamarkaði, ekki síst með aðild fjármálafyrirtækja, kunna að ráða nokkru um gengisþróun hlutabréfa. Þannig geta gagnkvæm eignatengsl haft áhrif á gengisþróun félaga á víxl þannig að hætta er á að í hækkun spinnist gengið upp langt umfram eðlilega verðþróun. Þessi áhrif geta líka komið til sögunnar í lækkunarferli. Hvort og þá með hvaða hætti þau áhrif koma fram nú verður tíminn einn að leiða í ljós.“

⁴⁸⁷ Eyþór Ívar Jónsson: „Spurning um trúverðugleika.“ *Vísbinding* 14 tbl. 2006, bls. 1, 4, tilv. bls. 1.

⁴⁸⁸ *Morgunblaðið* 19. mars 2006, bls. 6.

⁴⁸⁹ Sjá t.d. *Morgunblaðið* 10. mars 2006, bls. 15; *Fréttablaðið* 9. apríl 2006, bls. 6.

Páll Gunnar benti á að verðhækkanir fjármálafyrirtækja hefðu verið sérstaklega örar. Af þessum sökum væri þeim mun meiri ástæða til að menn stöldruðu við. Annað meginstef í ræðu Páls var útlánaaukning bankanna til skuldsettra fyrirtækjakaupa og umbreytingarverkefna, en hann benti á að hlutabréf stæðu að miklu leyti sem veð í þessum lánum og að bankarnir hefðu fjármagnað þessar lánveitingar sínar með erlendum lántökum.

„Ein áhrif þeirrar uppstokkunar í atvinnulífinu sem hér hefur verið vikið að, er að einstakir lántakendur og viðskiptaaðilar fjármálafyrirtækja, eða samtengdir fyrirtækjahópar, mynda stórar áhættur í bókum fleiri en eins fjármálafyrirtækis. Þetta er Fjármálaeftirlitinu nokkuð áhyggjuefni, og þá einkum það að fyrir kemur að fjármálafyrirtæki skilgreina tengsl einstakra viðskiptamanna með öðrum og þrengri hætti en Fjármálaeftirlitið telur rétt og varfærið. Þannig hefur Fjármálaeftirlitið í einstökum tilfellum haft ástæðu til að ætla að tengsl milli fleiri viðskiptamanna feli í sér að raunveruleg stærð áhættuskuldbindinga hafi farið yfir leyfileg mörk. Fjármálaeftirlitið hefur að undanförnu lagt sérstaka áherslu á athuganir á þessu. Mikilvægi þessa fyrir styrkleika einstakra fjármálafyrirtækja og fjármálastöðugleika er augljóst þegar horft er til þess að leyfileg hámarksstærð einnar áhættuskuldbindingar felur í sér að allt að fjórðungur eiginfjár bankakerfisins getur verið undir vegna einnar stórrar áhættuskuldbindingar“.⁴⁹⁰

Páll taldi ástæðu til að hafa þungar áhyggjur af þessari þróun.

Í áramótaávarpi sínu 31. desember 2003, sem þegar hefur verið vitnað til, gerði Davíð Oddsson forsætisráðherra miklar erlendar lántökur bankanna einnig að umtalsefni og að þær hefðu mikið til farið í að fjármagna skuldsettar yfirtökur.

Haustið áður hafði hafist umræða um „græðgisvæðingu“ íslensks samfélags en sú gagnrýni beindist að ofurlaunum í bankakerfinu. Þá höfðu bæði borist fréttir af kaupréttarsamningum forstjóra og stjórnarformanns Kaupþings Búnaðarbanka og miklu tapi Frjálsa lífeyrissjóðsins sem Kaupþing rak.⁴⁹¹ Kaupaukagreiðslur höfðu sætt gagnrýni allt frá því að Fjárfestingarbanki atvinnulífsins innleiddi þær 1998 en sú gagnrýni náði nú loks almennri athygli. Í þessu sambandi sagði Steingrímur J. Sigfússon í viðtali við *Morgunblaðið* að hér væru aðeins að koma fram einkenni þess „markaðsgræðgisvædda samfélags“ sem væri fylgifiskur „markaðs- og nýfrjálshyggjuvæðingar“ sem stjórnvöld höfðu fylgt. Steingrímur velti því einnig upp að stjórnendur bankanna gætu hugsanlega reynst Íslandi of dýrir:

„Höfum við efni á að halda mönnum í starfi ef það þarf að gera svona vel við þá? [...] Er ekki betra að heimsbyggðin njóti öll þessara snillinga og þeir vinni þar sem er pláss fyrir þá og að við leysum þetta sjálf hér heima enda höfum við nógu góðan mannskap til þess.“⁴⁹²

Í utandagskrárumræðum á Alþingi 27. nóvember 2003 hóf Jóhanna Sigurðardóttir umræðu um þessa þróun sem hún taldi mikið áhyggjuefni og vildi meðal annars að

⁴⁹⁰ Ræða Páls Gunnars Pálssonar, forstjóra á ársfundi Fjármálaeftirlitsins, 3. nóvember 2004, bls. 1, 4. Sjá vef FME: <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=2777>. 18. febrúar 2010.

⁴⁹¹ Sjá t.d. Jónas Kristjánsson: „Græðgisvæðingin.“ *DV* 24. nóvember 2003, bls. 2; Sigfríður Þórisdóttir „Undan Kaupþingsfeldi (teppi)...“ *Morgunblaðið* 26. nóvember 2003, bls. 40.

⁴⁹² *Morgunblaðið* 22. nóvember 2003, bls. 12.

Fjármálaeftirlitið rannsakaði hvort það væri löglegt að stjórnendur bankans fengju lán hjá bankanum til að kaupa hlutabréf í honum:

„Neðanjarðarlaunakerfi stjórnenda fyrirtækja er orðið mikið áhyggjuefni og engu líkara en að á síðustu árum sé að verða til ný yfirstétt sem lifir í einhverri veröld sem er til hliðar við raunveruleika íslensks samfélags. Þar ráða fremur geðþóttaákvæðanir og græðgi en almennar leikreglur og hagsmunaárekstrar grassera. Hver stjórnandi virðist umbuna öðrum í von um að fá það endurgoldið í myljandi tekjum sjálfur og allt er þetta á kostnað neytenda sem borga brúsann af öllu saman. Þetta kallar svo sannarlega á að settar verði reglur um stjórnarhætti í fyrirtækjum til að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra og að stjórnir fjármálafyrirtækja verði m.a. skipaðar óvilhöllum aðilum sem engra hagsmuna hafa að gæta.

Guð láti gott á vita um hörð viðbrögð ráðherranna nú sem ég fagna. En það var ekki fyrr en svo hrikalega var gengið fram af þjóðinni að þeir tóku við sér, þegar ekkert blasti við annað en þjóðaruppreisn. Kannski þurfti þetta bylmingshögg til að opna augu stjórnvalda, þegar tveir stjórnendur Kaupþings Búnaðarbanka fá á silfurfati ofan á meira en 4 millj. kr. mánaðartekjur, kaupréttarsamning á gengi sem er langt undir markaðsvirði, hlutafjárkaupin síðan fjármögnuð með lánsfé frá bankanum án trygginga í öðru en bréfunum og höfuðið svo bitið af skömminni með því að stjórnendur eru varðir fyrir tapi af öllum herlegheitunum. Þetta er yfiringilegt og ég mun kalla eftir því að Fjármálaeftirlitið skoði sérstaklega hvort ekki var verið að brjóta 104. gr. hlutafélagalaga með því að stjórnarformanni og forstjóra var lánað fyrir hlutafjárkaupunum.“⁴⁹³

Í kjölfar allrar þeirrar neikvæðu umræðu sem kaupréttarsamningarnir sköpuðu dró Kaupþing-Búnaðarbanki þá til baka. Engin raunveruleg almenn umræða fór þó fram um vaxandi skuldsetningu íslenskra fyrirtækja eða lán til hlutabréfakaupa og bankarnir drógu síst úr þeim.

Margir gerðu sér fulla grein fyrir því að góðærið svokallaða væri reist á ótraustum grunni og að það kynni að enda með skelli. Þetta má meðal annars sjá í umfjöllum ritstjóra *Vísbindingar*, Eyþórs Ívars Jónssonar, í maí 2005, um aðalfund Samtaka atvinnulífsins í sama mánuði sem bar yfirskriftina „Áfram í úrvalsdeild“. Á fundinum var meðal annars rætt um árangur íslenskra fyrirtækja í útrás, en það var á þessum fundi sem Halldór Ásgrímsson boðaði þá framtíðarsýn að Ísland yrði alþjóðleg fjármálamiðstöð. Halldór sagði árangur atvinnulífsins hafa verið ævintýrlegan og talaði um að Íslendingar væru að upplifa „mesta uppgangstíma sem við höfum lifað í sögu íslensks þjóðfélags“.⁴⁹⁴ Eyþór Ívar tók undir að viðskiptalíf landsins hefði gengið í gegn um stökubreytingar og að árangurinn virtist góður, en benti þó á að það væri of snemmt að spá fyrir um hversu góðar erlendar fjárfestingar Íslendinga myndu reynast. Hagvöxtur árána á undan væri fyrst og fremst til kominn vegna stóriðjuframkvæmda og aukins peningamagns í umferð. Fjárfestingar og fjárinnstreymi tengt stóriðju hefði valdið gengishækkun og alvarleg hætta væri á að góðærið endaði með „talsverðum hamförum“:

⁴⁹³ *Alþingistíðindi* 2003-2004 B (130. löggjafarþing), d. 2013. Sjá vef Alþingis: <http://www.althingi.is/altext/130/11/r27133345.shtml>. 18. febrúar 2010.

⁴⁹⁴ Ræða Halldórs Ásgrímssonar á aðalfundi Samtaka atvinnulífsins 2005, 3. maí 2005. Sjá vef forsætisráðuneytisins: http://www.forsaetisraduneyti.is/radherra/Raedur_HA/nr/1803. 18. febrúar 2010.

„Sú áhætta er þó enn fyrir hendi, ef fjárfestingarnar gefa ekki af sér þann hagnað sem til var ætlast að þessa tímabils verði ekki minnst sem „mesta uppgangstíma sem við höfum höfum lifað í sögu íslensks þjóðfélags“, eins og forsætisráðherra kallaði það, heldur sem mestu fjárglæfra Íslandssögunnar.“⁴⁹⁵

Nokkrum mánuðum síðar, í júlí 2005, varaði Eyþór við því í *Vísbendingu* að ákveðið „mikilmennskubrjálæði“ virtist einkenna útrásina og varaði við því að margir þeirra víkinga sem staðið hefðu í stefni útrásarinnar hefðu spennt bogann verulega hátt.

„Smæðin, fjarlægðin og aðgengi að fjármagni hefur staðið í vegi fyrir miklum fjárfestingum Íslendinga erlendis en minnimáttarkenndin hefur breyst í mikilmennskubrjálæði á skömmum tíma og opnað hefur verið fyrir flóðgáttir fjármagns sem hefur gert Íslendingum kleift að gera það sem þeim hugnast.“⁴⁹⁶

Ritstjóri *Vísbendingar* velti því fyrir sér í júní 2005 hvort íslensk stjórnvöld gerðu sér ljóst hvað væri að gerast. Hann benti á að þrjár bólur væru í hagkerfinu; gengi krónunnar væri óeðlilega hátt vegna innstreymis fjármagns, sem stóð bæði í sambandi við stóriðjuframkvæmdir og alþjóðlega lánsfjárbólu auk þess sem bólur hefðu myndast bæði á hlutabréfa og fasteignamarkaði. Allar þessar bólur myndu hjaðna og hætta væri á að þær gerðu það bæði skyndilega og allar í einu. Hagstjórnin og hágengisstefnan hefðu kynt undir bólumyndun og að stóriðjuframkvæmdir kynnu hæglega gera vandann verri. Eyþór Ívar benti á að það væru margir sameiginlegir drættir í efnahagsþróun á Íslandi og í Bandaríkjunum þar sem hagstjórnin virtist öðru fremur hafa einkennst af því að stjórnvöld væru að kynda undir eignabólu. Bandaríkin væru þó að komast að endimörkum þessarar bóluhagstjórnar og afleiðingarnar gætu orðið alvarlegar:

„Eigi Bandaríkjamenn í erfiðleikum með að stýra hagkerfi sínu eftir bóluhagfræðinni er hætt við að Íslendingar geti upplifað hagstjórnarvanda sem þeir hafa ekki þekkt fyrr í sögu lýðveldisins þegar bólumur þrjár fara að springa hver af annarri. Fjármálaráðherra hefur fundið lausn sem er fólgin í því að auka fjárfestingu í stóriðju sem getur þannig kynt frekar undir bólumyndun eða tafið fyrir hjöðnun bólna. Það kann að vera eina lausnin í spilunum því að það versta sem gæti gerst væri að allar bólurnar spryngju í einu. Aukin stóriðja gæti tafið fall krónunnar á meðan fasteignamarkaðurinn róast þannig að hægt væri að eiga við eina bólu í einu frekar en allar samtímis. Vandamálið er hins vegar að fjármálaráðherra gæti hugsanlega verið að auka á vandann með þessum aðgerðum, gert bólurnar stærri og illviðráðanlegri en ella.“⁴⁹⁷

Á þessum árum birti *Vísbending* fjölmargar greinar sem vöruðu við ástandi efnahagsmála og bentu á að skýr merki væru um bólu á eignamörkuðum. Því fer þannig fjarri að allir hafi hrifist með og að enginn hafi séð að útrásin og verðhækkanir á hlutabréfamarkaði væru reistar á ótraustum grunni og að skuldsetning íslenskra fyrirtækja kynni að vera áhyggjuefni.

Vísbending er hins vegar ekki sérlega víðlesíð blað og þó að ritstjórnargreinar *Morgunblaðsins* og Reykjavíkurbréf hafi stundum lýst áhyggjum af þróun mála voru þau blöð sem

⁴⁹⁵ Eyþór Ívar Jónsson: „Í úrvalsdeildinni.“ *Vísbending* 18. tbl. 2005, bls. 1.

⁴⁹⁶ Eyþór Ívar Jónsson: „Ísland gerir metkaup.“ *Vísbending* 28. tbl. 2005, bls. 1.

⁴⁹⁷ Eyþór Ívar Jónsson: „Hagstjórnarbóla.“ *Vísbending* 22. tbl. 2005, bls. 3–4, tilv. bls. 4.

fjölluðu um viðskipti og mest voru lesin, viðskiptablað *Morgunblaðsins* og Markaðurinn á *Fréttablaðinu*, mun ógagnrýnni í afstöðu sinni til þróunarinnar. Í ljósi þess að *Fréttablaðið* var borið ókeypis inn á flest öll heimili má ætla að máttur þess til skoðanamótunar hafi verið umtalsvert meiri en *Vísbendingar*.

30.2 Viðskiptafréttir fjölmiðla

Rétt er að hafa í huga að þótt umfjöllun fjölmiðla um viðskiptalífið og hlutabréfamarkaðinn hefði stóruð frá tíunda áratugnum skorti mikið á að umfjöllun fjölmiðla gæfi skýra, eða jafnvel rétta, mynd af þróun atvinnulífsins. Viðskiptafréttir voru oft lítið annað en endurprentanir á fréttatilkynningum fyrirtækja. Gott dæmi er frétt *Morgunblaðsins* 26. september og *DV* 27. september 2001 af samruna Búnaðarbankans og Lýsingar. Fréttir beggja blaðanna voru að stórum hluta orðrétt teknar upp úr fréttatilkynningu Búnaðarbankans og Lýsingar. Þó að hún hafi greint skilmerkilega frá ýmsum tölulegum staðreyndum, þar á meðal skiptahlutfalli á hlutabréfum í Lýsingu og Búnaðarbankanum upp á átta aukastafi (tekið var fram að eigendur Lýsingar myndu fá greitt fyrir hlut sinn með hlutabréfum í Búnaðarbankanum samkvæmt skiptahlutfallinu 1,18581081), var ekki vikið einu orði að því hvaða þýðingu þessi viðskipti hefðu. Þess í stað var gagnrýnislaust haft eftir stjórnendum Búnaðarbankans að „talsverð samlegðaráhrif“ myndu nást við kaupin þótt einnig væri tekið fram að engin breyting væri fyrirhuguð á rekstri Lýsingar eða tengslum hennar við bankann.⁴⁹⁸

Viðskiptafréttir einkenndust oftast en ekki af talnarunum sem voru líklega illskiljanlegar fyrir allan almenning. Það er líka mikið vafamál að almennir lesendur hafi haft nokkuð gagn af slíkum fréttum sérstaklega þegar það gerðist í raun aðeins í undantekningartilvikum að mikið tap, eða hagnaður, væri útskýrt eða sett í upplýsandi samhengi.

Ofuráhersla á fréttir af hlutabréfamarkaði urðu líka til þess að gefa villandi mynd af raunverulegu efnahagsástandi því að þótt hagnaður skráðra fyrirtækja hafi verið mikill var hann að stórum hluta afleiðing hækkana markaðarins. Eignaverðshækkunarir héldu að stórum hluta uppi hagnaði þeirra meðan eiginlegur rekstur gekk verr og útflutningsgreinar skiluðu óviðunandi afkomu vegna hás gengis.

Það er líka rétt að hafa í huga að þótt samkeppni hafi aukist á fjölmiðlamarkaði þá fækkaði fjölmiðlum. Gömlu flokksblöðin, *Þjóðviljinn*, *Tíminn* og *Alþýðublaðið*, hurfu á tíunda áratugnum og með þeim fækkaði sjónarhornum í fréttatilkynningu. Eftir aldamót voru *Morgunblaðið*, *Ríkisútvarpið* og fjölmiðlavelði Baugs í raun einu fjölmiðlarnir sem eitthvað kvað að. *DV* og *Viðskiptablaðið* höfðu mun minni útbreiðslu og þótt margir hafi haldið því fram að tilkoma veraldarvefsins hafi minnkað mikilvægi hefðbundinna fjölmiðla var mikilvægi hans fyrir virka þjóðfélagsmæðu í raun mjög takmörkuð fyrr en eftir 2006. Spyrja má hvort þessi fákeppni í fjölmiðlun hafi komið í veg fyrir heilbrigða umfjöllun um þróun efnahagslífsins.

⁴⁹⁸ *Morgunblaðið* 26. september 2001, bls. 4; *DV* 27. september 2001, bls. 8.

30.3 Íslenska útrásar- og fjárfestingarfélagabólan, 2003–2007⁴⁹⁹

Meðan hlutabréfaverð hækkaði og fyrirtæki skiluðu methagnaði sáu fáir ástæðu til að hafa áhyggjur. Árið 2003 hækkaði hlutabréfaverð um 56%. Árið eftir hækkaði verð um 59% og í nóvember 2004 talaði *Vísbinding* um að „eldgos“ væri á markaðnum. Árið eftir héldu verðhækkanirnar áfram og hlutabréfaverð hækkaði um 64,7%. Samfara þessum hækkunum fjölgaði aftur litlum fjárfestum á markaði. „Eldhús fjárfestar“ sem höfðu horfið í kjölfar þess að loftið fór úr aldamótabólunni streymdu nú að nýju inn á markaðinn. Sparifjäreigendur sem vildu ekki taka eins mikla áhættu lögðu fé sitt í verðbréfa- og peningamarkaðssjóði.⁵⁰⁰

Það bætti ekki úr skák að á þessum árum, 2003–2006, var íslenska útrásin útskýrð með „eðlislægum“ eiginleikum Íslendinga en íslenskir athafnamenn voru meðal annars sagðir skjótari og djarfari til athafna en starfsbræður þeirra í Evrópu.⁵⁰¹ Það er óhætt að segja að lofsöngur fjölmiðla um íslenska athafnamenn hafi oft jaðrað við hreina þjóðrembu. Það má skýrt merkja slíkan undirtón í viðbrögðum Íslendinga við þeirri gagnrýni sem birtist í Danmörku á íslensku útrásina.

Fyrstu daga ársins 2006 hækkaði hlutabréfaverð um 1% á dag og greiningardeildir bankanna spáðu því að hlutabréfaverð gæti hækkað um 15–25% á árinu. Greiningardeildirnar töldu sérstaklega að útrásarverkefni skráðra hlutafélaga myndu bera ríkulegan ávöxt og litlir fjárfestar streymdu inn á markaðinn. Verðhækkanirnar í byrjun árs 2006 voru enda skýrðar með því að fjöldi lítilla fjárfesta hefðu verið að kaupa hlutabréf, oft með lánsfé.⁵⁰² Þegar hér var komið sögu voru í raun öll klassísk einkenni hreinnar hlutabréfablöðru komin fram á íslenska markaðnum.

Í byrjun árs 2006 birtust svo nokkrar skýrslur erlendra greiningarfyrirtækja og greiningardeilda erlendra banka sem drógu upp svarta mynd af stöðu efnahagsmála og undirstöðum fjármálakerfisins hér á landi. Í febrúarbyrjun 2006 birtu tvö erlend greiningarfyrirtæki skýrslur um íslensku bankana. Credit Sights og Barkleys Capital Research bentu meðal annars á hversu þungt gengishagnaður af hlutabréfum vægi í afkomu bankanna og að ójafnvægi einkenndi efnahagslífið á Íslandi. Í lok febrúar lækkaði Fitch láns hæfismat ríkissjóðs á þeim forsendum að hagkerfið, og þó sérstaklega fjármálakerfið, sýndu merki ofhitnunar og að erlend skuldsetning þjóðarbúsins væri áhyggjuefni. Í mars barst skýrsla Merrill Lynch sem dró í efa að íslenska hagkerfið gæti náð mjúkri lendingu eftir háflug árána á undan. Útslagið gerði þó

⁴⁹⁹ Það er mjög erfitt að fella dóma um hvenær bólur myndast á hlutabréfa- og eignamörkuðum. Sjá til dæmis umræðu um hversu erfitt það hefur reynst að sýna með óyggjandi hætti að hlutabréfabólan í kauphöll New York á þriðja áratugnum hafi raunverulega verið bóla: Klein, Maury: „The Stock Market Crash of 1929: A Review Article.“ *The Business History Review* no. 2 (2001), bls. 325–351; Rappoport, Peter og Eugene N. White: „Was There a Bubble in the 1929 Stock Market?“ *The Journal of Economic History* no. 3 (1993), bls. 549–574; Liu, Tung; Gary J. Santoni og Courtenay C. Stone: „In Search of Stock Market Bubbles: A Comment on Rappoport and White.“ *The Journal of Economic History* no. 3 (1995), bls. 647–654; White, Eugene N.: „Stock Market Bubbles? A Reply“ *The Journal of Economic History* no. 3 (1995), bls. 655–665. Sá fræðimaður sem gengið hefur lengst í að hafna því að viðteknar kauphallarbólur sögunnar hafi verið raunverulegar bólur er Garber, Peter M.: „Famous First Bubbles.“ *The Journal of Economic Perspectives* no. 2 (1990), bls. 35–54; *Famous first bubbles. The fundamentals of early manias*. Cambridge MA. 2001.

⁵⁰⁰ Eyþór Ívar Jónsson: „Eldhús fjárfestirinn snýr aftur,“ *Vísbinding* 11. tbl. 2004, bls. 4.

⁵⁰¹ Í þessu sambandi er oft vísað til ræðu hr. Ólafs Ragnars Grímssonar, forseta Íslands: „How to Succeed in Modern Business: Lessons from the Icelandic Voyage.“ 3. maí 2005. Sjá vef forsetaembættisins: <http://forseti.is/media/files/05.05.03.Wallbrook.Club.pdf>. 18. febrúar 2010.

⁵⁰² *Fréttablaðið* 23. febrúar 2006, bls. 2 og 22; *Fréttablaðið, Markaðurinn* 1. mars 2006, bls. 10.

skýrsla Danske Bank sem birtist í lok mars en í henni var dregin upp kolsvört mynd af íslensku efnahagslífi. Í kjölfarið féll bæði gengi krónunnar og hlutabréfaverð.⁵⁰³

Afleiðing þessarar neikvæðu umfjöllunar var ört hækkandi skuldatryggingarálag íslensku bankanna. Fyrir vikið þrengdist aðgengi íslensku bankanna og annarra fjármálafyrirtækja og fjárfestingarféлага að erlendum lánsfjármörkuðum og lántaka varð dýrari. Neikvæð athygli erlendu greiningardeildanna jók einnig þrýsting á gengi krónunnar sem féll nokkuð í kjölfarið. Um leið lækkaði hlutabréfaverð. Í *Peningamálum* Seðlabankans var þessari atburðarás lýst þannig:

„Hræringar á gjaldeyrismarkaði endurómuðu á hlutabréfamarkaðnum en það er nokkur nýjung, því að hlutabréfamarkaðurinn hér á landi hefur frá upphafi fremur lotið sínum eigin lögmálum. Nú virðist sú breyting vera að gerast að markaðurinn verði fyrir utanaðkomandi áhrifum.“⁵⁰⁴

Markaðurinn var hins vegar fljótur að hrista af sér „míní-krísuna“. Skýrsla Tryggva Þórs Herbertssonar og Frederic Mishkin var mikilvæg til að endurreisa tiltrú fjárfesta og hálfársuppgjör bankanna um sumarið sem sýndu enn og aftur methagnað urðu til þess að blása að nýju kjarki í brjóst íslenskra fjárfesta. Bakslagið í byrjun árs 2006 var því aðeins tímabundið og skuldsettar yfirtökur og fyrirtækjakaup héldu ótrauð áfram. Ekki kom að skuldadögum fyrr en haustið 2008.⁵⁰⁵

⁵⁰³ Ásgeir Jónsson: *Why Iceland?* New York 2009, bls. 57–82.

⁵⁰⁴ „Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans: Órói á mörkuðum.“ *Peningamál* 1, 2006, bls. 63–68, tilv. bls. 65; „Þjóðhagslegt umhverfi og fjármálamarkaðir. Ójafnvægi skapar erfiðari skilyrði fyrir fjármálastöðugleika.“ *Fjármálastöðugleiki*, 2006, bls. 7–46.

⁵⁰⁵ *Efnahagsmál og skuldabréfamarkaður*, 2 töl. (6. júní) 2006, bls 7. Landsbanki Íslands. Sjá vef Landsbanka Íslands: http://www.landsbanki.is/Uploads/MailList/Docs/060606_ES.pdf. 10. febrúar 2010; Mishkin, Fredric S. og Tryggvi Herbertsson: „Financial Stability in Iceland.“ Viðskiptaráð Íslands maí 2006. Sjá vef Viðskiptaráðs Íslands: <http://www.vi.is/files/555877819Financial%20Stability%20in%20Iceland%20Screen%20Version.pdf>. 10. febrúar 2010.