Framtak
við endurreisn

FRAMTAKSSJÓÐUR ÍSLANDS

ICELANDAIR GROUP

ICELANDIC GROUP

TEYMI

advania

vodafone

HÚSASMIÐJAN

Plastprent

PROMENS

N1

Invent Farma

Dr. Ásgeir Jónsson og Alexander Freyr Einarsson

Framtak við endurreisn

Starf Framtakssjóðs Íslands á árunum 2009-2018

Dr. Ásgeir Jónsson og
Alexander Freyr Einarsson

Framtak við endurreisn
Reykjavík, 2018

Höfundar
Dr. Ásgeir Jónsson
Alexander Freyr Einarsson

Sérstakar þakkir fyrir yfirlestur:
Diljá Matthíasardóttir
Stefanía K. Ásbjörnsdóttir

Útgefandi:
Auðfræðasetur

Hönnun og umbrot:
Hemmi - Hermann Sigurðsson

Prentvinnsla:
Oddi, umhverfisvottuð prentsmiðja

ISBN 978-9935-24-327-0

Efnisyfirlit

Formáli **5**

Hin ógnvænlega eyða **7**
1.1. Tortíming fjármagnsins 7
1.2. Hvernig á að skipta upp gjaldþrota bönkum?. 10
1.3. Stofnun Framtakssjóðs Íslands 14
1.4. Um starfsemi framtakssjóða 17

Í landi hinna smáu efnahagsreikninga **20**
2.1. Land hinna lifandi dauðu 20
2.2. Þegar formið yfirtók efnið 22
2.3. Endurreisnin metin 27
2.4. Arðsemi Framtakssjóðsins 32
2.5 Að kaupa lágt en selja hátt 37

Krydd fyrir lífeyrissjóðina. **40**
3.1. Moldin eignast okkur 40
3.2. Vandinn við efnahagsreikning ríkisins 42
3.3. Farvegir fjármagnsins 45
3.4. Þörfin fyrir framtakssjóði. 50

Yfirlit yfir fjárfestingar Framtakssjóðsins **56**
4.1. Icelandair Group. 57
4.2. Icelandic Group 61
4.3. Teymi 68
4.4. SKÝRR/Advania 71
4.5. Vodafone. 75
4.6. Húsasmiðjan 78
4.7. Plastprent 81
4.8. N1. 85
4.9. Promens 89
4.10. Invent Farma. 94

Viðaukar
Viðauki A – Stofnskrá Framtakssjóðs Íslands 98
Viðauki B – Svar Seðlabanka Íslands vegna undanþágubeiðni frá gjaldeyrishöftum vegna Promens 106
Viðauki C – Yfirlýsing Framtakssjóði Íslands 3. febrúar 2015 vegna umræðu undanfarinna daga 119
Viðauki D - Starfsmenn Framtakssjóðs Íslands 121

Formáli

Framtakssjóður Íslands slhf. (FSÍ) var stofnaður 8. desember 2009 af 16 lífeyrissjóðum. Síðar bættust Landsbankinn og VÍS í hóp eiganda. Rekstur sjóðsins var í höndum sérstaks félags í eigu sömu aðila, Framtakssjóðs Íslands GP. Tilgangur sjóðsins var að vinna að fjárhagslegri og rekstrarlegri endurreisn íslensks atvinnulífs í kjölfar fjármálahrunsins sem og skila góðri ávöxtun til eigenda. Þá var gert ráð fyrir að fjárfest væri í öllum atvinnugreinum með það að markmiði að byggja upp öflug fyrirtæki sem gætu orðið leiðandi á sínu sviði.

Undirbúningur að stofnun sjóðsins hófst skömmu eftir bankahrunið. Það var fyrst og fremst að þakka framsýni og harðfylgi nokkurra forystumanna í atvinnulífinu innan Landssamtaka lífeyrissjóða og stærstu lífeyrissjóðanna, að verkefnið gat orðið að veruleika. Á einhverjum tímapunkti voru hugmyndir um að ríkissjóður myndi stofna nokkurs konar eignarhaldsfélag eða Framtakssjóð ríkisins sem mundi sinna svipuðu hlutverki og FSÍ. Alþingi veitti lagaheimild fyrir slíkum sjóð, en sem betur fer gengu þau áform ekki eftir. Mörg þessara verkefna urðu samt því miður lengi eftir innan bankakerfisins og úrvinnsla þeirra mála misjöfn.

Þegar nálgaðist starfslok sjóðsins ákvað stjórn FSÍ að leita til dr. Ásgeirs Jónssonar um að gera úttekt á sjóðnum á faglegan og sjálfstæðan hátt og draga saman meginþætti starfseminnar og þann árangur sem hefur náðst. Meta ekki síst hvaða lærdóm mætti draga af starfsemi sjóðsins. Ásgeir var falið að vinna þetta verkefni án afskipta stjórnar eða framkvæmdastjóra FSÍ. Ungur og upprennandi hagfræðingur, Alexander Freyr Einarsson, vann með honum að þessu verki og var þeim veittur óheftur aðgangur að öllum gögnum sjóðsins og gefnar upplýsingar um allt sem þeir kölluðu eftir. Fljótlega kom í ljós að verkefnið yrði bæði stórt og áhugavert og gæti nýst í kennslu og sem upplýsingarit fyrir fjölmarga aðila innan atvinnulífsins og lífeyrissjóðakerfisins. Var því ákveðið að gefa þetta út sem bók. Umfjöllunin skiptist í nokkra kafla þar sem farið er yfir sögu framtakssjóða, starfsemi og fjárfestingar FSÍ og þann árangur sem hefur náðst. Ásgeir leggur síðan út af þessu sem

hagfræðingur og fræðimaður með mikla innsýn í fjármálamarkaðinn, bæði hér á landi og erlendis. Stjórn Framtakssjóðsins þakkar Ásgeiri og Alexander fyrir gott verk. Að mati þess sem hér ritar, á þessi bók erindi við ýmsa aðila, nemendur, fjármálamarkaðinn, lífeyrissjóði, atvinnulífið og allan almenning í landinu.

Stjórn FSÍ færir starfsfólki sjóðsins þakkir fyrir að hafa náð þessum frábæra árangri sem fram kemur í bókinni. Þeirra mikla og samstillta starf og góð samskipti og samstarf við stjórn sjóðsins hefur skipt sköpum við að ná þessum árangri. Þar skiptir ekki síst máli að hópurinn hefur starfað sem sterkt teymi, er hefur haft faglega þekkingu, kjark og stuðning frá stjórn til að takast á við mörg afar krefjandi verkefni. Einnig ber að þakka eigendum sjóðsins fyrir hvatningu og yfirleitt skilning á störfum stjórnarinnar, þótt vissulega hafa eigendur ekki alltaf áttað sig á því hvað var í gangi á hverjum tíma. En þá kom einmitt í ljós mikilvægi þess að stjórnin var sjálfstæð og eigendur gátu almennt ekki haft dagleg áhrif á starfsemi sjóðsins nema þá í tengslum við fjárfestingastefnu sjóðsins.

Alls hagnaðist Framtakssjóðurinn um 47,7 milljarða króna af alls 43,3 milljarða fjárfestingum og skilaði 110% ávöxtun á líftíma sjóðsins eða um 22% árlegri raunávöxtun. Stofnun þessa sjóðs og árangur hans hefur haft áhrif til góðs á fjármálamarkaðinn og það sem er e.t.v. meira um vert, haft góð áhrif á þau fyrirtæki sem áttu hlut að máli.

Þorkell Sigurlaugsson,
formaður stjórnar FSÍ

Fyrsti kafli

Hin ógnvænlega eyða

1.1. Tortíming fjármagnsins

Í desember 1867 hélt breskur bankamaður, John Mills að nafni, erindi í Tölfræðifélagi Manchester (e. Manchester Statistical Society) er bar heitið *On Credit Cycles and the Origin of Commercial Panics*. Á þeim tíma nefndu Bretar fjármálakrísur *panics* eða óttaköst og eitt slíkt kast hafði einmitt riðið yfir árið áður eða 1866. Þetta óttakast var hið sjötta frá aldamótum 1800 og fleiri áttu raunar eftir að fylgja í kjölfarið áður en öldin var úti. Allar þessar krísur höfðu sömu framvindu. Þær hófust fyrst með áhlaupum á fjármálastofnanir, síðan gjaldþrotum fyrirtækja og í kjölfarið fylgdi kreppa og langvinnt atvinnuleysi.

Þetta var í árdaga nútíma bankastarfsemi og frjálsra fjármagnsviðskipta – rétt í þann mund sem hinn vestræni heimur var að tengjast saman á gullfæti. Sá tími sem fór í hönd hefur verið kallaður alþjóðavæðing hin fyrri og er líklega hvergi betur lýst en í skáldsögunni *Umhverfis jörðina á 80 dögum* eftir Jules Verne sem kom út árið 1873. Sú saga fjallar um veðmál enska heiðursmannsins Fileasar Fogg sem nýtti sér gufuskip og járnbrautir til þess að komast umhverfis heiminn á 80 dögum. Með sama hætti fóru vörur og fjármagn að ferðast um heiminn án tolla eða hindrana. Fólk tók líka að flytja á milli landa í stríðum straumum – frá gamla heiminum til þess nýja. Framfarir virtust alls staðar blasa við. En á sama tíma birtust ýmsir váboðar er ollu mönnum áhyggjum; hið nýja, frjálsa og alþjóðlega fjármálakerfi virtist vera ákaflega óstöðugt. Og einmitt þetta sama ár og Jules Verne ritaði áðurgreindan óð til alþjóðavæðingarinnar, eða 1873, brast á sjöunda óttakastið sem reyndist hið allra versta á nítjándu öld. Á eftir fylgdi kreppa bæði í Evrópu og Bandaríkjunum sem stóð í rúm sex ár, eða til ársins 1879. Þessi tími var kallaður *Kreppan mikla* allt þar til 1930 að önnur stærri kreppa stal titlinum og hefur haldið honum til þessa dags, en það er önnur saga.[1]

Það var því kannski engin tilviljun að örlagaárið 1873 kom út önnur mjög fræg bók eftir breska bankamanninn Walter Bagehot er bar titillinn *Lombard street* eftir samnefndri götu í fjármálahverfi Lundúna þar sem allir helstu bankar borgarinnar höfðu raðað sér upp. (Walter þessi var einnig stofnandi og ritstjóri tímaritsins The Economist.) Í bók sinni setur

1 Sjá t.d. „Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia". New York: Garland Reference Library of Social Science. David Galsner (ritstjóri). (1997).

Bagehot fram skýrar leiðbeiningar til seðlabanka um hvernig eigi að bregðast við bankaáhlaupum og *óttaköstum*, með því að þjóna sem lánveitendur til þrautavara. Er sú bók enn þann dag í dag grundvallarrit í þessum fræðum og lesin af mikilli ákefð.

Bankamaðurinn John Mills gerði meira en að snerta á mjög heitu umræðuefni í Manchester árið 1867. Fyrirlestur hans er ein fyrsta fræðilega tilraunin til þess að skýra af hverju þessi óttaköst áttu sér stað. Og að hans áliti var skýringanna að leita í sveiflum í væntingum, eða það sem hann kallaði „commercial moods". Óraunhæfar væntingar blésu upp fjármálabólur sem síðan sprungu með hvelli. Þetta er vitaskuld rannsóknarefni sem margir hafa fjallað um síðan en í umfjöllun sinni komst Mills svo snilldarlega að kjarna málsins að vart verður bætt um betur. Gefum honum orðið:

> *„Reglan er sú að fjármálakrísur tortíma ekki fjármagni; þær afhjúpa aðeins þá tortímingu sem þegar hefur átt sér stað með röngum fjárfestingum til gagnslausra verkefna með enga raunverulega arðsvon. En samt hefur breyting átt sér stað. Það er eitthvað sem hefur horfið, og skilið eftir sig ógnvænlega eyðu. ...Heilt tekið, þá má halda því fram, að fjármálakrísur tortími heitri sannfæringu í hugum fólks."* [2]

Í stuttu máli þá svipta fjármálakreppur aðeins tjöldunum frá og sýna þá tortímingu eða tap sem þegar hefur átt sér stað að tjaldabaki – og eyður blasa við þar sem áður höfðu sýnst gagnsamar eignir og arðbærar fjárfestingar.

Vart er hægt að finna betri lýsingu á stöðunni á Íslandi árið 2008, réttum 140 árum eftir fyrirlestur Mills í Manchester. Á ytra borði var sem ekkert hefði gerst. Innviðir, framleiðslutæki og atvinnuvegir landsins stóðu eftir óhaggaðir þótt þrír bankar hefðu hrunið. Á sama tíma var eins og allt hefði breyst – og heimurinn breytt um lit fyrir landsmenn. Eftir stóðu djúpar holur í efnahagsreikningum banka og fyrirtækja.

Það er í sjálfu sér óþarfi að fjölyrða um orsakir og atburðarás íslensku fjármálabólunnar sem sprakk með svo háum hvelli í október 2008 – um það hefur svo oft verið fjallað.[3] Viðbrögð íslenskra stjórnvalda eru einnig vel þekkt. Mánudaginn 6. október 2008 setti Alþingi neyðarlög[4] með vísun í neyðarrétt (e. force majeure). Með þeim var Fjármálaeftirlitinu

2 Orðrétt sagði Mills: "As a rule, Panics do not destroy capital; they merely reveal the extent to which it has been destroyed by its betrayal into hopelessly unproductive works. … But there is a change. Something has passed away and left an appalling blank behind it. … Broadly defined, then, Panic is the destruction, in the mind, of a bundle of beliefs." Grein lesin fyrir the Manchester Statistical Society, 11. desember 1867, On Credit Cycles and the Origin of Commercial Panics. Sjá Transactions of the Manchester Statistical Society, session 1867-68.

3 Sjá t.d. Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. (2016). The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World´s Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse. London: Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.

4 Lög nr. 125/2008.

(FME) veitar mjög rúmar valdheimildir til þess að grípa inn í rekstur starfandi banka sem og að stofna nýja banka. Neyðarlögin breyttu innistæðum í *forgangskröfur* sem gerði Fjármálaeftirlitinu kleift að flytja innlán úr gömlu bönkunum á nýja kennitölu ásamt innlendum eignum til þess að standa undir virði þeirra. Slíkar aðgerðir voru þó vel þekktar vestanhafs og mörg ákvæði neyðarlaganna eru mjög í ætt við bandarískt regluverk. Með neyðarlögunum fékk Fjármálaeftirlitið heimildir sem eru um margt sambærilegar heimildum FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) og ákvarðanir FME á grunni laganna fólust í nokkurs konar *kaupum og yfirtöku* (P&A) á eignum og skuldum gömlu bankanna.

Vert er þó að taka það fram að neyðarlögin sögðu aðeins til um forgang innlána og gáfu vald til þess að færa þau í nýja banka. Hvernig bönkunum yrði síðan skipt upp var hins vegar útfærsluatriði. Íslensk stjórnvöld tóku þá ákvörðun að skipta bönkunum í tvennt; innlendan hluta sem myndaði stofn að nýju bönkunum og síðan erlendan hluta er fór í slitameðferð. Innlendar eignir voru þannig fluttar ásamt innlánum til nýju bankanna á „gangvirði“ (e. fair value). Þannig var með neyðarlögunum brotið blað í bankasögu Evrópu þar sem eigendur hefðbundinna skuldabréfa (e. senior unsecured bonds) voru í fyrsta skipti um áratugaskeið látnir taka á sig kostnað vegna bankagjaldþrots. Raunverulegt gangvirði eignanna lék þó á tvennu og í kjölfar þessarar uppskiptingar hófst mikil deila við kröfuhafa bankanna um verðmætin sem voru færð yfir – en þær voru að mestu leyti lán til íslenskra fyrirtækja. Hins vegar var ekki um villst að þörf væri á verulegum afskriftum á þeim lánum sem færð voru til nýju bankanna enda blöstu við stórar holur á eignahlið margra íslenskra fyrirtækja eftir hrunið. Það var ekki aðeins að gömlu bankarnir hefðu lánað óvarlega inn í lánabólu heldur hafði eftirleikurinn – 50% gengislækkun, 20% verðbólga og 10% efnahagssamdráttur – valdið miklum skaða á efnahagsreikningum fyrirtækja og heimila, sem voru annað hvort með verðtryggð eða gengistryggð lán. Varlega ágiskað voru um 70% af lánasöfnum nýju bankanna í vanskilum eða vandræðum þegar þeir voru stofnaðir og það átti eftir að taka mörg ár fyrir þá að vinna úr þessum vandamálum – og fylla upp í holurnar sem hrunið hafði skilið eftir.

1.2. Hvernig á að skipta upp gjaldþrota bönkum?

Venjan er sú að bönkum í vanda er yfirleitt skipt upp í tvennt; í einn góðan og annan slæman banka (e. good bank/bad bank). Hraði og skjót úrlausn er aðalsmerki „slæmra" banka; þeim er aðeins ætlað takmarkað líf og það verkefni eitt að vinna úr slæmum, eða „eitruðum", eignum.[5] Helsti kosturinn við þessa aðferðafræði er sá að „góði" bankinn hefur verið hreinsaður af slæmum eignum og getur nú öðlast traust á nýjan leik og fjármagnað sig á góðum kjörum. Stjórnendur bankans geta einnig horft fram á við og beint athygli sinni að nýjum viðskiptatækifærum og veitingu nýrra lána í stað þess að vera fastir í úrlausn vandræðalána, endurheimt eigna, rekstri lögsókna og svo framvegis. Þau verkefni hvíla á starfsmönnum slæma bankans sem jafnframt eru meðvitaðir um að þeim sé aðeins ætlað að losa eignir hans og koma í verð. Takmarkaður líftími er aukinheldur áminning um fórnarkostnað þess fjármagns sem er í vörslu slæma bankans og að starfsfólki sé ætlað að hámarka núvirði eignanna. Til að undirstrika það enn frekar er venjan sú að starfsfólk slæmra banka hafi skýra launahvata með árangurstengdum og/eða tímatengdum bónusum til þess að vinna hratt og örugglega – og ljúka málum. Þannig felur skiptingin í góða og slæma banka í sér skýr skil á milli fortíðar og framtíðar – og tryggir jafnframt að stjórnendur bæði góða og slæma bankans hafi ekki aðeins skýran fókus heldur einnig sterka hvata til þess að vinna málin áfram með réttum hætti.

Venjulegir „góðir" bankar hafa hins vegar eilítið aðra hvata við skuldaúrvinnslu. Þeir hafa flestir takmarkað eigið fé og reyna í lengstu lög að forðast að afskrifa lán og bókfæra tap. Starfsfólk þeirra hefur einnig hugsanlega sögulega tengingu við hina upphaflegu lánveitingu og afskrift er því oft viðurkenning á mistökum sem kann að hafa áhrif á stöðu þeirra eða laun innan bankans. Þá kann að vera erfitt að grípa til nauðsynlegra en harkalegra aðgerða gagnvart fyrirtækjum sem hafa lengi verið viðskiptavinir og hvers stjórnendur hafa verið í góðum tengslum við bankann. Loks getur einfaldlega verið um hagsmunaárekstra að ræða þar sem einstaka starfsmenn kunna að meta hagsmuni lánþega ofar hagsmunum lánveitanda af ýmsum orsökum. Af öllum þessum ástæðum ofantöldum hefur starfsfólk venjulegra banka þann hvata að ná til baka bókfærðu virði lánsins sama hversu langan tíma það tekur til þess að þurfa ekki að færa tap.[6]

Hraði við úrvinnslu skiptir gríðarmiklu máli fyrir hið stærra efnahagslega samhengi til þess að stytta það millibils- eða óvissuástand sem fylgir skulda- eða rekstrarvandræðum

5 Fyrsti slæmi bankinn sem stofnaður var í þessum tilgangi var Grant Street National Bank í Bandaríkjunum árið 1988 sem var jafnframt látinn kaupa slæmar eignir af Mellon banka að nafnvirði 1,4 milljarða bandaríkjadala með 47% afslætti. Sjá Bleier, Michael E. (2008, ágúst) From 'Bad' Bank to 'Good'. Reed Smith. (Client Alert 08-143). Sótt af https://www.reedsmith.com/files/Publication/15cda61b-edcc-47dd-a186-cba9a4012fed/Presentation/PublicationAttachment/2e8568c2-06f1-4c-05-9641d2a0a15991ec/bull08143_200809034643.pdf

6 Eagleson, William R. (1990). How Good is a Bad Bank? The Real Estate Finance Journal, 71–75.

fyrirtækja – hvort sem niðurstaðan er sú að viðkomandi starfsemi sé sett í þrot eða endurskipulögð með nýjum eigendum eða jafnvel nýjum stjórnendum. Gríðarleg sóun fylgir því að láta fyrirtæki damla áfram í óvissu – jafnvel með neikvætt eigið fé og/eða rekstur sem stendur í ekki undir sér. Lykilatriði við úrvinnslu skuldamála er að viðurkenna það tap sem þegar hefur átt sér stað og fjármálakrísan hefur svipt hulunni af, svo aftur sé vitnað í ræðu John Mills í Manchester. Því fyrr sem nýr rekstrargrundvöllur er tryggður fyrir fyrirtæki eða framleiðsluþættir þess losaðir til annarra arðsamari verkefna með gjaldþroti, þeim mun fyrr getur nýr vöxtur hafist og efnahagslífið tekið að rétta úr kútnum.

Það var þó alveg skýrt að skipting íslensku bankanna í góða og slæma var ekki möguleg í október 2008. Til þess voru bankarnir of stórir þrátt fyrir afskriftir. Þá var það einnig svo að stærsti hlutinn af „góðu“ eignunum voru erlendar en megnið af innlendu eignunum „slæmar“. Slík skipting hefði því búið til mjög stóran „góðan” banka er hefði að stærstum hluta talið erlendar eignir sem íslenska ríkið hefði ekki haft bolmagn til þess að leggja til nægilegt eigið fé. Þessir „góðu“ bankar hefðu jafnframt þurft á erlendri fjármögnun að halda sem var ekki í boði á þessum tíma. Á sama tíma hefðu fjöldamörg íslensk fyrirtæki og heimili lent inni í slæmum banka er hugði ekki á nein framtíðarviðskipti. Hér er einnig vert að hafa í huga að skuldavandi Íslands í kjölfar hrunsins var ekki bundinn við nokkra geira eða ákveðin hólf í hagkerfinu – hann var kerfisbundinn og því ekki hægt að skera hann burt með einföldu hnífsbragði.

Hin innlenda/erlenda skipting íslensku bankanna í kjölfar neyðarlaganna var því óumflýjanleg, en hún skapaði ótal vandamál. Hinir nýju bankar fengu eignir í vöggugjöf sem voru meira eða minna í uppnámi eins og áður er fjallað um. Í raun má segja að nýju íslensku bankarnir hafi starfað sem „slæmir“ bankar fyrstu árin þar sem þunginn í þeirra starfsemi snerist um endurskipulagningu skulda og endurheimtu eigna. Margar eignir og jafnvel heilu fyrirtækin þurfti að selja eða koma með einhverjum hætti í rekstur þar til bærra aðila. Það leiddi sjálfkrafa til sömu hvatavandamála fyrir stjórnendur þeirra hérlendis sem þekkt er erlendis.

Aðrar útfærslur voru ræddar á hinni innlendu/erlendu skiptingu bankanna – sem meðal annars var ætlað að bregðast við ofangreindum hvatavandamálum ásamt því að skilja á milli endurheimtu gamalla lána annars vegar og veitingu nýrra lána hins vegar. Fyrsta hugmyndin snerist að því að takmarka þær innlendu eignir sem fluttar yrðu yfir til nýju bankanna við stofnun þeirra. Helgina 4.–5. október 2008 sendi Seðlabanki Íslands eftir þremur ráðgjöfum frá JP Morgan sem komu hingað á einkaþotu og áttu fund með fjórum ráðherrum í ráðherrabústaðnum aðfaranótt mánudagsins 6. október. Á þessum fundi sannfærðu þeir ráðherrana um að spilið væri búið og nauðsyn væri að grípa til

neyðaraðgerða. Hins vegar vildu ráðgjafarnir ekki færa nema mjög takmarkað af innlendum eignum til nýju bankanna – og þá einkum lán til heimila og smærri fyrirtækja en lán til stærri fyrirtækja yrðu skilin eftir í gömlu bönkunum. Þess í stað yrði eignahlið nýju bankanna – á móti innlánum – dekkuð með skuldabréfi með ríkisábyrgð og veði í eignum gömlu bankanna.[7]

Þessi leið var síðar farin við uppskiptingu SPRON þar sem innlán sparisjóðsins voru færð til Arion banka (Nýja Kaupþings) en útlán hans til úrlausnarfélags er hlaut nafnið Drómi.[8] Helsti kosturinn við þessa leið var sú að ekki þurfti að deila við kröfuhafa um verðmat á þeim eignum sem fóru á milli við skiptinguna líkt og við stofnun nýju bankanna þriggja. Aftur á móti er mjög erfitt að veita bankaþjónustu frá aðeins annarri hlið efnahagsreikningsins. Það reyndist einmitt raunin fyrir viðskiptavini SPRON sem áttu í miklum erfiðleikum með að fá úrlausn sinna mála með innlánsreikninga hjá einum aðila en skuldir hjá öðrum. Olli það mikilli óánægju. Í annan stað er ljóst að ef slík leið hefði verið farin við skiptingu gömlu bankanna – líkt og ráðgjafar JP Morgan lögðu til – hefði helftin af íslenskum atvinnufyrirtækjum setið eftir í slitabúi, hvort sem þau voru lífvænleg eða komin í þrot, og þá án tryggrar fjármögnunar til framtíðar og bankaþjónustu.

Önnur leið sem lögð var til var sú að skipta nýju bönkunum upp á nýjan leik og stofna ríkisrekið eignarhaldsfélag að sænskri fyrirmynd sem myndi sjá um endurskipulagningu íslensks atvinnulífs. Þessi endurskipting átti raunar upphaflega að vera hluti af endurreisnaráætluninni. Ísland leitaði aðstoðar hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum eftir hrun bankanna og í samstarfssamningi sem var undirritaður þann 15. nóvember 2008, var gert ráð fyrir því að erlendur sérfræðingur yrði látinn hafa umsjón með endurskipulagningu fjármálakerfisins. Til þessa verkefnis var fenginn Mats Josefsson sem hafði verið aðstoðarforstjóri sænska fjármálaeftirlitsins sem og aðstoðarbankastjóri sænska seðlabankans, Riksbank, í sænsku fjármálakrísunni í upphafi tíunda áratugarins. Sem kunnugt er brugðust sænsk stjórnvöld við þeirri kreppu með því að stofna ríkisrekið eignarhaldsfélag er keypti slæmar eignir af bönkum í vanda. Sú leið þótti gefast vel á þeim tíma.[9]

Mats skilaði skýrslu sinni þann 5. febrúar 2009 þar sem hann lagði til að stofnað yrði slíkt félag á Íslandi er skyldi kaupa slæmar eignir af sparisjóðunum. Jafnframt var mælt með slíku félagi til þess að kaupa eignir af nýju bönkunum þremur. Í samræmi við þessar ráðleggingar lagði fjármálaráðherra fram lagafrumvarp á Alþingi þann 15. maí sama

7 Sjá nánari umfjöllun í 4. Kafla hjá Ásgeiri Jónssyni og Hersi Sigurgeirssyni. The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World´s Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse.

8 Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins um ráðstöfun eigna og skulda Sparisjóðs Reykjavíkur og nágrennis, 21.mars 2009. Tilvísun 2009030080. Sótt af http://www.fme.is/media/akvardanir/21.-mars-2009.pdf

9 Jonung, L., (2009, febrúar). The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful. European Economy, Economic papers 360. Brussel: European Commission.

ár er heimilaði honum að „stofna opinbert hlutafélag sem hefur það að markmiði að aðstoða fjármálafyrirtæki við fjárhagslega endurskipulagningu atvinnufyrirtækja og ef nauðsynlegt þykir að kaupa, eiga, endurskipuleggja og selja þjóðhagslega mikilvæg atvinnufyrirtæki í samræmi við tilgang þessara laga. Þjóðhagslega mikilvægt atvinnufyrirtæki í lögum þessum er fyrirtæki sem sinnir svo mikilvægum almanna- eða öryggishagsmunum að stöðvun þess um lengri eða skemmri tíma mundi valda verulegri röskun í þjóðfélaginu öllu.“ Í athugasemdum við frumvarpið segir: „Erfitt er að skilgreina í lagatexta með fullnægjandi hætti hvað telst þjóðhagslega mikilvægt fyrirtæki. ... Með almannahagsmunum er átt við þá starfsemi atvinnufyrirtækja sem snúa að nauðsynlegum grunnþörfum samfélagsins eða eru mikilvægir hlekkir í innviðum þess. Með öryggishagsmunum er hér til dæmis átt við starfsemi sem snýr að fæðuöryggi, fjarskiptum, flutningi fólks eða farms milli landa eða innan lands.“[10] Frumvarp þetta varð að lögum en kom ekki til framkvæmda.

Segja má að hugmyndin um stofnun ríkisrekins eignarhaldsfélags hafi mætt sameinaðri andstöðu allra málsaðila. Kröfuhafar gömlu bankanna óttuðust að hér væri komin ný leið til þess að hafa af þeim eignir og stjórnendur nýju bankanna að hér væri verið að taka af þeim lífvænlega viðskiptavini. Það sem skipti þó mestu var að ríkissjóður hefði þurft að leggja fram gríðarlegar fjárhæðir til þess að kaupa téð fyrirtæki út úr bönkunum – og þau framlög gátu ekki talist annað en áhættufjármagn sem kom til viðbótar þeim miklu fjármunum sem lagðir höfðu verið að veði sem eigið fé eða fjármögnun nýju bankanna. Þá var mikill efi í íslensku atvinnulífi um það hvort ríkisrekið eignarhaldsfélag hefði réttu hvatana eða réttu þekkinguna til þess að standa ekki aðeins í fjárhagslegri endurskipulagningu heldur endurhugsun viðskiptalíkans, stefnumótun eða stjórnun þessara félaga.[11]

Þriðja leiðin við endurskipulagningu íslensks atvinnulífs hefði verið sú að nýta framtakssjóði. Í raun má segja að hugmyndin að slæmum banka (e. bad bank) sem að ofan er lýst sé í raun dregin af starfsemi slíkra sjóða. Framtakssjóðum er einungis ætlað að starfa í takmarkaðan tíma og kaupa aðeins eignir með skýr markmið í huga er varða umbætur eða endurskipulagningu til þess að auka virði þeirra. Framtakssjóðir voru því augljós leið til þess að endurreisa íslenskt efnahagslíf eftir áfallið 2008 sem eins konar rökrétt framhald af hinni innlendu/erlendu skiptingu bankanna. Þessi hugsun lá til grundvallar stofnun Framtakssjóðs Íslands þann 8. desember 2009 af 16 lífeyrissjóðum innan vébanda Landssamtaka lífeyrissjóða.

10 Frumvarp til laga um stofnun hlutafélags til að stuðla að endurskipulagningu þjóðhagslegra mikilvægra atvinnufyrirtækja. Þskj. 1 – 1. mál, 137. löggjafarþing. Sótt af http://www.althingi.is/altext/137/s/0001.html

11 Sjá nánari umfjöllun í 4. Kafla hjá Ásgeiri Jónssyni og Hersi Sigurgeirssyni. The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World´s Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse.

1.3. Stofnun Framtakssjóðs Íslands

Framtakssjóðir höfðu ekki náð fótfestu í íslensku viðskiptalífi á árunum fyrir hrun og var stofnun Framtakssjóðs Íslands því brautryðjendaverkefni. Framtakssjóðir eru í sinni einföldustu mynd fjárfestingasjóðir sem kaupa óskráð fyrirtæki og freista þess að selja þau síðar með hagnaði en einnig, þekkist að þeir kaupi í skráðum félögum og taki þau af markaði. Iðulega er það gert í samstarfi við stjórnendur umræddra félaga með það í huga að skrá þau aftur á markað síðar meir. Blómatími framtakssjóða er einmitt þegar hægt er að eignast fyrirtæki á hagstæðu verði á tíma efnahagskreppu og gjaldþrota fyrirtækja. Líftími framtakssjóðs er oftast á bilinu átta til tíu ár með möguleika á framlengingu. Fyrri hluta líftímans er yfirleitt varið til fjárfestinga en síðari hlutanum í sölu sem fer fram með þrennum hætti; skráningu á markað, sölu til annarra framtakssjóða eða sölu til strategískra kaupenda, gjarnan tengt samruna við önnur fyrirtæki. Oft fjárfesta fleiri en einn framtakssjóður í sama fyrirtækinu og vinna saman að rekstri þess og síðar sölu eða skráningu.

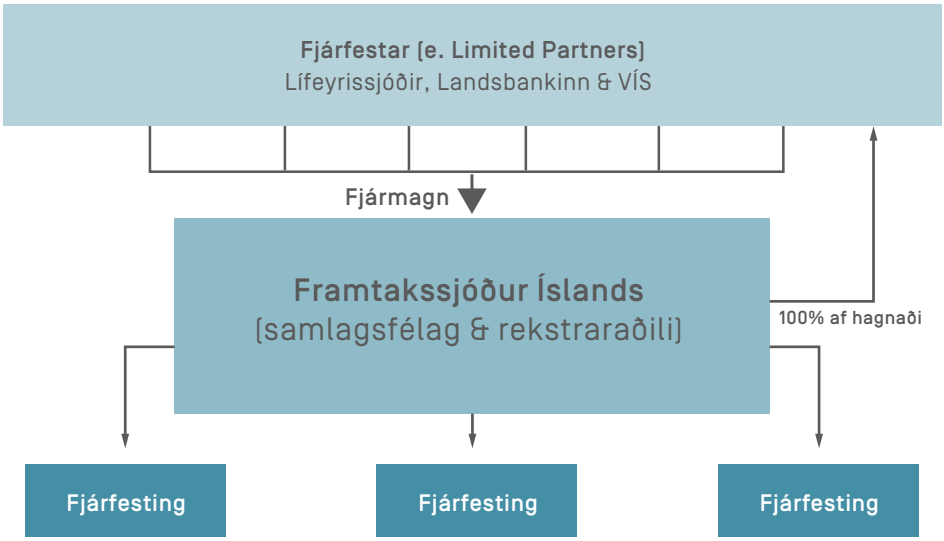
Algengt er að framtakssjóðir fjárfesti í meðalstórum og stórum fyrirtækjum með góða rekstrarsögu og litlar skuldir. Sumir sjóðir fjárfesta í yngri og smærri fyrirtækjum með mikla vaxtarmöguleika eða sérhæfa sig í ákveðnum tegundum fyrirtækja. Enn aðrir fjárfesta í fyrirtækjum í miklum vandræðum, með háar skuldir, sem þurfa á fjárhagslegri og rekstrarlegri endurskipulagningu að halda. Fjárfestingar framtakssjóða eru jafn mismunandi og þær eru margar og ráðast oft af því hvort sjóðurinn hyggist umbreyta rekstrinum eða einfaldlega greiða niður skuldir. Framtakssjóðir reyna yfirleitt að vera áhrifafjárfestar með bolmagn til þess að umbreyta fyrirtækjunum sem þeir eignast, svo sem með því að ráða nýtt stjórnendateymi. Starfsfólk framtakssjóða sest því oft í stjórn þeirra fyrirtækja sem sjóðurinn fjárfestir í og verða jafnvel stjórnendur þeirra.

Lykilatriðið við stofnun framtakssjóðs er ávallt það að velja fólk til starfa. Yfirleitt er reynt að setja saman teymi af reynslumiklu fólki úr fjárfestingabanka- eða ráðgjafarstarfsemi. Í ljósi þess að framtakssjóðir hafa einungis takmarkaðan líftíma er töluverð pressa að ganga hratt og örugglega til verks og að starfsmenn leggi allt í sölurnar til þess að ná árangri. Jafnframt eru ávallt settir upp skýrir afkasta- eða tímatengdir launahvatar til þess að ná sama markmiði. Hvatar mega aldrei vera óhagstæðir. Þeir mega ekki verða þess valdandi að það sé starfsmönnum í hag að viðhalda rekstri fyrirtækisins óbreyttum eða með einhver önnur annarleg sjónarmið að leiðarljósi.

Lífeyrissjóðir eru yfirleitt langstærstu fjárfestar erlendra framtakssjóða þó svo að þeir fjárfesti einungis örlitlum hluta eigna sinna (allt frá 1% til 5%) í slíkum sjóðum. Eftir því sem sjóðunum hefur fjölgað hefur samkeppnin aukist og hafa framtakssjóðir í auknum mæli þurft að hugsa til þess hvernig þeir geta raunverulega bætt fyrirtækin sem þeir fjárfesta í

fremur en að hagnast fyrst og fremst á skatthagræðingu og niðurgreiðslu skulda. Þeir þurfa að hafa skýra sýn á það sem má betur fara í stjórnun og rekstri fyrirtækjanna og þar skiptir þekking starfsmanna mjög miklu máli. Slíkir sjóðir skipta gjarna um stjórnendateymi við yfirtökur og velta hverjum steini í leit að leiðum til hagræðingar og virðisaukningar.

Nær allir framtakssjóðir eru settir upp sem samlagshlutafélög (e. limited partnerships) þar sem rekstraraðili sjóðsins er „general partner“ og fjárfestar eru „limited partners“. Í tilfelli Framtakssjóðs Íslands (FSÍ) má segja að lífeyrissjóðirnir hafi í raun tekið á sig bæði þessi hlutverk, þeir stofnuðu sjóðinn og stýrðu honum (án sérstakrar þóknunar). Uppsetning Framtakssjóðs Íslands er sýnd á mynd hér að neðan.



Mynd 1.1: Uppsetning Framtakssjóðs Íslands

Alls skuldbundu 16 lífeyrissjóðir sig til að leggja allt að 54 milljarða í sjóðinn. Inngreiðsla fjár fór eftir framvindu verkefna og kallað var eftir fjármagni sem þörf var á, á hverjum tíma. Áætlaður líftími sjóðsins var tíu ár en með möguleika á framlengingu um tvö ár, eða til ársins 2021. Fyrsta fjárfesting sjóðsins var í Icelandair Group sem þurfti á umfangsmikilli fjárhagslegri endurskipulagningu að halda til að félagið gæti komist aftur á rétta braut eftir efnahagshrunið. Félagið var reyndar skráð að nafninu til, en staða þess var erfið og mikil óvissa framundan.

Höfuðfjárfesting sjóðsins var aftur á móti aðeins síðar, um áramótin 2010–2011, er FSÍ keypti eignarhaldsfélagið Vestia af Landsbankanum. Vestia hélt utan um ýmsar eignir sem

bankinn hafði yfirtekið í kjölfar efnahagshrunsins. Langstærsta félag eignasafnsins var sjávarútvegsfyrirtækið Icelandic Group sem var með starfsemi víða um heim. Næst stærsta félagið var Teymi sem var móðurfélag Skýrr, Vodafone og fleiri félaga. Hin félögin í eigu Vestia voru Húsasmiðjan og Plastprent og voru þau talsvert smærri. FSÍ hafði einnig áhuga á Promens sem var í eigu Horns, dótturfélags Landsbankans. Atorka átti þriðjungshlut í Promens á móti Horni. Landsbankinn hafði ekki áhuga á að selja félagið til FSÍ á þeim tímapunkti, en sjóðurinn eignaðist félagið síðar. Þá eignaðist Framtakssjóðurinn síðar ráðandi hlut í N1 og lyfjafyrirtækinu Invent Farma.

Alls kom því Framtakssjóður Íslands að níu fyrirtækjum: Icelandic Group, Icelandair Group, Teymi (sem skipt var upp í Vodafone og Skýrr), Húsasmiðjunni, Plastprenti, N1, Promens og Invent Farma. Þar af voru Icelandic Group, Teymi, Húsasmiðjan og Plastprent hluti af eignarhaldsfélaginu Vestia sem FSÍ keypti af Landsbankanum áramótin 2010–2011. Sjóðurinn skoðaði jafnframt fjölmörg önnur fjárfestingartækifæra sem aldrei urðu að veruleika þótt sum hefðu verið nálægt því.

Sem kunnugt er byggir lífeyrisskerfi landsmanna á sjóðasöfnun og því lá beint við að íslenskir lífeyrissjóðir leggðu fram fjármagn til endurfjármögnunar, endurskipulagningar eða endurreisnar íslensks atvinnulífs. Það gátu vitaskuld einstakir sjóðir gert og gerðu – svo sem með beinum kaupum á eignum úr bönkum og þrotabúum sem og að taka þátt í nýskráningum fyrirtækja. Hins vegar bauð uppsetning framtakssjóðs upp á það að gera þetta sameiginlega og í seilingarfjarlægð (e. arms-length distance) frá bæði stjórn og framkvæmdarstjórn viðkomandi lífeyrissjóða þannig að komist væri hjá hugsanlegum hagsmunaárekstrum eða tortryggni. Í áratugi hafa fjárfestingar lífeyrissjóða í einstaka fyrirtækjum vakið umtal og deilur, meðal annars varðandi stjórnarsetu og þátttöku sjóðanna í rekstri fyrirtækja. Þessi aðskilnaður á milli eigenda og stjórnar sjóðsins var síðan áréttaður eftir Vestia kaupin með ákvörðun nr. 1/2011 frá Samkeppniseftirlitinu þann 14. janúar 2011 um að starfsmenn banka og lífeyrissjóða mættu ekki sitja í stjórn hans.

Þá var ljóst að ef margir lögðu saman í púkkið fengist afl til stærri steintaka en einstakir lífeyririssjóðir hefðu bolmagn til og jafnframt gæfist færi til þess innan slíkrar einingar að byggja upp mikilvæga þekkingu á fjárfestingum, umbreytingu fyrirtækja og sölu eða skráningu. Þá töldu margir að framtakssjóður í eigu lífeyrissjóðanna gæti einnig haft annað augað á þjóðfélagslegum markmiðum – svipuðum og lýst er í frumvarpi fjármálaráðherra um opinbert eignaumsýslufélag hér að ofan. Verður nú í næsta kafla vikið að árangri Framtakssjóðsins bæði hvað varðar þjóðfélagsleg markmið sem og arðsemi.

1.4. Um starfsemi framtakssjóða

Sögu framtakssjóða má rekja til áttunda áratugar síðustu aldar í Bandaríkjunum og fólst sérhæfing þeirra í skuldsettum yfirtökum fyrirtækja sem oft skiluðu ótrúlegri ávöxtun. Sjóðirnir urðu meira áberandi í bandarísku atvinnulífi framan af níunda áratugnum og árin 1985–86 stóðu þeir að baki meira en 20% af öllum yfirtökum þar í landi. Það var hins vegar ekki fyrr en árið 1989 sem slíkir sjóðir skutust raunverulega upp á stjörnuhimininn og urðu þekktir meðal almennings eða við 30 milljarða Bandaríkjadala fjandsamlega yfirtöku framtakssjóðsins KKR á tóbaks- og matvælaframleiðandanum RJR Nabisco. Yfirtaka af slíkri stærðargráðu hafði aldrei áður sést og var hún afar umdeild vegna vinnubragða KKR og baráttu hans við þáverandi forstjóra fyrirtækisins sem einnig vildi taka það yfir ásamt meðfjárfestum. Yfirtakan varð síðar umfjöllunarefnið í metsölubókar (og seinna kvikmyndarinnar) Barbarians at the Gate sem þótti ótrúlegri en margar fjarstæðukenndustu skáldsögur þrátt fyrir að vera byggð á raunverulegum atburðum. Þessi heimsfrægu kaup reyndust vera ein þau verstu í sögu KKR fyrr og síðar en sjóðurinn er þrátt fyrir það einn stærsti og farsælasti framtakssjóður heims enn þann dag í dag.

Í formála áðurnefndrar bókar er vitnað í grínistann Jackie Mason sem lýsir skuldsettum yfirtökum á eftirfarandi hátt:

> *„Í skuldsettri yfirtöku er ekki nóg með að þú þurfir ekki að útvega peningana, þú þarft ekki að sjá þá, þú þarft ekki að vita hvaðan þú færð þá og enginn veit hvaðan þeir koma. Þetta verður allt til úr engu. En því meira sem þú þarft að fá lánað, því minna þarftu að eiga. Með öðrum orðum, þá er þetta ekki bransi fyrir þá sem eiga peninga. Þetta er bransi fyrir þá sem eiga ekki peninga en þekkja samt einhvern sem á peninga, sem ætlar samt heldur ekki að fjárfesta eigin peningum...“*

Skuldsett yfirtaka felst í því að framtakssjóðurinn kaupir allt hlutafé fyrirtækisins, en greiðir einungis fyrir lítinn hluta þess með eigin fé og meirihlutann með lánsfjármagni. Lánsfjármagnið fer inn á skuldahlið efnahagsreiknings fyrirtækisins og í kjölfar kaupanna er sjóðstreymi frá rekstri notað til að greiða niður skuldirnar. Þannig þarf fyrirtækið í raun einungis að halda dampi í nokkur ár svo sjóðurinn geti selt það með hagnaði án þess að virði þess hafi raunverulega aukist. Ástæðan fyrir skuldsetningunni er sú að hún stóreykur ávöxtun eigin fjár líkt og dæmin tvö hér að neðan sýna.

Dæmi 1: Framtakssjóður kaupir fyrirtæki á einn milljarð króna. Hann reiðir fram 100 milljónir í eigið fé og fær 900 milljónir lánaðar á 10% vöxtum. Ári síðar hefur fyrirtækið tvöfaldast í virði og framtakssjóðurinn selur það á tvo milljarða. Hann greiðir 900 milljónirnar til baka ásamt 90 milljónum króna í vexti og á þá eftir rúman milljarð. Þannig hefur sjóðurinn rúmlega tífaldað fjárfestingu sína þrátt fyrir að virði fyrirtækisins hafi einungis tvöfaldast.

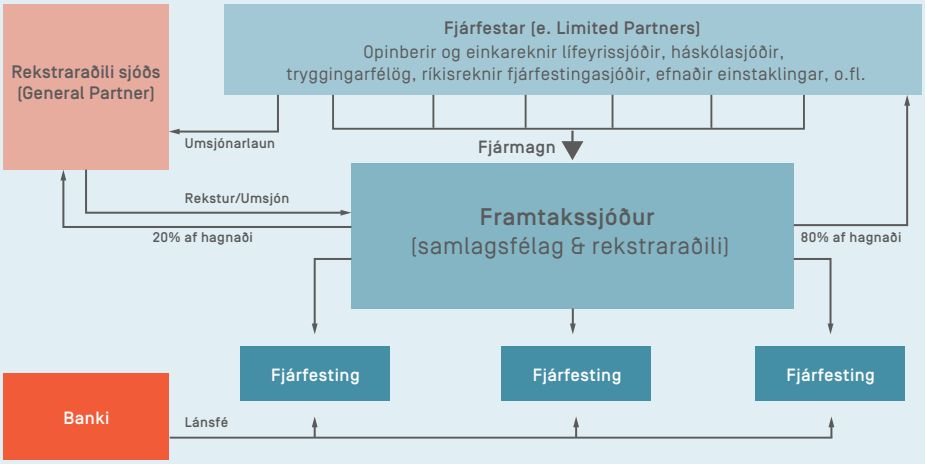
Dæmi 2: Framtakssjóður kaupir fyrirtæki á einn milljarð króna með sama hætti og í dæminu að ofan. Fyrirtækið skilar 500 milljóna króna hagnaði á einu ári. Í árslok er hagnaðurinn notaður til að greiða 90 milljóna króna vexti og 410 milljónir af höfuðstólnum. Framtakssjóðurinn selur síðan fyrirtækið á einn milljarð (sama og kaupverðið). Nú þarf hann hins vegar einungis að borga 490 milljónir króna í viðbót af láninu og heldur eftir 510 milljónum. Hann hefur þannig rúmlega fimmfaldað fjárfestingu sína þótt virði fyrirtækisins hafi ekki hækkað.

Önnur mikilvæg ástæða fyrir mikilli skuldsetningu framtakssjóða var hinn svokallaði skattaskjöldur (e. interest tax shield). Því skuldsettara sem fyrirtæki er, því minna greiðir það í skatta vegna hærri vaxtagreiðslna þar sem skattskjöldurinn eykst. Ef fyrirtæki greiðir til að mynda 100 milljónir króna í vexti og fyrirtækjaskattur er 50% býr það til 50 milljóna króna skattskjöld því vaxtagreiðslur dragast frá hagnaði. Skuldsettara fyrirtæki sem greiðir 200 milljónir í vexti býr til 100 milljóna króna skattaskjöld og svo koll af kolli. Aukin skuldsetning getur því aukið virði fyrirtækisins á þennan hátt. Þessi aðferðafræði framtakssjóðanna við að beita skuldsetningu til verðmætasköpunar fékk viðurnefnið fjármálatækni (e. financial engineering) og var þar vísað til þess að þeir væru í raun að hagnast án nokkurrar raunverulegrar verðmætasköpunar.

Þessi Mídasar-formúla framtakssjóða virkar hins vegar ekki alltaf og oft ráða yfirtekin fyrirtæki ekki við að greiða niður þær miklu skuldir sem fylgja yfirtökunni. Vaxtagjöldin ein og sér geta gengið að fyrirtækjunum dauðum. Þess vegna urðu framtakssjóðir fljótt frekar umdeildir þar sem þeir keyrðu oft keypt fyrirtæki í þrot. Þeir sjóðir voru talsvert vinsælli sem beittu minni skuldsetningu en reyndu þess í stað að koma með sérfræðiþekkingu inn í reksturinn til að skapa raunveruleg verðmæti.

Nær allir framtakssjóðir eru settir upp sem samlagshlutafélög (e. limited partnerships) þar sem rekstraraðili sjóðsins er svokallaður general partner og fjárfestar í

sjóðnum eru limited partners. Stærð hvers sjóðs er ákvörðuð út frá hlutafjárloforðum fjárfestanna sem heita ákveðinni upphæð sem rekstraraðilinn getur kallað til sín er hann hyggst ráðast í fjárfestingu. Ef til að mynda er settur á laggirnar 10 milljarða króna framtakssjóður, þá greiða fjárfestarnir þá upphæð ekki strax heldur eftir þörfum rekstraraðilans og fjárfestingaráformum hans.



Mynd 1.2: Uppsetning framtakssjóða

Rekstraraðilinn tekur þannig allar ákvarðanir án þess almennt að setja eigið fjármagn í sjóðinn. Fyrir þjónustu sína tekur hann tvenns konar þóknun: umsjónarlaun (e. management fee) og árangurstengda þóknun (e. carried interest). Algengt er að rekstraraðili sjóðsins taki árlega 2% hlutafjárloforða í umsjónarlaun og síðan 20% hagnaðar af fjárfestingu í árangurstengda þóknun. Svo haldið sé áfram með tíu milljarða króna framtakssjóðinn að ofan fengi rekstraraðilinn árlega 200 milljónir króna í umsjónarlaun. Ef tíu milljarða fjárfestingar sjóðsins yrðu að tuttugu milljörðum tæki rekstraraðilinn að auki til sín tvo milljarða í árangurstengda þóknun. Til að flækja málin eilítið krefjast fjárfestar yfirleitt einhvers konar lágmarksávöxtunar (e. hurdle rate) áður en þeir greiða 20% þóknunina. Í tilfelli Framtakssjóðs Íslands var reksturinn án þóknunnar en á kostnaðargrunni

Annar kafli

Í landi hinna smáu efnahagsreikninga

2.1. Land hinna lifandi dauðu

Í byrjun október 2010 gaf Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) út sitt þriðja endurskoðunarálit á sameiginlegri efnahagsáætlun sjóðsins og íslenskra stjórnvalda er hófst í nóvember 2008.[12] Álit AGS var í meginatriðum jákvætt – kreppan reyndist ekki eins djúp og spáð var og ríkisfjármálin höfðu verið tekin föstum tökum. Sjóðurinn vænti þess einnig að viðsnúningur væri rétt handan við hornið og hagkerfið færi aftur að vaxa þegar á fyrri hluta ársins 2011 – sem kom síðar á daginn. Helsta gagnrýni AGS sneri hins vegar að fjármálageiranum – nánar tiltekið hvað hinir endurreistu bankar væru seinir að endurskipuleggja efnahagsreikninga sína og taka á skuldamálum fyrirtækja. Sjóðurinn benti meðal annars á að þrátt fyrir að tvö ár væru liðin frá stofnun nýju bankanna var hlutfall vandræðalána (e. non-performing loans) enn um 60% af heildarlánasafni þeirra að nafnvirði og 45% miðað við bókfært virði. Hlutfallið hafði raunar staðið nær óbreytt frá ársbyrjun 2009. Jafnframt benti AGS á að hinir nýju bankar veittu engin ný lán – sem hlyti að teljast töluverð fyrirstaða fyrir endurnýjuðum hagvexti.

Í téðu áliti kom einnig fram að á þessum tíma hafði aðeins 10% íslenskra fyrirtækja verið sett í þrot eða fengið skuldaaðlögun – hin 90% voru áfram starfandi. Það var þó alls ekki jákvætt að mati AGS sem taldi að aðeins þriðjungur stærri fyrirtækja og tæpur helmingur smærri fyrirtækja gæti raunverulega starfað áfram án skuldaaðlögunar eða afskrifta. Því til staðfestingar benti AGS á að skuldir væru í vanskilum hjá 45% stærri fyrirtækja og 40% lítilla og meðalstórra fyrirtækja. Í stuttu máli var því niðurstaðan þessi: Ísland eftir hrun var land uppvakninganna – lifandi dauðra fyrirtækja með ónýtan eða gataðan efnahagsreikning – og allt virtist standa fast í því verkefni að staga í götin.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn tók að vísu fram að ýmislegt hafi orðið til tafar – og er sérstaklega fjallað um gengislánadóma í því sambandi. Einnig er vitnað í forsvarsmenn bankanna sem segja aðspurðir að þeir séu að útbúa samræmdar reglur, eða aðferðafræði, til þess að

12 International Monetary Fund. (2010, október). Iceland: 2010 Article IV Consultation and Third Review under Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria. IMF Country Report No. 10/305. Sótt af https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10305.pdf

taka á skuldamálum fyrirtækja og það muni taka 18–24 mánuði að koma þeim í framkvæmd. Það gekk eftir og hlutfall vanskilalána tók að lækka verulega eftir árið 2011.

Eins og fjallað var um í kaflanum hér að framan veldur fjármálabóla og/eða ofhitnun efnahagslífsins missetningu fjármagns (e. misallocation of capital) með fjárfestingum sem skilja eftir göt í efnahagsreikningum fyrirtækja. Þessum götum þarf að loka sem fyrst með uppgjöri og afskriftum eða viðurkenningu á því tapi sem hefur átt sér stað. Síðan er hægt að snúa við blaðinu. Allar tafir á þessu ferli eru mjög kostnaðarsamar – og allra verst er þegar góðum peningum er hent eftir slæmum eins það er orðað á slangri fjármálamarkaða. Eitt versta dæmið um slíkt er japanska kreppan 1990–1992 er kom í kjölfar mikillar eignabólu og bankaútþenslu árin á undan. Japanska jenið er forðagjaldmiðill, því gátu þarlend stjórnvöld prentað peninga til þess að halda fjármálakerfinu á floti og þannig forðast afskriftir og hraða efnahagslega aðlögun. Þess í stað var bönkum og fyrirtækjum umbreytt í uppvaknings-stofnanir sem var leyft að starfa áfram með holur í efnahagsreikningum. Árangurinn hefur vægast sagt verið slæmur. Lengi vel var vísað til tímabilsins 1991–2000 sem týnda áratugarins (e. lost decade) í Japan en þetta heiti hefur verið útvíkkað og nú er talað um tímabilið 1991 til 2010 sem hina týndu tvo áratugi (e. lost two decades). Allan þann tíma sem uppvakningarnir hafa reikað um landið hefur ríkt stöðnun í japönsku hagkerfi. Það er engum blöðum um það að fletta að helsta ástæðan fyrir töf við úrlausn skulda – sem AGS vakti sérstaka athygli á í október 2010 – var sú að hin óumflýjanlega innlenda/erlenda uppskipting bankanna eftir hrunið var alls ekki heppilegur stofnanastrúktúr til þess að vinna úr skuldamálum fyrirtækja. Eins og farið var yfir í kaflanum að framan liggur það í eðli venjulegra banka að forðast afskriftir lána og bókfært tap. Og í þeim efnum var íslensku bönkunum vitaskuld vorkunn. Gríðarleg heift ríkti í íslensku samfélagi á þessum tíma – sem líklega enginn skilur nema að hafa upplifað hana sjálfur. Skuldamál heimilanna voru óleyst – ef svo má segja – og því ef til vill skiljanlegt að allar fréttir um afskriftir á fyrirtækjalánum yrðu til þess að kalla fram þjóðfélagslega ólgu. Var ekki verið að afskrifa skuldir óreiðumanna? Ljóst var að hinir endurreistu bankar nutu ekki trausts við endurskipulagningu þeirra eigna sem komu frá föllnu bönkunum. Var ekki starfsfólk þessara „nýju“ stofnana hið sama og hafði veitt lánin upphaflega í „gömlu“ stofnununum? Raunar má segja að heil atvinnustétt – bankastarfsmenn – hafi verið glæpagerð í þjóðfélagsumræðu á þessum tíma. Það er því ekki að undra að sést hafi fyrirsagnir líkt og: „Bankarnir eru feimnir við að afskrifa skuldir fyrirtækja til að gera þau rekstrarhæf að nýju vegna harkalegra viðbragða í samfélaginu“ á frétt Morgunblaðsins þann 14. október 2010 sem skrifuð var upp úr áðurnefndri skýrslu AGS.[13]

13 https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1352458

2.2. Þegar formið yfirtók efnið

Mánuði eftir að áðurgreind skýrsla AGS kom út, eða í nóvember 2010, var gengið frá kaupum Framtakssjóðs Íslands á eignarhaldsfélaginu Vestia af Landsbankanum. Vestia var upphaflega stofnað til þess að halda utan um eignir sem Landsbankinn hafði yfirtekið í kjölfar efnahagshrunsins – en innihélt fjögur félög þegar það var selt til Framtakssjóðsins. Þau voru Icelandic Group (100% hlutur), Teymi (62% hlutur), Húsasmiðjan (100% hlutur) og Plastprent (100% hlutur).[14] Þessi fjögur félög áttu það öll sameiginlegt að hafa blásið út efnahagsreikninga sína á árunum fyrir hrun með skuldsettum yfirtökum sem voru fjármagnaðar með gengisbundnum lánum. Þessar yfirtökur voru annað hvort hluti af einhverri útrásaráætlun líkt og var með Icelandic, eða svo kölluðum öfugum samruna þar sem móðurfélag (eignarhaldsfélag) hefur skuldsett sig til að kaupa dótturfélag (rekstrarfélag) en í kjölfarið yfirtekur dótturfélagið móðurfélagið með öllum skuldum þess líkt og var í tilfelli Húsasmiðjunnar. Við skuldsettar yfirtökur er mismunur kaupverðs og bókfærðs verðs færður sem viðskiptavild – og hún hafði svo sannarlega safnast upp hjá þessum félögum. Það stóð líka á endum að þegar krónan féll og hagkerfið tók dýfu þurrkaðist eigið fé þeirra út. Þegar árið 2008 var gert upp höfðu þessi fjögur Vestia-félög tapað rúmum 70 milljörðum króna.

Í október 2010 voru þessi fjögur Vestia-félög samt sem áður ein af fáum íslenskum fyrirtækjum sem höfðu farið í gegnum nauðasamninga og/eða skuldaaðlögun sem að mestu fólst í því að hlutafé eigenda var þurrkað út og 67 milljörðum af skuldum var þess í stað umbreytt í eigið fé. Við árslok 2009 námu skuldir þessara félaga samtals 58,2 milljörðum og eignir 90,1 milljarði. Þrátt fyrir að töluvert mikil viðskiptavild væri strokuð út með tilheyrandi niðurfærslu eigin fjár var þó enn töluvert af „lofti“ eftir á bókunum.

Framtakssjóðurinn keypti Vestia fyrir 18,2 milljarða, samhliða lagði Landsbankinn fram hlutafjárloforð til Framtakssjóðsins sjálfs fyrir 15 milljarða sem svaraði til um 30% hlutar í sjóðnum. Tveir af starfsmönnum Vestia fylgdu með í sölunni. Þannig má segja að salan hafi jafnast á við að þessir tveir aðilar, Landsbankinn og FSÍ, hafi stofnað til félagsbúskapar (e. partnership) við endurreisn þessara fyrirtækja – þar sem Landsbankinn afhenti þau til Framtakssjóðsins gegn því að fá hlut í þeim ábata sem starf sjóðsins gæti skilað. Fyrir Framtakssjóð Íslands voru þessi viðskipti skrifuð í skýin – þau voru eins og sniðin að tilgangi og stofnskrá hans.

Frá sjónarhóli bankans fylgdu ýmsir kostir þessari sölu. Landsbankinn var stærsti fyrirtækjabankinn á innanlandsmarkaði á árunum fyrir hrun og því ærin verkefni við endur-

14 Landsbankinn. (2010, 1. desember). Kaupum Framtakssjóðs Íslands á Vestia lokið. Sótt af https://bankinn.landsbankinn.is/fjolmidlar/frettirogutgafuefni/2010/12/01/kaupum-framtakssjods-Islands-a-Vestia-lokid/?p=27

skipulagningu fyrirtækja. Með sölunni var því verið að útvista þessum verkefnum – án þess að gefa eftir mögulegan ábata að fullu. Í annan stað var nýi Landsbankinn ekki aðeins í eigu ríkisins heldur einnig fjármagnaður með stóru skuldabréfi útgefnu af gamla Landsbankanum (LBI) – sem meðal annars var ætlað að standa straum af Icesave-skuldbindingu bankans við bresk og hollensk stjórnvöld. Bankanum var því beinlínis ætlað að losa um eignir eins og fljótt og hægt var – sem gerði hann eilítið frábrugðinn hinum bönkunum tveimur sem voru í eigu slitabúa sem virtist ekki liggja eins mikið á. Á þessum tíma var eiginfjárstaða Landsbankans tæp. Í lok mars 2010 var eiginfjárhlutfall bankans 16,3% eða aðeins 0,3 prósentustigum yfir lágmarkskröfu Fjármálaeftirlitsins. Stuttu síðar eða þann 16. júní 2010 kvað Hæstiréttur Íslands upp fyrsta dóminn um lögmæti erlendra og gengistryggðra lána sem fól í sér töluvert tap fyrir hina nýju banka. Ljóst er því að með Vestia-sölunni gat bankinn bæði innleyst hagnað og minnkað efnahagsreikninginn – og þannig rétt af eiginfjárhlutfallið. Þá verður einnig að hafa í huga að þar sem Landsbankinn var ríkisbanki stóð hann sérlega höllum fæti gagnvart almenningsálitinu, hagsmunaaðilum eða öðrum stjórnmálalegum þrýstingi um það hvernig skyldi staðið að endurskipulagningu fyrirtækja. Hvað Vestia-félögin snerti var það álit bankastjóra Landsbankans „að eignarhald bankans hefði truflað rekstur þeirra“ vegna þess að bankinn hefði „laskaða ímynd“.[15]

Til þess að vekja lifandi-dauð fyrirtæki aftur til lífsins er ekki nægjanlegt að endurskipuleggja skuldir og þurrka út fyrri eigendur. Of mikil skuldsetning og holur í efnahagsreikningi sem koma fram eftir fjármálaáföll tengjast yfirleitt einhverjum grunnvandræðum í rekstrarlíkaninu sjálfu. Svo var einnig um þessi fjögur Vestia fyrirtæki sem áttu það sameiginlegt að þau voru komin í rekstrarörðugleika fyrir hrun – og skiluðu tapi áður en áfallið stóra reið yfir. Þessi félög voru einnig – ef Húsamiðjan er undanskilin – samsett úr mörgum og illa samstæðum einingum sem hafði verið raðað saman á stuttum tíma með yfirtökum heima og erlendis. Næsta skref hlaut því að felast í endurskipulagningu reksturs – minnka efnahagsreikninginn, selja og/eða loka óarðbærum einingum og svo framvegis.

Bankar eru, þegar á heildina er litið, ekki heppilegur vettvangur fyrir endurskipulagningu rekstrar – vegna þess einfaldlega að ... ja ... þeir eru bankar. Fjármálastofnanir fjármagna fyrirtæki – og slíkar stofnanir hætta sér út á hálan ís þegar þær taka að sér að sjá um rekstur viðskiptavina sinna samhliða því að lána þeim. Fyrir það fyrsta eru starfsmenn þeirra komnir út fyrir sitt sérsvið og raunar má efast um að bankinn geti gegnt hlutverki eigenda með trúverðugum hætti – nema í mjög skamman tíma. Í annan stað opnast strax Pandórubox fullt af mögulegum hagsmunaárekstrum, hvatavandamálum og samkeppnisvandamálum – sem voru einnig mikið til umræðu á Íslandi eftir hrun þar sem talsmenn fyrir-

15 Lífeyrissjóðir kaupa eignir Landsbanka. (2010, 21. ágúst). Fréttablaðið, bls. 8.

tækja sem ekki urðu gjaldþrota töldu erfitt að keppa við fyrirtæki í eigu bankanna. Þessum vandamálum var til að mynda mjög vel lýst í skýrslu Samkeppniseftirlitsins *Samkeppni eftir hrun* sem var gefin út í júní 2011. Þar kom fram að bankar réðu yfir tæplega helmingi eignarhluta á 120 stórum fyrirtækjum á „völdum samkeppnismörkuðum".[16]

Reynt var að bregðast við þessu á Alþingi í júní 2010 með breytingum á ákvæðum laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og heimildir þeirra til að stunda tímabundið starfsemi í óskyldum rekstri í þeim tilgangi að ljúka viðskiptum eða til að endurskipuleggja starfsemi viðskiptaaðila. Með breytingunum voru heimildir fjármálafyrirtækja til að stunda slíka tímabundna starfsemi takmarkaðar við 12 mánuði (sbr. lög nr. 75/2010). Hins vegar gat Fjármálaeftirlitið framlengt tímafrestinn á grundvelli rökstuddrar umsóknar frá viðkomandi fjármálafyrirtæki í sex mánuði í senn. Velta má fyrir sér hve mikið aðhald þessi lög veittu raunverulega þar sem framkvæmdin virtist vera með þeim hætti að Fjármálaeftirlitið veitti fresti fremur frjálslega þannig að bankarnir gátu geymt allra handa félög á efnahagsreikningi sínum í töluverðan tíma. Tölurnar tala sínu máli hér en samkvæmt frétt Fjármálaeftirlitsins frá 17. nóvember 2011 áttu bankarnir 132 félög í tímabundinni starfsemi og þar af höfðu 74 umsóknir um aukinn frest verið afgreiddar.[17] Tveimur árum síðar eða 2. október 2013 áttu fjármálafyrirtæki enn 72 félög í tímabundinni starfsemi og höfðu þá fengið fresti vegna 68 þeirra.[18] Voru þá liðin fimm ár frá hruni. Félag atvinnurekenda gagnrýndi Fjármálaeftirlitið á þessum tíma fyrir að veita bönkunum of rúma fresti til að losa sig við eignarhlut í fyrirtækjum í óskyldum rekstri[19], jafnframt fékk Samkeppniseftirlitið fjölda kvartana vegna þessa.[20] Allt að einu. Í mars 2015 áttu fjármálafyrirtæki ráðandi hlut í 41 félagi með þeim formerkjum að um tímabundna starfsemi væri að ræða og voru 39 þeirra á fresti frá Fjármálaeftirlitinu.[21] Þá voru liðin rúmlega sex ár frá hruni. Í ljósi þess að mörg yfirskuldsett fyrirtæki voru látin danka í einhvern tíma áður en þau voru tekin yfir af lánadrottnum er þetta ansi langur tími fyrir félög að starfa í faðmi fjármálastofnunar.

Ljóst er því að Vestia-salan er það sem hefði átt að gerast á eftirhrunsárunum – að bankarnir létu af hendi félög strax eftir skuldameðferð í stað þess að hanga á þeim árum saman – sem því miður var raunin. Hins vegar olli salan stormi í samfélagsumræðunni á sínum

16 Samkeppniseftirlitið. (2011). Samkeppni eftir hrun. Ritröð Samkeppniseftirlitsins: Rit nr. 2/2011. Sótt af http://www.samkeppni.is/utgafa/frettir/nr/1780

17 Fjármálaeftirlitið. (2011, 17. nóvember). Tímabundin starfsemi lánastofnana. Sótt af https://www.fme.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettir/nr/1103

18 Fjármálaeftirlitið. (2011, 2. október). Tímabundin starfsemi fjármálafyrirtækja. Sótt af https://www.fme.is/media/frettir/Timabundin-starfs-lanast-2okt2013.pdf

19 Ríkisútvarpið. (2013, 10. október). Segir FME veita bönkum of rúman frest. Sótt af http://www.ruv.is/frett/segir-fme-veita-bonkum-of-ruman-frest

20 Kjarninn. (2015, 3. mars). FME veitir bönkunum fresti til að stunda óskyldan rekstur. Sótt af https://kjarninn.is/skyring/fme-veitir-bonkunum-fresti-til-ad-stunda-oskyldan-rekstur/

21 Fjármálaeftirlitið. (2015, 1. mars). Tímabundin starfsemi. Sótt af https://www.fme.is/media/frettir/2015-03-01-Timabundin-starfsemi.pdf

tíma og urðu söluaðilarnir fyrir gagnrýni úr nánast öllum áttum. Fyrir það fyrsta beindist mikil reiði að Landsbankanum vegna meintra brota á starfsreglum Vestia sem hafði upphaflega verið ætlað að selja út einstök félög í opnu og gagnsæju söluferli. Landsbankinn bar það fyrir sig að Vestia hefði verið selt í heild sinni og að starfsreglur um sölu á einstökum eignum ættu því ekki við. Í annan stað var Framtakssjóðurinn gagnrýndur fyrir kaupin af tvennum ástæðum: Annars vegar væru kaupin of áhættusöm og hins vegar ætti Framtakssjóðurinn ekki að standa í slíkum fjárfestingum þar sem hann væri í eigu lífeyrissjóða. Til að mynda ályktaði stjórn Farmanna- og fiskimannasambandsins að stjórn FSÍ hefði farið langt út fyrir þann ramma sem lagður var til grundvallar þegar hlutverk sjóðsins var kynnt fyrir stjórnum þeirra lífeyrissjóða sem gert var ráð fyrir að standa myndu að fjármögnun Framtakssjóðsins. Jafnframt hafi ekki verið sýnt fram á að kröfu um ávöxtun hafi verið fullnægt og meira en nóg væri komið af áhættufjárfestingum hjá lífeyrissjóðum íslensks launafólks.[22] Miðstjórn Bandalags háskólamanna (BHM) ályktaði einnig gegn kaupunum. Guðlaug Kristjánsdóttir, formaður BHM, sagði þá í blaðaviðtali að bandalagið hafi við stofnun sjóðsins varað við því að sjóður á vegum launamanna kæmi með virkum hætti að ákvörðunum um það nákvæmlega hvaða fyrirtæki skyldu halda velli.[23]

Jafnframt lýstu margir yfir áhyggjum af því að verið væri að velta vandamálum Landsbankans (og þá íslenska ríkisins) yfir á lífeyrisþega – Landsbankinn væri í raun og veru að plata ónýtu drasli inn á lífeyrissjóðina. Var það til að mynda álit Hallbjörns Karlssonar fjárfestis í erindi sem hann flutti á morgunverðarfundi Samtaka Verslunar og Þjónustu í september 2010 en þar sagði hann að „þær skuldir sem sátu á sumum þessara félaga síðast þegar við sáum gerðu þau einskis virði".[24] Einnig voru kaupin á hlutnum í Icelandair gagnrýnd á sama fundi í erindi Matthíasar Imsland, þáverandi forstjóra Iceland Express og talað um að þar hefði eingöngu verið fjárfest „í loftinu" enda væru vísbendingar um að óefnislegar eignir Icelandair, svo sem viðskiptavild, hefðu verið stórlega ofmetnar í bókum félagsins.[25]

Hins vegar, sex árum eftir umræddda sölu, ritaði Ríkisendurskoðun skýrslu til Alþingis þar sem því er haldið fram að Vestia hefði verið seld á miklu undirverði til Framtakssjóðsins eða eins og orðrétt segir í skýrslunni að „engin ástæða hafi verið til að selja félagið fyrir lægra verð en bókfært eigið fé þess í ársbyrjun 2010, það er 143 milljónir evra (25,7 milljarða króna)".[26] Það er sem kunnugt er harla léleg latína að ætla að verðmeta rekstarfélög

22 Segja nóg komið af áhættufjárfestingum hjá lífeyrissjóðum. (2010, 13. september) Fréttablaðið, bls. 4.
23 Sjá t.d. viðtal Morgunblaðisins https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1347032/ og Ríkisútvarpsins http://www.ruv.is/frett/bhm-gagnrynir-framtakssjod
24 „Framtakssjóður Íslands (Hvernig) Eiga lífeyrissjóðirnir að koma að uppbyggingu atvinnulífsins?" Fyrirlestur fluttur á morgunverðarfundi SVÞ þann 16. september 2010
25 Ábyrgðinni velt af ríkinu á lífeyrissjóði. (2010, 17. september). Vísir. Sótt af http://www.visir.is/g/201042065916
26 Sjá https://rikisendurskodun.is/verklag-landsbankans-vid-eignasolu-gagnrynt/

með því að notast við bókfært virði þeirra – hvað þá hjá félagi líkt og Icelandic sem hafði vaxið með ógnar hraða með rað-yfirtökum og þannig hlaðið upp viðskiptavild. Og ekki aðeins það. Bókfært eigið fé Icelandic við Vestia-söluna hafði orðið til með skuldaumbreytingum og niðurfærslum í meðförum Landsbankans sem stóðu í engu samræmi við rekstur félagsins sem gekk ávallt mjög illa. Aukinheldur tekur Ríkisendurskoðun ekki tilit til þess að Landsbankinn fékk 30% hlut í Framtakssjóðnum vegna Vestia sölunnar sem skilaði bankanum töluverðum ábata. Verður skýrsla Ríkisendurskoðunar seint notuð sem heimild við verðmatsfræði – en það er önnur saga. Nú þegar Framtakssjóðurinn hefur verið gerður upp, er ljóst að Landsbankinn hefur fengið tæpa 32 milljarða frá Framtakssjóðnum vegna Vestia-sölunnar.

Þeir sem hér rita ætla ekki að hætta sér í umræðu um opnun, gagnsæi, skyldur ríkisbanka, gildi útboða og svo framvegis. Hins vegar er það óhugsandi að opin sala á hverju þessara fjögurra félaga úr Vestia hefði talist fýsileg fyrir Landsbankann við árslok 2010 – til þess var efnahagsástandið á Íslandi of slæmt og félögin of illa stödd og rekstur í of mikilli óreiðu. Opin sala hefði aðeins verið möguleg á löngum tíma og með niðurbútun félaganna, endurskipulagningu og svo framvegis – sem er einmitt það sem Framtakssjóðnum var ætlað að gera. Hugsanlega hefði Landsbankinn getað unnið verkið sjálfur og síðan selt félögin líkt og hinir bankarnir tveir gerðu en það hefði krafist mikillar vinnu og umstangs af hálfu bankans.

Þegar litið er til baka er ljóst að umræðan á tíma Vestia-sölunnar – og lengi síðan – var komin á svipaðan stað og sagt var um rímurnar forðum daga – að formið hefði yfirtekið efnið. Þegar íslensku rímnaskáldin voru svo upptekin við bragarhætti og rímþrautir að sjálft kvæðaefnið sat á hakanum og kvæðin urðu leirburður. Hið sama átti við íslensku endurreisnina þar sem sambland reiði og vantrausts í þjóðfélaginu setti tóninn fyrir svo harðar formkröfur um hvernig skyldi staðið að málum að öll umræða endaði í leirburði á samfélagsmiðlum – en í raunheimum stóð allt fast. Þegar litið er til baka hlýtur sú spurning að vakna af hverju fleiri Vestia-sölur áttu sér ekki stað frá bönkunum þar sem félögum var komið í seilingarfjarlægð (e. arms-length distance) frá fjármálastofnunum til þess að endurskipuleggja reksturinn – en þó með þeim hætti að ábata endurreisnar þeirra væri deilt með samlagsfyrirkomulagi.

Hagvöxtur er í eðli sínu líkt og að tína ávexti af trjám sem hefur verið plantað yfir langan tíma með fjárfestingu. Trén safnast fyrir á hverju ári og auka síðan uppskeruna á því næsta. Ef trén drepast vegna þess að þau voru ranglega gróðursett í upphafi þarf að hreinsa þau burt til þess að rýma til fyrir nýjum sprotum. Ef slíkt er ekki gert mun það hefna sín með minni uppskeru í framtíðinni. Það er því ekkert efamál að töfin sem varð á lánaaf-

skriftum eftir hrun fól í sér gríðarmikið tap fyrir íslenskt efnahagslíf. Á þessum árum töpuðust margar vinnustundir og sparnaður lá ónýttur sem hefði verið hægt að nýta til fjárfestingar og það leiddi til varanlegrar skerðingar á framleiðslugetu. Þetta sést vel af því að þrátt fyrir mjög lágt gengi krónunnar tók vöruútflutningur ekki við sér á þessum árum. Það sem síðan varð til bjargar var óvæntur vöxtur í einni grein – ferðaþjónustu – eftir 2011 sem ekki er rými til þess að ræða hér. Ljóst er aftur á móti að ef vöxtur ferðaþjónustu staðnar, eða gengur til baka, munu landsmenn sakna verulega þeirra trjáa sem ekki voru gróðursett í visnuðu landi eftirhrunsáranna.

2.3. Endurreisnin metin

Framtakssjóðurinn kom að endurskipulagningu níu félaga á starfstíma sínum. Fyrsta fjárfestingin var í júní 2010 þegar sjóðurinn keypti 29% hlut í Icelandair Group fyrir 3,6 milljarða króna á genginu 2,5 krónur á hlut. Í nóvember sama ár eignaðist sjóðurinn Vestia-félögin fjögur – Icelandic Group, Teymi, Plastprent og Húsasmiðjuna – eins og áður er fjallað um. Raunar væri nákvæmara að telja Vestia-félögin fimm en ekki fjögur þar sem Teymi var strax skipt upp í tvennt; einn hluta í fjarskiptum (Vodafone) og annan í upplýsingatækni (Skýrr og síðar Advania). Næst keypti FSÍ 49,5% hlut í Promens af Horni, dótturfélagi Landsbankans, í september 2011 fyrir 49,5 milljónir evra og þar af fóru 20 milljónir í nýtt hlutafé. Stuttu síðar keypti FSÍ samtals 44,8% hlut í N1 af Glitni, Íslandsbanka og Arion banka á meðalgenginu 10,67. Loks keypti FSÍ 38% hlut í Invent Farma í nóvember 2013 fyrir um 6,4 milljarða króna. Alls fjárfesti sjóðurinn því fyrir um 43,3 milljarða króna.

Þessi fyrirtæki (utan Invent Farma) áttu nokkra hluti sameiginlega eins og áður er á minnst. Í fyrsta lagi höfðu þau öll þanið út efnahagsreikninginn með lántökum á árunum fyrir hrun og voru því öll að sligast undan skuldum. Í annan stað höfðu öll þessi félög verið komin í rekstrarvandræði áður en áfallið 2008 reið yfir og því þurfti að endurskoða rekstrarlíkan þeirra allra.

Það fyrsta sem blasti við var vitaskuld að minnka efnahagsreikninginn með því að selja eignir jafnframt því að leggja fram nýtt eigið fé. Á gamla Íslandi hafði lánsfjármagn verið ódýrt og auðfengið – og því notað óhóflega. Nýja Ísland var land hinna smáu efnahagsreikninga. Samhliða þurfti að fara yfir rekstrarreikning og skilgreina hvað teldist kjarnarekstur – og þá jafnframt að loka eða losa einingar frá sem skiluðu tapi eða voru óþarfar. Til þess þurfti Framtakssjóðurinn að skipa ný stjórnendateymi í öllum tilvikum – nema hvað varðaði Icelandair, en þar höfðu stjórnendaskipti þegar átt sér stað árið 2008, en Framtakssjóðurinn fékk þar tvo stjórnarmenn. Endurskipulagningin var misjafnlega umfangsmikil

eftir félögum enda félögin misstór og misflókin en reglan var sú að Framtakssjóðurinn fékk stjórnarmenn sem gátu fylgst með rekstrinum fyrir hönd sjóðsins.

Með nokkurri einföldun er hægt að segja að FSÍ hafi farið fjórar leiðir við endurskipulagningu fyrirtækjanna.

1) **Skráning á markað eftir straumlínulögun rekstrar og lagfæringu á efnahagsreikningi.**
   Þessi leið var farin með félög sem höfðu sterka og trausta kjarnastarfsemi og höfðu tiltrú á markaði líkt og N1 og Vodafone. Icelandair var þegar skráð þegar sjóðurinn kom að því félagi en eiginlega aðeins að nafninu til sökum mikillar skuldsetningar og rekstraróvissu.

2) **Opin sala eftir straumlínulögun rekstrar og lagfæringu á efnahagsreikningi.**
   Þessi leið var farin með félög þar sem reksturinn var ekki talinn nægjanlega burðugur til þess að geta staðið stakur, líkt og með Húsasmiðjuna og Plastprent, eða ef skráning var ekki möguleg vegna þeirra fjármagnshafta sem voru við lýði og/eða hagstæð tilboð bárust erlendis frá um kaup líkt og átti við um Promens og Invent Farma.

3) **Samvinna og síðan sala til erlendra aðila eftir endurskipulagningu rekstrar.** Þessi leið var farin með félög þar sem erlend dótturfélög áttu eitthvert erindi inn í kjarnareksturinn. Hér er vísað til upplýsingatæknihluta Teymis er var sameinaður inn í eitt félag undir nafninu Advania með Norðurlönd sem heimamarkað.

4) **Sala í hlutum.** Þessi leið var farin með félag sem í raun og veru hafði ekki rekstrarerindi sem ein eining – það er Icelandic Group.

Vitanlega voru skilin á milli ofangreindra leiða ef til vill ekki alltaf alveg skýr þar sem lagfæring á efnahagsreikningi fólst gjarnan í sölu eigna og lækkun skulda sem voru dragbítur á rekstur viðkomandi félags.

Þegar þetta er ritað er ljóst að öll þessi níu fyrirtækjaverkefni gengu upp og skiluðu arði að undanskilinni Húsasmiðjunni þar sem örlítið tap varð við sölu á fyrirtækinu. Hins vegar hefur umræðan um Framtakssjóðinn og verk hans ekki snúist um arðsemi nema að takmörkuðu leyti heldur einhverja aðra huglæga árangursmælikvarða sem hafa gjarnan tengst hugmyndum eða umræðum fólks um hlutverk eigenda sjóðsins

– lífeyrissjóðanna – í hérlendu atvinnulífi. Það er því ekki úr vegi að setja fyrst niður hvað Framtakssjóðnum var raunverulega ætlað að gera samkvæmt stofnskrá og hvað gæti þannig flokkast sem „árangur". Þegar litið er til skilmála sjóðsins (sjá viðauka A) sést að hann hefur þrígreind markmið:

1) *Framtakssjóður Íslands slhf. mun ávaxta innborgað fé með fjárfestingum í íslenskum fyrirtækjum í öllum atvinnugreinum sem eiga sér vænlegan rekstrargrundvöll.*

2) *Hlutverk Framtakssjóðs Íslands slhf. er að taka þátt í og móta fjárhagslega og rekstrarlega endurreisn íslensks atvinnulífs í kjölfar falls fjármálakerfisins.*

3) *Framtakssjóður Íslands slhf. mun einnig taka þátt í brúar- og/eða viðaukafjárfestingum til að stuðla að hagræðingu eða samruna fyrirtækja.*

Fjallað er um árangur sjóðsins metin eftir fyrsta markmiðinu – um ávöxtun fjármuna – hér að neðan. En hvað er hægt að segja um hin tvö seinni markmiðin um „rekstrarlega endurreisn íslensk atvinnulífs" og „hagræðingu"?

Það ber fyrst til að taka að starf Framtakssjóðsins hefur skilað átta sterkum fyrirtækjum í góðum rekstri. Þrjú þeirra eru nú sterk rekstrarfélög á íslenskum hlutabréfamarkaði – það er Icelandair, N1 og Vodafone. Önnur fjögur eru nú hluti af rekstri stærri samstæðu og gengur einnig vel – það er Advania, Húsasmiðjan, Invent Farma og Promens. Öll þessi sjö félög eru með starfsemi á Íslandi, að Invent Farma undanskyldu, og eru nú mjög hagkvæm. Plastprent var sem kunnugt er keypt af Odda en starfsemi þess hefur nú verið lögð niður vegna þess að rekstrargrunnur fyrirtækisins var brostinn vegna bæði hækkandi gengis og launa – en það er önnur saga.

Sú gagnrýni sem helst hefur beinst að Framtakssjóðnum er hvernig staðið var að endurskipulagningu Icelandic Group sem var selt í hlutum. Raunar reyndi FSÍ fyrst nokkuð lengi að endurreisa fyrirtækið og reka sem eina einingu en tókst það ekki. Það má því telja þá tilraun mistök – og raunar helstu mistökin í starfi FSÍ að mati þeirra sem hér rita. Til þess að skilja af hverju er góðfúsum lesendum bent á blaðsíðu 372 í öðru bindi hins nýútkomna verks *Líftaug landsins* sem fjallar um sögu íslenskrar utanríkisverslunar frá landnámi til vorra daga. Á þessari blaðsíðu gefur að líta mynd frá árinu 1992 af bankastjórum Seðlabanka Íslands að heimsækja birgðageymslu Ísfélags Vestmannaeyja. Hvers vegna voru seðlabankamenn í heimsókn hjá útgerðarfélagi? Jú – sú var nefnilega tíðin að útflutningur fiskmetis frá Íslandi var háður leyfum frá stjórnvöldum og var að mestu leyti bundinn við

þrjú félög – SÍF sem sá um útflutning á saltfiski og síðan SH og ÍS (e. Samband of Iceland). Þessi félög nutu einnig þeirra forréttinda að Seðlabankinn fjármagnaði birgðir þeirra á afar hagstæðum kjörum. Ástæðan fyrir þessu skipulagi var blanda af pólitík, stærðarhagkvæmni og tilraunum til að ná markaðsvaldi á erlendum mörkuðum. SÍF var eini aðilinn sem fékk að flytja út saltfisk frá Íslandi, þá höfðu SH og ÍS til að mynda gert með sér heiðursmannasamkomulag um að taka ekki viðskiptavini hvor frá öðrum.

Sú breyting varð hins vegar eftir 1990 að útflutningsverslun frá Íslandi varð frjáls – enda gekk landið inn á Evrópska efnahagssvæðið árið 1994. Á svipuðum tíma varð framsal á kvóta frjálst og hefur gríðarleg samþjöppun síðan átt sér stað í sjávarútvegi. Upp hafa sprottið útgerðarrisar sem byggt hafa upp öflugar virðiskeðjur allt frá hafi til erlendra neytenda. Áðurgreind bók – *Líftaug landsins* – lýsir því hvernig tveir þættir – opnun landsins og samþjöppun í sjávarútvegi – leiddu síðan til þess að þessi stóru sölusamtök misstu stöðugt markaðshlutdeild og tóku að tapa peningum. Árið 1983 voru SÍF, SH og ÍS með 72% hlutdeild í útflutningi sjávarafurða frá Íslandi en árið 1999 var hún aðeins 44% og fór ört minnkandi. Við þessu reyndu sölusamtökin að bregðast með sameiningum og síðan alþjóðavæðingu. Það urðu örlög SÍF að hætta að selja íslenskan fisk en snúa sér þess í stað að því að selja andalifur og annað góðmeti undir nafninu Alfesca (nú hluti af fyrirtækjasamstæðunni Lur Berri). SH fór hins vegar í mikinn yfirtökumóð undir heitinu Icelandic Group og náði því marki að verða eitt af 10 stærstu sjávarútvegsfyrirtækjum í heimi með starfsemi í 30 löndum. Rekstur þessarar ágætu samsteypu gekk þó aldrei upp. Hún var þegar komin í mikil rekstarvandræði á árunum fyrir hrun og var afskráð úr Kauphöllinni árið 2007. Vandi félagsins var meðal annars sá að það hélt uppteknum hætti og fjármagnaði birgðir viðskiptavina sinna sem reyndist ansi óhagkvæmt þegar (niðurgreiddra) lána frá Seðlabankanum naut ekki lengur við. Auk þess voru nánast engin samlegðaráhrif milli einstakra rekstrareininga og móðurfélagið kostnaðarsamt og í raun fjárhagslegur baggi á undirliggjandi félögum eða rekstrareiningum.

Ofangreind sölusamtök voru á sínum tíma ein stærstu fyrirtæki landsins sem litið var til með stolti og því voru töluverðar tilfinningar tengdar þeim. Hið kalda efnahagslega mat getur þó vart verið annað en að það hafi verið nauðsyn að hafa hlutað félagið sundur og selja einingarnar líkt og Framtakssjóðurinn gerði. Sérstaklega þar sem margar af einingum félagsins voru keyptar af íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum og eru nú hluti af virðiskeðju þeirra – og skapa þar mun meiri ábata en innan hinna gömlu sölusamtaka.

Stór hluti af þeirri gagnrýni sem Framtakssjóðurinn hlaut vegna Icelandic snerist um afdrif vörmerkisins sjálfs – Icelandic – eftir að starfsemi fyrirtækisins í Bandaríkjunum var seld til kanadíska matvælafyrirtækisins High Liner Foods í desember 2011. Samhliða sölunni gerði

High Liner Foods samning um nýtingarrétt á vörumerkinu Icelandic til sjö ára eða fram til 2018. Þessi samningur hefur gjarnan verið misskilinn hérlendis með þeim hætti að vörumerkið hafi verið selt. Svo er þó ekki – og mun Framtakssjóðurinn aftur fá umráðarétt yfir nafninu Icelandic á þessu ári. Á boðuðum aðalfundi Framtakssjóðsins þann 14. mars 2018 liggur nú fyrir tillaga um að afhenda íslenska ríkinu téð vörumerki til ævarandi eignar.

Þeirri gagnrýni var einnig beint að Framtakssjóðnum að hafa ekki skráð fleiri fyrirtæki á markað hérlendis. Það má með góðum rökum segja að uppbygging íslensk hlutabréfamarkaðar megi telja sem veigamikinn hluta af „endurreisn íslensks atvinnulífs" sem stofnskrá kveður á um. FSÍ skráði tvö félög á markað, Vodafone og N1. Svo má þó jafnframt segja að sjóðurinn hafi einnig tryggt áframhaldandi skráningu Icelandair Group á markaði – en segja má að á árunum 2009–2010 hafi félagið aðeins verið skráð að nafninu til.

Hvað önnur félög varðaði er ljóst að Húsasmiðjan og Plastprent voru engan veginn skráningarhæf á markað sökum smæðar. Icelandic var heldur ekki skráningarhæft þar sem félagið átti í raun ekki tilverugrundvöll sem íslensk fyrirtækjasamsteypa líkt og farið er yfir hér að ofan. Hin félögin sem eftir eru voru öll alþjóðleg fyrirtæki og gátu í raun ekki verið skráð á íslenskum markaði vegna þeirra ströngu fjármagnshafta sem voru í gildi – allt fram til ársins 2017. Höftin hefðu meðal annars hindrað eðlilegan vöxt og viðgang þessara félaga með því að hindra eða takmarka færslur á milli dótturfélaga og koma í veg fyrir erlendar fjárfestingar.

Þetta kom mjög skýrt fram í tilviki Promens. Í október 2013 var Promens boðið að verða annar aðalbirgir hinnar stóru fyrirtækjasamsteypu Unilever hvað varðaði plastvörur. Promens gat gert ráð fyrir 200–250 milljóna evru sölu til Unilever en þurfti á hlutafjáraukningu að halda til að geta aukið framleiðslugetuna til þess að geta staðið við samninginn. Ljóst var að gjaldeyrishöftin komu í veg fyrir þessa stækkun – ef höfuðstöðvar þess yrðu á Íslandi þar sem óheimilt var að nýta það fjármagn sem aflað væri með hlutafjárútboði hérlendis til erlendra fjárfestinga. Leitað var eftir undanþágu Seðlabanka Íslands frá höftunum til erlendra fjárfestinga með bréfi dagsettu þann 14. nóvember 2013. Þeirri beiðni var hafnað rúmlega fimm mánuðum síðar með bréfi dagsettu þann 27. maí 2014 (sjá viðauka B). „Af hálfu Seðlabankans verður ekki framhjá því litið að fyrirhugaðar fjárfestingar félagsins uppfylla ekki þau meginskilyrði sem Seðlabankinn horfir til við mat á beiðnum um beina erlenda fjárfestingu um að fjármunir fari í uppbyggingu eða fjárfestingu sem muni auka verðmæta- og atvinnusköpun hér á landi í samræmi við fjárfestinguna." Eins og það er orðað í bréfinu.

Það var því deginum ljósara að skráning á íslenskan markað myndi hamla félaginu verulega

og útiloka fyrirhugað sölusamstarf við Unilever. Ákveðið var því að setja Promens í opið söluferli en þeim möguleika var einnig haldið opnum að skrá félagið í Noregi.

Sömu sögu var í raun að segja af hinum félögunum tveimur – Advania og Invent Farma. Hvað Advania varðaði þá hafði félagið verið endurreist í samstarfi við sænskt tæknifyrirtæki og því mjög eðlilegt framhald af því samstarfi að hinir erlendu samstarfsaðilar keyptu Framtakssjóðinn út á einhverjum tímapunkti.

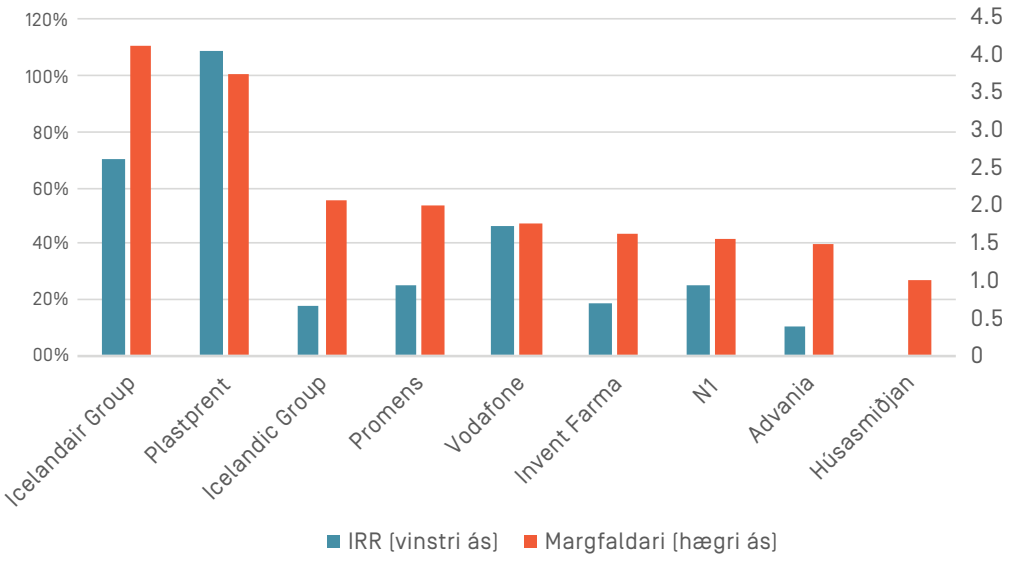
Þeirri spurningu má síðan velta upp afhverju Framtakssjóðnum var ekki skylt að taka hæsta tilboði í fyrirtækjaeignir sínar í opnu útboði – hvort sem um var að ræða erlenda eða innlenda kaupendur? Í áðurnefndum fyrirlestri Hallbjörns Karlssonar á morgunverðarfundi SVÞ í september 2010 varaði hann einmitt við því að lífeyrissjóðirnir eða félög á þeirra vegum kæmu að endurreisnarverkefnum fyrirtækja vegna þess að þeir væru ekki með fókusinn í lagi. „Allt sem dregur athyglina frá kröfu um ávöxtun minnkar líkur á árangri" hélt Hallbjörn fram og því væri það óhagstætt fyrir sjóðsfélaga að taka þátt í fjárfestingaverkefnum þar sem alls kyns þjóðfélagsleg markmið sætu í fyrirrúmi. Þetta er í sjálfu sér hárrétt ályktað – og kemur beint að kjarna málsins.

Íslenska lífeyriskerfið byggir á sjóðasöfnun sem á að vera fagleg og lúta sömu forsendum hvað varðar eignastýringu og aðrir sambærilegir sjóðir. Þótt félagsfólk ákveðinna vinnumarkaðsfélaga greiði inn í sjóðina gefur það ekki stjórnum þessara sömu félaga rétt til þess að hlutast til um fjárfestingar þeirra. Hins vegar er lífeyriskerfið á Íslandi þannig uppsett að það er undir eftirliti og ábyrgð vinnumarkaðsfélaga – atvinnurekenda og verkalýðsfélaga – sem jafnframt skipa í stjórnir einstakra lífeyrissjóða. Þessir þræðir gera einstökum sjóðum erfitt um vik að vera áhrifafjárfestar – og einmitt af þeim sökum er æskilegt að fjármunir til ávöxtunar séu afhentir sérstökum stjórnunareiningum – fjárfestingarsjóðum sem sjá um ávöxtun í seilingarfjarlægð (e. arms-length distance). Verður nánar vikið að þessu í næsta kafla. Hinn rétti árangursmælikvarði Framtakssjóðsins hlýtur því að vera arðsemi þeirra verkefna sem sjóðurinn tók að sér.

2.4. Arðsemi Framtakssjóðsins

Tveir helstu mælikvarðarnir þegar kemur að því að mæla ávöxtun eru innri vextir (e. IRR) og margfaldari fjárfestingarinnar (e. MOM). Þessir tveir mælikvarðar eru að einhverju leyti tengdir en segja ekki alltaf sömu söguna. Innri vextir taka meira tillit til tímavirðis peninga og þess tíma sem fjárfestingin tekur. Margfaldarinn segir hins vegar einungis til um hversu mikil ávöxtun náðist á fjárfestinguna án tillits til þess tíma sem það tók að innleysa hana. Ef tvær fjárfestingar eru með sama margfaldara mun sú sem tók lengri tíma vera með lægri innri vexti. Að sama skapi mun fjárfesting sem tók jafn langan tíma og önnur hafa hærri

innri vexti ef margfaldari hennar er hærri. Mynd 2.1. sýnir margfaldara og innri vexti fjárfestinga Framtakssjóðs Íslands eftir fyrirtækjum.



Mynd 2.1: Innri vextir og margfaldari fjárfestinga Framtakssjóðs Íslands

Icelandair Group er sú fjárfesting FSÍ sem skilaði hæstum margfaldara. Sjóðurinn fékk 4,1 sinnum upphaflega fjárfestingu sína til baka. Innri vextir þeirrar fjárfestingar voru 70,3% og þeir hæstu að frátöldu Plastprenti. Vodafone var með lægri margfaldara en margar aðrar fjárfestingar, eða 1,8 en innri vextirnir voru hins vegar þeir þriðju hæstu, 46,2%, vegna þess hversu hratt gekk að selja fyrirtækið. Icelandic Group, flóknasta fjárfesting FSÍ, var með margfaldara upp á 2,1 og innri vexti upp á 18,1%. Þær fjárfestingar sem skiluðu lægstum innri vöxtum voru annars vegar Húsasmiðjan með 0% og Advania með 10,2%. Hvað Húsasmiðjuna snerti má segja að ábatinn af endurskipulagningu félagsins hafi horfið, annars vegar vegna endurálagningar skatta vegna öfugs samruna fyrir hrun og síðan sektar frá Samkeppniseftirlitinu vegna framferðis fyrri eigenda. Þess vegna er Húsasmiðjan eina fjárfestingin sem er með lægri en 10% innri vexti. Hún er þó næst minnsta fjárfesting sjóðsins og skipti því ekki miklu fyrir heildarávöxtun hans.

Þegar horft er til Advania þá má segja að rúm 50% ávöxtun með rúmlega 10% innri vöxtum geti talist þokkalegur árangur. Þó má færa rök fyrir því að framtakssjóðir geri almennt hærri ávöxtunarkröfu á fjárfestingar sínar og ávöxtun Advania því ekki skilgreind sem góð en sannarlega ásættanleg.

Upplýsingarnar úr mynd 2.1 má sjá í töflu 2.1.

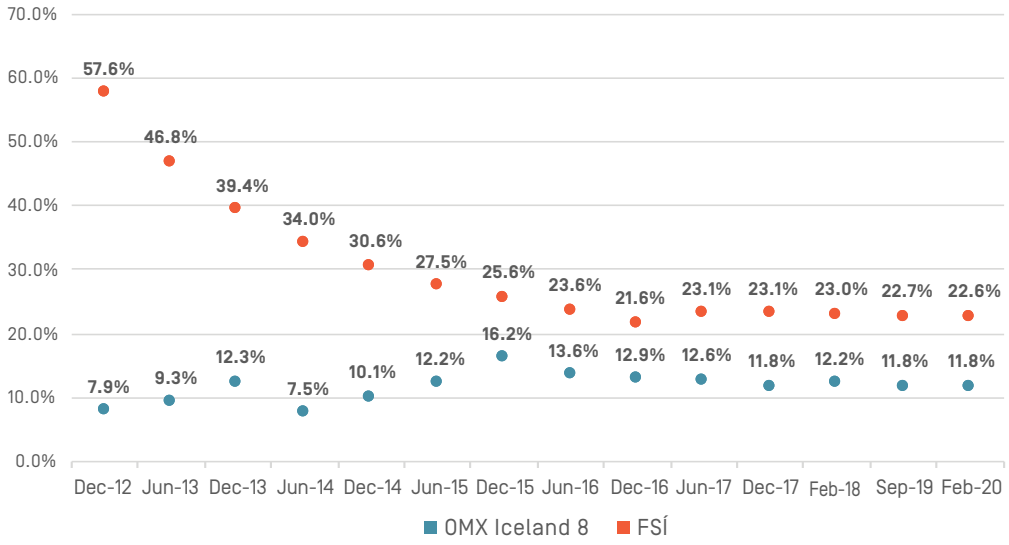
	Innri vextir	Margfaldari
Icelandair Group	70,3%	4,1
Plastprent	109,2%	3,8
Icelandic Group	18,1%	2,1
Promens	25,2%	2,0
Vodafone	46,2%	1,8
Invent Farma	18,7%	1,6
N1	25,2%	1,6
Advania	10,2%	1,5
Húsasmiðjan	0%	1,0

Tafla 2.1: Innri vextir og margfaldari fjárfestingar Framtakssjóðs Íslands

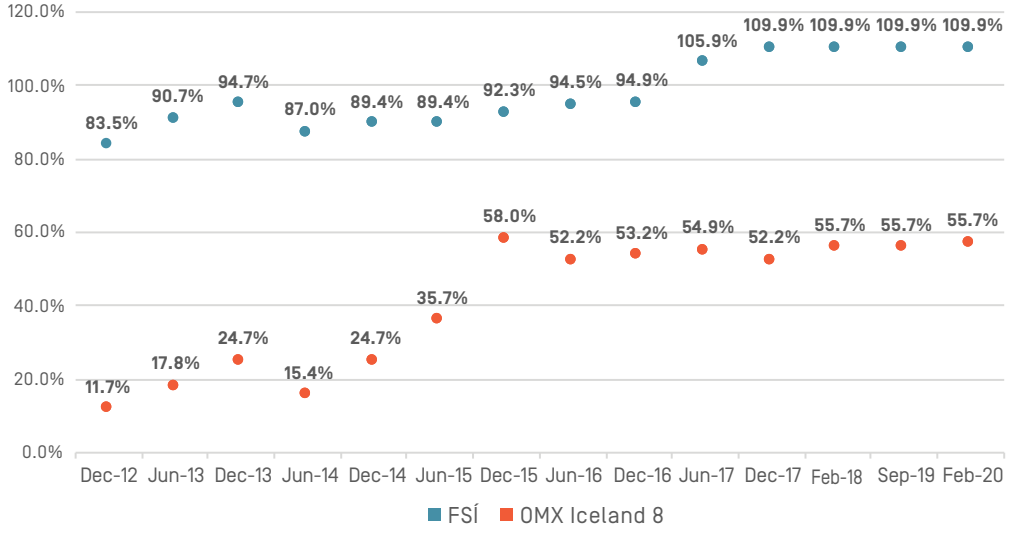
Í heild tekið skilaði Framtakssjóður Íslands 22,6% innri vöxtum til hluthafa sinna á árunum 2010-2020 – sem er óumdeilanlega góð ávöxtun. Ávöxtun sjóðsins var því á pari við ávöxtun bestu framtakssjóða heims. Hins vegar verður að taka tillit til þess að flestir framtakssjóðir ytra eru gíraðir upp með lánsfé og setja einungis um 20–50% eigið fé í fjárfestingar sínar. Slík skuldsetning eykur vitaskuld ávöxtun eigin fjár. Framtakssjóðurinn var óskuldsettur og því verður að meta ávöxtun hans að teknu tilliti til þess.

Hins vegar er skynsamlegt að meta ávöxtun hlutfallslega og í samhengi við almenna ávöxtun á markaðinum á sambærilegum fjárfestingum. Ísland er hávaxtaland og aukinheldur má búast við mjög góðri ávöxtun vegna markaðsleiðréttingar eftir svo djúpt fjármálaáfall og hrunið 2008. Af þeim sökum er vert að bera arðsemi Framtakssjóðsins við ávöxtun á íslenska hlutabréfamarkaðinum yfir sama tímabil. Það er hér gert með hinum svo kallaða „Public Market Equivalent" mælikvarða sem miðar við að framlag eigenda til Framtakssjóðsins hefði þess í stað verið fjárfest á markaði. Þessi leikfimi setur hlutina í betra samhengi en það kann að hljóma frábærlega að ná 50% ávöxtun eitt árið en sú ávöxtun kann að vera síður frábær ef hlutabréfamarkaðurinn hækkaði um 100%.

Eins og sést hér að ofan skilaði Framtakssjóðurinn betri ávöxtun en hlutabréfamarkaðurinn á sama tíma. Vissulega varð það mjög til hjálpar að fyrsta fjárfestingin – í bréfum Icelandair – var mjög vel heppnuð í upphafi. Ef litið er á tímabilið í heild þá skilaði OMX



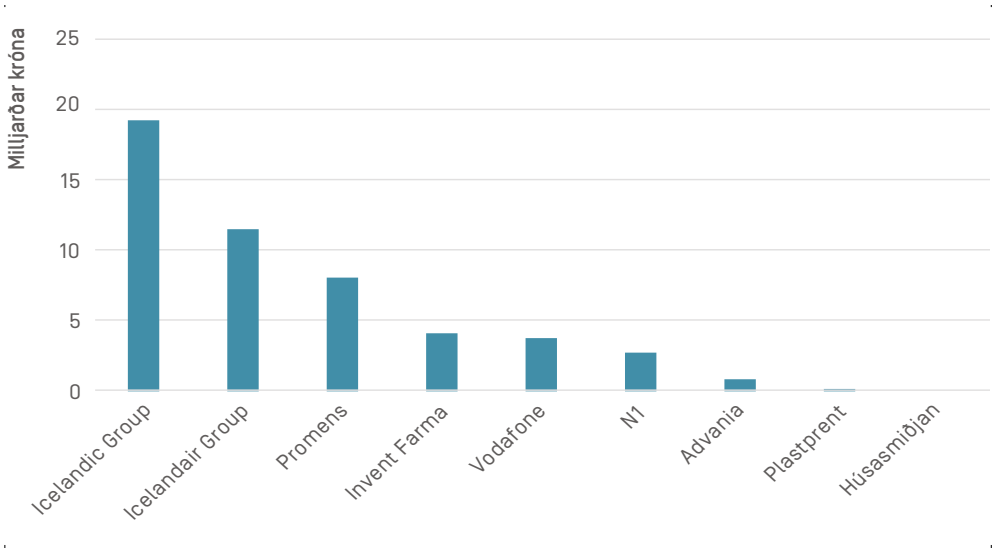
Mynd 2.2: Innri vextir fjárfestingar í FSÍ miðað við OMX Iceland 8 hlutabréfavísitöluna



Mynd 2.3: Samanburður á heildarverðmæti á móti inngreiðslum hjá FSÍ og OMX Iceland 8 hlutabréfavísitölunni

hlutabréfavísitalan 11,8% innri vöxtum sem er nær helmingi lægra en 22,6% innri vextir Framtakssjóðsins. Hér verður þó að hafa í huga að kaup í framtakssjóði sem fjárfestir í óskráðum félögum sem eru aukinheldur í rekstrar- og skuldavanda hlýtur að vera töluvert áhættusamari en að kaupa í skráðum félögum á markaði. Þannig má færa rök fyrir því að meiri áhætta hafi fylgt ávöxtun Framtakssjóðsins en íslenska hlutabréfamarkaðarins á sama tíma.

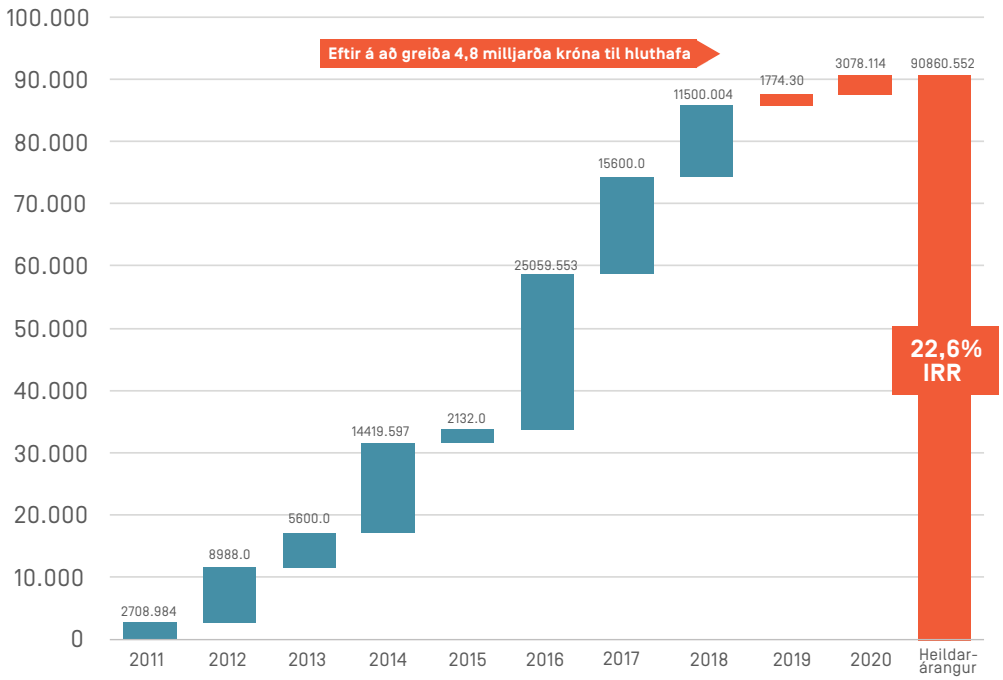
Vandamálið við áðurnefnda mælikvarða er að þeir taka ekki tillit til stærðar fjárfestinganna. Þannig kemur Plastprent frábærlega út á ofangreindri mynd en þar sem fjárfestingin var svo lítil skipti hún ekki miklu máli í stóra samhenginu. Því er nauðsynlegt að horfa einnig á hversu mikið FSÍ hagnaðist fjárhagslega á hverri fjárfestingu. Myndin hér að neðan sýnir hagnað FSÍ á hverri fjárfestingu í milljörðum króna:



Mynd 2.4: Hagnaður af fjárfestingum FSÍ

Fjárfestingin í Icelandic Group skilaði FSÍ mestum hagnaði eða 19,3 milljörðum króna. FSÍ hagnaðist um 11,5 milljarða króna á fjárfestingu sinni í Icelandair Group og átta milljarða á fjárfestingunni í Promens. Invent Farma skilaði rúmlega fjögurra milljarða króna hagnaði, Vodafone skilaði 3,7 milljörðum króna og N1 2,7 milljörðum. Þá hagnaðist FSÍ um 840 milljónir á fjárfestingu sinni í Advania. Hér sést jafnframt að þær tvær fjárfestingar sem skiluðu hæstu og lægstu innri vöxtum – það er Plastprent og Húsasmiðjan – höfðu nær engin áhrif á heildarávöxtun sjóðsins.

Alls hagnaðist Framtakssjóður Íslands um 47,7 milljarða króna á fjárfestingum sínum. Sjóðurinn fjárfesti alls fyrir 43,3 milljarða og skilaði því 110% ávöxtun á líftíma sínum. Ekki er hins vegar rétt að deila þeirri ávöxtun með líftíma sjóðsins til að fá árlega ávöxtun. Sjóðurinn kallaði ekki inn hlutafé nema þegar að fjárfestingum kom, að sama skapi greiddi hann í flestum tilfellum út eftir að fjárfesting var seld.



Mynd 2.5: Útgreiðslur FSÍ til hluthafa í milljónum króna

FSÍ lagði jafnframt upp með að eiga 20–55% hlut í keyptum fyrirtækjum en af ýmsum ástæðum varð eignarhlutinn stærri í nokkrum þeirra í kjölfar Vestia-sölunnar þar sem sjóðurinn keypti 80-100% hlut í fjórum fyrirtækjum gegn því að Landsbankinn keypti 30% hlut í Framtakssjóðnum sjálfum. En sjóðurinn eignaðist 100% í Icelandic Group, Plastprenti og Húsasmiðjunni og tæp 80% í Vodafone og Advania. Sjóðurinn minnkaði hins vegar hlut sinn í Advania niður í 32% með aðkomu nýrra fjárfesta. Í öllum tilfellunum átti FSÍ minna en 50% hlut, að frátöldum Vestia fyrirtækjunum.

2.5 Að kaupa lágt en selja hátt

Þegar allt er dregið saman um fjárfestingar Framtakssjóðs Íslands getur niðurstaðan ekki orðið önnur en jákvæð – hvort sem litið er á málið frá þjóðhagslegu samhengi eða árangur einstakra verkefna. Þeirri spurningu má auðvitað velta upp hvort þessi árangur hafi í raun snúist um tímasetningar, eða öllu heldur að hrunið hafi skapað færi til þess að kaupa eignir á lágu verði sem síðan hækkuðu sjálfkrafa um leið og Ísland reis aftur upp úr rústum hrunsins. Nú er það svo að tímasetningar skipta alltaf máli þegar ávöxtun fjárfestinga er annars vegar – málið snýst ávallt um hið fornkveðna að kaupa lágt og selja hátt. Er það því hluti af árangri sjóðsins að hafa náð góðum samningum um kaup á eignum – sem var alls ekki sjálfgefið enda lýstu margir því yfir á sínum tíma að sjóðurinn væri að kaupa eintómt loft eins og áður er farið yfir.

Hvað Vestia-söluna snerti var söluaðilanum – Landsbankanum – tryggður hluti í mögulegum framtíðarábata vegna endurreisnar þessara fyrirtækja með því að taka 30% hlut í Framtakssjóðnum sem á endanum skilaði bankanum tæpum 32 milljörðum. Af þessum sökum er til dæmis gagnrýni Ríkisendurskoðunar á þeirri sölu ekki sérstaklega sanngjörn né rökrétt þar sem verðmæti var metið samkvæmt bókfærðu virði eins og farið er yfir hér að framan.

Við hinn enda ganganna þegar kom að sölu eigna tókst Framtakssjóðnum vel til í megindráttum. Fyrsta eignasala sjóðsins sem var útboð á 10% í Icelandair í september 2011 vakti töluvert umtal á sínum tíma þar sem kaupendurnir voru meðal annars níu lífeyrissjóðir sem einnig voru í eigendahópi Framtakssjóðsins. Það var í fyrsta lagi gagnrýnt að lífeyrissjóðirnir væru að kaupa af sjálfum sér og í öðru lagi að Landsbankinn fengi 745 milljónir greiddar vegna sölunnar (sem var í samræmi við 30% eignarhlut í sjóðnum).[27] Þessi umræða var mjög dæmigerð fyrir Ísland. Vafalítið keyptu lífeyrissjóðirnir einnig hluti af Framtakssjóðnum í N1 og Vodafone þegar þessi tvö félög voru skráð í Kauphöll Íslands enda eiga téðir sjóðir um helming af skráðu markaðsvirði Kauphallarinnar. Þessar sölur eiga það þó allar sammerkt að þær voru framkvæmdar í opnu gagnsæu tilboðsferli af ytri aðila – á engum tímapunkti sat starfsfólk Framtakssjóðsins andspænis eigendum sínum og samdi um sölu á eignum. Hvað Landsbankann áhrærði þá var það einn helsti ábati Vestia samningins – sem er þó ekki getið í skýrslu Ríkisendurskoðunar – að bankinn fékk ágóðahlut í öllum verkefnum sjóðsins og öðlaðist þannig ákveðna áhættudreifingu. Helftin af eignasölu Framtakssjóðsins var í beinum samningum við ótengda aðila, og einkum erlend fyrirtæki og fjárfesta. Í kafla fjögur hér að aftan er farið yfir þessar sölur og það fer ekki á milli mála að margar þessar sölur eru mjög vel heppnaðar – einkum hvað varðar tímasetningar. Sjóðurinn hljóp ekki til og tók fyrstu verðtilboðum sem komu fram – jafnvel þó það kostaði gagnrýni og framkvæmdastjórnin hætti í kjölfarið líkt og þegar tilboði Tritons um kaup á Icelandic var hafnað í febrúar 2012.

Starf framtakssjóðs snýst fyrst og fremst um það fólk – eða starfsmannateymi – sem vinnur fyrir sjóðinn. Það er ráðið til þess að taka ákvarðanir og síðan taka af skarið með að koma þeim í framkvæmd. Þegar síðan fjárfestingaráherslan snýr að umbreytingu eða endurreisn fyrirtækja – verður áherslan á fólkið í rauninni tvöföld þar sem mikilvægasta ákvörðun framtakssjóðsins er, með áhrifum sínum í stjórn fyrirtækja, að velja framkvæmdastjórn til þess að leiða endurreisn þeirra. Staðreyndin er nefnilega sú að þó excel skjöl og stefnuplögg séu mikilvæg þá er það fólkið sem á að koma þeim í framkvæmd sem skiptir öllu. Framtakssjóðurinn skipti út stjórnendum í öllum þeim fyrirtækjum sem sjóðurinn kom að, að Icelandair undanskildu – stundum nokkrum sinnum. Þegar litið er yfir sviðið er ljóst að hinn mannlegi þáttur – val á

27 Lífeyrissjóðir keyptu hluti í Icelandair af sjálfum sér. (2011, 9. nóvember). Vísir. Sótt af http://www.visir.is/g/2011111108882/lifeyrissjodir-keyptu-hluti-i-icelandair-af-sjalfum-ser

stjórnarmönnum og svo val hennar á framkvæmdastjóra og lykilstjórnendum – skipti mestu fyrir varanlegan viðsnúning áðurgreindra fyrirtækja.

Eins og farið var yfir í fyrsta kafla hér að framan hafa framtakssjóðir alla jafna stuttan líftíma og mikil áhersla er lögð á skýra launahvata starfsmanna og stjórnarmanna með árangurstengdum og/eða tímatengdum bónusum til þess að vinna hratt og örugglega – og ljúka málum eins og lýst var í tilfelli góðra og slæmra banka. Aðstæður voru að ýmsu leyti heppilegar fyrir Framtakssjóðinn að ráða fólk miðað við þá ládeyðu sem ríkti á fjármálamarkaði á árunum eftir hrun. Hins vegar var lítið svigrúm fyrir árangurstengingu launa. Stjórn Framtakssjóðsins þurfti því að beita öðrum aðferðum til að halda í gott starfsfólk og tryggja sterka árangurshvata. Sú leið var farin að örfáir lykilstarfsmenn áunnu sér rétt til aukagreiðslu fyrir hverja sex mánuði sem þeir störfuðu fyrir sjóðinn, en þessi greiðsla væri ekki greidd út nema starfsmaðurinn starfaði áfram hjá sjóðnum.

Þeir sem hafa stundað fjárfestingar eða rekstur að aðalstarfi vita að mistök eru hluti af starfinu – lykilatriðið er að geta bætt úr eða leiðrétt þau mistök sem gerð hafa verið. Þeir sem hér rita telja til dæmis að helstu mistök FSÍ hafi verið þau að fara ekki strax með Icelandic Group í leið 4 – í hlutasölu – í stað þess að reyna of lengi að endurreisa félagið sem eina rekstrareiningu undir formerkjum leiðar 1 eða 2. Sjóðurinn hefði þá líklega getað lokið starfi sínu fyrr og og fjárfesting hans í Icelandi Group skilað hærri innri vöxtum. Á móti kemur að þá hefði Icelandic líklega ekki fjárfest í Gadus sem reyndist þeim mjög arðbær fjárfesting og þannig bót í máli.

Þau fyrirtæki sem Framtakssjóðurinn endurreisti sem áhrifafjárfestir voru sýnd veiði en ekki gefin. Þessi verkefni voru að vísu misjöfn að umfangi. Til að mynda kom Framtakssjóður Íslands ekki með beinum hætti að endurskipulagningu Icelandair heldur studdi þá viðleitni sem þegar var hafin með því að skipa fólk í stjórn og tryggja endurfjármögnun félagsins og ákvarðanatöku við fjárfestingar í nýjum flugvélum. Flest hinna verkefnanna voru í raun mjög umfangsmikil umbreytingarverkefni sem tókust vel til. Margir virtust hins vegar telja – og telja líklega enn – að lífeyrissjóðirnir ættu ekki að koma að slíkum endurreisnarverkefnum vegna þeirrar áhættu sem þau fela vel í sér. Verður því í næsta kafla fjallað um þýðingu framtakssjóða fyrir lífeyrissparnað landsmanna.

Þriðji kafli

Krydd fyrir lífeyrissjóðina

3.1. Moldin eignast okkur

Gamla latneska drykkjuvísan „Gaudeamus igitur“[28] nýtur mikilla vinsælda sem skólasöngur um alla Evrópu og er gjarnan sungin við útskriftir framhaldsskóla hérlendis. Má segja að hér séu síðustu leifar af hinum gamla latínulærdómi sem svo mjög var tíðkaður hér á öldum áður. Vísan sjálf er áminning til ungs fólks um að nýta tímann – því bæði ellin og dauðinn séu skammt undan, eða eins og segir í þýðingu ókunns íslensks höfundar:

Æskan líður ung og fjörleg.
Ellin bíður þung og hrörleg.
Moldin eignast okkur.

Þegar þessi vísa er sungin er áminningin yfirleitt túlkuð á þann veg að fólk eigi að njóta líðandi stundar og skemmta sér vel. En rétt eins væri hægt að skilja téða vísu sem áminningu um að undirbúa sig undir hina *þungu og hrörlegu* elli með lífeyrissparnaði. Staðreyndin er sú að í flestum þróuðum ríkjum er það undirbúningurinn fyrir hin efstu ár sem er helsti hvatinn til sparnaðar – að fólk nýti vinnuævina til þess að leggja fjármuni til hliðar. Á máli hagfræðinnar er þetta kallað *neyslujöfnun* yfir ævina. Hægt er að orða þetta svo að eftir að barnsaldri lýkur, skiptist framfærsla fólks í tvennt: Vinnuævi þar sem laun standa undir neyslu og sparnaði og svo eftirlaunaaldur þar sem eignir og fjármagnstekjur standa undir framfærslu. Þessi innsýn var formlega sett fram sem Lífshlaups- eða kynslóðalíkan (e. Life-Cycle Hypothesis) af þeim Franco Modigliani og Richard Brumberg árið 1954.[29]

Í sjálfu sér væri hægt að láta það í hendur hvers og eins að undirbúa sig fjárhagslega fyrir ellina. Raunin er samt sú að lífeyrissparnaður í flestum þróuðum ríkjum er skyldubundinn. Það helgast af því að venjulegt fólk á erfitt með að gera áætlanir langt fram í tímann – og láta á móti sér í núinu vegna einhvers sem gerist í framtíðinni. Þá eru alltaf ákveðin hvata-

28 Gaudeamus igitur
Juvenes dum sumus.
Post jucundam juventutem
Post molestam senectutem
Nos habebit humus.

29 Modigliani, F. & Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. Í Kurihara, K.K (ritstjóri), Post-Keynesian Economics. New Brunswick New Jersey: Ruthers University Press.

vandamál – laumufarþegavandi – til staðar sem felst í þeirri freistni einstaklinga að spara ekki í þeirri vissu að samfélagið muni hvort sem er sjá fyrir þeim ef þeir komast eignalausir á efri ár.

Í annan stað felst töluverður ábati í því að pottsetja (e. pool) lífeyrissparnað í sérstökum sjóðum með skylduáskrift og ákvarða greiðslur út frá meðallífslíkum. Þannig næst fram samtrygging gegn *langlífisáhættu* sem felst í því að fólk getur mögulega lifað lengur en væntingar gera ráð fyrir og orðið uppiskroppa með sparnað. Með samtryggingu í lífeyrissjóði gefa þeir sem lifa skemur leifarnar af sparnaði sínum til þeirra sem lifa lengur.

Þá er það einnig svo að ef margir leggja sparnað sinn saman í einn sjóð gefst færi á áhættudreifingu með fjölbreyttara eignasafni en ef hver einstaklingur fjárfesti sjálfur. Í þessu sambandi er oft gripið til dæmisögunnar um eggin og körfurnar; að viturlegra sé að tína eggin í margar körfur svo ein bylta verði ekki til þess að brjóta þau öll á leiðinni í hús. Venjulegt fólk hefur til að mynda tilhneigingu til þess að leggja helftina af sparnaði sínum í íbúðarhúsnæði sem getur almennt séð verið mjög áhættusamur eignaflokkur – hvað þá ef öllu er veðjað á eina húseign sem síðan þarf að selja í einu lagi. Þá mun tímasetning og framkvæmd þessarar einu sölu skipta gríðarmiklu máli fyrir heildarávöxtun lífeyrissparnaðarins!

Sagan um eggin og körfurnar hefur hins vegar dýpri merkingu en virðist við fyrstu sýn sem gjarnan er skýrð með hinni svo kölluðu samvalskenningu (e. modern portfolio theory, MPT) sem Harry Max Markowitz setti fram árið 1952.[30] Inntak samvalskenningarinnar er það að mögulegt sé að draga úr áhættu í eignasafni, upp að vissu marki, án þess að gefa eftir væntan ávöxtun, með samvali verðbréfa í eitt safn sem er í daglegu tali kallað áhættudreifing. Ástæða þess er sú að sjaldan er fullkomin fylgni milli ávöxtunar tveggja mismunandi verðbréfa. Með því að búa til eignasafn með mörgum tegundum verðbréfa mun væntur breytileiki eða dreifni (e. variance) safnsins minnka og líkurnar á miklu eignatjóni lækka með nákvæmlega sama hætti og fjölgun karfa minnkar líkurnar á stóru eggjabroti. Kenningunni má beita annaðhvort á einstök verðbréf eða eignaflokka og er áhættan skilgreind sem flökt eða staðalfrávik ávöxtunar.

Samvalskenningin gefur að einhverju leyti ný viðmið fyrir val á fjármálaeignum þar sem áhætta og ávöxtun tiltekins verðbréfs verða ekki lengur aðalmálið heldur skiptir *fylgni bréfsins við tilgreint eignasafn* einnig máli. Þau verðbréf sem hafa lága fylgni, eða jafnvel neikvæða, við eignasafnið geta því lækkað heildaráhættu safnsins verulega og verða af þeim sökum eftirsóknarverður fjárfestingarkostur jafnvel þótt ávöxtunin sé tiltölulega lág.

30 Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance 7 (1): 77–91.
Markowitz vann Nóbelsverðlaunin í hagfræði árið 1990 fyrir samvalskenninguna og aðrar rannsóknir á markaðsáhættu.

Í samvalskenningunni er sá hluti áhættunnar sem unnt er að eyða með áhættudreifingu kallaður sértæk áhætta eða fyrirtækjaáhætta en sú áhætta sem eftir stendur í vel dreifðu eignasafni kölluð markaðsáhætta eða kerfisáhætta. Í eignasafni af innlendum verðbréfum mun innlend markaðsáhætta því ávallt standa eftir og úr henni verður aðeins dregið með því að bæta erlendum eignum í safnið. En auk þess er einnig mikil fylgni á milli atvinnutekna og gangs fjármálamarkaða innan sama hagkerfis. Þannig eru launþegar líklegir til þess að verða ekki aðeins fyrir atvinnu- og tekjutapi við efnahagslegt áfall heldur einnig eignatapi í sama áhlaupi, ef öllum lífeyriseggjunum hefur verið raðað í körfur innan sama lands. Það er því gríðarlegur ávinningur fyrir launþega að geta fjárfest lífeyrissparnaði sínum utan þess vinnumarkaðar sem þeir sjálfir stunda.[31]

Þegar þetta er allt dregið saman liggur ljóst fyrir að lífeyrissjóðir geta ekki byggt fjárfestingarstefnu sína á því að kaupa aðeins „öruggar" eignir eins og ríkisskuldabréf og alls ekki hjá stöku þjóðríki þó það sé heimaland þeirra. Það er áhættusamt að setja öll egg í eina körfu. Lönd geta orðið gjaldþrota og þá eru mörg dæmi þess að peningaprentun og verðbólga séu nýtt í því skyni að rýra raunvirði ríkisskulda. Samkvæmt samvalskenningunni geta kaup á áhættusömum eignum líkt og hlutabréfum minnkað heildaráhættu safnsins ef fylgni ávöxtunar er lítil eða neikvæð við safnið í heild. Þetta felur í sér að hugtakið „áhætta" hefur aðra þýðingu fyrir einstaklinga en fyrir verðbréfasjóði – þar sem fyrri aðilinn hugsar um áhættu af eigninni stakri en sá seinni um áhættu hennar í samhengi við samval eigna í stórum sjóði. Er hér komin rótin að mjög svo neikvæðri umræðu um lífeyrissjóði sem heyrst hefur hérlendis og meinta áhættusækni þeirra – og jafnframt þeirrar hörðu gagnrýni sem Framtakssjóður Íslands varð fyrir í upphafi síns starfstíma.

Eins og sagt var frá hér að framan eru það lífeyrissjóðir sem eru stærstu einstöku fjárfestar í framtakssjóðum erlendis – og af góðri ástæðu. Slíkir sjóðir gefa lífeyrissjóðunum tækifæri á að njóta mikillar ávöxtunar með kaupum á óskráðum fyrirtækjum og samhliða hefur stjórnun og umsýslu fjárfestingarinnar verið útvistað til sérstaks teymis – starfsfólks framtakssjóðsins sem einbeitir sér að tilteknu verkefni. Enginn lífeyrissjóður getur byggt fjárfestingarstefnu sína eingöngu á eignarhlutum í slíkum framtakssjóðum – en sem krydd í eignasafn er telur að mestu leyti skráð skuldabréf eru þeir ákaflega samvalsvænir.

3.2. Vandinn við efnahagsreikning ríkisins

Veturinn 975-976 var ákaflega harður og hefur verið nefndur Óöld í heiðni. „Þá átu menn hrafna og melrakka og mörg óátan ill var etinn, en sumir létu drepa gamalmenni og ómaga og hrinda fyrir hamra" að sögn Landnámu. Þessi lausn í lífeyrismálum varð þó ekki langvinn

31 Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. (2014). Áhættudreifing eða einangrun? Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga. Sótt af http://audfraedi.is/utgefin-rit/frett/2015/04/27/Ahaettudreifing/

því fljótlega upp úr þessu voru hrepparnir hérlendis skipulagðir sem velferðarstofnanir meðal annars hvað varðaði lífeyrismál. Hver hreppur varð skyldugur til þess að sjá fyrir öllum sem fæddust innan hans og höfðu sveitfesti. Þessum réttindum fylgdi vinnuskylda eða vistarband þar sem allt fullfrískt fólk var skyldugt til þess að ráða sig í vist á einhverjum bæ, eitt ár í senn. Þetta lífeyriskerfi var fjármagnað með eignarsköttum (tíund) á bændur – sem í staðinn fengu stöðugt og ódýrt vinnuafl. Íslenska hreppa-lífeyriskerfið var í gildi í nálægt því 1000 ár eða allt fram á tuttugustu öld. Það var þó alls ekki fyrsta valið í lífeyrismálum heldur tók það við ef fólk átti ekki eignir, né börn eða nákomna ættingja til þess að sjá fyrir sér. Að eiga fyrir útförinni var þá markmið fólks í lífeyrismálum – enda fylgdi því alltaf dálítil skömm að þiggja af sveit. Í hverjum hrepp voru um 30-40 lögbýli og velferðarkerfi þeirra dugði vel til þess að tryggja að enginn svalt – svo lengi sem hreppurinn sjálfur lenti ekki á heljarþröm líkt og stundum gerðist eftir náttúruhamfarir eða mikil harðindi.

Gamla hreppakerfið er dæmi um gegnumstreymiskerfi (e. pay-as-you-go), þar sem efnahagsreikningur opinbers aðila er notaður til þess að millifæra fjármuni á milli kynslóða. Á okkar tímum er millifærslan framkvæmd með launasköttum sem síðan eru millifærðir til lífeyrisþega. Þessar skattgreiðslur eru gjarnan skráðar á hvern og einn sem réttindaávinnsla – sem síðan kemur á gjalddaga við eftirlaunaaldur. Þannig er framtíðar launatekjum ætlað að standa straum af lífeyrisskuldbindingum í gegnumstreymiskerfi. Millifærsla tekna í áranna rás fer því í gegnum efnahagsreikning ríkisins og getur að einhverju leyti verið studd með eignasöfnun, eins og þekkist með velferðartryggingu (e. social security) í Bandaríkjunum.
Slíkt gegnumstreymis fyrirkomulag er yfirleitt kallað ófjármagnað kerfi. Fjármögnuð lífeyriskerfi eru hins vegar sjóðasöfnunarkerfi sem felast í því að tilvonandi lífeyrisþegar leggja ákveðið hlutfall af launum til hliðar sem síðan er fjárfest í eignasafni sem er ætlað að skila framtíðar fjármagnstekjum sem duga, ásamt höfuðstólnum, til elliframfærslu.

Þessir tveir meginflokkar lífeyriskerfa ganga síðan í ótal afbrigðum á milli landa og jafnvel ólíkra starfsstétta. Á Íslandi er nú bæði ófjármagnað kerfi á vegum hins opinbera sem veitir lágmarks lífeyristryggingu til allra og má líta á sem arftaka gamla hreppakerfisins – og síðan fullfjármagnað lífeyriskerfi starfsfólks í einkageiranum sem var komið á fót undir lok sjöunda áratugarins. Þessu til viðbótar má segja að opinberir starfsmenn séu í eins konar blendingskerfi þar sem þeir leggja hluta af launum til sjóðasöfnunar en framlögin eru minni en nemur áunnum réttindum og mismunurinn hlýtur því að verða brúaður með skatttekjum.

Eins og áður segir byggir gegnumstreymiskerfi á réttindasöfnun með kröfu á ríkissjóð sem er tryggð með framtíðariðgjöldum fólks á vinnumarkaði. Af þessum sökum eru gegnum-

streymiskerfi mjög viðkvæm fyrir lækkandi fæðingartíðni og/eða lækkun á framleiðnivexti sem hvoru tveggja lækkar framtíðaratvinnutekjur samfélagsins. Það er einmitt það sem er að gerast núna í flestum löndum OECD þegar hin stóra eftirstríðskynslóð er að fara á eftirlaun á sama tíma og fámennar nýjar kynslóðir koma inn á vinnumarkað.

Efnahagsreikningur ríkisins er síðan á forræði stjórnmálafólks sem á erfitt með að hugsa fram yfir næstu kosningar. Þau hafa aukinheldur tilhneigingu til þess að gefa kjósendum gjafir í dag sem framtíðarkynslóðir þurfa að borga fyrir. Að sama skapi er lítill hvati til að bregðast við yfirvofandi sjóðþurrð vegna kynslóðabreytinga ef hún er nægjanlega fjarri í tíma. Það þarf því ekki að undra að stjórnmálastétt Vesturlanda hefur ekki enn brugðist við yfirvofandi lífeyriskrísu vegna eftirlaunatöku eftirstríðskynslóðarinnar – svo sem með hækkun lífeyrisaldurs, skerðingu réttinda og svo framvegis. Hið sama á að einhverju leyti við um þann hluta íslenska lífeyriskerfisins sem byggir á gegnumstreymi en við árslok 2017 námu ófjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar vegna B-deildar LSR og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga 625 milljörðum króna eða um fjórðungi af VLF.[32]

Sjóðasöfnunarkerfi byggir aftur á móti á því að safna upp eignum á efnahagsreikningi einstaklinga, hvort sem um er að ræða að eignarrétturinn sé alveg sértækur eins og tíðkast með viðbótarlífeyrissparnað eða með samtryggingu líkt og þekkist með skylduiðgjöldum til lífeyrissjóða. En sjóðasöfnunin sjálf getur hins vegar ekki byggst eingöngu á ríkispappírum. Ef, sem dæmi, eignir íslenskra lífeyrissjóða væru eingöngu skuldabréf útgefin af ríkissjóði er ljóst að allar greiðslur til lífeyrisþega kæmu þá í raun úr ríkissjóði sem afborganir vaxta og höfuðstóls af ríkisskuldabréfum. Þannig verður lítill munur á því að safna ríkisverðbréfum í sjóð og safna upp réttindum í gegnumstreymiskerfi. Í báðum tilvikum er ríkið – og efnahagsreikningur þess – farvegur fyrir millifærslur á milli kynslóða. Þannig að ef sjóðasöfnun á efnahagsreikninga einkaaðila byggir á því að kaupa ríkistryggð verðbréf, hafa þessi tvö lífeyriskerfi runnið saman og um raunverulegt gegnumstreymi að ræða því allar ríkisútgáfur eru með raun og réttu tryggðar með framtíðarskatttekjum.

Vitanlega eru skilin á milli lífeyriskerfa alls ekki alltaf skýr. Eðlilegt er að einhver hluti af eignasafni fjárfesta, þar með talið lífeyrissjóða, sé skuldabréf útgefin af ríkissjóði og opinberum aðilum eða með ábyrgð þeirra. Hins vegar skiptir verulega miklu máli, svo sjóðasöfnunarkerfi nái tilgangi sínum, að lífeyrissjóðurinn fjárfesti í einkageiranum.

Enginn skyldi þó efast um það að sjóðasöfnunarkerfi í skylduáskrift hlýtur að hafa ruðningsáhrif á annan sjálfráðan sparnað. Með skylduiðgjaldi er verið að taka ákvarðanir um

32 Fjármála- og efnahagsráðuneytið. (2017). Fjármálaáætlun 2018-22. Sótt af https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/frettatengt2016/Fjarmalaaaetlun-2018-22.pdf

ráðstöfun fjármagns – sem mögulega kunna að vera á skjön við hagkvæmustu neyslu fólks yfir ævina. Þannig kann of mikill þvingaður sparnaður að leiða til þess að fólk bregst við með skuldsetningu til þess að tryggja hagfellt neyslustig. Sérstaklega gæti þetta átt við um ungt fólk sem stendur frammi fyrir miklum útgjöldum í upphafi síns búskapar við að eignast húsnæði og koma börnum á legg. Töluverð ruðningsáhrif hljóta að vera til staðar hérlendis þar sem frá og með júlí 2018 mun hver launþegi leggja fram 15,5% af heildarlaunum fyrir skatt sem skylduframlag inn í lífeyrissjóðakerfið. Þetta framlag verður síðan 19,5-21,5% ef viðbótarlífeyrissparnaður er tekinn með.

Það liggur því fyrir að ef fjármagnskerfið er uppbyggt með þeim hætti að helftin af nýjum sparnaði myndast með skyldubundnum lífeyrisiðgjöldum – líkt og þekktist hérlendis – hlýtur það að setja ákveðnar kröfur á hendur þeim sjóðum sem varðveita féð. Þeir verða að tryggja nauðsynlega fjármálalega milligöngu frá þeim sem spara (heimili) og til þeirra sem fjárfesta (fyrirtæki). Sú fjárfestingarstefna sem byggist aðeins á því að kaupa ríkisskuldabréf eða lána heimilum fyrir húsnæði setur íslenskt atvinnulíf í fjársvelti – nema því aðeins að erlendur sparnaður sé fluttur inn í landið á móti. Lífeyrissjóðirnir verða því að taka þátt á fjármálamarkaðinum – meðal annars til þess að tryggja veltu og eðlilega verðmyndum – og jafnframt því leggja fram fjármagn til fyrirtækjarekstrar í landinu. Og það skiptir miklu máli hvernig það er gert.

3.3. Farvegir fjármagnsins

Grunnurinn að nútíma hagvexti byggir á iðnvæðingu, eða vélvæðingu framleiðslunnar, og uppsöfnun fjármagns. Af þeim sökum er milliganga fjármagns lykilatriði fyrir hagsæld og velmegun í nútíma ríkjum – bæði hvað varðar lánsfjármagn og eigið fé.

Miðlun lánsfjármagns snýst um mat á áhættu. Lánveitingar eru – eðli málsins samkvæmt – aðeins leiga á fjármagni með ákvæðum um vexti og afborganir. Þó svo skilmálar lánsins – svo sem um veð og tryggingar – geti sett einhverjar skorður á hegðun lántakans til góðs eða ills þá er ráðstöfun fjármagnsins á ábyrgð þess sem tekur lánið.

Lífeyrissjóðir hafa ákveðna sérstöðu sem lánveitendur þar sem tímalengd skuldahliðar þeirra er ákaflega löng þar sem lífeyrisframlögin eiga að ávaxtast á árum og áratugum. Bankar eru aftur á móti með mjög stutta skuldahlið sem yfirleitt telur innlán eða skuldabréfaflokka með tiltölulega skamman líftíma. Lífeyrissjóðir hafa því yfirburði í langtíma fjármögnun sem hefur mikla þjóðhagslega þýðingu. Bæði heimili og fyrirtæki vilja fjármagn á langtímakjörum. Heimilin vilja fá löng lán til húsnæðiskaupa með greiðslur sem standast á við vinnuævina. Fyrirtæki vilja einnig fá langa fjármögnun sem stenst á við nýtingu framleiðslutækjanna fram í tímann. Tilvist sjóðasöfnunarkerfis ætti því að lækka

hallann á vaxtarófi fjármálamarkaðar og þannig leiða til lægri langtímavaxta og meiri langtíma hugsunar í fjármagnskerfinu.

Á móti kemur að lífeyrissjóðir eiga erfiðara með að keppa við innlánastofnanir um mat á skuldaáhættu (e. credit risk) við miðlun lánsfjármagns í ljósi þeirra náttúrulega yfirburða sem þær njóta við söfnun upplýsinga með því að sjá um greiðsluþjónustu fyrir viðskiptavini sína. Lánveitingar lífeyrissjóða verða því ávallt að vera studdar með góðu veði líkt og að lána til íbúðakaupa á fyrsta veðrétti eða með kaupum á skráðum skuldabréfum þar sem skilmálar eiga að vera tryggðir af þriðja aðila.

Miðlun eiginfjármagns felur hins vegar í sér mun meiri vanda fyrir lífeyrissjóði. Með kaupum á hlutafé er fjárfestir að eignast hlut í framtíðarhagnaði fyrirtækis og verður afgangskröfuhafi (e. residual claimant). Þeirri kröfu fylgir einnig vald og ábyrgð á stjórnun fyrirtækisins sem felur í sér beina íhlutun um það hvernig fjármagninu er ráðstafað. Að mörgu leyti er erfitt fyrir lífeyrissjóði að fara með það vald sem fylgir því að eiga ráðandi hlut í fyrirtæki.

Hið fyrsta sem kemur upp er umboðsvandi. Sjóðsfélagar eru margir og smáir og eiga erfitt með að hafa bein áhrif á stjórn síns lífeyrissjóðs. Einhverjir aðrir verða því að fara með stjórn sjóðsins í þeirra umboði. Slíku umboði fylgja vitaskuld ýmsar hættur. Tengsl íslenskra lífeyrissjóða við sjóðsfélaga eru náin hvað varðar lífeyrisgreiðslur og lánveitingar til húsnæðiskaupa, en starfsemi og stjórnun lífeyrissjóða, þar með talið kosning stjórna, hefur verið samstarfsverkefni launþegahreyfinga eða stéttarfélaga annars vegar og atvinnurekenda hins vegar. Eingöngu í örfáum sjóðum hafa sjóðsfélagar sjálfir komið nánast alfarið að skipun í stjórn sjóðanna. Vinnumarkaðsfélögin hérlendis fara því með stjórn sjóðanna fyrir hönd sjóðsfélaga. Það er ekki sjálfgefið að forystufólk þessara félaga skilji þetta umboð sitt með réttum hætti eða þau setji ávallt hagsmuni sjóðsfélaga í fyrsta sæti – svo sem með því að láta lífeyrissjóðina fjármagna óarðbær verkefni, beina viðskiptum þeirra á ákveðna staði eða nota þá í valdabaráttu innan viðskiptalífsins. Þá kann einnig að skapast þrýstingur frá stjórnmálamönnum eða réttlætispostulum á samfélagsmiðlum til þess að fá lífeyrissjóði til að víkja frá hagsmunum sjóðsfélaga til þess að slá einhverjar pólitískar keilur eða leysa meintann samfélagsvanda. Hægt væri að nefna mörg dæmi um vandamál af þessu tagi í gegnum tíðina – en það skal ógert hér. Það nægir að benda á þessa hættu og nauðsyn þess að kínamúrar eða seilingarfjarlægð (e. arms-length distance) sé á milli vinnumarkaðsfélaganna annars vegar og lífeyrissjóðanna hins vegar – og að skipun í stjórnir sjóðanna sé fagleg. Að sama skapi þarf að tryggja skýr og fagleg tengsl á milli stjórnar og þeirra fyrirtækja sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta í.

Í annan stað eru lífeyrissjóðir í eðli sínu samvals fjárfestar (e. portfolio investors) og því erfitt að ætlast til þess að þeir hafi sérþekkingu á rekstri einstaka atvinnugreina eða félaga, framkvöðlastarfsemi eða fjárfestingum í óskráðum félögum. Lífeyrissjóðir verða því að reiða sig á ráðgjafa, fjárfesta, banka, stjórnarmenn eða aðra sem geta veitt þá ráðgjöf sem þarf. Þeir geta vitaskuld haft þá stefnu að vera þöglir félagar (e. silent partners) og látið öðrum einkafjárfestum það eftir að beita áhrifum sínum í stjórn viðkomandi félags. Sjóðirnir geta aukinheldur sleppt því að tjá sig á hluthafa- eða stjórnarfundum en veitt aðhald með því að kjósa með fótunum og selt í þeim félögum sem ekki standa sig í rekstri. Það kann að hljóma vel á fjármagnsmarkaði þar sem starfandi er fjöldi fjárfesta af öllum tegundum og gerðum og hefð er fyrir aktífisma í stjórnun fyrirtækja – en síður hérlendis. Íslenskir lífeyrissjóðir eiga svo stóran hlut í íslenska markaðinum – eða rúman helming af skráðu markaðsvirði – að sú stefna er erfið í framkvæmd. Sjóðirnir eru yfirleitt fastir sem langtímafjárfestar í viðkomandi félögum.

Í þriðja lagi fylgja því venjulega vandræði að ala stóra fiska í lítilli tjörn – sérstaklega ef fiskarnir stækka mjög hratt. Eignir lífeyriskerfisins fara ört vaxandi, meðal annars vegna hagstæðrar aldursskiptingar, hækkandi launa og hækkandi iðgjalda. Eignir lífeyrissjóða hafa tífaldast frá árslokum 1997 og fjórfaldast að raungildi ef tekið er tillit til verðbólgu – sem hlutafall af landsframleiðslu hafa þær hækkað úr 66% við árslok 1997 í 144% í lok árs 2016. Heildareignir lífeyrissjóða námu 3.534 milljörðum króna í árslok 2016 en á sama tíma var markaðsvirði allra skráðra innlendra verðbréfa 3.437 milljarða króna. Eignir lífeyrissjóðanna myndu því duga vel til að kaupa öll skráð skuldabréf, víxla og hlutabréf á Íslandi. Almennt séð fylgir eignastýringu gríðarlega mikil stærðarhagkvæmni. Árið 1980 voru 96 lífeyrissjóðir starfandi hérlendis en nú eru þeir 25. Þar af eiga hinir þrír stærstu 51% af heildarlífeyriseignum landsins, þeir fimm stærstu 65% og þeir 15 stærstu 96%. Eins og áður segir eru fiskarnir í tjörninni að stækka mjög hratt!

Síðustu ár hefur verið kveðið á um það í lögum að lífeyrissjóður megi að hámarki eiga 15% eignarhlut í hverju fyrirtæki en þann 1. júlí 2017 var hlutfallið hækkað í 20%. Þessi takmörkun hlýtur því að leiða til þess að einstaka lífeyrissjóðir verða að dreifa fjárfestingum sínum á mörg félög – jafnvel innan sömu atvinnugreinar. Í grein í *Vísbendingu* þann 6. júní 2016 er ber titillinn *Lárétt eignarhald* benti Gylfi Magnússon á þá staðreynd að lífeyrissjóðirnir fóru með eignarhald á öllum skráðum fyrirtækjum innan þriggja atvinnugreina hérlendis. Þetta átti við um tryggingarfélög. Sex lífeyrissjóðir fóru samtals með 43,7% hlut í TM, 34,3% hlut í Sjóvá og 39,1% hlut í VÍS. Sama gilti um fasteignafélög. Sex lífeyrissjóðir og einn banki áttu samtals 47,7% í Reitum, 37,4% í Regin og 39,4% í Eik. Sama staða var upp í fjarskiptum. Tólf sjóðir áttu samtals 64,1% í Vodafone og 64,2% í Símanum.[33]

33 Gylfi Magnússon. (2016, 6. júní). Lárétt eignarhald. Vísbending, 34(20), 1-2. Sótt af https://notendur.hi.is/~helgakr/

Þetta kallast á við umræðuna um lárétt eignarhald vísitölusjóða vestan hafs. Ef litið er til fimm stærstu hluthafa í fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna þá eru fjórir aðilar þeir sömu – það er Blackrock, Vanguard, State Street og Fidelity. Á þremur listanna er fimmta nafnið síðan félag Warrens Buffetts, Berkshire Hathaway.[34] Sama á við um stærstu flugfélögin þar vestra. Ýmsar rannsóknir hafa síðan birst er halda því fram að þessu lárétta eignarhaldi fylgi minni samkeppni, hærra verð og verri þjónusta fyrir neytendur.[35] Hvort hið sama geti átt við hérlendis um lárétt eignarhald lífeyrissjóða skal ósagt látið – en þetta hlýtur að sjálfsögðu að skapa tortryggni um almenna samvinnu lífeyrissjóða hérlendis sem er að mörgu leyti miður.

Lífeyrissjóðirnir geta brugðist við þessu með því að beina fjárfestingum sínum úr landi. Hlutfall erlendra eigna er nú aðeins um 24% sem er heldur of lágt. Í skýrslu sinni *Áhættudreifing eða einangrun* færa höfundar rök fyrir því að þessi erlendi eignarhluti eigi að vera helmingi hærri eða 40-50% meðal annars vegna vægi innflutnings í almennri neyslu.[36] Það felur þó ekki í sér að íslenskir lífeyrissjóðir geti yfirgefið landið í trausti þess að aðrir aðilar muni sjá um að fjármagna atvinnulífið hérlendis – sérstaklega í ljósi þess að erlend fjárfesting er lítil sem engin hérlendis.

Fyrir efnahagshrunið árið 2008 voru flestir lífeyrissjóðir með þá stefnu að vera hlutlausir fjárfestar. Sem slíkir tóku þeir ekki þátt í atkvæðagreiðslum á hluthafafundum eða beittu sér á annan hátt varðandi rekstur fyrirtækjanna. Eftir hrunið hafa áherslur sjóðanna breyst og eru þeir nú virkari hluthafar. Þeir hafa jafnframt flestir gefið út og staðfest sérstaka hluthafa- eða eigendastefnu og birta einnig opinberlega afstöðu í stjórnarkjöri og atkvæðagreiðslum á hluthafafundum. Hjá flestum lífeyrissjóðum er starfandi valnefnd sem tilnefnir einstaklinga til stjórnarstarfa.

Að áliti þeirra sem hér rita hlýtur það vera skylda lífeyrissjóða að beita áhrifum sínum sem hluthafar líkt og aðrir fjárfestar. Virkt hluthafalýðræði hlýtur að felast í því að raunverulegir hluthafar geti einmitt notað atkvæðisrétt sinn í stjórnum fyrirtækja. Það er ekki vel komið fyrir kapítalismanum ef stjórnir fyrirtækja eru að mestu skipaðar þöglum dauðyflum sem geta ekki veitt framkvæmdastjórninni hvatningu, eftirlit og aðhald. Það er heldur ekki hægt að útvista þessu hlutverki til „óháðra" stjórnarmanna rétt si svona. Heiðrún Lind Marteinsdóttir orðaði þetta svo í grein í Viðskiptablaðinu þann 23. mars 2015 er bar titillinn *Óháða ógnin* að „einföld rökhugsun [hlýtur] ávallt að leiða skynsaman fjárfesti að þeirri niðurstöðu

profile/2016%20V%C3%ADsbending%2020%20tbl.pdf

34 Azar, José & Raina, Sahil & Schmalz, Martin C. (2016 ,23. júlí). Ultimate Ownership and Bank Competition. Sótt af https://ssrn.com/abstract=2710252

35 Azar, José & Schmalz, Martin C. & Tecu, Isabel. (2017, 15. mars). Anti-Competitive Effects of Common Ownership. Journal of Finance, Forthcoming. Sótt af https://ssrn.com/abstract=2427345

36 Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. (2014). Áhættudreifing eða einangrun? Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga. Sótt af http://audfraedi.is/utgefin-rit/frett/2015/04/27/Ahaettudreifing/

að fjárfesta fremur í fyrirtæki sem stýrt er af hluthöfum sem hafa lagt verulega fjármuni til rekstursins, heldur en í fyrirtæki stýrt af sérfræðingum með fimm háskólagráður sem hafa ekki lagt krónu í reksturinn. Hvati þessara óháðu sérfræðinga til að fyrirtækinu vegni vel er hvergi nærri þeim fjárhagslega hvata sem hluthafi hefur."[37] Vandinn við þessa röksemdafærslu, eins og hún snýr að lífeyrissjóðum, er vitaskuld sá að hinir raunverulegu eigendur fjármagnsins – sjóðsfélagar – eru bæði margir og dreifðir og umboð þeirra hvílir því hjá stjórn og starfsfólki sjóðanna. Þeirri hugmynd hefur verið velt upp að málið verði leyst með því að atkvæðisrétturinn sem fylgir eign lífeyrissjóðs í hlutafélagi gangi áfram til sjóðfélaga en stjórnendur sjóðsins fari ekki með hann. Þá væru skráð hlutafélög á Íslandi allt í einu öll komin með tugi þúsunda smárra hluthafa.[38] Að áliti þeirra sem hér rita væru lífeyrissjóðirnir þá aftur komnir í hlutverk hins þögla félaga (e. silent partner) á hluthafafundi þar sem svo margir og smáir hluthafar gætu ekki haft nein áhrif innan stjórna félaga.

Í skýrslu starfshóps um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs frá janúar síðastliðnum er hluthafastefna lífeyrissjóðanna kynnt með þeim hætti að þeir eigi oftast það stóran eignarhlut „að þeir telja það skyldu sína að líta eftir fjárfestingum sínum auk þess sem þeir vilja beita áhrifum sínum til að leggja áherslu á langtímasjónarmið og góða stjórnarhætti." Nefndin gerir það jafnframt að tillögu sinni að í eigendastefnunni verði sérstaklega fjallað um samkeppnismál og hvernig viðkomandi sjóður sem hluthafi vill stuðla að samkeppni á markaði. Jafnframt leggur starfshópurinn til að lífeyrissjóðum verði gert skylt að birta að minnsta kosti árlega skýrslu með upplýsingum um samskipti við félög sem þeir fjárfesta í og um það hvernig þeir greiða atkvæði á hluthafafundum.[39]

Hvað almennt markmið lífeyrissjóða varðar er það alveg skýrt. Þeir hafa þá skyldu gagnvart eigendum sínum – sjóðsfélögum – að ávaxta lífeyrissparnað þeirra með sem hagfelldustum hætti en þessu verkefni verða þeir að sinna af samfélagslegri ábyrgð og með virðingu fyrir stofnunum landsins. Að þessu leyti eru þeir í sömu stöðu og aðrir fagfjárfestar. Þeir hljóta því – réttilega – að hafna því að vera kallaðir út í einhverja aðra leiðangra sem koma niður á ávöxtun þeirra – hvort sem það eru bloggarar, verkalýðsforkólfar, atvinnurekendur í þungavigt eða stjórnmálamenn. Enda væru sjóðirnir þá sjálfkrafa að misfara með það fé sem þeim er treyst fyrir.

Ef til vill getur sambland af faglegri markmiðssetningu, skýrum kínamúrum og gagnsærri

37 Heiðrún Lind Marteinsdóttir. (2015, 23. mars). Óháða ógnin. Viðskiptablaðið. Sótt af http://www.vb.is/skodun/ohada-ognin/115411/?q=Hei%C3%B0r%C3%BAn%20Lind%20Marteinsd%C3%B3ttir

38 Ásta Dís Óladóttir, Friðrik Árni Friðriksson, Gylfi Magnússon og Valur Þráinsson. (2017). Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði. Stjórnmál & stjórnsýsla, 13(1). 46.

39 Stjórnarráðið. (2018, 19. janúar). Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs. Sótt af https://www.stjornarradid.is/efst-a-baugi/frettir/stok-frett/2018/01/19/Skyrsla-starfshops-um-hlutverk-lifeyrissjoda-i-atvinnulifinu-komin-ut/

ákvörðunum haldið þeim vandamálum í skefjum sem fylgja virkri eignaraðild lífeyrissjóða í skráðum félögum – samhliða því að sjóðirnir geti veitt framkvæmdastjórn fyrirtækja nauðsynlegt aðhald. Hins vegar er hinn skráði markaður aðeins hluti sögunnar.

3.4. Þörfin fyrir framtakssjóði

Ein leið til þess að meta hvort hlutabréfamarkaður í einhverju landi sé undir- eða yfirverðlagður er að skoða þróun í heildarvirði skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) í sögulegu samhengi. Þessi kennitala er gjarnan kölluð „Buffett-vísirinn" (e. the Buffett Indicator) eftir hinum þekkta fjárfesti Warren Buffett. Í Bandaríkjunum er þeirri þumalfingursreglu gjarnan beitt að ef þessi kennitala er stærri en 100% sé markaðurinn dýr en ef hún er minni en 50% þá sé markaðurinn ódýr. Um þetta er þó deilt – enda hefur markaðsvirði skráðra hlutabréfa sýnt leitni upp á við síðustu áratugi. Fylgismenn þessarar reglu benda þó gjarnan á að markaðurinn hafi náð 150% gildi árið 2000 þegar dot.com bólan var í hámarki – og leiðrétting hafi síðan brátt fylgt í kjölfarið. Eftir þessu að dæma er hlutabréfamarkaðurinn þar vestra nú yfirverðlagður þar sem markaðsvirði skráðra hlutabréfa þar hefur hækkað úr því að vera 98% af VLF árið 2011 upp í rúm 155% við árslok 2017. Sama hlutfall er nú 121% í Bretlandi, 56% í Þýskalandi en 114% í Japan.[40]

Hvað Ísland varðar fór þetta hlutfall upp í 270% af VLF þegar hæst stóð í stönginni um mitt ár 2007 – en féll síðan nálægt núlli við árslok 2008. Heildarmarkaðsvirði skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands var við árslok 2017 hins vegar aðeins 820 milljarðar eða 32% af VLF sem er mjög lágt miðað við önnur vestræn ríki. Þetta er þó vart hægt að túlka sem svo, að hætti Buffetts, að íslensk félög séu svo undirverðlögð heldur er ástæðan án efa sú að markaðurinn í heild sinni er mjög vanburðugur.

Sú var tíðin að nær öll skráð fyrirtæki á markaði voru vaxtar- og útrásarfyrirtæki þar sem helstu hluthafar voru skuldsett eignarhaldsfélög. Í kjölfar útrásarinnar varð íslenski hlutabréfamarkaðurinn alþjóðlegur í þeim skilningi að 75% af tekjum þeirra fyrirtækja sem voru í gömlu ICEX-15 úrvalsvísitölunni erlendar en eignarhaldið samt sem áður íslenskt að nær öllu leyti þar sem erlendir aðilar keyptu ekki íslensk hlutabréf í neinum mæli. Í raun má segja að í þá daga hafi eigið fé verið búið til í skuldsettum eignarhaldsfélögum er síðan urðu kjölfestufjárfestar í alþjóðlegum fyrirtækjum. Eignarhaldsfélögin voru því sá sandur sem Íslendingar byggðu útrásina á. Hinn stóri hlutabréfamarkaður kallaðist á við ofvaxið fjármálakerfi sem loks féll undan eigin þunga, sem kunnugt er, þegar á reyndi.

Nú hefur pendúllinn sveiflast til baka. Skuldsetningin er horfin úr kerfinu og flest skráð

40 Siblis Research. (e.d.). Total Domestic Market Cap to GNI/GDP Ratios for 28 Countries. Sótt af http://siblisresearch.com/data/market-cap-to-gdp-ratios/

félög eru rótgróin fyrirtæki með áherslu á heimamarkað og verða seint talin vaxtarfélög. Svo má segja að lífeyrissjóðirnir hafi komið markaðinum aftur af stað eftir hrun með góðri þátttöku í nýjum skráningum enda eiga þeir nú ríflega 50% af skráðu markaðsvirði. Því miður hafa fáir aðrir fylgt í kjölfarið. Almennir fjárfestar virðast hálfvegis forðast markaðinn. Vestan hafs hefur almenningur lagt mikið fjármagn í svo kallaða vísitölusjóði sem hafa verið mjög leiðandi á mörkuðum. Slíkir sjóðir hérlendis eru mjög smáir og hafa staðið í stað á síðari árum. Skuldsettir áhættufjárfestar sjást varla. Eftir að höft voru sett á skuldabréfakaup erlendra aðila vorið 2015 hafa margir útlendir sjóðir tekið þann kost að kaupa hlutabréf sem leið til þess að taka stöðu í íslensku hagkerfi. Að öðru leyti hefur íslenski markaðurinn verið fremur daufur sem sést meðal annars af því að Úrvalsvísitalan hefur nær staðið í stað á síðustu tveimur til þremur árum á meðan erlendar vísitölur hafa rokið upp á sama tíma.

Það er einnig mjög lýsandi fyrir stöðu íslensks hlutabréfamarkaðar að hann hefur ekki verið nýttur í neinum mæli til þess að sækja fjármagn til vaxtar, yfirtöku eða umbreytingaverkefna með hlutafjárútboðum. Enda kannski ekki von því samkeppnislöggjöf hindrar að miklu leyti sameiningar eða aðrar hrókeringar fyrirtækja á innanlandsmarkaði. Þá má einnig velta því fyrir sér hve mörg íslensk félög eigi raunverulegt erindi á markaðinn í ljósi þess hvað þau eru smá.

Allt þetta fellur að einum ósi. Miðlun eiginfjármagns á Íslandi snýst ekki nema að litlu leyti um viðskipti á skráðum markaði heldur er það einka-eiginfjár markaðurinn (e. Private Equity) með óskráð bréf sem er í aðalhlutverki. Það er á þeim markaði þar sem tekist er á við nýsköpun, endurreisn eða uppstokkun fyrirtækja, eða umtalsverðar skipulagsbreytingar. Líkt og þekkist meðal lífeyrissjóða erlendis verða íslenskir lífeyrissjóðir að taka þátt í þeim markaði einnig – hvort sem litið er til arðsemissjónarmiða eða stærra þjóðhagslegs samhengis.

Eins og áður segir eru lífeyrissjóðir fyrst og fremst samvalsfjárfestar (e. portfolio investors) og þjálfun og hæfni starfsfólks hlýtur að miða við þá staðreynd. Oft er þessu þannig skipt upp að stjórnarmenn taka ákvarðanir um fjárfestingar í hlutabréfum eða skuldabréfum félaga sem ekki eru á hlutabréfamarkaði, en fjárfestingastjórar sinna meira hefðbundnum ávöxtunarfjárfestingum til dæmis í skráðum félögum og skuldabréfum. Heppilegast er að einka-eiginfjár verkefni séu sett upp í faðmlengdarfjarlægð (e. arms-length distance) frá bæði stjórn og framkvæmdarstjórn viðkomandi lífeyrissjóða þannig að komist verði hjá hugsanlegum hagsmunaárekstrum eða tortryggni sem liggur við hvert fótmál í svo litlu landi sem Ísland er. Þessi skil eru ekki alveg skýr hjá lífeyrissjóðunum og því einnig spurning hvernig stjórnir þeirra eru í stakk búnar til að sinna ákvörðunum um fjárfestingar í hlutabréfum eða skuldabréfum félaga eru skráð.

Umsýsla og framkvæmd einka-eiginfjár verkefna fellur undir fjárfestingabankastarfsemi (e. investment banking). Sem kunnugt er lögðu gömlu bankarnir þrír – Kaupþing, Glitnir og Landsbankinn – mikla áherslu á fjárfestingabankastarfsemi – og sérstaklega því sem kallast hlutabankastarfsemi (e. merchant banking). Hún byggist á því að sjóðir eða bankar kaupa hlutafé í óskráðum fyrirtækjum í stað þess að lána út meðal annars til þess að fjármagna vöxt eða umbreytingarferli er gjarnan endar með skráningu á markað. Sú áhersla skilaði raunar miklum árangri á fyrri hluta útrásartímans þegar alþjóðleg félög líkt og Marel, Össur, Bakkavör og Actavis voru byggð upp.[41] Vitanlega voru þeim einnig mislagðar hendur sem sést vel á Vestia-félögunum – einkum þó Icelandic sem áður hefur verið fjallað um.

Nýju bankarnir hafa viljað sinna fjárfestingabankastarfsemi líkt og forverar þeirra. Þeir voru til að mynda tregir til þess að láta frá sér fyrirtæki eftir að skuldaúrlausn var lokið á árunum eftir hrun meðal annars til þess að tryggja verkefni fyrir sín eigin fjárfestingabankasvið við sölu, skráningu og svo framvegis. Hins vegar, eftir að þeim verkefnum var sleppt hefur lítið komið í staðinn. Á því er engin einhlít skýring. Kannski stafar það af því að stór hluti af þekkingu gömlu bankanna á þessu sviði tapaðist eftir hrun þegar reynslumesta fólkið í fjárfestingabankastarfsemi yfirgaf þá í stórum hópum. Ef til vill er það vegna þess að nýju bankarnir eru raunverulega settir upp eins og viðskiptabankar – hvað varðar stjórnun, launakerfi og fyrirtækjamenningu. Það er einnig mjög til efs að bankar í ríkiseigu geti raunverulega staðið í fjárfestingabankastarfsemi. Mögulega má rekja þetta til hinnar ríku kröfu um óhæði sem stórir fjölþættir bankar eiga erfitt með uppfylla.

Það leikur þó ekki á tvennu að Ísland þarf hlutabankastarfsemi þar sem atvinnulífið getur aldrei verið rekið í kósí og kyrrstöðu – heldur þurfa breytingar sífellt að eiga sér stað. Ný fyrirtæki verða að rísa upp og þau gömlu verða reglulega að taka stakkaskiptum. Landsmenn þurfa nýja Marela og Össura. Það er því heldur enginn efi á því að lífeyrissjóðirnir hafa mikla hagsmuni af því að efla fjárfestingabankastarfsemi í landinu – þeir þurfa að vera í samstarfi við fjármálafyrirtækin við einka-eiginfjár fjárfestingar. Þeir verða þó að hafa bæði augun opin í slíku samstarfi og tryggja að báðir aðilar séu í faðmslengdarfjarlægð frá verkefninu. Það er að einhverju leyti kall nýrra tíma að bankar geti ekki lengur á eigin reikning verið gerendur í hlutabankastarfsemi og gengist sjálfir fyrir umbreytingu fyrirtækja líkt og áður þekktist. Slík verkefni verður því að útvista til fjárfestingar- og framtakssjóða með afmarkað starfssvið.

Framtakssjóður Íslands var á sínum tíma stofnaður með heimild fyrir allt að 54 milljarða tillagi frá 16 lífeyrissjóðum auk Landsbankans og VÍS. Þessi sjóður var í raun eini burðugi aðilinn sem hefur komið fram eftir hrun til þess að sinna hlutabankastarfsemi með því að

41 Sjá nánari umfjöllun í 3. kafla hjá Ásgeiri Jónssyni (2009). Why Iceland. .

leggja fram eigið fé og stjórnunarlega forsjá til umbreytingaverkefna. Árangur sjóðsins við endurskipulagningu má að miklu leyti rekja til þess að hann hafði burði til þess að endurgera (e. restructure) efnahagsreikninga þeirra fyrirtækja sem hann eignaðist. Sjóðurinn gat lagt fram nauðsynlegt nýtt eigið fé sem leiddi til þess að viðkomandi fyrirtæki öðluðust aftur aðgang að lánsfjármagni á viðráðanlegum kjörum. Jafnframt gat sjóðurinn með eiginfjárframlagi sínu tryggt sér nægjanleg áhrif í stjórn til þess að geta til dæmis skipt út framkvæmdastjórn fyrirtækisins og þannig hrint breytingum í framkvæmd. Einnig gat sjóðurinn ráðið starfsfólk sem hafði þekkingu og vinnuaðstæður til að sinna tiltekinni starfsemi.

Stærð sjóðsins, fjárhagslegur og stjórnunarlegur styrkur og ekki síst sterkt bakland, skapaði honum vissa sérstöðu á fjármálamarkaði sem skapaði einnig sjálfkrafa andúð svo sem meðal banka og annarra fjármálafyrirtækja, stærri fyrirtækja á samkeppnismarkaði almennt og einnig meðal smærri fjárfesta. Bankar fengu þarna samkeppni frá öflugum fjárfesti og umbreytingaafli og minni fjárfestar sátu ekki einir að því að ná fram fjárhagslegum ávinningi með klókindalegu samstarfi við banka, lífeyrissjóði eða þrotabússtjóra. Viss andúð gegn Framtaksjóðnum smitaðist síðan til almennings í gegnum fjölmiðla, sem oft og tíðum tóku fegins hendi neikvæðri umræðu um starfsemi sjóðsins. Hvað um það – störf og árangur sjóðsins ættu samt að sýna svart á hvítu hvers slíkur sjóður getur verið megnugur.

Eins og fjallað var um hér að ofan virðast áhyggjur fara vaxandi af samstarfi lífeyrissjóðanna sín í milli við fjárfestingaverkefni meðal annars vegna samkeppnismála. Hvað fjárfestingar- og framtakssjóði snertir skiptir vitaskuld máli hve löng faðmslengdin er frá eigendum sjóðsins til stjórnar og starfsfólks. Að sumu leyti væri heppilegra að framtakssjóður í eigu lífeyrissjóða en með skýrt stjórnunarlegt sjálfstæði færi með ráðandi hlut í fyrirtæki fremur en viðkomandi sjóðir raði sér upp sem hluthafar. Í tilfelli Framtakssjóðs Íslands voru honum, eftir Vestia kaupin, sett þau skilyrði með ákvörðun nr. 1/2011 frá Samkeppniseftirlitinu þann 14. janúar 2011 að starfsmenn banka og lífeyrissjóða mættu ekki sitja í stjórn hans.[42] Að mati þeirra sem hér rita var þetta mjög heppileg ákvörðun sem tryggði sjálfstæði sjóðsins og til eftirbreytni til framtíðar. Eftir það voru áhrif eigenda bundin við svo köllað ráðgjafaráð en samkvæmt stofnskrá sjóðsins fengu eigendur að tilnefna fólk í tólf manna ráðgjafaráð sem var eins konar umsagnaraðili um fjárfestingastefnu sjóðsins auk þess að fjalla um málefni er varða túlkun á skilmálum sjóðsins eða mál sem skapað gætu hagsmunaárekstra. Hins vegar var það ekki hlutverk ráðgjafaráðsins að fjalla um einstakar fjárfestingar. Stjórn FSÍ fékk annars fullkomið sjálfstæði til þess að sjá um rekstur sjóðsins. Þetta fyrirkomulag

42 Samkeppniseftirlitið. (2011, 14. janúar). Samkeppniseftirlitið setur kaupum Framtakssjóðs Íslands á Eignarhaldsfélaginu Vestia skilyrði. Sótt af http://www.samkeppni.is/utgafa/frettir/nr/1612

er að mörgu leyti einstakt hérlendis en virðist hafa skilað tilætluðum árangri við að tryggja faðmslengd á milli sjóðs og eigenda – án þess þó að starfsemin væri eftirlitslaus.

Að mati þeirra sem hér rita sýndi sjóðurinn sjálfstæði sitt meðal annars með þeirri hárréttu ákvörðun að hætta við reyna að endurreisa Icelandic Group sem íslenska samstæðu heldur selja fyrirtækið í hlutum þrátt fyrir verulega andstöðu við þá breytni hér innanlands. Sama gildir reyndar einnig um sölu á verksmiðjum félagsins í Bandaríkjunum á sínum tíma. En mikilvægasta prófið fyrir sjóðinn fólst ekki aðeins í því sem var gert, heldur ekki síður í því sem var látið ógert. Framtakssjóðnum bárust fjöldi tilboða á hverju ári um að kaupa fyrirtæki eða taka þátt í ýmsum „þjóðþrifaverkefnum" sem áttu að vera bæði atvinnu- og gjaldeyrisskapandi, en skorti arðsvon líkt og álkaplaverksmiðju á Seyðisfirði svo dæmi sé tekið. Sú skoðun var þá ansi hávær að sjóðnum bæri skylda til þess að styðja þetta verkefni eigenda sinna vegna. Bæði stjórn og stjórnarandstaða sameinuðust um fordæmingu á sjóðnum fyrir að neita að fjárfesta úti á landi í þingumræðu í kjölfar höfnunnar hans „enda álkaplaverksmiðjan álitlegt verkefni á stað sem hefur átt á brattan að sækja" eins og fjármálaráðherra orðaði það í ræðustól Alþingis þann 3. desember 2012.[43] Ætti téð álkaplamál að vera áminning um þau hliðarspor sem Framtakssjóðurinn hefði getað stigið hefði sjálfstæði hans ekki verið tryggt.

Stór hluti fjármagnsins á Íslandi er ekki á markaði né á forræði einkaaðila heldur á efnahagsreikningi ríkisins. Reyndar eru margar þessar eignir hvergi formlega skráðar. Þetta á til að mynda við um innviði, svo sem samgöngumannvirki og veitur. Þessir innviðir voru fjármagnaðir að mestu leyti með erlendum lántökum íslenska ríkisins eða fjárfestingarsjóða í opinberri eigu á árunum eftir stríð. Á síðustu áratugum hefur fremur lítið um innviða fjárfestingar og er nú gríðarlega mikil uppsöfnuð þörf til staðar. Stafar það annars vegar af fjölgun þjóðarinnar og þéttbýlismyndunar á suðvesturhorni landsins og hins vegar af gríðarlegum vexti í ferðaþjónustu. Á þessum tíma hefur Ísland breyst frá því að vera land sem hungraði í erlendan sparnað til þess að vera land hinna bólgnu lífeyrisjóða sem þurfa að flytja fjármagn úr landi til þess að yfirfylla ekki fjármagnsmarkaðinn.

Vandamálið við rekstur hins opinbera hérlendis felst í skorti á fókus með því að vera með of mikið af fjármagni bundið í ýmsum hliðarverkefnum sem tengjast ekki kjarnastarfseminni – að veita velferðarþjónustu. Það er ekki aðeins að það þyngi ríkisreksturinn að vera með of stóran efnahagsreikning – eignir bundnar í steypu öðrum megin en raunverulegar vaxtaberandi skuldir hinum megin. Heldur er nær ómögulegt fyrir ríkisvaldið að ætla eitt og sér að standa straum af þeirri innviðafjárfestingu sem nú blasir við – svo sem í uppfærslu á

43 "Steingrímur: Varð fyrir vonbrigðum með Framtakssjóð." Viðskiptablaðið, 3 desember 2012. http://www.vb.is/frettir/steingrimur--vard-fyrir-vonbrigdum-med-framtakssjod/78761/?q=%C3%81lkaplaverksmi%C3%B0ja

samgöngukerfum og rafvirki landsins – ef tvö dæmi eru nefnd. Það skiptir því höfuðmáli að finna nýja farvegi til þess að fjármagna uppbyggingu innviða í stað þess að nota efnahagsreikning ríkisins. En það hlýtur að bitna á annarri almannaþjónustu hins opinbera ef skatttekjum er varið til annarra verkefna. Af hverju þarf ríkið að eiga og fjármagna flugvelli og veitukerfi þegar lífeyrissjóðunum vantar fjárfestingarkosti?

Fjármögnun og bygging Hvalfjarðarganga ætti að vera góð vísbending um þann árangur sem innviðauppbygging í samstarfi við einkaaðila getur skilað. Það ætti því að liggja beint við að byggja Sundabraut með sama hætti og fjármagna með vegtollum þar sem fólk hefur sama val og í Hvalfirði, það er að keyra fyrir fjörðinn í stað þess að borga tollinn. Það er líka mun heppilegra fyrir ríkissjóð að byggja innviði með verkefnafjármögnun í sérstökum félögum í stað þess að safna skuldum á efnahagsreikning sem síðan hefur áhrif á lánshæfi landsins. Að sama skapi er það æskilegra fyrir lífeyrissjóði að fjármagna innviði með beinum veðum heldur en að taka allsherjarveð í efnahagsreikningi ríkisins svo sem með kaupum á ríkisbréfum. Það er eilítið ankannalegt að vera fastur í bílaröð út úr borginni á vegi sem telur aðeins tvær akreinar til sitthvorar áttar – með hina miklu sparnaðarmyndun í landinu.

Fjórði kafli

Yfirlit yfir fjárfestingar Framtakssjóðsins

Framtakssjóður Íslands var stofnaður þann 8. desember 2009 af 16 lífeyrissjóðum innan vébanda Landssamtaka lífeyrissjóða. Síðar bættist Landsbankinn og VÍS við sem hluthafar. Alls skuldbundu þessir eigendur sig til þess að leggja 54 milljarða í sjóðinn. Inngreiðsla fjár fór eftir framvindu verkefna og kallað var eftir fjármagni sem þörf var á, á hverjum tíma. Áætlaður líftími sjóðsins var tíu ár en með möguleika á framlengingu um tvö ár, eða til ársins 2021. Fyrsta fjárfesting sjóðsins var í Icelandair Group. Höfuðfjárfesting sjóðsins var aftur á móti aðeins síðar, um áramótin 2010–2011, er FSÍ keypti eignarhaldsfélagið Vestia af Landsbankanum. Vestia hélt utan um ýmsar eignir sem bankinn hafði yfirtekið í kjölfar efnahagshrunsins. Langstærsta félag eignasafnsins var sjávarútvegsfyrirtækið Icelandic Group sem var með starfsemi víða um heim. Næst stærsta félagið var Teymi sem var móðurfélag Skýrr, Vodafone og fleiri félaga. Hin félögin, í eigu Vestia, voru Húsasmiðjan og Plastprent og voru þau talsvert smærri. FSÍ hafði einnig áhuga á Promens sem var í eigu Horns, dótturfélags Landsbankans. Atorka átti þriðjungshlut í Promens á móti Horni. Landsbankinn hafði ekki áhuga á að selja félagið til FSÍ á þeim tímapunkti en sjóðurinn eignaðist félagið síðar. Þá eignaðist Framtakssjóðurinn síðar einnig ráðandi hlut í N1 og lyfjafyrirtækinu Invent Farma.

Alls kom því Framtakssjóður Íslands að níu fyrirtækjum: Icelandic Group, Icelandair Group, Teymi (sem skipt var upp í Vodafone og Skýrr), Húsasmiðjunni, Plastprenti, N1, Promens og Invent Farma. Þar af voru Icelandic Group, Teymi, Húsasmiðjan og Plastprent hluti af eignarhaldsfélaginu Vestia sem FSÍ keypti af Landsbankanum áramótin 2010–2011. Hér er fjallað um hverja fjárfestingu fyrir sig. Fyrst er farið yfir aðdraganda þess að viðkomandi fyrirtæki lenti í skuldavandræðum og síðan gert grein fyrir aðkomu Framtakssjóðsins að endurskipulagningu viðkomandi félags sem áhrifafjárfestir. Loks er fjallað um sölu sjóðsins á viðkomandi eign og síðan þeirri arðsemi sem hún skilaði. Höfundar fengu óheftan aðgang að innri gögnum frá Framtakssjóði Íslands við þessa umfjöllun og byggir hún á þeim.

4.1. Icelandair Group

Aðdragandi skuldavandræða

Icelandair Group á sér langa sögu sem má rekja aftur til stofnunar Flugfélags Akureyrar árið 1937. Félagið varð til í sinni núverandi mynd eftir að það var selt út úr FL Group samstæðunni árið 2006. Rúmur helmingur var seldur til þriggja kjölfestufjárfesta, Langflugs, Naustar og Blue-Sky Transport, í október 2006 og í desember sama ár var félagið skráð á markað.

Icelandair Group rak fjölda dótturfélaga og þeirra stærst var flugfélagið Icelandair. Mikill vöxtur var í starfsemi félagsins árið sem það var skráð á markað og nýir eigendur voru bjartsýnir á áframhaldandi hraðan vöxt. Hins vegar fór fljótt að halla undan fæti. Hagnaður ársins 2007 var einungis 10% af hagnaði ársins á undan og árið 2008 tapaði félagið tæpum 7,5 milljörðum króna. Stór hluti tapsins var vegna niðurfærslu viðskiptavildar og annarra óefnislegra eigna. Jafnframt því hríðféll eiginfjárhlutfall félagsins.

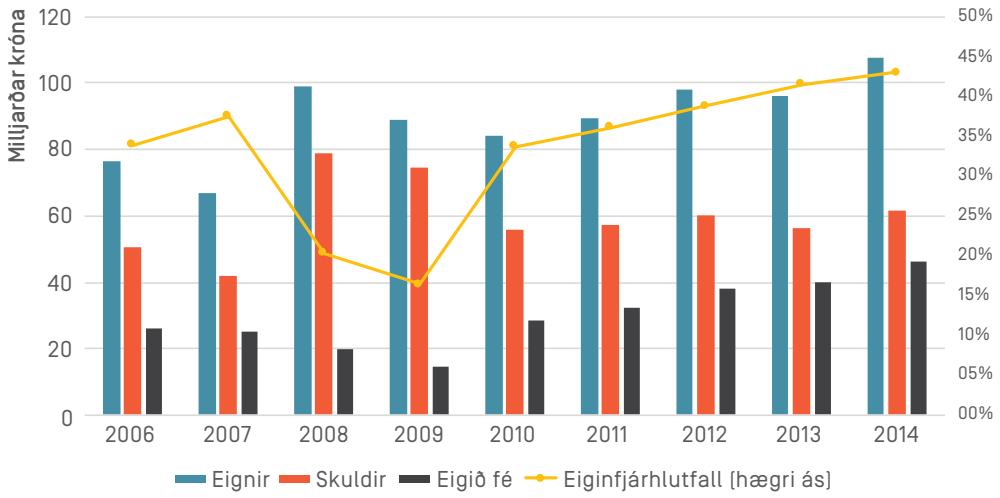
Í maí 2009, leystu Íslandsbanki og skilanefnd Landsbankans til sín tæplega 66% hlut í Icelandair Group en um var að ræða kröfuhafa stærstu eigenda félagsins. Í kjölfarið var ný stjórn félagsins kjörin og Sigurður Helgason, fyrrverandi forstjóri Icelandair Group, kjörinn stjórnarformaður. Icelandair tapaði 10,7 milljörðum árið 2009 og sagði Sigurður í ársskýrslu félagsins að hið mikla tap mætti rekja til mikillar skuldsetningar og óskynsamlegra fjárfestinga undanfarinna ára.

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Ljóst var að Icelandair Group þurfti á veigamikilli fjárhagslegri endurskipulagningu að halda og fljótt bar nafn Framtakssjóðs Íslands að gómi í þeim efnum. Svo fór að FSÍ keypti 29% hlut í Icelandair Group fyrir 3,6 milljarða króna á genginu 2,5 krónur á hlut í júní 2010. Alls var hlutafé félagsins aukið um 5,5 milljarða króna auk þess sem hluta af skuldum þess var breytt í hlutafé. Í desember sama ár var hlutafé aukið um 2,5 milljarða til viðbótar í opnu útboði á genginu 2,5. Efnahagsreikningur félagsins var straumlínulagaður í endurskipulagningu sem lauk formlega í ársbyrjun 2011 og fólst meðal annars í sölu á erlendum vandræðaeignum. Skuldir drógust saman um tæpa 30 milljarða króna og eiginfjárhlutfallið fór úr 19% í 34%. Samhliða fjárhagslegri endurskipulagningu skilaði Icelandair Group 4,6 milljarða króna hagnaði árið 2010 eftir mögur ár þar á undan.

Helsta áherslubreyting nýrra eigenda var að einfalda rekstur félagsins og leggja áherslu á farþegaflutninga með Ísland í forgrunni. Þær áherslur skiluðu síðan gríðarlegum árangri

þegar hinn ævintýralegi vöxtur í ferðaþjónustunnar hófst árið 2011. Fjölgun farþega og mikil sætanýting hjálpuðu Icelandair Group að skila methagnaði árið 2012 og hækkuðu hlutabréf félagsins um 63% á árinu samhliða því.



Mynd 4.1: Þróun efnahagsreiknings Icelandair Group

Mynd 4.2: Þróun EBITDA og afkomu Icelandair Group

Sala Framtakssjóðsins

Um miðjan september 2011 fór FSÍ að íhuga hvort æskilegt væri að selja einhvern hlut í félaginu þar sem sjóðurinn taldi hlutverki sínu að mörgu leyti lokið. Í byrjun nóvember seldi sjóðurinn 10% hlut í félaginu fyrir 2,7 milljarða króna og átti þá enn eftir 19% hlut. Sumarið 2012 var ákveðið í samráði við ráðgjafa að selja eftirstandandi eignarhlut í áföngum. Í samræmi við það var 7% hlutur seldur í nóvember 2012 fyrir rúma 2,6 milljarða og í maí 2013 voru 5% hlutafjár seld fyrir tæpa 3,3 milljarða. Loks, í febrúar 2014 seldi sjóðurinn síðustu 7% sín í félaginu fyrir 6,6 milljarða króna.

Icelandair	**Hlutir**	**Verð**
Keypt 14. júní 2010	-1.450.539.559	2,5
Selt 7. nóvember 2011	500.000.000	5,42
Selt 12. nóvember 2012	350.000.000	7,5
Selt 6. maí 2013	250.000.000	13,1
Selt 20. febrúar 2014	350.539.559	18,85

Samantekt

Ákvörðun FSÍ að leiða fjárhagslega endurskipulagningu Icelandair Group reyndist sjóðnum afar arðbær. Hlutabréf í Icelandair Group hækkuðu úr 2,5 krónum á hlut í 18,85 krónur á þeim tæpu fjórum árum sem FSÍ var hluthafi í félaginu. Þegar síðustu bréfin voru seld þann 20. febrúar 2014 höfðu þau hækkað um 654% í verði frá því að Framtakssjóðurinn keypti þau í júní 2010. Alls hagnaðist FSÍ um tæpa 11,5 milljarða króna á fjárfestingu sinni í Icelandair Group, sem samsvarar 70,3% innri vöxtum og rúmri fjórföldun á upphaflegri fjárfestingu.

Ef litið er í baksýnisspegilinn má velta því fyrir sér hvort FSÍ hafi selt bréf sín of snemma í ljósi þess hve mikið þau héldu áfram að hækka í verði. Hlutverk sjóðsins var þó ekki að halda á hlutum í skráðum félögum til lengri tíma og verður því að teljast eðlilegt að hann hafi selt bréfin í áföngum þegar markmiðinu með fjárfestingunni var náð. Auk þess fylgir því ávallt áhætta að eiga hlutabréf eins og sást þegar hlutabréf Icelandair Group féllu um 66% í verði frá apríl 2016 til apríl 2017.

Fjárfesting FSÍ í Icelandair Group var gagnrýnd á sínum tíma, meðal annars með tilvísunum í fjárfestinn Warren Buffett sem sagði flugfélög vera eina af verstu fjárfestingum sem hægt væri að ráðast í. Einnig var minnst á að sjóðurinn ætti ekki að fjárfesta í skráðum félögum en á þessum tíma var skráning Icelandair Group á markaði ekki nema að nafninu til. Þess má til gamans geta að sjálfur Buffett skipti um skoðun árið 2016 og fjárfesti

fyrir milljarða Bandaríkjadala í stærstu flugfélögum Bandaríkjanna, þótt slík fjárfesting sé vissulega alltaf áhættusöm.

Samantekt á fjárfestingu í Icelandair	
Innri vextir (IRR)	70,3%
Heildarávöxtun	314%
Margfaldari fjárfestingar	4,14
Hagnaður	11.458 milljónir kr.

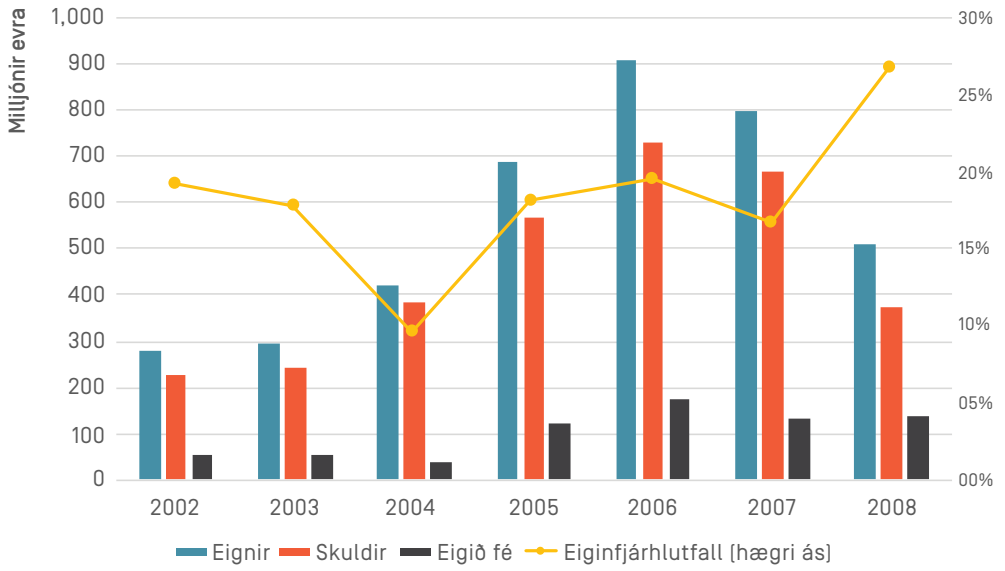
4.2. Icelandic Group

Aðdragandi skuldavandræða

Saga Icelandic Group hófst árið 1942 með stofnun Sölumiðstöðvar Hraðfrystihúsanna (SH), samstarfsverkefnis íslenskra útgerða um sölu og útflutning sjávarafurða. Hlutverk Sölumiðstöðvarinnar breyttist þó smám saman með tímanum og í nóvember 1997 var hún skráð á Verðbréfaþing Íslands. Þar með opnaðist aðgangur utanaðkomandi fjárfesta. Í árslok 1999 var samkomulag milli SH og framleiðenda um umboðssölu fellt niður og þannig voru tengslin við útgerðina endanlega slitin. Í kjölfarið hóf félagið útrás á erlenda markaði með það að markmiði að ná stöðu sem alþjóðlegt sölu- og dreifingarfyrirtæki. Árið 2005 var nafni félagsins formlega breytt í Icelandic Group hf. og voru dótturfélögin þá 23 talsins með yfir 3.100 starfsmenn.

Reksturinn gekk þó erfiðlega og batnaði lítt þótt fleiri dótturfélögum væri bætt við samsteypuna. Icelandic var rekið með samfelldu tapi frá 2005 til 2007 og var að lokum afskráð úr Kauphöll Íslands sumarið 2008, síðar sama ár var ljóst að félagið stefndi í þrot.

Landsbankinn hóf afskipti af félaginu í árslok 2008 með því að veita 27 milljarða króna lán til nýstofnaðs félags, Eignarhaldsfélagsins IG ehf., sem var að nafninu til í eigu Hraðfrysti-



Mynd 4.3: Þróun efnahagsreiknings Icelandic Group

hússins Gunnvarar og Brims en þessir aðilar lögðu þó aldrei fjármuni inn í félagið. Andvirði lánsins var lagt inn sem nýtt hlutafé í Icelandic Group til uppgreiðslu lána samhliða því að hlutafé fyrri eigenda var þurrkað út. Þessi leið var valin sökum þess að bankinn vildi ekki fá félagið á efnahagsreikning sinn strax í kjölfar hrunsins vegna þeirrar miklu óvissu sem þá ríkti. Landsbankinn tók síðan yfir téð eignarhaldsfélag IG í gegnum dótturfélag sitt Vestia í febrúar 2010 með því að breyta láninu í hlutafé. Félaginu tókst að skila 1,1 milljarðs króna hagnaði árið 2009 eftir að hafa tapað 27,2 milljörðum króna árið á undan. Tapið mátti fyrst og fremst rekja til niðurfærslu þeirrar miklu viðskiptavildar sem varð til við vaxtarstefnu félagsins fyrir hrun og var stórlega ofmetin í fyrri ársreikningum.

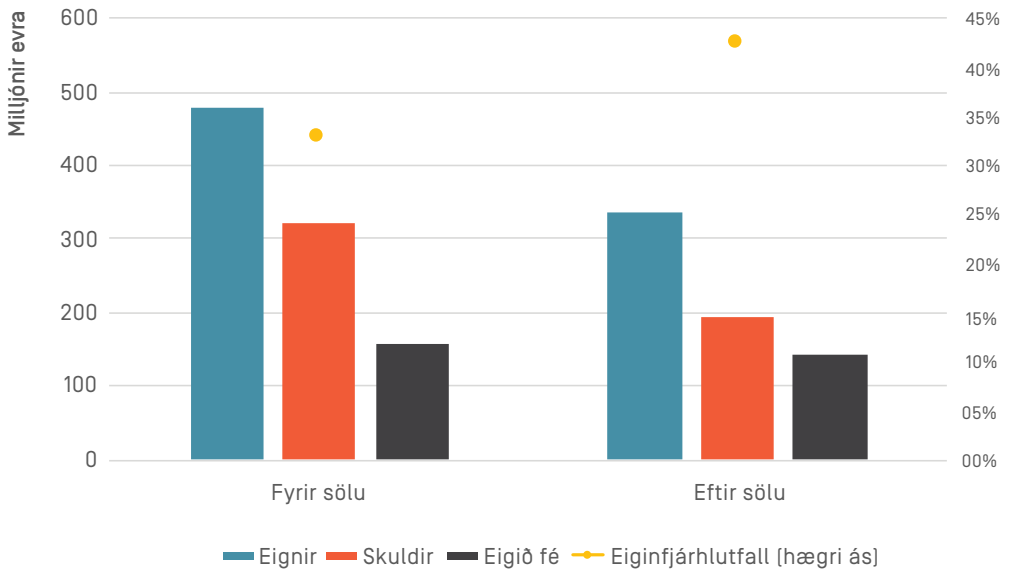
Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Framtakssjóður Íslands keypti 81% hlut í Icelandic Group fyrir 11,3 milljarða króna með kaupunum á félaginu Vestia í nóvember 2010 og átti að auki kauprétt á hin 19% frá Landsbankanum fyrir 2,6 milljarða. Hlutafé félagsins var því samtals metið á 13,9 milljarða króna við kaupin. Ýmsir fyrirvarar voru settir við kaupin til að takmarka áhættu FSÍ auk þess sem Landsbankinn skuldbatt sig árið 2011 til þess að vinna með Icelandic Group að fjárhagslegri endurskipulagningu með það að markmiði að bæta lánaskilmála í samræmi við greiðslugetu félagsins og markaðskjör. Sérstaklega var staðan slæm hjá einingum Icelandic í Frakklandi og Þýskalandi, rekstur þeirra gekk illa og efnahagsreikningurinn var illa á sig kominn. Félögin treystu á skammtímafjármögnun á háum vöxtum og voru mikil byrði á móðurfélaginu. Að auki var sambankalán frá HSH og Rabobank komið á gjalddaga sem téðir bankar höfðu lítinn hug á að framlengja. Hins vegar fólst mikill kostnaður í því að loka verksmiðjunum vegna vinnumarkaðslöggjafarinnar í þessum löndum.

Framtakssjóðurinn lagði því höfuðáherslu á að selja þessar frönsk-þýsku einingar og gekk til viðræðna við kínverska fiskvinnslufyrirtækið Pacific Andes. Hinn 30. ágúst 2011 var skrifað undir kaupsamning þar sem Pacific Andes tók á sig 85 milljóna evru skuld en 15 milljónir sátu eftir í Icelandic Group sem losnaði einnig undan ýmsum ábyrgðum sem móðurfélagið og dótturfélög höfðu gengist við. Skuldastaða Icelandic Group stórbatnaði við söluna og reyndist það félaginu mikil blessun að losna við þessar einingar af efnahagsreikningi sínum. Samkvæmt greiningu Icelandic hefði kostað rúmlega 30 milljónir evra að loka Frakklandsstarfseminni einni og fólst því mikill ávinningur í sölunni. Síðar kom á daginn að Pacific Andes tókst ekki að snúa við rekstri keyptu eininganna og tapaði stórfé á kaupunum.

Næsta skref var að koma starfseminni í Bandaríkjunum í söluferli og skerpa fókusinn á Evrópu. Bank of America Merrill Lynch var fenginn sem ráðgjafi við söluna. Starfsemin í Bandaríkjunum var langstærsta eining félagsins og var hún að lokum seld til kanadíska matvælafyrirtækisins High Liner Foods fyrir 252 milljónir Bandaríkjadala í desember 2011.

Virði eigin fjár í viðskiptunum nam alls 208 milljónum dala, eða um 25,5 milljörðum króna miðað við þáverandi gengi. Eftir söluna var Icelandic Group áfram eigandi vörumerkja Icelandic en High Liner Foods gerði samninga um nýtingarrétt á þeim til sjö ára. Þá var íslenskum sjávarútvegi tryggður aðgangur að mörkuðum Norður-Ameríku með dreifingarsamningi við High Liner Foods. Eftir þessa eignasölu var eiginfjárhlutfall félagsins komið yfir 50% og handbært fé þess í 100 milljónir evra. Vegna gjaldeyrishafta var ákveðið að greiða söluágóða starfseminnar í Bandaríkjunum ekki út í arð heldur færa hann inn í nýtt félag sem fékk nafnið Icelandic Group Investments (IGI) og fjárfesti í erlendum hlutabréfavísitölusjóði Vanguard. IGI rann síðan inn í nýtt félag sem stofnað var utan FSÍ og fékk nafnið IEI slhf. Við þessa sölu virkjaðist einnig kaupréttur FSÍ á 19% hlut Landsbankans í félaginu og varð þá að fullu í eigu sjóðsins.



Mynd 4.4: Efnahagsreikningur Icelandic Group fyrir og eftir sölu starfseminnar í Bandaríkjunum og Frakklandi

Í kjölfar sölunnar á starfseminni í Bandaríkjunum, Frakklandi og Þýskalandi var Icelandic með verksmiðjur og sölustarfsemi í Bretlandi og á Spáni – en spænska starfsemin var með fókus á Suður Evrópu. Þá var einnig rekin sölustarfsemi í Asíu og Noregi. Var nú reynt til þrautar að ná samhæfingu og samlegðaráhrifum milli dótturfélaga þegar kom að fjármögnun, innkaupum, markaðssetningu og notkun vörumerkja Icelandic.

Í september 2012 keypti Icelandic Group belgíska sjávarútvegsfyrirtækið Gadus fyrir 17

milljónir evra. Kaupin voru fjármögnuð að helmingi með handbæru fé frá félaginu og að helmingi með láni frá Landsbankanum. Gadus var á þessum tíma næststærsti framleiðandi og seljandi ferskra og kældra sjávarafurða í Belgíu og kom 30% af hráefni fyrirtækisins frá íslenskum framleiðendum. Kaupin voru til þess fallin að styrkja markaðsstöðu Icelandic Group í Evrópu auk þess sem talið var að einhver samlegðaráhrif gætu náðst í hráefniskaupum og möguleikar væru á hagræði í framleiðslu. Kaup Icelandic á Gadus reyndust farsæl.

Afkoma Icelandic Group árið 2012 var langt undir áætlun en þar spiluðu inn í einskiptisliðir auk þess sem áætlunargerð hafði verið óviðunandi. Í ljósi þessa var erlenda ráðgjafafyrirtækið Bain & Company fengið til að leiða stefnumótunarvinnu fyrir félagið í Bretlandi og á Spáni. Þessi vinna skilaði miklum árangri í Bretlandi þar sem þrjú dótturfélög – það er Seachill, Coldwater og Icelandic UK – voru sameinuð undir nafninu Icelandic Seachill. Sama ár fjárfesti Icelandic Group jafnframt í útflutningsfyrirtækinu Ný-Fiski í Sandgerði og eignaðist í leiðinni skip með 800 tonn af kvóta. Kaupin voru hluti af áætlunum Icelandic Group um að hluti af seldu hráefni kæmi frá félaginu sjálfu í ljósi síaukinna krafna neytenda um rekjanleika afurða. Stefndi félagið að því að 5% af seldu hráefni kæmi frá því sjálfu og 50–75% frá lykilbirgjum. Með þessu opnuðust ýmsar leiðir þegar kom að markaðssetningu og ímynd samstæðunnar en fjárhagslega kom þessi fjárfesting ekki vel út.

Hins vegar gekk illa að ná samlegðaráhrifum hjá samsteypunni í heild og var mikið tap á einstaka einingum, fór það svo að í júní 2013 var skrifstofum Icelandic Group í Noregi lokað. Árið 2014 reyndist einnig langt undir væntingum, meðal annars vegna 5,2 milljóna evra niðurfærslu á viðskiptavild Ný-Fisks sem reyndist í mun verri stöðu en áætlanir höfðu gert ráð fyrir.

Sala Framtakssjóðsins

Í upphafi árs 2015 þótti Framtakssjóðnum ljóst að yfirbyggingin á Íslandi væri ekki að skila neinum virðisauka til dótturfélaganna og því tæpast lengur grundvöllur fyrir rekstri félaganna sem samstæðu. Dótturfélögin voru sjálfstæð og hagstæðara var fyrir þau að sjá um innkaup og fjármögnun sjálf þar sem samsetning birgja var mismunandi eftir mörkuðum og vextir hærri á Íslandi en erlendis. Þetta fékkst staðfest með greiningu Deloitte sem bar saman virði félagsins í heild og samanlagt virði hluta hennar.

Í kjölfarið var ákveðið að hluta félagið í sundur og selja einstakar einingar. Mögulegir fjárfestar höfðu bersýnilega meiri áhuga á einstaka eignum félagsins heldur en samstæðunni í heild en hefði Icelandic verið selt í heild sinni hefði FSÍ þurft að gefa ansi myndarlegan samstæðuafslátt (e. conglomerate discount). Starfsemi Icelandic í Asíu var því seld til Brims undir árslok 2015.

Vorið 2016 varð Icelandic Seachill hins vegar fyrir miklu áfalli þegar Marks & Spencer (M&S) ákvað að segja upp öllum viðskiptum sínum við fyrirtækið með sex mánaða fyrirvara. Áætlaðar tekjur ársins af viðskiptum við M&S voru um 58 milljónir punda, eða 23% af heildartekjum Seachill. Til að takmarka tjón vegna áfallsins var um 300 manns sagt upp störfum og starfsemi í einni af verksmiðjum fyrirtækisins lögð niður. Vegna breyttra aðstæðna var fyrst ákveðið að hefja söluferlið á Icelandic Iberica á Spáni en mikill áhugi virtist vera á félaginu meðal fjárfesta.

Jafnframt var ráðist í að einfalda starfsemi Icelandic Group á Íslandi og minnka yfirbygginguna. Starf forstjóra og aðstoðarforstjóra félagsins var lagt niður og samstæðan endurskipulögð þannig að hver rekstrareining var gerð rekstrarlega og fjárhagslega sjálfstæð. Framkvæmdarstjóri og starfsmenn sjóðsins tóku í raun yfir verkefni móðurfélagsins. Allar skuldir móðurfélagsins voru gerðar upp með endurfjármögnun dótturfélaganna. Þar að auki var allt eignarhald á vörumerkjum félagsins fært yfir í sérstakt vörumerkjafélag, Icelandic Trademark Holding (ITH), sem skyldi sjá um alla þjónustu og eftirlit er varðaði vörumerkin og fá tekjur af nytjaleyfissamningum. Samið var við kaupendur Iberica um nytjaleyfissamninga á markaðssvæðum félagsins en auk þess var unnið að samningum við High Liner Foods um áframhaldandi notkun vörumerkisins í Norður-Ameríku.

Átta skuldbindandi tilboð bárust í Icelandic Iberica frá innlendum og erlendum fjárfestum. Í kjölfarið gekk FSÍ til einkaviðræðna við Solo, félag þriggja af stærstu birgjum félagsins. Þann 6. september 2016 var skrifað undir kaupsamning þar sem Solo keypti Iberica. Kaupin gengu í gegn í desember sama ár, þar með var virðiskeðjan til Spánar orðin órofin þar sem birgjarnir seldu nú vörurnar beint til neytenda. Eðli starfseminnar var þannig að mikil birgðasöfnun var í félaginu og það sat í raun uppi með að fjármagna birgðahald birgjana. Haustið 2016 var hafið opið söluferli á Ný-Fiski en rekstur félagsins hafði verið erfiður frá kaupum Icelandic. Ytri rekstrarskilyrði á borð við styrkingu krónunnar og lokun markaða í Nígeríu átu upp allan ábata af fyrri hagræðingaraðgerðum. Fjögur tilboð bárust í Ný-Fisk og í desember 2016 var skrifað undir kaupsamning við Nesfisk í Garði. Nesfiskur var einn af stærstu atvinnurekendunum í Garði sem segja má að sé sama atvinnusvæði og Sandgerði. Með því að semja við Nesfisk var búið að tryggja áframhaldandi atvinnu um 65 starfsmanna Ný-Fisks auk þess sem aflaheimildir félagsins héldust á svæðinu.

Í ársbyrjun 2017 voru einungis tvær stórar einingar eftir innan Icelandic Group, Gadus í Belgíu og Seachill í Bretlandi, auk Icelandic Trademark Holdings. Í janúar 2017 var hafið opið söluferli á Gadus en mikill áhugi var á félaginu bæði af hálfu innlendra og erlendra fjárfesta. Eftir samningaumleitanir við nokkra aðila var gengið til samninga við Steinasali ehf. en að baki því félagi stóð fjöldi útgerða auk annarra félaga í íslenskum sjávarútvegi.

Salan var endanlega frágengin í júlí og nam söluverðið rúmu tvöföldu upphaflegu kaupverði í evrum talið.

Í kjölfar samninga um sölu á Gadus var Icelandic Seachill auglýst til sölu í apríl 2017. Félagið stóð sterkum fótum eftir að hafa farið í gegnum sameiningarferli sem var farið að skila sér ásamt ýmsum hagræðingaraðgerðum í kjölfar uppsagnar M&S. Stjórn félagsins gerði framkvæmdastjórann að forstjóra sem heyrði beint undir stjórn, nýr fjármálastjóri var ráðinn og öll lán endurfjármögnuð. Starfsfólki var fækkað, einni verksmiðju var lokað og tæki voru færð yfir í aðra. Einnig var skrifað undir fjögurra ára samstarfssamning við smásölurisann Tesco. Þessar hagræðingar reyndust skila af sér hagkvæmari og arðsamari rekstri en fyrir brotthvarf M&S. Félagið náði að afla nýrra viðskiptavina, hagræða í kostnaði og selja verksmiðju, svo dæmi séu nefnd. Mikill áhugi var á félaginu en í nóvember var Seachill selt til breska matvælafyrirtækisins Hilton Food Group. Heildarvirði Seachill í viðskiptunum nam 84 milljónum punda, eða um 12 milljörðum króna.

Eftir stendur vörumerkjafyrirtækið Icelandic Trademark Holding sem mun standa vörð um vörumerki félagsins, „Icelandic Seafood“ og „Icelandic“. og halda utan um rekstur þeirra og þjónustu við leyfishafa. Vörumerki Icelandi Trademark Holding fylgdu aldrei með í sölum á einingum Icelandic og er ástæðan fyrir því sú áhersla FSÍ á að vörumerkin verði í eigu íslenskra aðila til framtíðar sem eru sammála þeirri sýn að efla og auka ímynd hágæða íslenskra afurða og útflutning þeirra og sölu undir vörumerkjum sem vísa svo sterkt í í uppruna sinn. Icelandic er einstakt vörumerki vegna órofa tengingar við Ísland. Það er sýn FSÍ að ITH sé í höndum aðila sem sjá fyrfyrir sér að útvíkka og efla starfsemi félagsins sem og að vernda vörumerkið til framtíðar

Samantekt

Þrátt fyrir að hafa tekið við Icelandic Group í erfiðri stöðu tókst FSÍ að hagnast verulega á fjárfestingu sinni. Eftir að hafa fjárfest 15,8 milljörðum króna mun sjóðurinn innleysa rúma 35 milljarða króna þegar síðustu greiðslur hafa borist í febrúar 2020. Hagnaður sjóðsins af fjárfestingu sinni í Icelandic Group nemur því um 19,3 milljörðum króna og innri vextir fjárfestingarinnar eru 18,1% til ársins 2020. Ekkert annað fyrirtæki skilaði jafn miklum hagnaði í krónum talið. Hér skiptir miklu máli farsæl sala á vandræðaeignum í Frakklandi og Þýskalandi sem léttu verulega á skuldastöðu fyrirtækisins og gerðu því kleift að endurfjármagna sig á hagstæðari kjörum. Þá tókst vel til með sölu á starfseminni í Bandaríkjunum til High Liner Foods. Það sem skipti þó mestu var sú ákvörðun að selja félagið í einstökum einingum sem hámarkaði söluandvirðið. Án efa hefði fengist talsvert minna hefði félagið verið selt í heilu lagi.

Í raun hefðu innri vextir fjárfestingarinnar verið enn hærri ef FSÍ hefði strax greitt andvirði kaupverðsins til eigenda sinna en í ljósi gjaldeyrishaftanna var skynsamlegt að nýta fjármunina í erlenda áhættudreifingu í gegnum hlutabréfavísitölusjóð. Fjármunirnir voru greiddir út árið 2016.

Samantekt á fjárfestingu í Icelandic Group

Innri vextir (IRR)	18,1%
Heildarávöxtun	123%
Margfaldari fjárfestingar	2,23
Hagnaður	19.314 milljónir kr.

4.3. Teymi

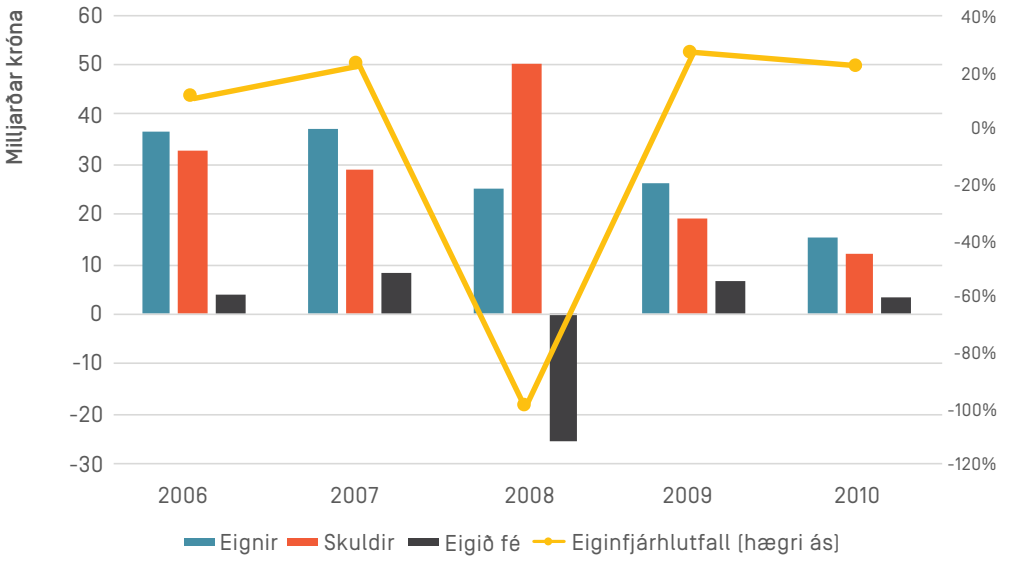
Aðdragandi skuldavandræða

Teymi var stofnað undir árslok 2006 við uppskiptingu Dagsbrúnar í tvö félög. Dagsbrún var móðurfélag 365 miðla, Vodafone, Skýrr og fleiri fyrirtækja. Fjölmiðlahluti Dagsbrúnar var rekinn undir nafni 365 miðla, en upplýsingatækni- og fjarskiptahlutinn ásamt Securitas fór inn í Teymi. Segja má að með uppskiptingunni hafi verið undið ofan af miklu samrunaferli sem hófst árið 2003 þegar Og Vodafone varð til við sameiningu Íslandssíma, Tals og Halló. Undir árslok 2004 keypti félagið fjölmiðlarisann Norðurljós og breytti nafni félagsins í kjölfarið í 365 miðla. Um mitt ár 2005 var ákveðið að setja félögin undir hatt nýs móðurfélags, Dagsbrúnar, sem stofnað var formlega þann 1. október sama ár. Í ársbyrjun 2006 keypti Dagsbrún öryggisfyrirtækið Securitas og síðar á árinu hóf félagið innreið sína á upplýsingatæknimarkað með kaupum á Kögun, sem meðal annars var móðurfélag Skýrr. Nokkrum mánuðum síðar, um haustið 2006, var ákveðið að skipta Dagsbrún í áðurnefnd tvö félög sem bæði yrðu skráð í Kauphöll Íslands. Óhætt er að segja að umfang samstæðunnar jókst umtalsvert árin á undan. Velta hennar var sjö milljarðar króna árið 2004, 15,3 milljarðar árið 2005 og áætluð velta ársins 2006 var 56 milljarðar króna.

Við uppskiptinguna varð Teymi móðurfélag Vodafone, Kögunar, Skýrr, Securitas og EJS og miðaðist stofnun félagsins við 1. október 2006. Félagið var skráð á markað í nóvember það sama ár en átti erfitt uppdráttar. Félagið hafði tekið yfir miklar skuldir frá móðurfélaginu en þrátt fyrir ágætan rekstur var eiginfjárhlutfall Teymis einungis 11% í árslok 2006 og nettó skuldir námu 27,3 milljörðum. Staðan batnaði hins vegar lítillega eftir að Teymi seldi Securitas fyrir 3,6 milljarða króna í febrúar 2007 og Landsbankinn keypti kröfu félagsins á dótturfélagið Hands Holding fyrir 2,6 milljarða. Stór hluti lána Teymis var hins vegar í erlendri mynt og því var fyrirtækið ansi viðkvæmt fyrir hugsanlegum gengisbreytingum. Árið 2007 réðist Teymi í fjögurra milljarða króna hlutafjáraukningu og afkoma félagsins batnaði til muna. Það hagnaðist um 1,4 milljarða og eiginfjárhlutfallið fór upp í 22%. Teymi tapaði hins vegar tæpum fimm milljörðum króna á fyrsta ársfjórðungi 2008 þrátt fyrir mikla tekjuaukningu vegna gengisfalls krónunnar sem olli 5,2 milljarða króna gengistapi á erlendum skuldum. Staðan hélt áfram að versna og bréf Teymis voru síðan afskráð af hlutabréfamarkaði í byrjun október og viðskiptavild félagsins færð niður um 10,8 milljarða. Samkvæmt óendurskoðuðum ársreikningi Teymis tapaði félagið 32,7 milljörðum króna árið 2008.

Í ársbyrjun 2009 var ljóst að undirliggjandi rekstur félagsins gat aldrei staðið undir gríðarlega háum vaxtakostnaði. Eigið fé var neikvætt um 23,2 milljarða króna og félagið hafði þann eina kost að leita nauðasamninga við kröfuhafa eða óska eftir gjaldþrotaskiptum.

Nýi Landsbankinn var langstærsti kröfuhafi Teymis með kröfur upp á 24 milljarða króna. Með nauðasamningi Teymis sem staðfestur var í júní 2009 töpuðu hluthafar öllu sínu og 28,8 milljörðum króna af skuldum var breytt í hlutafé. Landsbankinn eignaðist 57% hlut í félaginu í gegnum Eignarhaldsfélagið Vestia, Straumur-Burðarás eignaðist um 8% og aðrir kröfuhafar minna. Um var að ræða einn stærsta nauðasamning sem gerður var í kjölfar efnahagshrunsins. Í árslok 2009 átti Vestia 61,7% hlut í félaginu og Straumur-Burðarás 15,2%. Teymi tapaði 545 milljónum króna árið 2009 samanborið við 32,7 milljarða árið áður og efnahagsreikningur félagsins var allt annar í kjölfar nauðasamningsins. Vaxtaberandi skuldir voru 13,2 milljarðar eftir að hafa verið 43,6 milljarðar árið 2009 og eiginfjárhlutfall félagsins fór úr -100% í 26%.



Mynd 4.5: Þróun efnahagsreiknings Teymis

Aðkoma Framtakssjóðsins

Framtakssjóður Íslands eignaðist 61,7% í Teymi með kaupum á Vestia en sá hlutur var metinn á samtals 3,7 milljarða króna í kaupsamningi. Þar að auki keypti FSÍ 15,2% í Teymi fyrir 914 milljónir króna frá Straumi auk lítils hlutar í Teymi til viðbótar frá öðrum hluthöfum. Alls greiddi sjóðurinn rúma 4,7 milljarða króna fyrir 79% hlut í Teymi. Þá keypti FSÍ 37,5% hlut í Hands Holding af Straumi-Burðarási fyrir 10 milljónir króna og seldi til Teymis, sem þá eignaðist félagið að fullu. Hands Holding var síðan sameinað Teymi í árslok 2010.

Eitt af fyrstu verkum FSÍ var að skipta Teymi upp í tvö félög, eitt utan um fjarskiptahlutann og annað utan um upplýsingatæknihlutann. Markmiðið með uppskiptingunni var að byggja upp tvö sterk félög í sitt hvorum geiranum sem gætu hugsanlega verið skráð á markað. Einnig yrði skorið á öll krosstengsl og tryggingarbönd lánasamninga á milli félaganna. Samhliða þessu var ráðist í umfangsmikla endurskipulagningu á upplýsingatæknihluta Teymis sem var sameinaður í eitt stórt og öflugt þjónustufyrirtæki. Þetta var gert með því að sameina HugAx og EJS við Skýrr og gera erlend félög í eigu Hands Holding að dótturfélögum Skýrr og þannig ná fram samþættingu milli félaganna, enda varð þar til eitt stærsta upplýsingatæknifyrirtæki á Norðurlöndunum. Rekstri fjarskiptafélagsins var haldið áfram óbreyttum undir merkjum Vodafone.

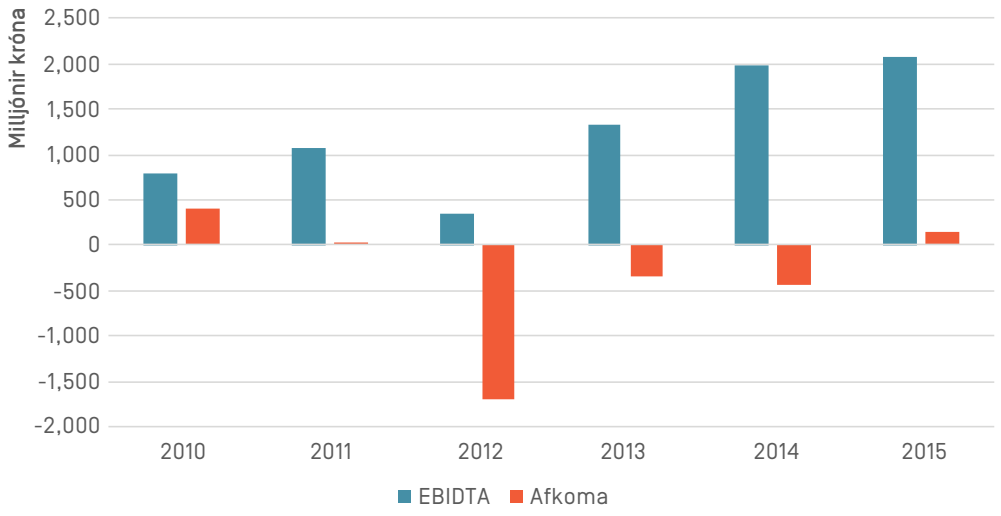
Skiptingin gekk formlega í gegn þann 30. desember 2010 þar sem hluthafar í Teymi fengu hlutafé í Eignarhaldsfélaginu Fjarskiptum í samræmi við hluti sína í fyrrnefnda félaginu. Allar skuldir móðurfélagsins, upp á rúma fjóra milljarða króna, urðu eftir í upplýsingatæknihlutanum. Síðasta skrefið var svo samruni móðurfélagsins Teymis inn í Skýrr og stóðu þá eftir tvö félög, Skýrr og Vodafone, sitt á hvoru sviði. Verður hér eftir því vísað til þessara tveggja félaga.

4.4. SKÝRR/Advania

Aðkoma Framtakssjóðsins

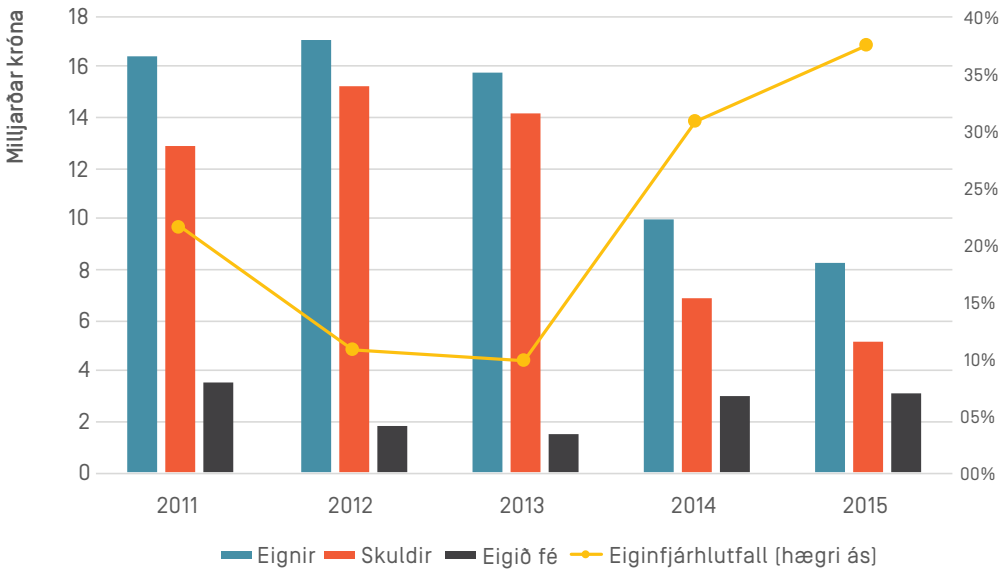
Með samruna Teymis og Skýrr undir merkjum síðarnefnda félagsins, á fyrri hluta árs 2011, var síðasta skrefið tekið í átt að sameiningu upplýsingatæknifyrirtækja Teymis. Árið 2009 höfðu Kögun, Landsteinar Strengur og Eskill sameinast Skýrr og við lokahnykkinn urðu Hands í Noregi og Kerfi í Svíþjóð að dótturfélögum Skýrr, auk SCS í Bandaríkjunum sem sett var beint í söluferli. HugurAx, fyrrum systurfélag Skýrr, rann svo inn í félagið líkt og önnur systurfélög höfðu áður gert. Samhliða aðskilnaðinum frá Vodafone var endursamið um lán fyrirtækisins á hagstæðari kjörum. Í desember 2011 var gengið frá kaupum á gagnaverinu Thor Datacenter og var kaupverðið að mestu greitt með hlutabréfum í Skýrr.

Þetta sameinaða félag var fjórfalt stærra en Skýrr í sinni gömlu mynd og skipaði sér sess meðal stærri upplýsingatæknifyrirtækja Norðurlanda. Tækifæri voru til að hagræða í rekstri og sækja á erlenda markaði auk þess sem stærra fyrirtæki yrði líklega seljanlegra á markaði síðar. Fyrsta forgangsverkefnið var að sameina starfsemina undir einu vörumerki og að starfa í sameiginlegum höfuðstöðvum í Sætúni. Afkoma ársins 2011 var ágæt, EBITDA hækkaði um 20% en félagið tapaði hins vegar 88 milljónum vegna vandræða dótturfélagsins í Noregi. Þetta leiddi til þess að framkvæmdastjóranum þar í landi var sagt upp störfum. Í ársbyrjun 2012 var síðasta skrefið í sameiningarlotunni tekið þegar nafni Skýrr og erlendra dótturfélaga var breytt í Advania. Megintilgangurinn var sá að félagið bæri eitt alþjóðlegt



Mynd 4.6: Þróun EBITDA og afkomu Advania

nafn í stað mismunandi nafna í mismunandi löndum. Fyrsta rekstrarár hins nýja Advania gekk þó ekki áfallalaust fyrir sig. Félagið tapaði alls tveimur milljörðum árið 2012 og mátti rekja stærstan hluta þess til Noregs. Efnahagsreikningurinn versnaði jafnframt til muna þar sem eiginfjárhlutfall félagsins fór úr 21,5% í tæp 11% og var það því í vanefndum á skilmálum lánasamninga. Sá möguleiki var skoðaður að selja erfiðu starfsemina í Noregi þótt það versta væri líklega afstaðið. Lettneska dótturfélagið Advania SIA var selt á árinu sem og SCS í Bandaríkjunum.



Mynd 4.7: Þróun efnahagsreiknings Advania

Árið 2013 var talsvert betra fyrir Advania og batnaði afkoma félagsins um 1.340 milljónir króna á milli ára en var þó enn neikvæð. Fjárhagsleg staða fyrirtækisins var ennþá erfið þrátt fyrir bættan rekstur og var eiginfjárhlutfallið einungis 9,8% í árslok. Advania var á skilorði á lánum sínum en hins vegar var erfitt fyrir hluthafa að setja meira fé inn í félagið á meðan það var ekki að skila viðunandi arðsemi.

Stuttu síðar barst hins vegar 1.450 milljóna króna tilboð frá sænskum fjárfestum í allan 74% eignarhlut FSÍ í Advania. Miðað við þann verðmiða var eiginfjárvirði Advania í heild sinni 1.961 milljónir króna, sem samsvaraði 3,5 krónum á hlut. Þrátt fyrir að félagið væri hlutfallslega lítill hluti af eignasafni FSÍ hafði mikil vinna farið í endurskipulagningu og lausn á vandamálum fyrirtækisins. Því gat verið freistandi að losa sig við félagið. Þó var ákveðið að hafna tilboðinu og í kjölfarið kom annað tilboð sem var 400 milljónum króna

hærra. Því var einnig hafnað en opnað var á þann möguleika að tilboðsgjafarnir kæmu með nýtt hlutafé inn í félagið í samstarfi við FSÍ.

Formlegar viðræður um hlutafjáraukningu hófust í janúar 2014 og vildu fjárfestarnir eignast að minnsta kosti 51% hlut í Advania. Með nýju hlutafé var hægt að hækka eigið fé félagsins og lækka skuldsetningu þess, auk þess sem um var að ræða fjárfesta frá Svíþjóð með mikla rekstrarlega þekkingu í geiranum og tengslanet sem félagið þurfti til að taka næsta skref. Í mars náðist samkomulag um að félag sænsku fjárfestanna, AdvInvest, myndi leggja Advania til tvo milljarða króna í nýtt hlutafé og eignast þannig tæplega 44% hlut í félaginu. FSÍ myndi síðan tryggja félaginu að minnsta kosti 51% eignarhlut með framsali á eigin hlutabréfum.

Í ágúst 2014 eignaðist AdvInvest tæplega 60% hlut í Advania fyrir 2.742 milljónir króna á viðmiðunargenginu 4,4 krónur á hlut, þá átti FSÍ enn rúmlega 32% hlut og fékk að auki 370 milljónir í reiðufé. Eiginfjárhlutfall Advania var nú tæp 20% eftir að hafa farið undir sjö prósent í júní 2014. Félagið tapaði 293 milljónum króna árið 2014 en EBITDA þess hækkaði um 30% á milli ára þar sem félagið breytti um uppgjörsaðferð og hóf að eignfæra þróunarkostnað í stað þess að gjaldfæra hann.

Sala Framtakssjóðsins

Ljóst var að sænsku fjárfestarnir vildu eignast Advania að fullu og strax í október 2014 gerðu þeir tilboð í eftirstandandi hlut FSÍ í félaginu á genginu fimm krónur á hlut. Stjórn sjóðsins taldi ekki tímabært að íhuga tilboðið á þeim tímapunkti og vildi fremur halda áfram á þeirri vegferð sem lagt var upp með, með nýju hluthöfunum, að styrkja félagið og skrá það tvíhliða á markað á Íslandi og í Svíþjóð. AdvInvest hélt hins vegar áfram að reyna og eftir talsverðar samningaviðæður kom tilboð í mars 2015 sem var samþykkt og hljóðaði upp á 6,4 krónur á hvern eftirstandandi hlut. Um var að ræða 45,5% hækkun frá því að félagið kom inn í hluthafahóp Advania rúmu hálfu ári áður og nam söluandvirðið yfir tveimur milljörðum króna. FSÍ tókst einnig að bæta við ákvæðum í kaupsamninginn sem gerðu hann enn hagstæðari og tryggði áframhaldandi rekstur fyrirtækisins á Íslandi. Ljóst var að árangur Advania á næstu árum yrði að vera gríðarlega góður til að FSÍ næði fram álíka verðmætaaukningu með áframhaldandi eign og var því ákveðið að ganga að tilboðinu. Þann 30. maí 2015 var salan frágengin og þátttöku FSÍ í Advania lokið.

Samantekt

Stofnun Advania fól í sér sameiningu fjölda fyrirtækja undir nýju nafni, hérlendis sem erlendis. Reksturinn í Noregi reyndist félaginu þungur baggi og skuldastaðan var slæm frá byrjun. Endurskipulagningin reyndist tímafrek enda töluvert verk að ná fram samlegð á

milli mismunandi dótturfélaga. Félagið þurfti einnig á auknu fjármagni að halda til að bæta eiginfjárstöðu sína og því var innkoma sænsku fjárfestanna kærkomin. FSÍ tók skynsamlega ákvörðun um að selja ekki allan eignarhlut sinn strax til þeirra í ljósi þess hve mikið verðmætara fyrirtækið varð við innkomu þeirra. Virðisaukningin fólst í því að fá þessa aðila inn í fyrirtækið með sína þekkingu og tengslanet sem lýsti sér í því að þeir greiddu 45% hærra verð fyrir eftirstandandi eignarhlut FSÍ en þeir gerðu í upphaflegri hlutafjáraukningu. Þannig reyndist Advania ágætis fjárfesting sem skilaði ásættanlegri arðsemi á sama tíma og rekstargrundvöllur á Íslandi var tryggður þrátt fyrir að áform um skráningu á markað hefðu ekki gengið upp.

Alls hagnaðist FSÍ um tæpar 840 milljónir króna á fjárfestingu sinni í Advania og var heildarávöxtunin tæp 51%. Innri vextir fjárfestingarinnar voru 10,1% en hefði FSÍ gengið að fyrra tilboði AdvInvest í allt hlutafé sitt í Advania hefði sjóðurinn tapað 200 milljónum króna. Stór munur er á þeirri niðurstöðu og lokaniðurstöðunni, enda íhugaði FSÍ aldrei alvarlega að ganga að fyrri tilboðum. Munurinn sýnir hins vegar svart á hvítu hve mikil verðmætaaukning náðist á skömmum tíma.

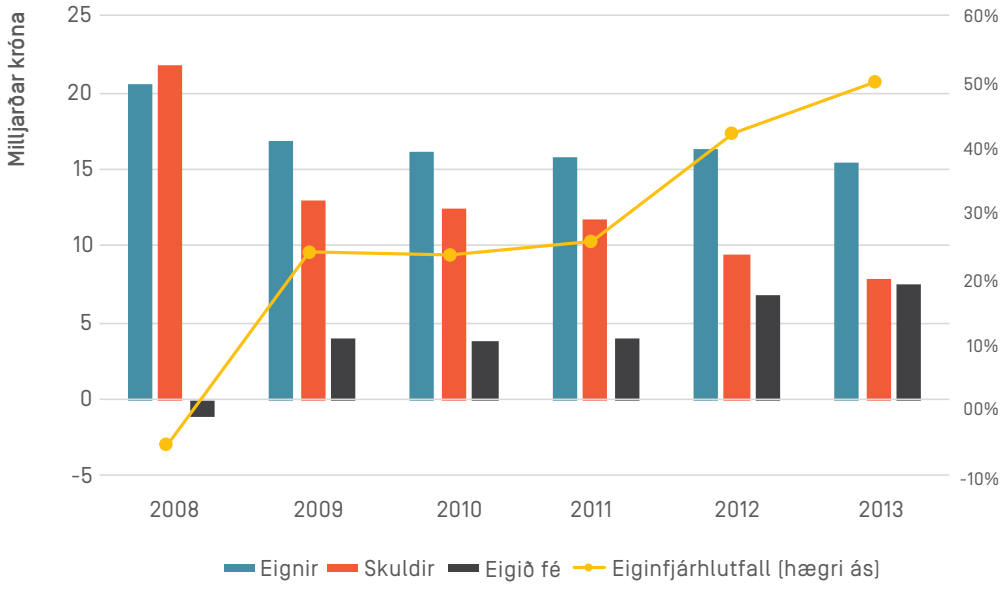
Samantekt á fjárfestingu í Advania	
Innri vextir (IRR)	10,2%
Heildarávöxtun	50,6%
Margfaldari fjárfestingar	1,51
Hagnaður	840 milljónir kr.

4.5. Vodafone

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Við uppskiptingu Teymis var fjarskiptafyrirtækið Vodafone aðskilið frá upplýsingatæknihlutanum, eins og komið var inn á hér að ofan. Vodafone var sterkt alþjóðlegt vörumerki og hafði starfað á íslenskum farsímamarkaði frá árinu 2000 og átti eitt erlent dótturfélag, P/F Kall í Færeyjum.

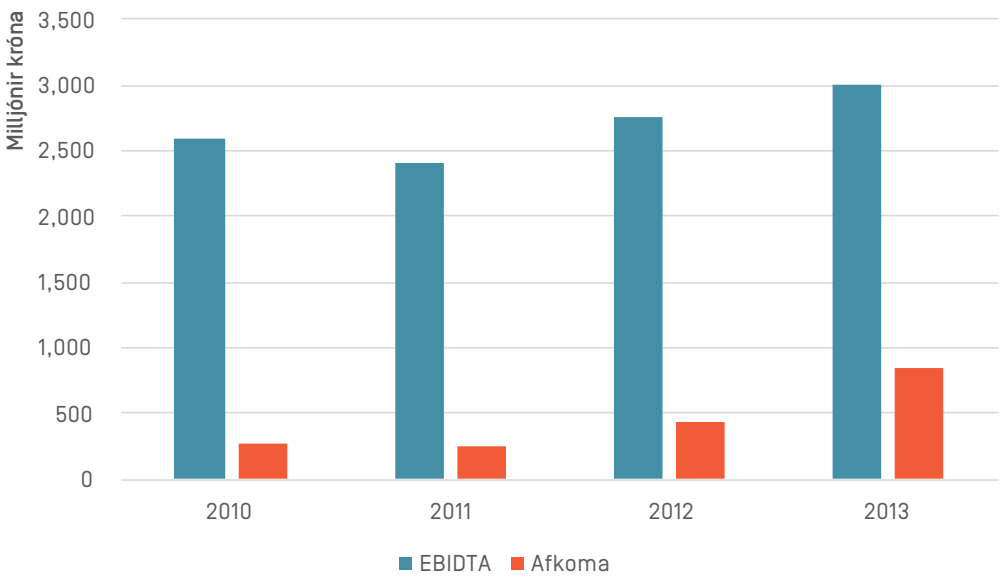
Í maí 2011 barst tilboð í 10% hlut í Fjarskiptum frá sjóði á vegum Auðar Capital sem greitt yrði með 100% hlutafjár í fjarskiptafyrirtækinu Tal. FSÍ samþykkti tilboðið með það að markmiði að sameina Vodafone og Tal en í október 2011 ógilti Samkeppniseftirlitið samrunann eftir mikil mótmæli frá samkeppnisaðilum. Þess má geta að Vodafone og Tal höfðu áður verið systurfélög á dögum Teymis.



Mynd 4.8: Þróun efnahagsreiknings Vodafone

Sala Framtakssjóðsins

Snemma árið 2012 fór Framtakssjóðurinn að horfa til þess að skrá Vodafone á markað. Fyrst þurfti þó að ráðast í hlutafjáraukningu til að styrkja eiginfjárstöðu félagsins. Í september var



Mynd 4.9: Þróun EBITDA og afkomu Vodafone

hlutafé félagsins aukið um tvo milljarða króna og þar af komu um 1.600 milljónir frá FSÍ. Þess má geta að þekktur erlendur fjárfestir sýndi félaginu áhuga á þessum tíma en Framtakssjóðurinn taldi vænlegra að koma sjálfur með aukið hlutafé. FSÍ ákvað að selja 50–60% hlutafjár í útboði Vodafone og halda eftir 20–30%. Ríflega tvöföld umframeftirspurn var eftir bréfum félagsins í útboðinu í árslok 2012 og ákvað FSÍ að selja hámarkshlut fyrir rúma 6,2 milljarða. Eftir söluna átti FSÍ 19,7% hlut eftir í félaginu.

Ein af ástæðum mikils áhuga á hlutabréfum Vodafone var stórbættur rekstur þess árið 2012. EBITDA félagsins jókst um tæp 20% og hagnaður um heil 77,5% og nam 440 milljónum króna. Í kjölfar árangursríkrar skráningar seldi Framtakssjóður Íslands restina af eignarhlut sínum í Fjarskiptum í apríl 2013, um fjórum mánuðum eftir að félagið var skráð á markað. Þar með var þátttöku sjóðsins í félaginu lokið.

Samantekt

Segja má að Vodafone hafi verið skólabókardæmi um það hlutverk sem FSÍ var ætlað. Sjóðurinn lagði til nýtt eigið fé og studdi endurskipulagningu félagsins er síðan lauk með skráningu á markað. Í leiðinni náði sjóðurinn ávöxtun upp á tæp 79% og hagnaðist alls um 3,7 milljarða króna. FSÍ borgaði upphaflega um þrjá milljarða fyrir Vodafone og setti svo inn nýtt hlutafé fyrir 1,6 milljarða. Líklega má rekja stóran hluta góðs árangurs hlutafjárútboðsins til þeirrar staðreyndar að efnahagsreikningur félagsins var sterkur og rekstarhorfur jákvæðar. FSÍ seldi 60% hlut í desember 2012 á genginu 31,5 krónur á hlut og 19,5% á

genginu 34,5 krónur á hlut í apríl 2013. Innri vextir fjárfestingarinnar voru mjög háir, eða rúm 46%, í ljósi þess að sjóðurinn náði að skrá félagið nokkuð fljótt á markað.

Samantekt á fjárfestingu í Vodafone

Innri vextir (IRR)	46,2%
Heildarávöxtun	78,6%
Margfaldari fjárfestingar	1,79
Hagnaður	3.727 milljónir kr.

4.6. Húsasmiðjan

Aðdragandi skuldavandræða

Húsasmiðjan var stofnuð árið 1956 af Snorra Halldórssyni byggingameistara. Fyrirtækið lagði fyrst og fremst áherslu á framleiðslu einingahúsa og timburvinnslu en fór fljótlega að flytja inn og selja timbur. Fyrirtækið hélt áfram að stækka og opnaði fjölda verslana á landsbyggðinni. Árið 2000 eignaðist Húsasmiðjan jafnframt Blómaval, Ískraft og H.G. Guðjónsson.

Ákveðin kaflaskil urðu þegar fjölskylda stofnandans, Snorra, seldi félagið árið 2002 til Eignarhaldsfélags Húsasmiðjunnar ehf. í afar umdeildum viðskiptum. Eitt af fyrstu verkum nýrra eigenda, fjárfestanna Árna Haukssonar og Hallbjörns Karlssonar auk Baugs, var að selja stóran hluta fasteigna félagsins til fasteignafélags og leigja í staðinn verslunarhúsnæði sitt. Þessi leigusamningur átti svo síðan eftir að reynast félaginu þungbær. Þessi sala á fasteignunum varð til þess að skuldir félagsins lækkuðu úr 6,3 milljörðum króna í 3,2 milljarða. Raunverulegar skuldir þess voru hins vegar talsvert meiri vegna skuldastöðu Eignarhaldsfélagsins og komu þær í ljós eftir að félögin sameinuðust árið 2003 en þá var eiginfjárhlutfall félagsins einungis 20%.

Í ársbyrjun 2005 var félagið selt til nýs Eignarhaldsfélags Húsasmiðjunnar sem var í eigu Saxbyggs og Fjárfestingarfélagsins Prímuss. Efnahagsreikningur félagsins blés út þar sem skuldir þess ruku úr 6,8 milljörðum króna í 10,9 milljarða og eignir hækkuðu enn meira vegna fjögurra milljarða króna hækkunar viðskiptavildar. Á þessum tímapunkti var viðskiptavild um helmingur af eignum fyrirtækisins.

Árið 2006 tapaði Húsasmiðjan 747 milljónum króna og eiginfjárhlutfall félagsins var komið niður í 12%. Félagið skuldaði nú 13 milljarða en eigið fé þess var einungis 1.759 milljónir. Félagið fékk nýtt hlutafé fyrir tæpa 1,3 milljarða króna árið 2007 og hagnaðist þar að auki um 969 milljónir króna. Árið 2008 reyndist Húsasmiðjunni hins vegar afar þungbært og tapaði félagið 12,7 milljörðum króna. Þar spiluðu inn í 6,5 milljarða króna neikvæð gengisáhrif vegna erlendra lána auk 6,2 milljarða króna niðurfærslu viðskiptavildar. Auk þess hrundi eftirspurn eftir byggingavörum í kjölfar hrunsins. Í árslok 2008 var eigið fé Húsasmiðjunnar neikvætt um 8,8 milljarða sem gerði eiginfjárhlutfallið neikvætt upp á 109%. Svo fór að allt hlutafé Húsasmiðjunnar var fært niður í október 2009 og Eignarhaldsfélagið Vestia tók yfir reksturinn. Landsbankinn breytti 10,2 milljörðum króna af skuldum í hlutafé en það dugði þó einungis til þess að koma eiginfjárhlutfallinu upp í 9%. Tap Húsasmiðjunnar árið 2009 nam 814 milljónum króna.

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

FSÍ eignaðist Húsasmiðjuna sem hluta af kaupum sínum á Vestia. Hins vegar kom á daginn, í viðræðum við Landsbankann, að staða fyrirtækisins var jafnvel enn verri en búist var við og fyrirtækið virtist á barmi gjaldþrots. Landsbankinn breytti milljarði króna af skuldum til viðbótar í hlutafé til að rétta stöðu félagsins. FSÍ lagði upp með að selja Húsasmiðjuna sem allra fyrst í opnu söluferli þrátt fyrir að bág fjárhagsstaða þess gerði það að verkum að félagið var á mörkum þess að vera hæft til sölu. Ekki hjálpaði til að húsleit var framkvæmd hjá fyrirtækinu í mars 2011 vegna meints samráðs á árum áður. Félagið hélt áfram taprekstri og tapaði 304 milljónum króna á fyrstu sjö mánuðum ársins 2011.

Mynd 4.10: Þróun efnahagsreiknings Húsasmiðjunnar

Sala Framtakssjóðsins

Þrátt fyrir húsleitina bárust 12 óskuldbindandi tilboð í Húsasmiðjuna þann 29. september 2011 eftir að FSÍ hafði auglýst félagið til sölu. Af sex skuldbindandi tilboðum kom það hæsta frá danska byggingarrisanum Bygma Gruppen. Einungis um viku áður en skrifa átti undir kaupsamning við Bygma barst bréf frá skattyfirvöldum um rannsókn á Húsasmiðjunni sem gat leitt til 777 milljóna króna endurálagningar vegna öfugs samruna í tíð fyrri

eigenda. Málið snerist um gjaldfærslu vaxta vegna lána sem komu inn í Húsasmiðjuna frá eignarhaldsfélögunum tveimur sem sameinuð voru Húsasmiðjunni fyrir hrun. Þessi endurálagning og yfirvofandi sekt frá Samkeppniseftirlitinu kom viðræðum við Bygma í uppnám en samkomulag náðist um að selja eignir og rekstur Húsasmiðjunnar yfir í nýtt rekstrarfélag í eigu Bygma og halda eftir skel til að greiða mögulegar skuldir til yfirvalda. Í desember 2011 var samið við Bygma um að félagið myndi greiða 800 milljónir króna í reiðufé fyrir allar eignir og rekstur Húsasmiðjunnar og taka yfir skuldir að upphæð 2,5 milljarða. Skelin af Húsasmiðjunni, Holtavegur 10 ehf., myndi jafnframt eignast kauprétt á 30% hlut í nýju félagi sem gilda myndi frá árinu 2015 til ársins 2020. Í skelinni yrði eftir kaupverðið auk krafna að upphæð 240 milljóna króna sem ekki fylgdu með sölunni. Eignirnar stæðu eftir fyrir væntanlegum greiðslum til yfirvalda. FSÍ og Landsbankinn sömdu í kjölfarið um 250 milljóna króna lækkun á kaupverði FSÍ á Vestia gegn því að eignarhaldsfélag á vegum Landsbankans myndi eignast 50% hlutafjár í Holtavegi 10. Í lok janúar 2012 var ljóst að Holtavegur 10 yrði að greiða 678 milljóna króna endurálagningu til Ríkisskattstjóra. FSÍ seldi hin 50% sín í Holtavegi 10 til Hamla fyrir eina krónu og losnaði þannig við allar mögulegar skuldbindingar og ábata af sölunni.

Samantekt

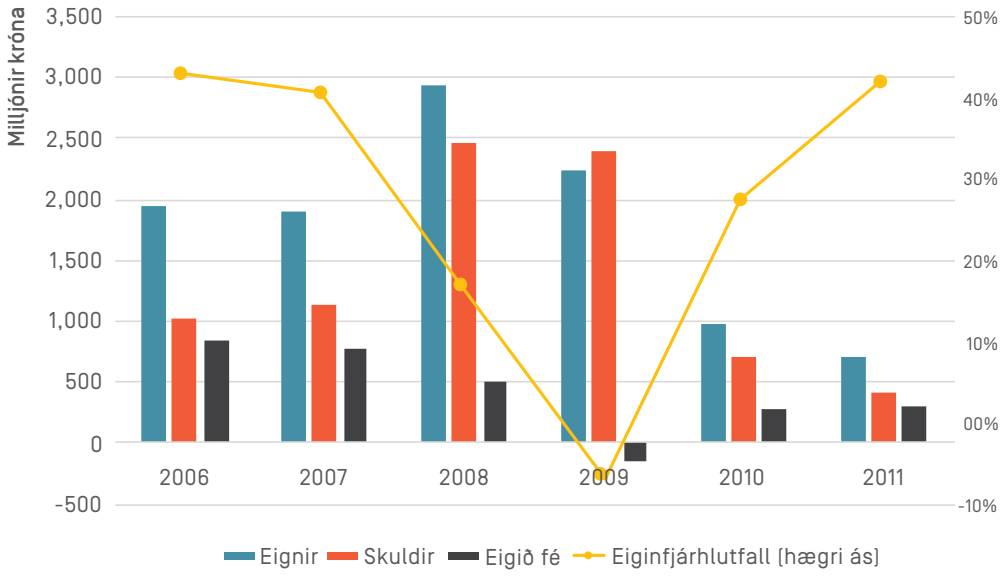
Í stóru myndinni hafði Húsasmiðjan lítil sem engin áhrif á lokaafkomu FSÍ. Hins vegar ollu kaup sjóðsins á fyrirtækinu talsverðu fjaðrafoki á meðal samkeppnisaðila sem margir hverjir töldu að Húsasmiðjan ætti að fara í þrot. FSÍ tók engan þátt í fjárhagslegri endurskipulagningu Húsasmiðjunnar sem framkvæmd var af Landsbankanum fyrir kaup FSÍ á Vestia. Þá lagði FSÍ aldrei krónu í Húsasmiðjuna í þeim tilgangi að snúa rekstrinum við, enda sá sjóðurinn strax að fyrirtækið stóð á afar ótraustum grunni. Ef ekki hefði verið fyrir ófyrirsjáanlega sekt frá Samkeppniseftirlitinu og endurálagningu frá skattyfirvöldum fyrir hundruði milljóna króna hefði ávöxtun FSÍ af sölunni til Bygma Gruppen verið viðunandi. Vegna samkomulags FSÍ um lækkun kaupverðs á Húsasmiðjunni tapaði sjóðurinn þó engu á þessari fjárfestingu sinni.

4.7. Plastprent

Aðdragandi skuldavandræða

Plastprent var stofnað árið 1957 í þeim tilgangi að prenta og framleiða plastpoka, sem var nýjung hérlendis á þeim tíma og kom í stað sellófans og pappírs. Fyrirtækið var jafnframt það fyrsta hérlendis til að taka upp framleiðslu á plastfilmum og að bjóða upp á litgreinda prentun á plastumbúðir. Félagið var skráð á aðallista hlutabréfamarkaðar árið 1996 en fært yfir á minni lista, svokallaðan vaxtarlista, í árslok 1998.

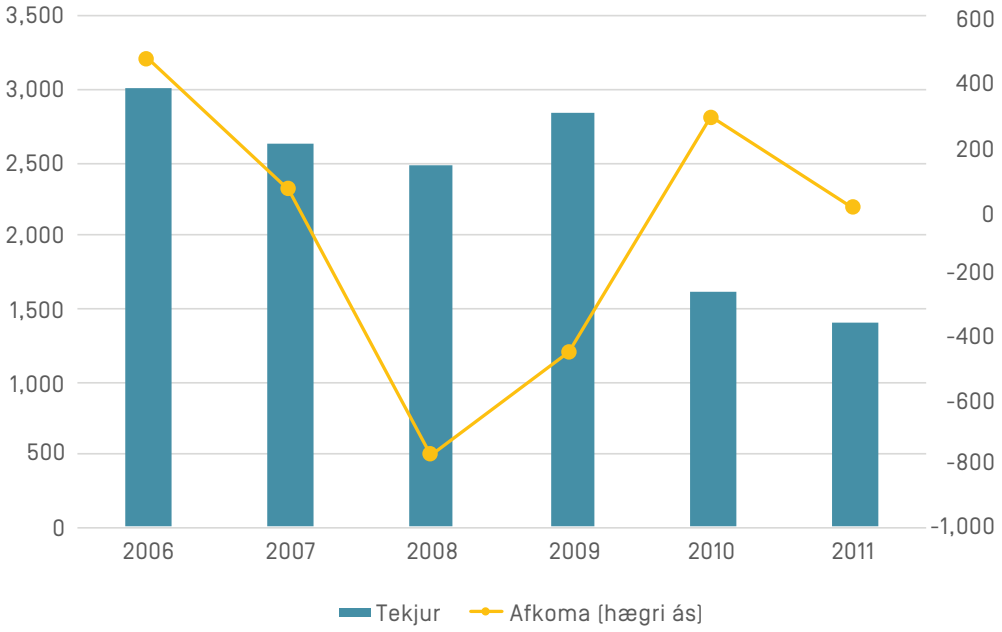
Plastprent var skráð af markaði árið 2003 og um svipað leyti hófst mikið stækkunarferli sem teygði sig til ársins 2008 þar sem Plastprent sankaði að sér dótturfélögum í Eystrasaltslöndunum, Skotlandi og Færeyjum, auk þess sem félagið keypti Sigurplast árið 2003. Hugmyndin á bakvið kaupin var sú að hagvöxtur á þessu svæði væri meiri en annars staðar í Evrópu og plastnotkun að aukast til muna. Þá bætti Plastprent við sig eignum í Litháen, Færeyjum og Bretlandi samhliða því sem Sigurplast var selt.



Mynd 4.11: Þróun efnahagsreiknings Plastprents

Rekstur erlendu dótturfélaganna gekk ekki vel og í árslok 2004 var eignarhluti Plastprents í Unifleks í Lettlandi til að mynda afskifaður að fullu. Önnur erlend dótturfélög skiluðu einnig miklu tapi og íþyngdu móðurfélaginu verulega. Þá versnaði staða fyrirtækisins

einnig verulega vegna veikingar krónunnar þar sem stór hluti skuldanna var í erlendri mynt. Stærsti eigandi félagsins, Fons, var tekinn til gjaldþrotaskipta árið 2009. Landsbankinn var stór lánveitandi félagsins og í desember 2009 eignaðist Eignarhaldsfélagið Vestia 72% hlut í Plastprenti sem félagið keypti á miklu hrakvirði frá skilanefndum Glitnis og Kvosar. Á hluthafafundi í ágúst 2010 var allt hlutafé félagsins fært niður og Landsbankinn tók yfir allt félagið.



Mynd 4.12: Þróun tekna og afkomu Plastprents

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Landsbankinn vann að fjárhagslegri endurskipulagningu Plastprents á meðan viðræðurnar við FSÍ um kaupin á Vestia áttu sér stað. Dótturfélögin í Litháen voru færð í eignarhaldsfélag í eigu bankans og Plastprent var leyst undan 500 milljóna króna ábyrgð gagnvart einu þeirra. Þá breytti Landsbankinn lánum upp á tæpar 482 milljónir í hlutafé og skuldbatt sig til að leggja til 50 milljónir til viðbótar. Efnahagsreikningur félagsins í árslok 2010 var því orðinn mun heilbrigðari þar sem skuldir fóru úr 2,4 milljörðum króna í 700 milljónir og eiginfjárhlutfall þess fór úr -6,9% í 27,1%. FSÍ hafði sett kaupunum ýmis skilyrði sem gerðu það að verkum að sjóðurinn tók ekki á sig neina áhættu vegna Plastprents.

Ráðist var í ýmsar aðrar hagræðingaraðgerðir. Húsnæði var minnkað úr 8.400 m^2 í 6.200 m^2 og samið var um ný leigukjör. Framleiðslu var hætt á vörum sem ekki skiluðu nægri framlegð, starfsfólki var fækkað og ráðist í almennt kostnaðaraðhald. Starfsemi félagsins einskorðaðist nú að mestu við Ísland að frátöldum hlut í Fispak í Bretlandi. Rekstur félagsins gekk talsvert betur árið 2010 þrátt fyrir 58 milljóna króna tap af áframhaldandi starfsemi en vegna eignasölu hagnaðist félagið um 279 milljónir.

Ýmsar hugmyndir komu upp varðandi framtíð Plastprents. Meðal annars kom til greina að FSÍ myndi kaupa Kvos, móðurfélag prentsmiðjunnar Odda, og sameina félagið Plastprenti. Ekkert varð úr þeim áformum frekar en áformum um að taka Plastprent inn í Promens-samstæðuna og ná þannig samlegðaráhrifum. Tekjur ársins 2011 voru lakari en væntingar stóðu til og spilaði þar inn í dræm sala til sjávarútvegs framan af ári. Miklar mannabreytingar urðu hjá fyrirtækinu, ný stjórn tók við stjórnartaumunum í mars og nýir framkvæmdastjórar voru ráðnir til starfa í október sama ár.

Sala Framtakssjóðsins

Snemma árs 2012 var Plastprent sett í opið söluferli og í maí höfðu sex tilboð borist í félagið. Hæsta tilboðið barst frá Kvos að upphæð 206 milljónir króna fyrir alla hluti í félaginu. Salan gekk í gegn tveimur mánuðum síðar og þann 8. nóvember var félagið afhent nýjum kaupendum að fengnu samþykki Samkeppniseftirlitsins. Plastprent var í kjölfarið sameinað Odda undir síðarnefnda nafninu.

Samantekt

Líkt og Húsasmiðjan hafði Plastprent lítil sem engin áhrif á heildarafkomu Framtakssjóðs Íslands þótt vel hafi tekist til með sölu á félaginu. Þrátt fyrir að um litla eign hafi verið að ræða lagði FSÍ upp með að hámarka virði fjárfestingarinnar og selja hana í opnu og gagnsæu söluferli. Ljóst var frá upphafi að Plastprent var engan veginn hæft til skráningar á hlutabréfamarkað, ekki frekar en Húsasmiðjan, og salan til Kvosar á nær fjórföldu kaupverði hlýtur því að teljast mjög viðunandi niðurstaða.

Frá arðsemissjónarmiði var fjárfestingin í Plastprenti sú besta sem FSÍ réðst í. Hins vegar voru fjárhæðirnar afar litlar í stóra samhenginu. Kaupverðið á Plastprenti var 50 milljónir króna og tæpum tveimur árum síðar var félagið selt á 206 milljónir, það er á rúmlega fjórfalt hærra verði en kaupverðið. Árleg ávöxtun, þegar kostnaður við kaup og sölu er tekinn til greina, var 109,2%. Hagnaðurinn af sölunni nam alls tæpum 142 milljónum króna.

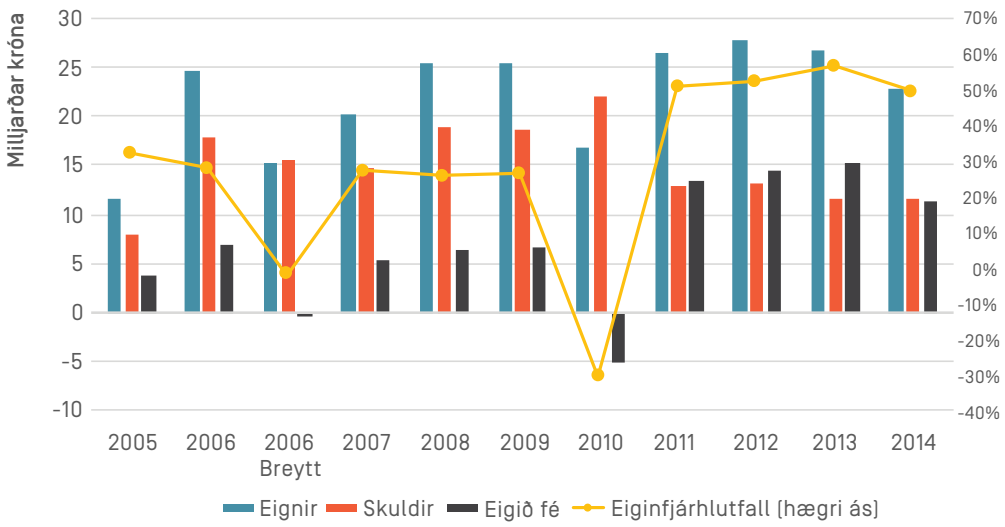
Samantekt á fjárfestingu í Plastprent	
Innri vextir (IRR)	109,2%
Heildarávöxtun	278%
Margfaldari fjárfestingar	3,78
Hagnaður	142 milljónir kr.

4.8. N1

Aðdragandi skuldavandræða

Saga N1 nær aftur til ársins 1913 þegar Hið íslenska steinolíufélag var stofnað í upphafi bílaaldar á Íslandi. Árið 1946, var Olíufélagið stofnað og tók það yfir starfseminni. Hófst þá jafnframt rekstur bensínstöðva undir nafni alþjóðafyrirtækisins Esso. Í ársbyrjun 2006, áttu sér stað ákveðin kaflaskil þegar hluthafar og stjórnendur Bílanausts ásamt öðrum fjárfestum keyptu allt hlutafé í Olíufélaginu fyrir hátt í 20 milljarða króna í gegnum eignarhaldsfélagið BNT ehf. Á sama tíma voru allar fasteignir félaganna færðar yfir í sérstakt félag sem fékk nafnið Umtak fasteignafélag og var í eigu BNT. Umtak tók 10 milljarða króna lán í erlendri mynt og átti á móti fasteignir fyrir 10,2 milljarða. Frá og með ársbyrjun 2007 var rekstur Bílanausta og Olíufélagsins sameinaður undir einn hatt og í apríl sama ár fékk sameinað félag nafnið N1.

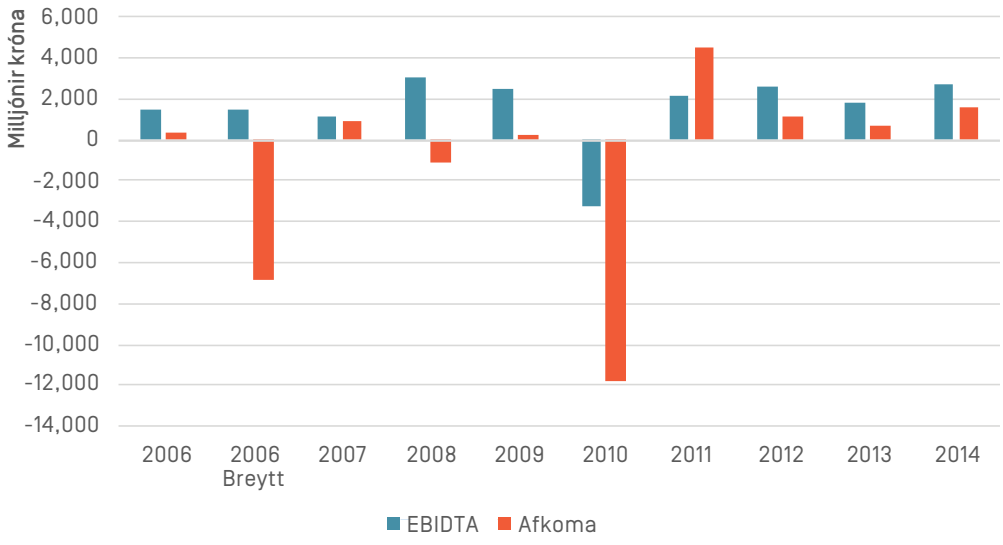
N1 hagnaðist um 334,5 milljónir króna árið 2006 en vegna nýrra reikningsskilaaðferða þar sem viðskiptavild var færð niður um sjö milljarða var bókfært tap félagsins á árinu 6,8 milljarðar króna þegar ársreikningur ársins 2007 kom út. Eftir breytinguna var eigið fé félagsins árið 2006 neikvætt um 302 milljónir króna en það var orðið talsvert betra árið 2007 þar sem N1 hagnaðist um 860 milljónir.



Mynd 4.13: Þróun efnahagsreiknings N1 (áður Olíufélagsins)

Þrátt fyrir mikla tekjuaukningu árið 2008 tapaði N1 1,1 milljarði króna, fyrst og fremst vegna gríðarlegrar hækkunar fjármagnsgjalda upp á tæpa þrjá milljarða en einnig vegna neikvæðs gengismunar. Á sama tíma ruku skuldir Umtaks fasteignafélags í erlendri mynt upp, úr 13,6 milljörðum króna í 26,5 milljarða. Fasteignamat eigna Umtaks var hins vegar hækkað á sama tíma um 16,3 milljarða þannig að eiginfjárstaða félagsins var enn jákvæð í bókum þess. Ljóst var hins vegar að Umtak var komið í veruleg vandræði þar sem leigutekjur félagsins frá N1 stóðu engan veginn undir skuldum. Þá fór móðurfélagið BNT einnig illa út úr hruninu en félagið skuldaði 7,2 milljarða króna í erlendri mynt í árslok 2007. Félagið skilaði ekki ársreikningum eftir þann tíma.

Árið 2010 kom að falli N1 þegar félagið tapaði 11,8 milljörðum króna. Hluti af því tapi var niðurfærsla á allri 4,5 milljarða króna viðskiptavild félagsins. Í kjölfarið varð eiginfjárstaða N1 neikvæð um 30,7%, þar sem félagið átti eignir að verðmæti 16,9 milljarða en skuldaði 22 milljarða. Sama ár tapaði Umtak fasteignafélag 17,6 milljörðum króna sem fyrst og fremst mátti rekja til niðurfærslu á fasteignum félagsins í tengslum við fjárhagslega endurskipulagningu N1. Vinna við endurskipulagninguna í samráði við kröfuhafa hófst um mitt ár 2010.



Mynd 4.14: Þróun EBITDA og afkomu N1

Í apríl 2011 náðu kröfuhafar N1, BNT og Umtaks ásamt skuldabréfaeigendum ESSO 0511 bréfa sem gefin voru út árið 2006 samkomulagi við N1 um að taka yfir reksturinn. Með undirritun nauðasamnings í júní var allt hlutafé félagsins fært niður og hluta af skuldum umbreytt í hlutafé. Nýtt hlutafé félagsins nam 14 milljörðum króna og nýir eigend-

ur félagsins voru Arion banki, Íslandsbanki og fyrrum skuldabréfaeigendur. Sem hluta af fjárhagslegri endurskipulagningu keypti N1 allar fasteignir Umtaks fyrir 9,5 milljarða króna. Að lokinni fjárhagslegri endurskipulagningu, eftir að kröfuhafar höfðu tekið á sig gríðarlegt tap, var rekstrarstaða N1 talsvert betri. Skuldir félagsins fóru úr 22 milljörðum króna í 13 milljarða og eiginfjárhlutfallið var rúmlega 50%. Hagnaður N1 árið 2011 var 4,5 milljarðar en þar voru meðtalin jákvæð áhrif vegna fjárhagslegrar endurskipulagningar upp á 4,8 milljarða.

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Stuttu eftir nauðasamninga N1 í ágústlok 2011 opnaðist sá möguleiki að FSÍ myndi eignast hlut í N1 og þann 2. september hafði sjóðurinn keypt 15,8% hlut í félaginu af Glitni og Íslandsbanka fyrir samtals 1.669 milljónir króna. Í framhaldinu var skrifað undir stofnsamkomulag og hluthafasamkomulag eignarhaldsfélagsins N100 sem samanstóð af FSÍ og öðrum eigendum. Markmiðið var að skrá N1 á markað eigi síðar en í júní 2013 þótt mögulegt yrði að fresta því vegna markaðsaðstæðna.

Arion banki, stærsti einstaki hluthafi N1, var ekki hluti af N100 og var skyndilega orðinn að einangruðum minnihlutaeigenda. FSÍ lýsti yfir áhuga á að kaupa eignarhlut bankans í N1 og stuttu síðar komust aðilar að samkomulagi um að sjóðurinn myndi eignast allan 39% hlut bankans með fyrirvara um samþykki Samkeppniseftirlitsins. Gengið var frá kaupunum í júní 2012 þar sem FSÍ keypti 29% hlut í stað 39% hlutar til að halda eignarhlut sínum í N1 fyrir neðan 50%, nánar tiltekið í 44,8%. Þannig náði sjóðurinn sátt við Samkeppniseftirlitið. Af þessum 29% hlut áttu fyrrum skuldabréfaeigendur kauprétt á 10% hlut fyrir skráningu á markað. Skömmu eftir kaupin var Eggert Benedikt Guðmundsson ráðinn forstjóri N1 í stað Hermanns Guðmundssonar.

Fyrsta verk Framtakssjóðsins var að minnka efnahagsreikning félagsins með sölu eigna sem tilheyrðu ekki kjarnastarfsemi þess. Árið 2012 var sala á bílavarahlutum og aukahlutum flutt yfir í nýtt félag, Bílanaust, sem rekið var sem dótturfélag að fullu í eigu N1 og var síðan selt. Þá var reynt að straumlínulaga rekstur félagsins. Tvö rekstrarsvið voru tekin upp innan N1, einstaklingssvið og fyrirtækjasvið. Auk þess var hagrætt í lagermálum félagsins þegar N1 keypti stórt vöruhús að Klettagörðum 13 og sameinaði alla lagera N1 og Bílanausts á einum stað. Eignin var síðar seld og endurleigð til 10 ára. Vel gekk að byggja ofan á gott gengi ársins á undan og félagið hagnaðist um 1,2 milljarða króna sem var mikil hækkun ef litið var framhjá ábata af fjárhagslegri endurskipulagningu.

Sala Framtakssjóðsins

Þrátt fyrir bættan rekstur töldu hluthafar að N1 væri ekki tilbúið til skráningar í Kauphöll

um mitt ár 2013 og því var ákveðið að fresta skráningu til 30. október. FSÍ vildi ekki selja allan hlut sinn þar sem sjóðurinn taldi ýmis verk óunnin sem myndu skila sér í auknu virði félagsins. Sjóðurinn ætlaði sér að halda eftir að minnsta kosti 20% hlut í fyrirtækinu að lokinni skráningu. FSÍ fékk enn frekari efasemdir varðandi skráningu N1 á markað eftir að dapurt uppgjör fyrsta helmings 2013 lá fyrir. Ýmsir utanaðkomandi þættir spiluðu inn í mikla lækkun rekstrarhagnaðar og taldi FSÍ uppgjörið ekki endurspegla raunverulega stöðu félagsins. Sjóðurinn taldi betra að ráðast í skráningu á markað þegar níu mánaða uppgjör lægi fyrir sem myndi gefa betri mynd af rekstrinum.

Sú ályktun reyndist rétt og þriðji ársfjórðungur ársins 2013 var mun betri en árið áður og því leit níu mánaða samanburðurinn talsvert betur út en sex mánaða samanburður. Hafist var handa við útboð sem fór fram í árslok 2013 þar sem 280 milljónir hluta voru seldir. FSÍ seldi 24% hlut fyrir tæpa 2,5 milljarða króna eftir að hafa skömmu áður selt hluti til kaupréttahafa fyrir 1,3 milljarða. Meðalgengi seldra hluta var 15,9. Eftir söluna átti FSÍ enn tæp 21% í N1 sem seld voru í júní 2014 á genginu 17 og lauk þar með þátttöku sjóðsins í félaginu.

Samantekt

N1 var líkt og Vodafone dæmi um vel heppnaða fjárfestingu sem samræmdist þeirri stefnu FSÍ að taka þátt í uppbyggingu félags með mikla möguleika og skrá það á hlutabréfamarkað. Eftir að hafa greitt 4,8 milljarða króna fyrir hlut sinn í félaginu innleysti sjóðurinn samtals rúma 7,5 milljarða króna og náði 55% ávöxtun. Innri vextir fjárfestingarinnar voru 25,2% og hagnaður FSÍ nam 2,7 milljörðum króna.

Að lokinni þátttöku FSÍ stóð eftir traust félag sem hefur vaxið gríðarlega undanfarin ár samhliða auknum fjölda ferðamanna og hefur blómstrað á hlutabréfamarkaði. Líklega hjálpaði það félaginu að komast í hendur öflugs fjárfestis fremur en að vera í eigu slitabús og tveggja banka. FSÍ réði nýjan framkvæmdastjóra og kom að endurskipulagningu rekstrarins áður en félagið var skráð á markað.

Samantekt á fjárfestingu í N1

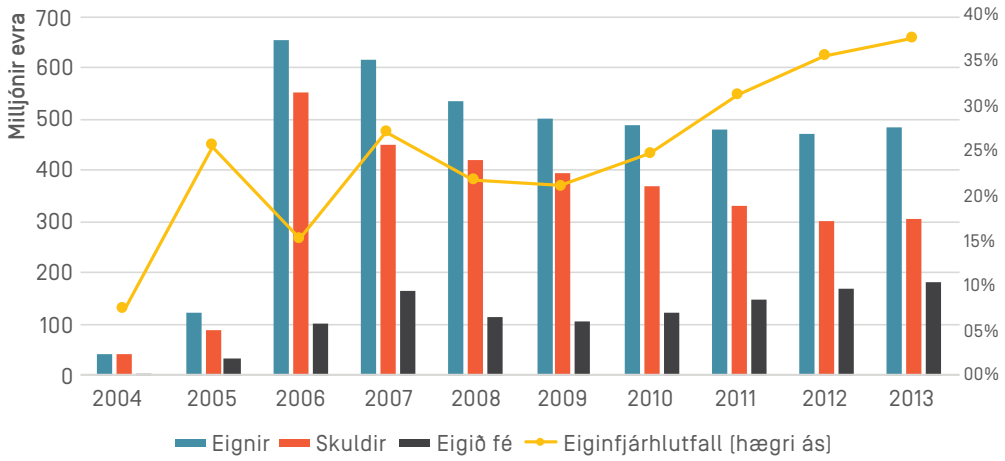
Innri vextir (IRR)	25,2%
Heildarávöxtun	55,2%
Margfaldari fjárfestingar	1,55
Hagnaður	2.716.070.571 milljónir króna

4.9. Promens

Aðdragandi skuldavandræða

Uppruna Promens má rekja aftur til stofnunar Sæplasts í Dalvík árið 1984. Fyrirtækið framleiddi fyrst og fremst einangruð fiskiker sem ollu byltingu í meðhöndlun og gæðum fiskafurða. Fljótlega hófst útflutningur á kerunum og eru þau enn afar vinsæl í fisk- og matvælaiðnaði um allan heim. Árið 1998 var fyrsta dótturfélag Sæplasts stofnað á Indlandi og hófst þar með útrásarhrina sem náði til Skandinavíu, Evrópu og Norður-Ameríku með kaupum á ýmsum félögum. Sæplast var skráð á aðallista Kauphallarinnar árið 1999 en afkoma félagsins var sífellt undir væntingum þrátt fyrir hraða veltuaukningu. Árið 2004 tók fjárfestingafélagið Atorka yfir Sæplast eftir að hafa upphaflega keypt bréf í félaginu á markaði í smáum skömmtum. Í árslok 2004 var Atorka eini hluthafi félagsins og árið 2005 var félagið Promens stofnað sem yfirtók flest dótturfélög Sæplasts víða um heim.

Atorka ætlaði Promens stóra hluti með innri og ytri vexti. Í júlí 2005 festi Promens kaup á breska plastframleiðslufyrirtækinu Bonar Plastics fyrir þrjá milljarða króna. Um var að ræða félag með 11 milljarða króna veltu sem var þrisvar sinnum stærra en Promens sjálft með um þúsund manns í vinnu í átta löndum. Áfram hélt vöxturinn árið 2006 þar sem Promens keypti Elkart Plastics í Bandaríkjunum og norska fyrirtækið Polimoon sem á þeim tíma var skráð í kauphöll í Osló. Kaupverðið nam 16 milljörðum króna og að kaupunum loknum voru starfsmenn Promens orðnir 5.400 í 60 verksmiðjum um allan heim. Þá hafði efnahagsreikningur félagsins fimmtánfaldast á skömmum tíma.



Mynd 4.15: Þróun efnahagsreiknings Promens

Mikil vandræði móðurfélagsins Atorku hófu að smitast yfir til Promens frá og með ársbyrjun 2008. Skömmu síðar versnaði staða Atorku og eigið fé félagsins varð neikvætt. Unnið var að fjárhagslegri endurskipulagningu með kröfuhöfum sem endaði með því að þeir tóku yfir félagið í ársbyrjun 2010. Í kjölfarið var Landsbankinn orðinn stærsti hluthafi Atorku með 44,2% hlut og Íslandsbanki kom næstur með 15,25% hlut. Þannig voru kröfuhafarnir orðnir eigendur Promens sem fór ekki varhluta af niðursveiflunni og tapaði 48 milljónum evra árið 2008. Eiginfjárhlutfall félagsins hafði einungis verið um 15% undanfarin tvö ár en var komið niður í 6%. Tæpur helmingur skulda félagsins voru skammtímaskuldir og félagið var því í þröngri stöðu. Félagið var metið verðlaust af KPMG í Bretlandi í maí 2009 en hluthafar og stjórnendur Atorku fengu í kjölfarið tvö ráðgjafafyrirtæki til að meta félagið. Samkvæmt greinagerð með nauðasamningsfrumvarpi Atorku þann 21. október 2009 var meðalverðmat þessara tveggja aðila 61,5 milljónir evra og var miðað við það verðmat í nauðasamningum. Félagið tapaði 39,5 milljónum evra árið 2009 og hafði því tapað yfir 15 milljörðum króna á tveimur árum. Vegna rekstrarerfiðleika rauf Promens lánaskilmála undir árslok 2008 og þurfti því að endursemja um lán sín á hærri vöxtum.

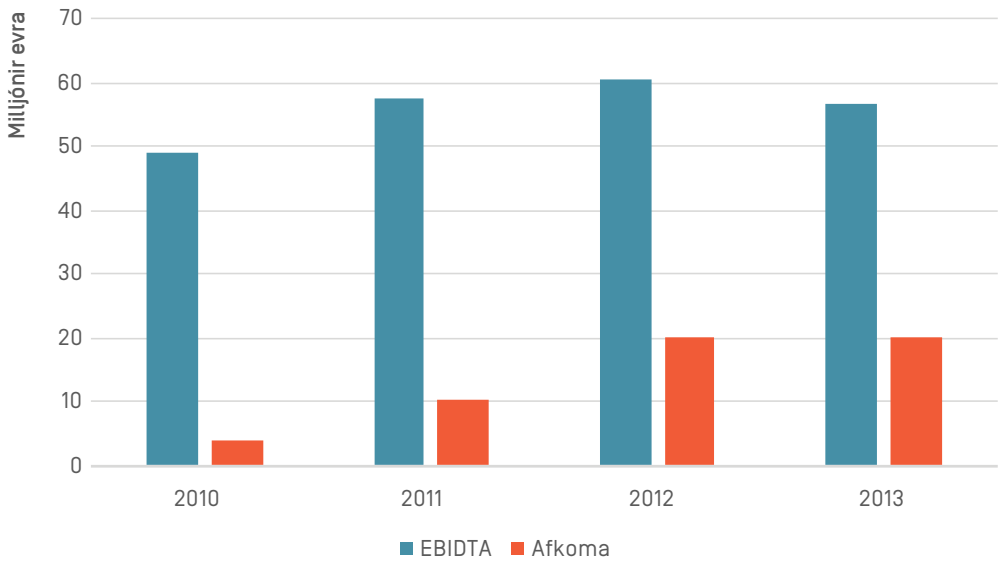
Þáverandi hluthafar Promens, þrotabú Atorku og Horn Fjárfestingarfélag, lögðu félaginu til 10 milljóna evra breytilegt lán og í árslok 2009 var um 90 milljónum evra af umbreytanlegum lánum breytt í forgangshlutabréf. Ýmsar hagræðingaraðgerðir fóru einnig fram, verksmiðjum var lokað og aðrar voru minnkaðar og félagið kom sterkt til baka árið 2010, tekjur þess jukust af áframhaldandi starfsemi úr 512 milljónum evra í 584 milljónir. Þá hagnaðist Promens um 11,7 milljónir evra eftir mikið tap síðustu tveggja ára. Fyrirtækið seldi starfsemi sína í Bandaríkjunum til samkeppnisaðila með góðum hagnaði og notaði andvirðið til að greiða niður skuldir. Restinni af umbreytanlegum skuldum, um 18,5 milljónum evra, var breytt í forgangshlutabréf á miðju ári. Eiginfjárstaðan styrktist umtalsvert og var 24,5% í árslok 2010.

Aðkoma Framtakssjóðsins

Árið 2011 keypti Horn allt félagið og borgaði fyrir það með hlutabréfum sínum í Atorku. Samhliða kaupunum hóf Horn viðræður við FSÍ um að sjóðurinn yrði hluthafi í Promens. FSÍ hafði sýnt því áhuga að eignast hluta af Promens samhliða kaupum sínum á Eignarhaldsfélaginu Vestia árið 2010 en á þeim tíma vildi Atorka ekki selja félagið. Þann 30. júní skrifuðu Horn og FSÍ undir kaupsamning á 40% hlutafjár í Promens með möguleika á 9,5% hlut til viðbótar. Í september var gengið frá kaupunum og kaus FSÍ að nýta réttinn til að kaupa 49,5% hlut og greiddi 49,5 milljónir evra fyrir. Þar af fóru 20 milljónir í nýtt hlutafé og samhliða kaupunum var 18,5 milljóna evra láni, sem Horn veitti Prómens í júní, breytt í hlutafé. Jakob Sigurðsson var ráðinn nýr forstjóri Promens í kjölfar kaupanna.
Markmið nýrra eigenda samkvæmt hluthafasamkomulagi var að skrá Promens á markað

innan þriggja ára. Brýnasta verkefnið var að ráðast í endurfjármögnun á lánum Promens sem flest voru á gjalddaga á næstu 12 mánuðum og eftir að það tókst í árslok 2011 var verulega létt á skuldastöðu félagsins til næstu ára. Þar að auki var hafist handa við að selja starfsemi í Frakklandi sem hafði skilað miklu tapi og var sú sala frágengin í apríl 2012. Bókfært tap vegna sölunnar og starfseminnar í Frakklandi var 15 milljónir evra en hagnaður af áframhaldandi starfsemi var hins vegar rúmar 10 milljónir evra.

Promens stóð sterkari fótum eftir að hafa losað sig við eina af sínum verstu einingum og árið 2012 var ráðist í skipulagsbreytingu þar sem einingar voru skilgreindar út frá markaðnum fremur en framleiðsluaðferðum. Þrátt fyrir eilítinn samdrátt í sölu sneri Promens 8,5 milljóna evra tapi í 18,1 milljóna evra hagnað árið 2012 og EBITDA félagsins hækkaði um 12%. Félagið greiddi þá niður mikið af skuldum og eiginfjárhlutfall þess var 36% í árslok.



Mynd 4.16: Þróun EBITDA og afkomu Promens

Árangursríkur viðsnúningur Promens vakti athygli samkeppnisaðilans RPC sem gerði tilboð í júlí 2013 í hluta af starfsemi fyrirtækisins. FSÍ og Horn vildu skrá félagið á markað og töldu ekki skynsamlegt að selja hluta þess. Í október sama ár fékk Promens boð frá risafyrirtækinu Unilever um að vera annar aðalbirgir sinn í plastvörum. Promens gat gert ráð fyrir 200–250 milljóna evra sölu til Unilever en þurfti á hlutafjáraukningu að halda til að geta aukið framleiðslugetuna til þess að geta staðið við samninginn.

Sala Framtakssjóðsins

Í desember 2013 greindi RPC frá áhuga sínum á að eignast Promens í heild miðað við verð sem myndi skila FSÍ 100% ávöxtun. Aðrir fjárfestar höfðu einnig sýnt félaginu áhuga í ljósi góðs gengis á árinu. Á sama tíma var ljóst að gjaldeyrishöftin stóðu vegi fyrir áframhaldandi erlendum vexti – ef höfuðstöðvar þess yrðu á Íslandi. Leitað hafði verið eftir undanþágu Seðlabanka Íslands frá höftunum til erlendra fjárfestinga en því hafði verið hafnað. Ljóst var því að skráning á íslenskan markað myndi hamla félaginu verulega og útiloka fyrirhugað sölusamstarf við Unilever. Ákveðið var því að setja Promens í opið söluferli en þeim möguleika var einnig haldið opnum að skrá félagið á markað í Noregi.

Fjögur óskuldbindandi tilboð bárust í Promens samhliða því sem unnið var að skráningu á Noregsmarkað. Vegna ýmissa vandkvæða sem fylgdu skráningu í Noregi var ákveðið að halda áfram beina söluferlinu og í kjölfarið hefja einkaviðræður við RPC eftir að tvö skuldbindandi tilboð bárust. RPC vildi hins vegar ekki kaupa Medical-hluta Promens og var því ákveðið að undanskilja þá starfsemi. Eftir langar og erfiðar samningaviðræður var skrifað undir kaupsamning í nóvember 2014 sem háður var ýmsum fyrirvörum, meðal annars samþykki stéttarfélaga í Frakklandi og samkeppnisyfirvalda.

Þann 12. febrúar 2015 voru allir fyrirvarar uppfylltir og gengið var frá kaupunum. Öll starfsemi Promens, að frátöldum Medical-hlutanum, var seld út úr félaginu til RPC en FSÍ lagði mikla áherslu á að starfsemi Promens á Íslandi yrði áfram tryggð. Hún er enn í dag rekin í nafni Sæplasts og hefur FSÍ forkaupsrétt ef RPC hyggst selja starfsemina eða loka henni. Heildarvirði kaupanna nam tæpum 400 milljónum evra og að frádregnum öllum kostnaði fékk FSÍ um 100 milljónir evra í sinn hlut. Sjóðurinn hafði þannig rúmlega tvöfaldað fjárfestingu sína í Promens á styttri tíma en áætlað var. Ólíklegt er að slík ávöxtun hefði náðst með skráningu á markað þar sem strategískir kaupendur á borð við RPC eru gjarnan tilbúnir að greiða hærri verð í yfirtökum vegna samlegðaráhrifa sem þeir geta náð fram með slíkum kaupum.

Á meðan söluferlinu stóð missti Medical-hluti Promens mikilvæg viðskipti og rekstur hans snerist úr hagnaði í tap. RPC vildi fá 10 milljóna evru afslátt af kaupverði vegna þess hlutar en niðurstaðan varð sú að kaupverðið hélst óbreytt en umrædd Medical-verksmiðja var tekin út fyrir sviga og varð því eftir í skelinni af Promens hf. undir nafninu Medicopack. RPC átti síðan kauprétt að þessum hluta og bauðst til þess að taka hann til sín með tveggja milljóna evra meðgjöf. Því boði var hafnað. Eftir hagræðingu í rekstri var félagið sett í söluferli og í apríl 2016 barst mjög hagstætt tilboð frá danska fyrirtækinu SP Group. Kaupverðið nam um 625 milljónum íslenskra króna og SP Group nýtti svo, í júní 2017, forkaupsrétt sinn á fasteign félagsins fyrir um 300 milljónir.
Eigendur FSÍ fengu ekki heimild frá Seðlabankanum til að endurfjárfesta söluandvirði

Promens í erlendri mynt og var því ákveðið að IEI II myndi kaupa í erlendum hlutabréfavísitölusjóði Blackrock. Sjóðurinn var sambærilegur Vanguard-vísitölusjóðnum sem FSÍ hafði fjárfest söluandvirði Icelandic í Bandaríkjunum í gegnum félagið IEI. Í nóvember 2016 fékkst svo loks heimild til að áframselja hlutina í Blackrock-sjóðnum til hluthafa FSÍ í samræmi við eignarhlut þeirra.

Samantekt

Fjárfesting FSÍ í Promens var gott dæmi um hvernig sjóðurinn gat komið að fyrirtæki í vanda og endurreist það í krafti fjárhagslegs styrkleika. Það var ekki auðvelt verkefni því fyrirtækið var alþjóðlegt með umfangsmikla og tiltölulega sérhæfða starfsemi erlendis. Sjóðurinn kom með aukið hlutafé inn í félagið, hjálpaði til við að grynnka á skuldum þess og endurskipuleggja reksturinn með sölu óarðbærra eigna. Alls fékk sjóðurinn 103,6 milljónir evra í sinn hlut í árslok 2014 eftir að hafa fjárfest 49,5 milljónum evra í nóvember 2011. Í krónum talið hagnaðist sjóðurinn um rúma átta milljarða króna og rúmlega tvöfaldaði fjárfestingu sína. Innri vextir fjárfestingarinnar voru 25,3% í krónum og 26,6% í evrum.

FSÍ hlaut talsverða gagnrýni fyrir að selja Promens til erlends samkeppnisaðila í stað þess að skrá félagið á innlendan hlutabréfamarkað sem var yfirlýst markmið sjóðsins. Í ljósi þess að ekki fékkst undanþága Seðlabankans frá gjaldeyrishöftum til að styðja við vöxt félagsins erlendis var sá möguleiki hins vegar úr sögunni. Síðar meir var Landsbankinn jafnframt gagnrýndur fyrir að selja hlut sinn í Promens of ódýrt til FSÍ. Vissulega var arðsemi sjóðsins af fjárfestingunni til fyrirmyndar en erfitt er að halda því fram að kaupverðið hafi á sínum tíma verið of lágt miðað við hlutlaus verðmöt og þau fjárhagsvandræði sem félagið stóð frammi fyrir. Líklega gegndi FSÍ lykilhlutverki í að auka virði félagsins með því að taka þátt í endurskipulagningu og uppbyggingu þess.

Samantekt á fjárfestingu í Promens

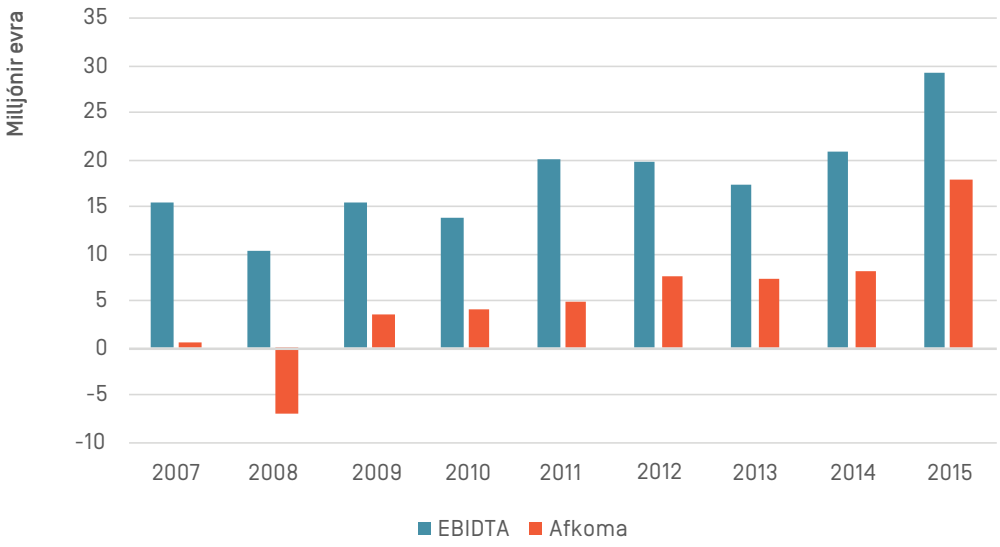
Innri vextir (IRR)	25,3% (26,6% í evrum)
Heildarávöxtun	101% (108% í evrum)
Margfaldari fjárfestingar	2,0 (2,1 í evrum)
Hagnaður	8.012 milljónir króna (54 milljónir evra)

4.10. Invent Farma

Aðdragandi skuldavandræða

Invent Farma varð til árið 2005 þegar lyfjafræðingurinn Friðrik Steinn Kristjánsson keypti lyfjaverksmiðjur á Spáni ásamt meðfjárfestum. Starfsemi fyrirtækisins fólst annars vegar í framleiðslu samheitalyfja og hins vegar framleiðslu virkra lyfjaefna oftast í duftformi. Samheitalyfin voru markaðssett og seld undir eigin vörumerkjum á Spáni en virku lyfjaefnin voru seld í heildsölu til fyrirtækja á öðrum mörkuðum.

Líkt og önnur fyrirtæki lenti Invent Farma í erfiðleikum árið 2008. Stuttan tíma tók hins vegar að snúa tapi í hagnað og árin 2009 og 2010 gengu vel. Hagnaðist fyrirtækið samtals um 7,6 milljónir evra á þessum tveimur árum. Árið 2011 lokaði fyrirtækið verksmiðju sinni á Indlandi sem og rannsóknarstöð sinni í Glæsibæ auk þess sem dótturfélagið Lyfjaver var selt. Það síðarnefnda var gert til að aðskilja félagið frá Íslandi svo það yrði seljanlegra erlendis.



Mynd 4.17: Þróun EBITDA og afkomu Invent Farma

Aðkoma Framtakssjóðs Íslands

Invent Farma hafði í raun verið í árangurslausu söluferli í tvö ár þegar tækifæri opnaðist fyrir FSÍ að verða stór hluthafi í félaginu í maí 2013. Friðrik Steinn hafði ekki verið ánægður með tilboð erlendra fjárfesta og vildi eiga áfram í félaginu ásamt öflugum meðfjárfesti á

meðan aðrir hluthafar vildu selja. Hann hóf því viðræður við Framtakssjóðinn. FSÍ vildi ganga úr skugga um að hluthafasamkomulag næðist á milli að minnsta kosti 67% hluthafa svo þeir hefðu sameiginlega sýn á stærri mál og sölu félagsins.

Í júní 2013 lá fyrir samkomulag við 61% hluthafa og í lok ágúst skrifaði FSÍ undir kaupin með fyrirvara um samþykki spænskra samkeppnisyfirvalda sem fékkst í september. FSÍ hafði samhliða tilboðsgerð átt í viðræðum við framtakssjóðinn Burðarás um að taka þátt í kaupunum. Þá fór það svo að FSÍ eignaðist 38% hlut í Invent Farma í nóvember 2013 fyrir 6,4 milljarða króna og Burðarás keypti 23%. Í kjölfar kaupanna steig forstjóri fyrirtækisins til hliðar og seldi eignarhlut sinn en aðrir lykilstjórnendur samþykktu að vera áfram.

Invent Farma stefndi á aukna markaðshlutdeild á Spáni. Ýmsar áskoranir komu upp stuttu eftir kaupin. Nýráðinn forstjóri, austurríkismaðurinn Wolfgang Stort, reyndist ekki geta unnið með næstráðendum. Í ljósi mikilvægis þeirra var eina lausnin að láta Stort fara og finna arftaka hans. Í júní 2014 var ljóst að Burðarási hafði ekki tekist að tryggja sér fjármögnun fyrir kaupunum á 23% hlut sínum í Invent Farma og hafist var handa við leit að nýjum fjárfestum. Í september seldi Burðarás bréf sín til fjárfestingarfélagsins Horns auk þess sem Invent Farma keypti rúm 3% af eigin bréfum.

Ráðist var í talsverða endurskipulagningu á fyrirtækinu á árinu 2014. Í fyrsta lagi keypti fyrirtækið fasteignir fyrir rúmar 10 milljónir evra sem það hafði leigt fyrir 2,5 milljónir evra á ári. Í öðru lagi voru lán sem fyrirtækið hafði fengið á Íslandi endurfjármögnuð hjá spænskum bönkum á mun betri vaxtakjörum og skilmálum. Báðar þessar aðgerðir skiluðu sér í reksturinn og hagnaður jókst um 13% og nam 8,3 milljónum evra á fyrsta ári FSÍ. Í ársbyrjun 2015 var Ervin Veszpremi ráðinn forstjóri og fór árið einstaklega vel af stað vegna tveggja nýrra lyfja sem komu á markað talsvert á undan áætlun.

Sala Framtakssjóðsins

Velgengni Invent Farma vakti áhuga breska framtakssjóðsins Apax Partners sem lýsti, í júní 2015, yfir áhuga sínum á að hefja sex mánaða einkaviðræður um kaup á Invent Farma. Áform sjóðsins voru að kaupa fyrirtækið samhliða ítölsku lyfjafyrirtæki og ná fram samlegð í starfsemi þeirra tveggja. Viljayfirlýsing Apax Partners miðaði við heildarvirði á bilinu 230–245 milljónir evra sem samsvaraði um 189–204 milljóna evra eiginfjárvirði. Miðað við það verð gat FSÍ tvöfaldað fjárfestingu sína á innan við tveimur árum í evrum talið. Hins vegar þótti of mikil skuldbinding falin í því að hefja sex mánaða einkaviðræður auk þess sem myndarlegt álag þyrfti að vera á kaupverðinu. Samþykkt var að hefja óskuldbindandi viðræður við Apax í byrjun júlí og samhliða því var unnið með fjárfestingarbankanum Jeffries International að opnu söluferli.

Í janúar 2016 höfðu þrjú áhugaverð óskuldbindandi tilboð borist.Þann 1. mars var ákveðið að ganga til einkaviðræðna við Apax Partners eftir að sjóðurinn samþykkti að hækka tilboð sitt umtalsvert. Þann 1. júní var skrifað undir kaupsamning þar sem Apax Partners keypti öll dótturfélög Invent Farma fyrir 223 milljónir evra samtals auk 30 milljóna evra skulda. Salan var frágengin þann 31. ágúst en af lagalegum ástæðum gat Invent Farma einungis greitt 32 milljónir evra til hluthafa þá en eftirstöðvarnar voru greiddar í apríl 2017 eftir að ársuppgjör 2016 lá fyrir. Þeim fjármunum hafði verið skipt yfir í krónur haustið 2016 og því voru engin gengisáhrif eftir þann tíma.

Samantekt

Invent Farma var að einhverju leyti óhefðbundin fjárfesting fyrir FSÍ. Ekki var um fyrirtæki í teljandi vandræðum að ræða heldur einfaldlega mjög áhugavert fjárfestingartækifæri. Margir hluthafar vildu selja hlutafé sitt og í stað þess að félagið endaði í erlendri eigu kom FSÍ inn í hluthafahópinn, hjálpaði til við að auka virði félagsins og náði frábærri arðsemi. Einhverjir hluthafar í FSÍ lýstu sig mótfallna fjárfestingunni en stjórn FSÍ taldi að íslensk tengsl félagsins ásamt reynslu og þekkingu Friðriks Steins Kristjánssonar gerðu Invent Farma að ákjósanlegum fjárfestingarkosti. Þegar upp var staðið voru innri vextir í evrum 27,8% og heildarávöxtun var alls 103%. Hagnaðist Framtakssjóðurinn um tæpar 42 milljónir evra. Vegna mikillar styrkingar krónunnar á fjárfestingatímabilinu voru innri vextir talsvert lægri í krónum talið, eða tæp 19%. Alls hagnaðist FSÍ um rúma 4,1 milljarða króna á fjárfestingunni.

Líklegt er að reynsla og þekking FSÍ hafi átt stóran þátt í þessari miklu virðisaukningu á skömmum tíma. Endurfjármögnun lána og kaup á fasteign gegndu lykilhlutverki í bættri afkomu. Vissulega endaði fyrirtækið í erlendri eigu og aldrei varð neitt úr því að það hæfi starfsemi á Íslandi á nýjan leik, eins og hugmyndir voru um, en engu að síður var þarna um arðbæra fjárfestingu að ræða fyrir FSÍ sem skilaði að auki talsverðum gjaldeyristekjum í þjóðarbúið og hagnaði til íslenskara meðeigenda.

Samantekt á fjárfestingu í Invent Farma

Innri vextir (IRR)	20% (29% í evrum)
Heildarávöxtun	69% (112% í evrum)
Margfaldari fjárfestingar	1,7 (2,1 í evrum)
Hagnaður	4.434.038.338 kr. (44.301.133 evrur)

Viðauki A – Stofnskrá sjóðsins

Viðauki B – Svar Seðlabanka Íslands um undanþágubeiðni vegna Promens

Viðauki C – Yfirlýsing frá Framtakssjóði Íslands vegna umræðu undanfarinna daga

Viðauki D - Starfsmenn Framtakssjóðs Íslands

8. desember 2009

FRAMTAKSSJÓÐUR ÍSLANDS SLHF.

SKILMÁLAR FYRIR FJÁRFESTINGAFÉLAG

1 FJÁRFESTINGAFÉLAGIÐ – FRAMTAKSSJÓÐUR ÍSLANDS SLHF.

1.1 Framtakssjóður Íslands slhf. er samlagshlutafélag, skráð og stofnað í Reykjavík í samræmi við íslensk lög og reglur. Heimili félagsins er í Reykjavík. Kennitala Framtakssjóðs Íslands slhf. er 651109-0510.

1.2 Ábyrgðaraðili og hluthafar gera samning þennan til að mæla fyrir um nokkra þætti samskipta þeirra sem hluthafa í félaginu og sem hluthafa í ábyrgðaraðilanum.

2 SKILGREINING OG TÚLKUN

2.1 Kaflafyrirsagnir sem hér eru notaðar eru eingöngu til tilvísunar og hafa alls engin áhrif á merkingu eða túlkun samnings þessa.

2.2 Málfræðilegt karlkyn, kvenkyn og hvorugkyn, og eintala og fleirtala, eru í samningi þessum notuð þannig að hvert þeirra skal hvarvetna talið fela í sér hin, þar sem samhengi krefst.

3 MARKMIÐ

3.1 Framtakssjóður Íslands slhf. mun ávaxta innborgað fé með fjárfestingum í íslenskum fyrirtækjum í öllum atvinnugreinum sem eiga sér vænlegan rekstrargrundvöll.

3.2 Hlutverk Framtakssjóðs Íslands slhf. (FSÍ) er að taka þátt í og móta fjárhagslega og rekstrarlega endurreisn íslensks atvinnulífs í kjölfar falls fjármálakerfisins. FSÍ mun fjárfesta í íslenskum fyrirtækjum í öllum atvinnugreinum sem eiga sér vænlegan rekstrargrundvöll. Markmið Framtakssjóðs Íslands slhf. er að byggja upp öflug fyrirtæki sem geta verið leiðandi á sínu sviði og um leið skilað góðri ávöxtun til fjárfesta. Framtakssjóði Íslands slhf. er heimilt að fjárfesta erlendis að því marki sem nauðsynlegt er t.d. vegna markaðssóknar íslenskra fyrirtækja á erlenda markaði, ekki síst þegar möguleiki er á sameiningu eða samruna við fyrirtæki í eigu Framtakssjóðs Íslands slhf.

3.3 Framtakssjóður Íslands slhf. mun einnig taka þátt í brúar- og/eða viðaukafjárfestingum til að stuðla að hagræðingu eða samruna fyrirtækja.

8. desember 2009

4 FJÁRFESTINGASTEFNA.

4.1 Stjórn FSÍ setur sjóðnum fjárfestingastefnu að fenginni umsögn ráðgjafaráðs, sbr. grein 16.

4.2 Í starfsemi FSÍ verður lögð áhersla á að fylgja leiðbeiningum um góða stjórnarhætti fyrirtækja. Við ákvarðanir um fjárfestingar í hlutafélögum verður litið til reglna OECD um stjórnarhætti fyrirtækja og reglna Viðskiptaráðs Íslands, Kauphallar Íslands og Samtaka atvinnulífsins um stjórnarhætti fyrirtækja. Þá mun einnig verða litið til nýútkominna leiðbeininga um stjórnarhætti opinberra fyrirtækja sem gefin hafa verið út af Viðskiptaráði Íslands, Nasdaq OMX Ísland og Samtökum atvinnulífsins. Ennfremur verður horft til reglna ASÍ um samfélagslega ábyrgar fjárfestingar og settar reglur um innri starfsemi.

4.3 FSÍ mun gegna eigendaskyldum sínum með virkum hætti og koma ábendingum um rekstur og stefnu fyrirtækja auk bættra stjórnarhátta sem sjóðurinn er hluthafi í á framfæri á stjórnarfundum og hluthafafundum og með beinum samskiptum við stjórnendur viðkomandi fyrirtækja.

4.4 Reglur stjórnsýslulaga um hæfi stjórnarmanna munu gilda um aðkomu að málsmeðferð einstakra mála og ákvarðanatöku í stjórn FSÍ. Það felur m.a. í sér að stjórnarmenn munu ekki taka þátt í umræðum eða ákvörðunum á stjórnarfundum FSÍ um málefni fyrirtækja þar sem þeir hafa hagsmuna að gæta. FSÍ mun leggja áherslu á að sama fyrirkomulag verði viðhaft eftir því sem við á í stjórnum þeirra fyrirtækja þar sem sjóðurinn er hluthafi.

4.5 FSÍ mun leggja áherslu á að gegna hlutverki sínu sem fjárfestir með ábyrgum hætti og leggja í því sambandi til grundvallar mikilvæg samfélagsleg gildi auk þess sem rík áhersla verður lögð á góða stjórnarhætti með það að markmiði að tryggja að hagsmunum sjóðsins sem fjárfestis sé sem best borgið.

4.6 Á grundvelli þessa mun FSÍ setja sér hluthafastefnu sem gerð verður grein fyrir opinberlega. Megininntak hennar verður að sjóðurinn er áhrifafjárfestir sem hefur ásamt góðri arðsemi af hlutabréfaeign sinni það að markmiði að stuðla að vexti og viðgangi þeirra fyrirtækja sem hann fjárfestir í. Enn fremur verður horft til reglna Sameinuðu þjóðanna um ábyrgar fjárfestingar, en nokkrir íslenskir lífeyrissjóðir eiga aðild að reglunum, sem taka til umhverfislegra og félagslegra þátta í starfsemi fyrirtækja auk góðra stjórnarhátta. Þá mun sjóðurinn setja sér almenn viðmið varðandi umhverfismál sem og félagslega ábyrgð og mannréttindi.

4.7 Fjárfestingar verða ekki takmarkaðar við tilteknar atvinnugreinar. Heimilt er að fjárfesta í öðrum fjárfestingasjóðum ef fjárfestingastefna þeirra fullnægir kröfum og rúmast innan stefnu FSÍ.

4.8 Kröfur verða settar um lágmarksstærð fyrirtækja sem fjárfest er í. Stefnt er að áhættudreifingu í fjárfestingum m.t.t. atvinnugreina og fleiri þátta.

4.9 Ekki verða takmarkanir á eignarhlutdeild FSÍ í fyrirtækjum. Að jafnaði er þó horft til eignarhlutar á bilinu 35-55% sem gefi FSÍ nægileg og hæfileg áhrif á stjórnun viðkomandi hlutafélaga.

8. desember 2009

4.10 FSÍ kemur að rekstri viðkomandi fyrirtækja og stjórnun þeirra með beinni þátttöku í stjórn.

4.11 Framtakssjóði Íslands slhf. er heimilt að fjárfesta í fyrirtækjum með öðrum aðilum (meðfjárfestum). Ákveði FSÍ að bjóða hluthöfum í FSÍ að gerast meðfjárfestar í einstökum verkefnum, skal hluthöfum boðin þátttaka í hlutfalli við hlutafjárframlag sitt.

5 ÁBYRGÐARAÐILI – FSÍ (FRAMTAKSSJÓÐUR ÍSLANDS) GP EHF.

5.1 Ábyrgðaraðili (general partner) Framtakssjóðs Íslands slhf. verður FSÍ (Framtakssjóður Íslands) GP ehf., kt. 491109-2110, sem er einkahlutafélag skráð og stofnað í Reykjavík í samræmi við íslensk lög og reglur.

5.2 Eigandi FSÍ GP ehf. er Eignarhaldsfélag lífeyrissjóða ehf. (EL), kt. 691298-3299, Sætúni 1, Reykjavík. Eftir stofnun Framtakssjóðs Íslands slhf. verða hlutir Eignarhaldsfélags lífeyrissjóða ehf. í FSÍ GP ehf. seldir hluthöfum í Framtakssjóði Íslands slhf. í hlutfalli við hlut þeirra í sjóðnum.

5.3 Stjórn FSÍ GP ehf. skal skipuð allt að sjö mönnum og allt að fjórum til vara. Stjórnin tekur ákvarðanir fyrir hönd Framtakssjóðs Íslands slhf., sem er sjálfstæður lögaðili. FSÍ GP ehf. er ábyrgur fyrir að leita og kanna áreiðanleika nýrra fjárfestinga, meta, hafa eftirlit og eftirfylgni með og sjá um upplausn eigna Framtakssjóðs Íslands slhf., auk þess að sjá um daglegan rekstur og stjórnun hans.

6 FJÁRFESTINGALOFORÐ

6.1 Framtakssjóður Íslands slhf. skal leita fjárfestingarloforða allt að fjárhæð 60.000.000.000-, ritað krónur sextíu milljarða.

6.2 Stjórn FSÍ GP ehf. hefur heimild til að samþykkja fjárfestingarloforð umfram hámarkið.

7 FJÁRFESTING Í FRAMTAKSSJÓÐI ÍSLANDS SLHF.

7.1 FSÍ GP ehf. lofar að fjárfesta í Framtakssjóði Íslands slhf. fyrir 4 milljónir króna.

7.2 Aðrir aðilar skuldbinda sig til að fjárfesta í Framtakssjóði Íslands slhf með hlutafjáraukningu svo sem kemur fram í áskriftarskrám. Reynist ekki unnt að finna fjárfestingarverkefni fyrir Framtakssjóð Íslands slhf. á starfstímanum sem nemur heildarhlutafjárloforðum lækka þessar fjárhæðir hlutfallslega.

7.3 Lágmarksfjárfesting hvers aðila að Framtakssjóði Íslands slhf. er kr. 50.000.000, að undanskildum FSÍ GP ehf., en framlag hans miðast við kr. 4.000.000,-. Stjórn FSÍ GP ehf. er heimilt að veita undanþágu frá þessu lágmarki ef félagið telur ástæðu til.

7.4 Er stjórnin hefur ákveðið hlutafjáraukningu skal tilkynning þess efnis (innköllun) vera send hluthöfum með tölvupósti eða faxi þangað sem hluthafar skulu gefa upp. Með tilkynningu sem send er hluthöfum um hlutafjáraukningu skulu fylgja nauðsynlegar upplýsingar um réttindi og skyldur þeirra í tengslum við áskrift.

7.5 Hluthafar samþykkja að nýta sér forgangsrétt sinn að áskrift hluta og er þeim skylt að skrá sig fyrir nýjum hlutum í hvert sinn sem stjórnin ákveður hlutafjáraukningu, með

áskrift að þeim hlutum sem lagt er til að útgefnir verði í sama hlutfalli og því hlutafé sem þeir eru skráðir fyrir og veita þeir stjórn félagsins hér með óafturkallanlegt umboð til að skuldbinda hluthafa með áskriftinni skv. áskriftarskrá þar sem fram kemur hámarksfjárfesting einstakra hluthafa.

7.6 Ekki má greiða fyrir nýja hluti með skuldajöfnuði, eða á nokkurn annan hátt en með reiðufé. Áskrift að nýjum hlutum skal skráð á áskriftaskrá, sem undirrituð skal af stjórn félagsins.

7.7 Að auki er stjórn þess eða þeim sem við stjórn þess taka heimilt að auka hlutafé þess í kr. 90.000.000.000-, ritað krónur nítíu milljarða,- með heimild í samþykktum félagsins með áskrift að nýjum hlutum. Heimild þessi gildir til 31. desember 2012. Hluthafar eru ekki skuldbundnir til að taka þátt í hlutafjáraukningu umfram það sem þeir hafa skuldbundið sig til í áskriftarskrá.

8 INNKÖLLUN FJÁRMUNA

8.1 Eftir því sem Framtakssjóður Íslands slhf. ræðst í fjárfestingar verða fjárfestingaloforð innheimt af hluthöfum pro rata, nema af FSÍ GP ehf. Fjárfestingaloforðin verða innkölluð á þriggja ára tímabili. Stjórn sjóðsins er heimilt að framlengja innköllunartímabil að hámarki í eitt ár. Á fyrsta rekstrarári verða innkölluð allt að 40% af þátttökuloforðum og síðan að hámarki 30% næstu tvö árin þar á eftir. Að þessum þremur árum liðnum verður ekki um frekari innkallanir að ræða. Greiðslur skal inna af hendi eigi síðar en 20 dögum eftir að FSÍ GP ehf. hefur farið fram á það. FSÍ GP ehf. hefur einnig heimild til að innheimta fjárfestingaloforð til að tryggja að nægilegt handbært fé sé fyrir hendi í Framtakssjóði Íslands slhf. Slík innköllun skal þó ekki leiða til að handbært fé nemi hærri upphæð en 10% af fjárfestingaloforðum.

9 GREIÐSLUFALL

9.1 Hluthafa ber að greiða fjármuni inn til Framtakssjóðs Íslands slhf. í samræmi við fjárfestingaloforð sín, eftir því sem FSÍ GP ehf. óskar eftir. Nú stendur hluthafi ekki við þessa skuldbindingu, þrátt fyrir að FSÍ GP ehf. hafi skorað á hluthafann að greiða fjármuni inn til Framtakssjóðs Íslands slhf. í samræmi við fjárfestingaloforð sín og gefið honum mánaðarfrest til þess með sannanlegum hætti. Við þetta minnkar eignarhlutur vegna fyrri fjárfestingar hluthafans um 50% og fellur sá eignarhlutur til Framtakssjóðs Íslands slhf. og jafnframt missir hluthafi rétt til hagnaðar af fjárfestingum eftir greiðslufallið. Þetta skilur hluthafann ekki undan greiðslu á sínum hluta í umsýsluþóknun Framtakssjóðs Íslands slhf. Komi til greiðslufalls er FSÍ GP ehf. heimilt að bjóða öðrum fjárfestum að nýta sér hið óefnda fjárfestingarloforð.

10 AÐRIR FJÁRFESTAR Í FRAMTAKSSJÓÐI ÍSLANDS SLHF.

10.1 Þátttaka annarra en lífeyrissjóðanna í fjárfestingu í Framtakssjóði Íslands slhf. er möguleg með heimild FSÍ GP ehf. Öðrum fagfjárfestum en lífeyrissjóðum verður síðar heimilt að gerast hluthafar í Framtakssjóði Íslands slhf., enda standist þeir allar kröfur sem eðlilegt er að gera til fagfjárfesta. Samanlagður hlutur annarra fagfjárfesta skal þó aldrei verða meiri en 49% hlutafjár í Framtakssjóði Íslands slhf.

8. desember 2009

11 GILDISTÍMI

11.1 Framtakssjóður Íslands slhf. skal starfræktur í sjö ár frá síðustu lokun sjóðsins, sbr. 12. gr. Stjórn FSÍ GP ehf. er þó heimilt að lengja líftíma sjóðsins tvisvar sinnum, um eitt ár í senn. Starfrækslutími getur því að hámarki orðið þrettán ár.

12 FJÁRFESTINGATÍMABIL

12.1 Gert er ráð fyrir að nýfjárfestingum verði lokið innan þriggja ára frá fyrstu lokun. Fyrsta lokun telst frá þeim degi sem áskrift eða skuldbindandi fjárfestingarloforð liggja fyrir frá hluthöfum. Ábyrgðaraðili skal tiltaka dagsetningu fyrstu lokunar. Viðaukafjárfestingar geta orðið allt til loka starfstíma Framtakssjóðs Íslands slhf. Fjárfestingaloforð eru bindandi allan starfstíma Framtakssjóðs Íslands slhf.

13 LOKANIR

13.1 Stjórn FSÍ GP ehf. getur lokað Framtakssjóði Íslands slhf. fyrir frekari fjárfestingum nýrra hluthafa þegar hún telur ástæðu til (fyrsta lokun). FSÍ GP ehf. stefnir að fyrstu lokun eins fljótt og verða má. Eftir fyrstu lokun, má vera að opnað verði að nýju fyrir fjárfestingar nýrra hluthafa. Það er þó aðeins heimilt innan árs frá fyrstu lokun. Nýir hluthafar sem fá aðgang að Framtakssjóði Íslands slhf. eftir fyrstu lokun skulu greiða til Framtakssjóðs Íslands slhf. hlutfallslega þá fjárhæð sem innheimt hefur verið af öðrum hluthöfum frá fyrstu lokun, þ.m.t. þóknun FSÍ GP ehf. og að auki vexti sem nema stýrivöxtum Seðlabanka Íslands með álagi ákvörðuðu af stjórn FSÍ GP ehf. sem reiknast frá fyrstu lokun.

14 VIÐAUKAFJÁRFESTINGAR

14.1 Eftir að fjárfestingatímabili lýkur er Framtakssjóði Íslands slhf. heimilt að ráðast í frekari fjárfestingar ef það er til þess fallið að vernda eða auka verðgildi eldri fjárfestinga félagsins. Slíkar fjárfestingar mega þó ekki nema hærri upphæð en þeim fjárfestingarloforðum sem ekki hefur verið kallað eftir.

15 TAKMARKANIR Á STÆRÐ FJÁRFESTINGA

15.1 Engin ein fjárfesting má nema meiru en 15% af heildarfjárfestingarloforðum Framtakssjóðs Íslands slhf. nema með sérstakri samþykkt ráðgjafaráðs.

16 RÁÐGJAFARÁÐ

16.1 Stjórn Framtakssjóðs Íslands slhf. skipar 12 manna ráðgjafaráð að fengnum tilnefningum hluthafa. Ekki er heimilt að tilnefna stjórnar- og varastjórnarmenn í ráðgjafaráðið. Ráðgjafaráðið er umsagnaraðili um fjárfestingastefnu sem stjórn sjóðsins setur. Ráðgjafaráðið fjallar um málefni er varða túlkun samningsins eða mál sem skapað gætu hagsmunaárekstra. Ráðgjafaráðið fjallar ekki um einstakar fjárfestingar. FSÍ GP ehf. getur auk þess óskað eftir að Ráðgjafaráðið fjalli um önnur mál er varða Framtakssjóð Íslands slhf.

16.2 Ráðgjafaráðið kemur saman þegar FSÍ GP ehf. óskar en skal auk þess kallað saman komi fram beiðni frá 1/5 ráðgjafaráðsmanna eða frá hluthafa-/hluthöfum sem standa samtals

8. desember 2009

11 GILDISTÍMI

11.1 Framtakssjóður Íslands slhf. skal starfræktur í sjö ár frá síðustu lokun sjóðsins, sbr. 12. gr. Stjórn FSÍ GP ehf. er þó heimilt að lengja líftíma sjóðsins tvisvar sinnum, um eitt ár í senn. Starfrækslutími getur því að hámarki orðið þrettán ár.

12 FJÁRFESTINGATÍMABIL

12.1 Gert er ráð fyrir að nýfjárfestingum verði lokið innan þriggja ára frá fyrstu lokun. Fyrsta lokun telst frá þeim degi sem áskrift eða skuldbindandi fjárfestingarloforð liggja fyrir frá hluthöfum. Ábyrgðaraðili skal tiltaka dagsetningu fyrstu lokunar. Viðaukafjárfestingar geta orðið allt til loka starfstíma Framtakssjóðs Íslands slhf. Fjárfestingaloforð eru bindandi allan starfstíma Framtakssjóðs Íslands slhf.

13 LOKANIR

13.1 Stjórn FSÍ GP ehf. getur lokað Framtakssjóði Íslands slhf. fyrir frekari fjárfestingum nýrra hluthafa þegar hún telur ástæðu til (fyrsta lokun). FSÍ GP ehf. stefnir að fyrstu lokun eins fljótt og verða má. Eftir fyrstu lokun, má vera að opnað verði að nýju fyrir fjárfestingar nýrra hluthafa. Það er þó aðeins heimilt innan árs frá fyrstu lokun. Nýir hluthafar sem fá aðgang að Framtakssjóði Íslands slhf. eftir fyrstu lokun skulu greiða til Framtakssjóðs Íslands slhf. hlutfallslega þá fjárhæð sem innheimt hefur verið af öðrum hluthöfum frá fyrstu lokun, þ.m.t. þóknun FSÍ GP ehf. og að auki vexti sem nema stýrivöxtum Seðlabanka Íslands með álagi ákvörðuðu af stjórn FSÍ GP ehf. sem reiknast frá fyrstu lokun.

14 VIÐAUKAFJÁRFESTINGAR

14.1 Eftir að fjárfestingatímabili lýkur er Framtakssjóði Íslands slhf. heimilt að ráðast í frekari fjárfestingar ef það er til þess fallið að vernda eða auka verðgildi eldri fjárfestinga félagsins. Slíkar fjárfestingar mega þó ekki nema hærri upphæð en þeim fjárfestingarloforðum sem ekki hefur verið kallað eftir.

15 TAKMARKANIR Á STÆRÐ FJÁRFESTINGA

15.1 Engin ein fjárfesting má nema meiru en 15% af heildarfjárfestingarloforðum Framtakssjóðs Íslands slhf. nema með sérstakri samþykkt ráðgjafaráðs.

16 RÁÐGJAFARÁÐ

16.1 Stjórn Framtakssjóðs Íslands slhf. skipar 12 manna ráðgjafaráð að fengnum tilnefningum hluthafa. Ekki er heimilt að tilnefna stjórnar- og varastjórnarmenn í ráðgjafaráðið. Ráðgjafaráðið er umsagnaraðili um fjárfestingastefnu sem stjórn sjóðsins setur. Ráðgjafaráðið fjallar um málefni er varða túlkun samningsins eða mál sem skapað gætu hagsmunaárekstra. Ráðgjafaráðið fjallar ekki um einstakar fjárfestingar. FSÍ GP ehf. getur auk þess óskað eftir að Ráðgjafaráðið fjalli um önnur mál er varða Framtakssjóð Íslands slhf.

16.2 Ráðgjafaráðið kemur saman þegar FSÍ GP ehf. óskar en skal auk þess kallað saman komi fram beiðni frá 1/5 ráðgjafaráðsmanna eða frá hluthafa-/hluthöfum sem standa samtals

að baki 1/5 af fjárfestingarloforðum Framtakssjóðs Íslands slhf., eða ef fram kemur krafa frá hluthafa um að ráðið fjalli um tiltekið mál vegna túlkunar samningsins eða hagsmunaárekstra.

17 LÁN OG ÁBYRGÐIR

17.1 Framtakssjóður Íslands slhf. má taka lán, samkvæmt ákvörðun stjórnar FSÍ GP ehf. til að brúa fjárþörf Framtakssjóðs Íslands slhf. ef til þess kemur að ráðast þurfi í fjárfestingu áður en fjármunir hafa borist í samræmi við fjárfestingaloforð. Heildarskuldsetning Framtakssjóðs Íslands slhf. og/eða ábyrgðir mega þó ekki nema hærri fjárhæð en sem nemur 10% af heildarfjárfestingarloforðum á hverjum tíma.

17.2 Einnig má Framtakssjóður Íslands slhf. gangast í ábyrgðir eða veita fjárhagslega fyrirgreiðslu:

- félögum í eignasafni Framtakssjóðs Íslands slhf. eða lögaðilum sem tengjast fyrirtækjaþróun þeirra félaga
- til þess að greiða kostnað við rekstur Framtakssjóðs Íslands slhf.

18 ÚTBORGANIR

18.1 Hreinn afrakstur (sölutekjur að frádregnum beinum kostnaði vegna sölu) af sölu eigna Framtakssjóðs Íslands slhf., arðgreiðslum og/eða fjármagntekjum greiðist hluthöfum pro rata, þannig að hluthafar fá fyrst greiddan höfuðstól allra fjárfestinga að viðbættu álagi vegna hagnaðar. Höfuðstóllinn er greiddur í formi lækkunar hlutafjár en álag sem hlutdeild hluthafa í hagnaði Framtakssjóðs Íslands slhf. Útborganir skulu eiga sér stað eins fljótt og hægt er þegar afrakstur tiltekinna eigna liggur fyrir og greiðslur hafa borist.

18.2 Útgreiðslur skulu vera í formi reiðufjár eða skráðum verðbréfum, nema við slit Framtakssjóðs Íslands slhf., en þá geta útgreiðslur verið í formi óskráðra verðbréfa. Í því tilviki skal fá óvilhallan aðila til að meta verðmæti þeirra.

19 FRAMSAL EIGNARHLUTA OG AFTURKÖLLUN

19.1 Hluthafi má selja, veðsetja eða framselja hlut sinn hlut , sbr. grein 10.1.

19.2 Við framsal hlutar skuldbindur framseljandi sig til þess að vera áfram aðili að samningi þessum og ábyrgist að framsalshafi efni skuldbindingar sínar samkvæmt ákvæðum hans, sbr. grein 8.1, og haldi aðra hluthafa skaðlausan af broti framsalshafa á skuldbindingum sínum samkvæmt samningi þessum. Stjórn FSÍ (Framtakssjóðs Íslands) GP ehf., sem er ábyrgðaraðili Framtakssjóðs Íslands slhf., getur þó heimilað að framseljandi ábyrgist *ekki* að framsalshafi efni skuldbindingar sínar við framsal.

19.3 Allar tilraunir til framsals sem ekki eru í samræmi við samning þennan skulu vera ógildar og að engu hafandi, og skal félagið ekki veita gildi neinu framsali sem fram hefur farið í bága við ákvæði þessarar greinar eða nokkurt annað beint ákvæði samnings þessa, og skal það ekki láta neinar breytingar á eigendaskráningu hluta koma fram í bókum sínum í kjölfar slíkrar framsalstilraunar.

allar nauðsynlegar upplýsingar til þess að þeir geti innt af hendi upplýsingaskyldu við yfirvöld, þ.m.t. skattframtöl og upplýsingar til Fjármálaeftirlits.

27 TAKMÖRKUN ÁBYRGÐAR

27.1 Hluthafar Framtakssjóðs Íslands slhf. fallast á að FSÍ GP ehf. og starfsmenn FSÍ GP ehf. og tengdir aðilar séu ekki skaðabótaskyldir gagnvart Framtakssjóði Íslands slhf. eða hluthöfum Framtakssjóðs Íslands slhf. vegna gerða sinna eða þess sem þeir hafa látið ógert nema um sé að ræða fjársvik, vísvitandi brot eða stórkostlega vanrækslu. Einnig skal FSÍ GP ehf. og starfsmenn þess ekki vera bótaskyldir vegna mistaka eða misgjörða tengdra aðila eins og verðbréfamiðlara eða annarra sem starfa að hluta til í umboði Framtakssjóðs Íslands slhf. eða FSÍ GP ehf. Hluthafar eru ekki ábyrgir gagnvart Framtakssjóði Íslands slhf. umfram þau fjárfestingaloforð sem þeir hafa gefið.

28 LÖG SEM UM SAMNINGINN GILDA OG LAUSN DEILUMÁLA.

28.1 Þar sem samningur þessi kveður ekki á um hversu með skuli fara skulu ákvæði laga nr. 2 frá 1995 um hlutafélög og önnur viðeigandi íslensk lög gilda.

28.2 Hluthafar skulu leitast við að sætta sérhvern ágreining í góðri trú. Geti þeir ekki leyst ágreining í góðri trú getur hluthafi lagt deiluefnið fyrir Héraðsdóm Reykjavíkur.

29 HEILDARSAMNINGUR

29.1 Samningur þessi hefur að geyma alla þá skilmála sem aðilarnir hafa orðið ásáttir um og efni hans varða, og kemur í stað allra samninga, umleitana, bréfaviðskipta, skuldbindinga og orðsendinga aðilanna, skriflegra og munnlegra, sem á undan hafa farið eða komið til um leið um það efni.

30 TILKYNNINGAR

30.1 Allar tilkynningar og orðsendingar samkvæmt samningi þessum skulu veittar skriflega og afhentar viðkomandi aðila eða sendar með flugpósti í ábyrgð, tölvupósti eða bréfsíma á heimilisfang þess aðila, bréfsímanúmer hans eða tölvupóstfang sem tilgreint er í grein 30.2. Sé ekki kveðið á um annað í samningi þessum skal litið svo á að hver tilkynning eða önnur orðsending sé gild eða fram komin ef (i) á viðtökudegi, hafi hún verið handfalin, (ii) átta vinnudögum eftir sendingu, hafi það verið gert með ábyrgðarpósti í flugi, eða (iii) einum vinnudegi frá sendingu, hafi það verið gert með tölvupósti eða bréfsíma með staðfestingu á móttöku.

30.2 Utanáskrift tilkynninga og orðsendinga skal vera eftirfarandi:

Til FSÍ (FRAMTAKSSJÓÐS ÍSLANDS) GP EHF:
FSÍ (Framtakssjóður Íslands) GP ehf.,

27. maí 2014
Tilvísun 1311108

KPMG ehf.
b.t. Ágústs Karls Guðmundssonar
Borgartúni 27
105 Reykjavík

Efni: Beiðni um undanþágu frá lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál.

Með bréfi yðar, dags. 14. nóvember 2013, sem barst Seðlabanka Íslands degi síðar, var óskað eftir undanþágu, f.h. Promens hf., frá lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, með síðari breytingum, vegna hugsanlegrar skráningar félagsins í Kauphöll Íslands.

Í bréfi yðar kemur meðal annars fram að Promens samstæðan sé leiðandi í plastframleiðslu í heiminum, en samstæðan starfræki 42 framleiðsluverksmiðjur í 19 ríkjum í Evrópu, Kanada, Asíu og Afríku. Félagið framleiði ýmis konar vörur úr plasti, t.a.m. pakkningar fyrir matvælaiðnað, snyrtivöruframleiðendur, efnaframleiðendur og lyfjaiðnaðinn. Þá nýtist vörur samstæðunnar í margs konar atvinnurekstri allt frá bifreiðariðnaði til rafmagnsiðnaðar. Samtals starfi um 4.200 manns hjá samstæðunni. Promens hf. sé móðurfélag samstæðunnar sem telji tugi félaga og sé samstæðunni stýrt frá Íslandi. Hinn 2. mars 2007 hafi Promens hf. fengið heimild til að skrá hlutafé sitt í evrum og hafi gert það alla tíð síðan. Í bréfi yðar kemur jafnframt fram að félagið stefni að því að skrá sig í Kauphöll Íslands og sé talið að ef hlutafé þess yrði skráð í innlendum gjaldeyri væru miklar líkur á því að það takmarkaði áhuga erlendra fjárfesta á félaginu. Félagið hafi því ekki hug á að skrá hlutafé þess í innlendum gjaldeyri.

Í bréfi yðar segir enn fremur að forsenda sé að Promens hf. geti nýtt skráningu í Kauphöllina til að sækja sér aukið eigið fé með hlutafjáraukningu sem seld yrði innlendum fjárfestum fyrir innlendan gjaldeyri. Félagið þurfi jafnframt heimild Seðlabankans til að skipta þeim innlenda gjaldeyri í erlendan gjaldeyri til að geta stutt við verkefni og vöxt félagsins á erlendum mörkuðum. Stór hluti af félaginu hafi verið skráður í norsku Kauphöllina allt til ársins 2007 er

framleiðslugetunni um 50%. Frá því í ágúst 2011 hafi störfum á Dalvík verið fjölgað um 15,5 stöðugildi, þrjú í verksmiðju samstæðunnar í Hafnarfirði og um tvö á skrifstofu höfuðstöðva í Kópavogi. Hluti þeirra starfa hafi áður verið unnin erlendis en einnig hafi félagið verið að fjölga rannsóknar- og þróunarstörfum á Íslandi. Samstæðan hyggist vinna áfram að því að færa miðlæg störf til Íslands þegar þörf og aðstæður til þess skapist.

Þá segir í bréfi yðar að framangreind tenging félagsins við Ísland, þ.e. að höfuðstöðvar félagsins séu á Íslandi, geri það að verkum að samstæðan sé ávallt að leita tækifæra til að auka starfsemi sína á Íslandi. Skrái félagið sig í erlenda kauphöll megi leiða líkur að því að höfuðstöðvar félagsins færist erlendis, enda sé nánast óþekkt að höfuðstöðvar félags séu annarsstaðar en þar sem félag sé skráð á markað. Telji félagið slíkt nauðsynlegt vegna þeirrar nándar sem þurfi að vera við fjárfesta. Þá kemur fram að ef höfuðstöðvarnar færist frá Íslandi sé ekki ólíklegt að með því hyrfi þetta sjónarmið félagsins, sem ávallt hafi verið órjúfanlegur þáttur við ákvarðanatöku núverandi hluthafa og stjórnenda félagsins.

Í bréfi yðar er því haldið fram að ef Promens hf. geti ekki fjármagnað sig með skráningu í Kauphöll Íslands með undanþágu frá Seðlabankanum sé fyrirséð að samstæðan geti lent í vandræðum með fyrirhugaða stækkun og fjármögnun með sterku eiginfjárhlutfalli. Einnig myndi það hafa neikvæðar afleiðingar fyrir samstæðuna. Þá sé það mat hluthafa og forsvarsmanna félagsins að nauðsynlegt sé fyrir starfsemi félagsins og þá sérstaklega ef starfsemin á Íslandi eigi að halda áfram að fallist verði á undanþáguna. Teljið þér að afar óhagstætt sé, og raunar óeðlilegt fyrir íslenskt félag, að geta ekki fengið fjármuni frá íslenskum fjárfestum. Jafnframt sé talið að fáist umsóknin ekki samþykkt séu töluverðar líkur á því að félagið verði fyrir talsverðum skakkaföllum, kostnaður aukist umtalsvert og viðskiptatækifæri glatist. Við það aukist líkur á því að starfsemi móðurfélags samstæðunnar flytjist frá Íslandi, þvert á vilja eigenda félagsins.

Á fundi yðar með starfsmönnum Seðlabanka Íslands hinn 9. desember 2013 óskuðuð þér eftir skýringu Seðlabankans á þeim heimildum sem innlendir og erlendir aðilar hefðu samkvæmt lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, til viðskipta með hlutabréf útgefin af Promens hf. í erlendum gjaldeyri. Svar Seðlabankans var sent yður með tölvupósti hinn 30. apríl sl.

framleiðslugetunni um 50%. Frá því í ágúst 2011 hafi störfum á Dalvík verið fjölgað um 15,5 stöðugildi, þrjú í verksmiðju samstæðunnar í Hafnarfirði og um tvö á skrifstofu höfuðstöðva í Kópavogi. Hluti þeirra starfa hafi áður verið unnin erlendis en einnig hafi félagið verið að fjölga rannsóknar- og þróunarstörfum á Íslandi. Samstæðan hyggist vinna áfram að því að færa miðlæg störf til Íslands þegar þörf og aðstæður til þess skapist.

Þá segir í bréfi yðar að framangreind tenging félagsins við Ísland, þ.e. að höfuðstöðvar félagsins séu á Íslandi, geri það að verkum að samstæðan sé ávallt að leita tækifæra til að auka starfsemi sína á Íslandi. Skrái félagið sig í erlenda kauphöll megi leiða líkur að því að höfuðstöðvar félagsins færist erlendis, enda sé nánast óþekkt að höfuðstöðvar félags séu annarsstaðar en þar sem félag sé skráð á markað. Telji félagið slíkt nauðsynlegt vegna þeirrar nándar sem þurfi að vera við fjárfesta. Þá kemur fram að ef höfuðstöðvarnar færist frá Íslandi sé ekki ólíklegt að með því hyrfi þetta sjónarmið félagsins, sem ávallt hafi verið órjúfanlegur þáttur við ákvarðanatöku núverandi hluthafa og stjórnenda félagsins.

Í bréfi yðar er því haldið fram að ef Promens hf. geti ekki fjármagnað sig með skráningu í Kauphöll Íslands með undanþágu frá Seðlabankanum sé fyrirséð að samstæðan geti lent í vandræðum með fyrirhugaða stækkun og fjármögnun með sterku eiginfjárhlutfalli. Einnig myndi það hafa neikvæðar afleiðingar fyrir samstæðuna. Þá sé það mat hluthafa og forsvarsmanna félagsins að nauðsynlegt sé fyrir starfsemi félagsins og þá sérstaklega ef starfsemin á Íslandi eigi að halda áfram að fallist verði á undanþáguna. Teljið þér að afar óhagstætt sé, og raunar óeðlilegt fyrir íslenskt félag, að geta ekki fengið fjármuni frá íslenskum fjárfestum. Jafnframt sé talið að fáist umsóknin ekki samþykkt séu töluverðar líkur á því að félagið verði fyrir talsverðum skakkaföllum, kostnaður aukist umtalsvert og viðskiptatækifæri glatist. Við það aukist líkur á því að starfsemi móðurfélags samstæðunnar flytjist frá Íslandi, þvert á vilja eigenda félagsins.

Á fundi yðar með starfsmönnum Seðlabanka Íslands hinn 9. desember 2013 óskuðuð þér eftir skýringu Seðlabankans á þeim heimildum sem innlendir og erlendir aðilar hefðu samkvæmt lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, til viðskipta með hlutabréf útgefin af Promens hf. í erlendum gjaldeyri. Svar Seðlabankans var sent yður með tölvupósti hinn 30. apríl sl.

Með bréfi yðar, dags. 10. mars sl., f.h. Promens hf., var beiðni yðar, dags. 14. nóvember 2013, ítrekuð og fyrri rökstuðningur fyrir beiðni félagsins áréttaður. Í bréfinu kemur meðal annars fram að Promens hf. hafi tækifæri til að taka þátt í samstarfi við stórfyrirtækið Unilever. Um sé að ræða einstakt tækifæri sem muni styrkja, styðja við og byggja upp enn frekar þau erlendu dótturfélög samstæðunnar sem nú séu starfrækt. Stuðningur við hin erlendu félög hafi það í för með sér að þau verði áfram samkeppnishæf og geti vaxið og dafnað. Sá stuðningur muni skila sér í auknu verðmæti fyrir íslenska móðurfélagið auk arðgreiðslna í framtíðinni, þ.e. innflæði á erlendum gjaldeyri. Að því er varðar áhuga erlendra samstarfsbanka á fjármögnun fyrirhugaðra fjárfestinga félagsins kemur fram að þau kjör sem bankarnir hafi boðið upp á séu með því besta sem í boði eru og nefnið þér sem dæmi að fjármögnunin yrði á betri kjörum en íslenska ríkinu standi tilboða.

Að því er varðar skráningu Promens hf. í Kauphöll Íslands segir í bréfinu að fái félagið ekki undanþágu fyrir því að skipta innlendum gjaldeyri yfir í erlendan gjaldeyri sé ljóst að skráningin muni þjóna litlum tilgangi. Tvöföld skráning í tvær kauphallir sé nokkuð sem félaginu og hluthöfum hugnist ekki vegna þess flækjustigs sem verði til gagnvart hluthöfum. Hlutafé í erlendri kauphöll verði mun verðmætara þar sem einungis það geti stutt við alþjóðlegan vöxt félagsins. Nefnið þér sem dæmi að óhjákvæmilegt sé þá að innlendir hluthafar verði í verri stöðu til að taka þátt í frekari hlutafjáraukningu.

Þá kemur fram í bréfi yðar að fái Promens hf. ekki tækifæri til að stækka verði félagið yfirtekið og verði kaupandi þess væntanlega einn af erlendu samkeppnisaðilum þess. Telji félagið líkur á því að samstæðan flytjist utan í kjölfarið.

Í bréfi yðar er jafnframt bent á að um sé að ræða fyrirtæki með rekstur sem hafi verið byggður markvisst upp frá því töluvert fyrir tíma fjármagnshafta og snúi beiðnin að því að viðhalda og auka þau verðmæti sem bundin séu í þeim rekstri. Þá segir að umfang rekstrarins og eignir í húfi séu verulegar þegar á það sé litið að fyrirtækið sé með efnahagsreikning sem telji nær hálfan milljarð evra, velti um 600 milljónum evra á árinu 2013 og standi frammi fyrir einstökum vaxtatækifærum gangi fjármögnunin eftir. Beiðnin snúi að heimild til að fjárfesta í sama rekstri til þess að styðja við verkefni sem muni skapa enn frekari verðmæti í fyrirtækinu og séu til þess fallin að skapa tækifæri fyrir vel menntað íslenskt vinnuafl bæði hérlendis sem erlendis.

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Á símafundi yðar með starfsmönnum Seðlabanka Íslands hinn 31. mars sl. ítrekuðuð þér beiðni yðar, f.h. Promens hf., og forsendur að baki henni. Á fundinum bentu starfsmenn Seðlabankans á að félaginu væri heimilt að gefa út nýtt hlutafé á erlendum markaði og nýta þann erlenda gjaldeyri sem fengist við slíka útgáfu til fjárfestinga erlendis. Óskaði Seðlabankinn eftir því að gerð yrði grein fyrir ástæðum þess að félagið teldi tvöfalda skráningu í tvær kauphallir, hér á landi og erlendis, ekki koma til greina.

Svar barst með bréfi yðar, dags. 22. apríl sl., þar sem leitast var við að skýra hvers vegna félagið teldi tvískráningu þess ekki koma til greina. Í bréfinu er í fyrsta lagi vísað til þess aukna kostnaðar sem tvískráning hefði í för með sér. Í öðru lagi lýsir þér því flækjustigi sem félagið telji felast í tvískráningu. Í þriðja lagi er tekið fram að ef félagið muni lúta regluverki tveggja kauphalla skerði það samkeppnishæfni þess. Í fjórða lagi teljið þér að tvískráning feli í sér mismunum milli hluthafa þar sem einungis væri hægt að nýta þá fjármuni sem fáist frá erlendum þátttakendum í hlutafjárútgáfunni til fjárfestinga erlendis og sé því ljóst að næstum allt hlutaféð myndi einungis standa erlendum fjárfestum til boða. Í fimmta lagi bendir þér á að misræmi í verðmyndum geti mismunað hluthöfum eftir staðsetningu. Í sjötta og síðasta lagi teljið þér að takmörkuð reynsla sé af tvískráningu félaga hér á landi. Með vísan til framangreinds telji Promens hf. of mikla annmarka vera á skráningu í tvær kauphallir. Verði umbeðin undanþága ekki veitt yrði einungis um skráningu í eina kauphöll að ræða og yrði þá um erlenda kauphöll að ræða. Það félag sem skráð yrði í kauphöll yrði þá væntanlega norska dótturfélagið og myndi öll starfsemi flytjast frá Íslandi til Noregs. Eftir stæði að Promens hf. á Íslandi yrði að nokkurs konar eignarhaldsfélagi um erlenda starfsemi án starfsmanna eða eiginlegrar starfsemi. Líklegast væri þó að félagið yrði yfirtekið af erlendum samkeppnisaðila eins og komið hefði fram í fyrri samskiptum við Seðlabankann.

Samkvæmt framangreindu, og því sem fram kemur í bréfi yðar, dags. 14. nóvember 2013, lýtur beiðni yðar, f.h. Promens hf., vegna fyrirhugaðrar skráningar félagsins í íslensku Kauphöllina og hlutafjáraukningar í framhaldinu, að eftirfarandi:

I. Að innlendum aðilum verði veitt heimild til að fjárfesta í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri, þar sem greiðsla verði innt af hendi með innlendum gjaldeyri.
II. Að erlendir aðilar geti fjárfest í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri og að slík fjárfesting

teljist til nýfjárfestingar í skilningi 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál.

III. Að Promens hf. verði veitt heimild til að skipta þeim innlenda gjaldeyri sem félagið fær frá innlendum fjárfestum við kaup á hlutabréfum útgefnum af félaginu í erlendan gjaldeyri til að geta nýtt erlendis og stutt þannig við verkefni og vöxt félagsins á erlendum mörkuðum.

Fram kemur að fyrirhuguð hlutafjáraukning sé áætluð 30-50.000.000 evra og sé félagið reiðubúið að vinna með Seðlabankanum að dreifingu á slíkri hækkun til næstu þriggja ára.

Í málinu liggur fyrir að Promens hf. er skráð til heimilis hér á landi og telst félagið þar með innlendur aðili í skilningi laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. Þá liggur fyrir að félagið er á lista Seðlabanka Íslands yfir aðila sem njóta undanþágu á grundvelli 6. mgr. 13. gr. n. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, sbr. lög nr. 17/2012. Var framangreind undanþága félagsins veitt með ákvörðun Seðlabanka Íslands, dags. 9. september 2013 (*tilv. 1302034*).

Ákvæði 1. mgr. 13. gr. b. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að eftirfarandi fjármagnshreyfingar milli landa séu óheimilar: Í fyrsta lagi viðskipti og útgáfa verðbréfa, hlutdeildarskírteina í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum, peningamarkaðsskjala og annarra framseljanlegra fjármálagerninga, í öðru lagi innlegg á og úttektir af reikningum í lánastofnunum, í þriðja lagi lánveitingar, lántökur og útgáfa ábyrgða sem ekki tengjast milliríkjaviðskiptum með vöru og þjónustu, í fjórða lagi inn- og útflutningur verðbréfa og innlends og erlends gjaldeyris, í fimmta lagi framvirk viðskipti, afleiðuviðskipti, viðskipti með valrétti, gjaldmiðla- og vaxtaskipti og önnur skyld gjaldeyrisviðskipti þar sem íslenska krónan er annar eða einn gjaldmiðlanna, og í sjötta lagi gjafir og styrkir og aðrar hreyfingar fjármagns hliðstæðar þeim sem taldar eru upp í 1.–5. tölul. og eru til þess fallnar að valda alvarlegum og verulegum óstöðugleika í gengis- og peningamálum. Þá segir í 2. mgr. sömu greinar að allar fjármagnshreyfingar skv. 1. mgr. á milli landa í erlendum gjaldeyri séu óheimilar nema um sé að ræða greiðslu vegna kaupa á vöru eða þjónustu eða annarra fjármagnshreyfinga sem sérstaklega eru undanþegnar í lögunum.

Í 1. mgr. 13. gr. c. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að gjaldeyrisviðskipti milli innlendra og erlendra aðila þar sem innlendur gjaldeyrir er hluti af viðskiptunum séu óheimil. Í 2. mgr. sömu greinar segir að innlendum aðila sé óheimilt að kaupa erlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi, þegar greiðsla fer fram með innlendum

teljist til nýfjárfestingar í skilningi 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál.

III. Að Promens hf. verði veitt heimild til að skipta þeim innlenda gjaldeyri sem félagið fær frá innlendum fjárfestum við kaup á hlutabréfum útgefnum af félaginu í erlendan gjaldeyri til að geta nýtt erlendis og stutt þannig við verkefni og vöxt félagsins á erlendum mörkuðum.

Fram kemur að fyrirhuguð hlutafjáraukning sé áætluð 30-50.000.000 evra og sé félagið reiðubúið að vinna með Seðlabankanum að dreifingu á slíkri hækkun til næstu þriggja ára.

Í málinu liggur fyrir að Promens hf. er skráð til heimilis hér á landi og telst félagið þar með innlendur aðili í skilningi laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. Þá liggur fyrir að félagið er á lista Seðlabanka Íslands yfir aðila sem njóta undanþágu á grundvelli 6. mgr. 13. gr. n. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, sbr. lög nr. 17/2012. Var framangreind undanþága félagsins veitt með ákvörðun Seðlabanka Íslands, dags. 9. september 2013 (*tilv. 1302034*).

Ákvæði 1. mgr. 13. gr. b. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að eftirfarandi fjármagnshreyfingar milli landa séu óheimilar: Í fyrsta lagi viðskipti og útgáfa verðbréfa, hlutdeildarskírteina í verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum, peningamarkaðsskjala og annarra framseljanlegra fjármálagerninga, í öðru lagi innlegg á og úttektir af reikningum í lánastofnunum, í þriðja lagi lánveitingar, lántökur og útgáfa ábyrgða sem ekki tengjast milliríkjaviðskiptum með vöru og þjónustu, í fjórða lagi inn- og útflutningur verðbréfa og innlends og erlends gjaldeyris, í fimmta lagi framvirk viðskipti, afleiðuviðskipti, viðskipti með valrétti, gjaldmiðla- og vaxtaskipti og önnur skyld gjaldeyrisviðskipti þar sem íslenska krónan er annar eða einn gjaldmiðlanna, og í sjötta lagi gjafir og styrkir og aðrar hreyfingar fjármagns hliðstæðar þeim sem taldar eru upp í 1.–5. tölul. og eru til þess fallnar að valda alvarlegum og verulegum óstöðugleika í gengis- og peningamálum. Þá segir í 2. mgr. sömu greinar að allar fjármagnshreyfingar skv. 1. mgr. á milli landa í erlendum gjaldeyri séu óheimilar nema um sé að ræða greiðslu vegna kaupa á vöru eða þjónustu eða annarra fjármagnshreyfinga sem sérstaklega eru undanþegnar í lögunum.

Í 1. mgr. 13. gr. c. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að gjaldeyrisviðskipti milli innlendra og erlendra aðila þar sem innlendur gjaldeyrir er hluti af viðskiptunum séu óheimil. Í 2. mgr. sömu greinar segir að innlendum aðila sé óheimilt að kaupa erlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi, þegar greiðsla fer fram með innlendum

gjaldeyri, nema hann sýni fram á að féð sé til notkunar í vöru- og þjónustuviðskiptum eða vegna fjármagnshreyfinga sem undanþegnar eru samkvæmt ákvæðum 13. gr. f., 13. gr. j. og 13. gr. k. laganna vegna slíkra greiðslna til erlendra aðila.

Í 1. mgr. 13. gr. e. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að fjárfesting í verðbréfum, hlutdeildarskírteinum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða, peningamarkaðsskjölum eða öðrum framseljanlegum fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri sé óheimil. Þó sé aðilum sem fjárfest hafa í slíkum fjármálagerningum fyrir 28. nóvember 2008 heimilt að endurfjárfesta. Nú séu fjármunir sem losna við sölu eða uppgreiðslu, eða falla til vegna arðgreiðslna og afborgana vaxta- og höfuðstóls, nýttir í heild eða að hluta til að fjárfesta aftur í hvers konar erlendri fjárfestingu innan sex mánaða og telst það þá endurfjárfesting í skilningi 2. málsl. Meðan frestur til að endurfjárfesta er að líða skulu fjármunir skv. 3. málsl. undanþegnir ákvæði 13. gr. l. laganna. Samkvæmt 4. mgr. sömu greinar er óheimilt að gefa út og/eða selja fjármálagerninga skv. 1. mgr. þar sem uppgjör fer fram í öðrum gjaldeyri en útgáfan og innlendur gjaldeyrir er einn af gjaldmiðlum uppgjörs.

Nýfjárfesting er ótakmörkuð samkvæmt 13. gr. m. laga nr. 87/1992, en nýfjárfesting í skilningi þess ákvæðis er fjárfesting gerð eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris, sem skipt er innlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi. Afleiðusamningar teljast ekki til nýfjárfestingar. Innstæður á erlendum gjaldeyrisreikningum í innlendum fjármálafyrirtækjum, sem urðu til fyrir 31. október 2009, og tekjur vegna útflutningsviðskipta teljast ekki til nýs innstreymis erlends gjaldeyris. Gjaldeyrisviðskipti, þegar nýju innstreymi erlends gjaldeyris er skipt í innlendan gjaldeyri í samræmi við 2. mgr., falla ekki undir 1. mgr. 13. gr. c. Fjárfestir skal, með aðstoð fjármálafyrirtækis hér á landi, tilkynna um nýfjárfestingu til Seðlabanka Íslands, innan tveggja vikna frá því að nýju innstreymi erlends gjaldeyris er skipt í innlendan gjaldeyri. Slíkri tilkynningu skulu fylgja gögn sem sýna fram á að um nýfjárfestingu í skilningi þessa ákvæðis sé að ræða, sbr. 4. mgr. 13. gr. c. laganna. Að fenginni staðfestingu Seðlabankans um að fjármunir hafi losnað við sölu á nýfjárfestingu skulu slíkir fjármunir ekki falla undir takmarkanir samkvæmt 13. gr. b. og 13. gr. c. laganna.

Í 6. mgr. n. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, segir að fyrirtæki sem hafa yfir 80% af tekjum og gjöldum erlendis geti fengið undanþágu frá 1. mgr. 13. gr. e., 1. mgr. 13. gr. f., 13. gr. g., 13. gr. h. og 13. gr. l. laganna.

Samkvæmt framangreindu gengur fyrirhugað uppgjör í innlendum gjaldeyri á hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri við fyrirhugaða hlutafjárhækkun félagsins í kjölfar skráningu þess í Kauphöll Íslands gegn framangreindum ákvæðum. Þá ganga fyrirhuguð kaup á erlendum gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi fyrir innlendan gjaldeyri, sem félagið fengi frá innlendum fjárfestum við fyrirhugaða hlutafjárhækkun félagsins, vegna fjárfestinga félagsins erlendis, gegn 2. mgr. 13. gr. c. laganna. Veita þarf því undanþágu frá ákvæðunum til að uppgjör viðskiptanna og kaup á erlendum gjaldeyri geti átt sér stað.

Samkvæmt 1. mgr. 7. gr. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, sbr. 13. gr. o. sömu laga, er Seðlabanka Íslands heimilt að veita undanþágur frá banni á fjármagnshreyfingum samkvæmt umsókn þar að lútandi. Samkvæmt 3. málsl. 1. mgr. 13. gr. o. laganna getur Seðlabankinn sett skilyrði fyrir undanþágu. Við mat á beiðni um undanþágu skal Seðlabankinn líta til þess hvaða afleiðingar takmarkanir á fjármagnshreyfingum hafa fyrir umsækjanda, hvaða markmið eru að baki takmörkunum og hvaða áhrif undanþága hefur á stöðugleika í gengis- og peningamálum, sbr. 2. mgr. 7. gr. laganna. Það skal tekið fram að með lögum nr. 127/2011, um breytingu á lögum um gjaldeyrismál, tollalögum og lögum um Seðlabanka Íslands, hafa áður útgefnar reglur Seðlabankans um gjaldeyrismál verið lögfestar. Reglur Seðlabankans um gjaldeyrismál voru gefnar út á grundvelli heimildar í bráðabirgðaákvæði I í lögum um gjaldeyrismál, í fyrsta skipti þann 28. nóvember 2008, en samkvæmt heimild bráðabirgðaákvæðisins var markmið reglnanna að takmarka eða stöðva tímabundið tiltekna flokka fjármagnshreyfinga og gjaldeyrisviðskipti sem þeim tengjast til og frá landinu sem gætu að mati Seðlabankans valdið alvarlegum og verulegum óstöðugleika í gengis- og peningamálum.

Líkt og rakið hefur verið lýtur beiðni yðar, f.h. Promens hf., vegna fyrirhugaðrar skráningar félagsins í íslensku Kauphöllina og hlutafjáraukningar í framhaldinu, að eftirfarandi:

I. Að innlendum aðilum verði veitt heimild til að fjárfesta í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri, þar sem greiðsla verði innt af hendi með innlendum gjaldeyri.
II. Að erlendir aðilar geti fjárfest í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri og að slík fjárfesting

teljist til nýfjárfestingar í skilningi 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál.

III. Að Promens hf. verði veitt heimild til að skipta þeim innlenda gjaldeyri sem félagið fær frá innlendum fjárfestum við kaup á hlutabréfum útgefnum af félaginu í erlendan gjaldeyri til að geta nýtt erlendis og stutt þannig við verkefni og vöxt félagsins á erlendum mörkuðum.

Til hagræðis verður svari við framangreindri beiðni skipt í eftirfarandi þrjá hluta.

I.

Líkt og rakið er að framan lýtur beiðni yðar, f.h. Promens hf., í fyrsta lagi að því að innlendum aðilum verði veitt heimild til að fjárfesta í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri gegn greiðslu í innlendum gjaldeyri í kjölfar skráningar félagsins í Kauphöll Íslands. Rétt er að taka fram að á Seðlabanka Íslands hvílir sú skylda að tryggja stöðugleika í gengis- og peningamálum. Líta verður til þess að útgáfa nýs hlutafjár í erlendum gjaldeyri á innlendum markaði þar sem uppgjör fer fram í innlendum gjaldeyri hefur ekki í för með sér kaup á erlendum gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi eða útflæði á erlendum gjaldeyri. Í ljósi þess lýtur Seðlabankinn til þess að veiting undanþágunnar, með þeim hætti sem lýst er að neðan, muni ekki hafa veruleg áhrif á stöðugleika í gengis- og peningamálum. Með vísan til framangreinds, og að virtri beiðni yðar, f.h. Promens hf., þ.m.t. tilgangi hennar, þeim gögnum sem henni fylgdu og bárust undir rekstri málsins, þeim hagsmunum sem fyrir liggja í málinu og þeim sjónarmiðum sem lögð eru til grundvallar af hálfu bankans við mat á henni, sbr. 2. mgr. 7. gr. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, er það niðurstaða Seðlabankans að fallast á beiðni félagsins þannig að innlendum aðilum verði heimilt að eiga viðskipti með hlutabréf útgefin af Promens hf. í erlendum gjaldeyri sem skráð hafa verið í Kauphöll Íslands með því skilyrði að uppgjör viðskiptanna fari fram í innlendum gjaldeyri með eftirfarandi skilyrðum:

- Að greiðsla kaupverðs fyrir hlutabréfin fari fram í innlendum gjaldeyri með úttekt af reikningi í eigu kaupanda hjá fjármálafyrirtæki hér á landi.

- Að fjármunir sem losna við sölu á hlutabréfunum skuli greiðast aftur í innlendum gjaldeyri inn á reikning í eigu seljanda hjá fjármálafyrirtæki hér á landi.

Seðlabankinn vill árétta að selji innlendir aðilar hlutabréf útgefin af Promens hf. í erlendum gjaldeyri sem þeir aðilar hafa fjárfest í á grundvelli ákvörðunar þessarar með innlendum gjaldeyri, eða ef arður verður greiddur af þeim hlutabréfum til innlendra hluthafa í erlendum gjaldeyri, eru fjármunir sem fást fyrir söluna eða arðgreiðsluna ekki endurfjárfestanlegir fyrir innlenda hluthafa þar sem ekki er uppfyllt það skilyrði endurfjárfestingar samkvæmt 1. mgr. 13. gr. e. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, um að fjárfest hafi verið í hlutabréfunum fyrir 28. nóvember 2008, auk þess sem gerð er krafa um að uppgjör viðskipta með hlutabréfin fari fram í innlendum gjaldeyri, sbr. framangreint skilyrði.

II.

Í öðru lagi lýtur beiðni yðar, f.h. Promens hf., að því að erlendir aðilar geti fjárfest í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri og að slík fjárfesting teljist til nýfjárfestingar í skilningi 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. Líkt og rakið er að framan segir í 1. mgr. 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, að nýfjárfesting í skilningi ákvæðisins sé fjárfesting sem gerð sé eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris, sem skipt sé í innlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi. Ljóst er af athugasemdum með m-lið 3. gr. frumvarps þess sem varð að lögum nr. 127/2011, um breytingu á lögum um gjaldeyrismál og tollalögum, með síðari breytingum, að markmið heimildar til nýfjárfestingar sé að styðja við gengi íslensku krónunnar með nýju innstreymi erlends gjaldeyris og ýta undir erlenda fjárfestingu í íslensku hagkerfi. Með vísan til framangreinds, og að virtri beiðni yðar, f.h. Promens hf., þ.m.t. tilgangi hennar, þeim gögnum sem henni fylgdu og bárust undir rekstri málsins, þeim hagsmunum sem fyrir liggja í málinu og þeim sjónarmiðum sem lögð eru til grundvallar af hálfu bankans við mat á henni, sbr. 2. mgr. 7. gr. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, er það niðurstaða Seðlabankans að fallast á beiðni félagsins þannig að erlendum aðilum sé heimilt að fjárfesta í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri sem skráð hafa verið í Kauphöll Íslands með því skilyrði að uppgjör viðskiptanna fari fram í innlendum gjaldeyri og að skilyrði 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, séu að öðru leyti uppfyllt.

Seðlabankinn vill benda á að ef heimild til skráningar á fjárfestingum í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri sem nýfjárfestingu skv. 13. gr. m. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, er nýtt á grundvelli ákvörðunar þessarar fer um tilkynningar um nýfjárfestingar eftir ákvæði 4. mgr. 13. gr. m. laganna. Slíkri tilkynningu skulu fylgja gögn sem sýna fram á að um nýfjárfestingu í

skilningi ákvæðisins sé að ræða, þ.e. að fjárfesting sé gerð fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris, sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi.

III.

Í þriðja lagi lýtur beiðni yðar, f.h. Promens hf., að því að félaginu verði veitt heimild til að kaupa erlendan gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi fyrir þann innlenda gjaldeyri sem falla mun til frá innlendum fjárfestum vegna fyrirhugaðrar hlutafjárhækkunar í kjölfar skráningu félagsins í Kauphöll Íslands. Áætlað er að fjárhæð fyrirhugaðrar hlutafjáraukningar muni nema 30-50.000.000 evra og hefur komið fram að Promens hf. sé reiðubúið að vinna með Seðlabankanum að dreifingu á kaupum á erlendum gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi á næstu þremur árum vegna slíkrar hlutafjárhækkunar. Hefur verið gerð grein fyrir því að sá erlendi gjaldeyrir verði nýttur til fjárfestinga erlendis til að styðja við verkefni og vöxt félagsins á erlendum mörkuðum í samstarfi við alþjóðleg fyrirtæki, þ. á m. Unilever. Af hálfu Seðlabankans verður ekki framhjá því litið að fyrirhugaðar fjárfestingar félagsins uppfylla ekki þau meginskilyrði sem Seðlabankinn horfir til við mat á beiðnum um beina erlenda fjárfestingu um að fjármunir fari í uppbyggingu eða fjárfestingu sem muni auka verðmæta- og atvinnusköpun hér á landi í samræmi við fjárfestinguna. Þá verður að líta til þess sem komið hefur fram að Promens hf. hafi skoðað skráningu í kauphöll erlendis. Seðlabankinn vill benda á að innlendum aðilum sem heimild hafa til endurfjárfestingar á grundvelli 1. mgr. 13. gr. e. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, er heimilt að fjárfesta í hlutabréfum útgefnum af Promens hf. í erlendum gjaldeyri. Í því sambandi vill Seðlabankinn ítreka að Promens hf. nýtur undanþágu á grundvelli 6. mgr. 13. gr. n. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. Er félagið á þeim grundvelli undanþegið ákvæði 1. mgr. 13. gr. e. laganna sem kveður á um að fjárfesting í verðbréfum, hlutdeildarskírteinum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða, peningamarkaðsskjölum eða öðrum framseljanlegum fjármálagerningum sé óheimil. Félaginu er því heimilt að nýta erlendan gjaldeyri sem aflað er frá innlendum aðilum með hlutafjáraukningu hér á landi, eða með hlutafjáraukningu í kjölfar skráningar í kauphöll erlendis, til fjárfestinga erlendis. Með vísan til framangreinds telur Seðlabankinn að ekki hafi verið sýnt fram á að Promens hf. hafi brýna hagsmuni af því að framkvæma fyrirhugaðar fjárfestingar erlendis með kaupum á erlendum gjaldeyri hjá fjármálafyrirtæki hér á landi. Með vísan til framangreinds og að virtri beiðni yðar, þ.m.t. fyrirliggjandi gögnum, þeirri háu fjárhæð sem um ræðir, því fordæmi sem veiting undanþágunnar kynni að skapa, þeim

SEÐLABANKI ÍSLANDS

áhrifum sem slíkt fordæmi kynni að hafa á stöðugleika í gengis- og peningamálum, er beiðni yðar, f.h. Promens hf., hafnað að þessu leyti.

Vilji Promens hf. ekki una ákvörðun Seðlabanka Íslands getur félagið höfðað mál til ógildingar hennar fyrir dómstólum. Samkvæmt 16. gr. c. laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, skal höfða mál innan þriggja mánaða frá því að aðila var tilkynnt um ákvörðunina. Málshöfðun frestar ekki réttaráhrifum ákvörðunarinnar né heimild til aðfarar samkvæmt henni, sbr. þó 2. mgr. 15. gr. h. sömu laga.

Beðist er velvirðingar á þeim töfum sem orðið hafa á afgreiðslu málsins.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Arnór Sighvatsson
aðstoðarseðlabankastjóri

Freyja V. Þórarinsdóttir
forstm. gjaldeyriseftirliti

12

Yfirlýsing frá Framtakssjóði Íslands vegna umræðu undanfarinna daga

Vegna fjölmiðlaumræðu í kjölfar frétta af sölu Promens er rétt að halda til haga nokkrum staðreyndum um Framtakssjóðinn og fyrirtæki í hans eigu:

Framtakssjóður Íslands var stofnaður 2009 og hefur síðan þá komið að endurskipulagningu nokkurra fyrirtækja sem áttu það sameiginlegt að tilverugrundvelli þeirra var ógnað í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppu sem skall á haustið 2008. Eigendur sjóðsins eru að langstærstum hluta lífeyrissjóðir landsmanna, en einnig eru Landsbankinn hf og VÍS hluthafar í sjóðnum. Frá stofnun til dagsins í dag hefur sjóðurinn fjárfest í níu fyrirtækjum og þegar selt úr eigu sinni fimm þeirra. Árangur sjóðsins hefur verið afar góður sem er ánægjulegt og mun skila sér sjóðfélaga lífeyrissjóðanna.

Framtakssjóður Íslands hefur alla tíð unnið að heilindum að því að hámarka verðmæti eigna sinna íslenskum almenningi til hagsbóta. Sjóðurinn hefur ávallt haft í huga hverjir eru eigendur hans og horft til samfélagsábyrgðar samhliða því að gæta ýtrustu viðskiptahagsmuna.

Framtakssjóður Íslands á tæplega helming hlutafjár í Promens sem er fjölþjóðlegt fyrirtæki með megnið af sinni framleiðslu utan Íslands. Hjá félaginu starfa um 3.800 manns þar af um 100 á Íslandi. Þegar sjóðurinn kom að félaginu árið 2011 voru margir sem höfðu efasemdir um að rétt væri að taka áhættu af áframhaldandi rekstri þess. Framtakssjóður Íslands, Landsbankinn og stjórnendur félagsins tóku höndum saman um að styrkja og efla félagið enn frekar samhliða endurfjármögnun hjá erlendum bönkum sem kallaði á þeim tíma á aukið eigið fé. Til þess nutu þessir aðilar skilnings Seðlabanka Íslands.

Nú liggur fyrir bindandi tilboð frá RPC í félagið, en enn er útistandandi m.a. fyrirvari um samþykki franskra samkeppnisyfirvalda. RPC sem er alþjóðlegt fyrirtæki í plastiðnaði, er vel rekið og stöndugt félag og skráð í kauphöllinni í London.

Veruleiki þess iðnaðar sem Promens starfar við er að samþjöppun er að verða í greininni. Til að verða ekki undir í samkeppni var rík þörf fyrir Promens að vaxa með viðskiptavinum sínum, annað hvort með kaupum á fyrirtækjum eða með því að reisa nýjar verksmiðjur. Lykilviðskiptavinir Promens óskuðu eftir samstarfi á næstu árum sem kallaði á mikla fjárfestingu. Til þess þurfti félagið bæði að auka hlutafé og fá aukna lánsfjármögnun. Eingöngu var sótt um hefðbundna undanþágu frá gjaldeyrishöftum vegna hlutafjárframlags, en félagið hafði tryggt sér lánsfjármögnun frá erlendum viðskiptabönkum sínum á móti. Þeirri undanþágubeiðni var hafnað.

Fram að því var það skýr stefna hluthafa að setja félagið á markað á Íslandi, en þegar höfðu nokkrir erlendir aðilar sýnt félaginu áhuga. Aðilum var gerð grein fyrir því að seljendur legðu mikið upp úr því að tryggja framleiðslustarfsemi félagsins á Íslandi. Tilboðsgjafi í Promens hefur gengist inn á slík skilyrði enda framleiðslustarfsemin vel rekin.

Framtakssjóður íslands hefur skilning á þeim vanda sem Seðlabankinn og ríkisstjórnin glímir við í efnahagsmálum. Sjóðurinn hefur átt gott samstarf við Seðlabankann í því ástandi sem ríkir og ekki kveinkað sér undan ákvörðunum sem leiða af þeim vanda. Sjóðurinn stendur hins vegar frammi fyrir ákveðnum efnahagslegum veruleika og það væri óábyrgt af hans hálfu að taka aðrar ákvarðanir en þær sem sjóðurinn telur tryggja best hagsmuni eigenda sinna sem er á endanum almenningur á Íslandi.

Meðal þess sem dregið hefur verið inn í umræðuna er vörumerkið Icelandic Seafood. Þrálátur misskilningur hefur verið um vörumerkið Icelandic Seafood og eignarhald þess. Skýrt er að vörumerkið er og hefur ávallt verið

í eigu Icelandic Group. Engar breytingar eru fyrirhugaðar á eignarhaldi þess. Afnotaréttur vörumerkisins var leigður með ströngum skilyrðum til ársins 2018 í kjölfar sölu á verksmiðju félagsins í Bandaríkjunum. Kaupandinn, Highliner Foods, selur áfram íslenskan fisk undir merkjum Icelandic Seafood og hefur síður en svo dregið úr sölu íslenskra sjávarafurða í Bandaríkjunum undir merkjum Icelandic Seafood. Heildarsala Highliner Foods undir merkjum Icelandic Seafood í Bandaríkjunum á öllum afurðum var u.þ.b. $160 milljónir eða kr. 21 milljarður árið 2014. Þegar Framtakssjóður Íslands eignaðist Icelandic Group var staða félagsins erfið, en eftir fjárhagslega endurskipulagningu sem fól m.a. í sér sölu verksmiðjunnar í Bandaríkjunum var Icelandic Group vel fjármagnað og óvissu um langtíma rekstrarhæfi þess eytt.

Stjórnarmenn:

Hrafn Magnússon	Meðstjórnandi 2/11 2009 - 10/12 2009
Ágúst Einarsson	Stjórnarformaður frá 10/12 2009 - 24/5 2011
Auður Finnbogadóttir	Stjórnarformaður 2/11 2009- 10/12 2009
	Meðstjórnandi 10/12 2009 -30/12 2010
Baldur Þór Vilhjálmsson	Meðstjórnandi 10/12 2009 -20/3/13
Guðfinna S.Bjarnadóttir	Meðstjórnandi 10/12 2009 -30/12 2010
Ragnar Önundarson	Meðstjórnandi 10/12 2009 -21/3 2011
Vilborg Lofts	Meðstjórnandi 10/1202009 - 30/12 2010
Þorkell Sigurlaugsson	Meðstjórnandi 10/12 2009- 24/5 2011
	Stjórnarformaður 24/5 2011 - 2018
Auður Björk Guðmundsdóttir	Meðstjórnandi 30/12 2010 -17/4 2012
Hrefna Ösp Sigfinnsdóttir	Meðstjórnandi 30/12 2010 -17/4 2012
Linda Jónsdóttir	Meðstjórnandi 30/12 2010 -25/3 2015
Jón Steindór Valdimarsson	Meðstjórnandi 21/3/ 2011 - 19/12 2012
Hjörleifur Pálsson	Meðstjórnandi 24/5 2011 - 2018
Helga Árnadóttir	Meðstjórnandi 17/4 2012 - 2018
Hreiðar Bjarnason	Meðstjórnandi 19/12 2012 - 25/3 2015
Sveinn Hannesson	Meðstjórnandi 19/12 2012 - 2018
Guðrún Blöndal	Meðstjórnandi 20/3 2013 - 27/3 2014
Guðrún Björg Birgisdóttir	Meðstjórnandi 25/3 2015 - 2018

Varamenn:

Árni Guðmundsson	Varamaður 02/11 2009 - 10/12 2009
Helga Indriðadóttir	Varamaður 10/12 2009 - 20/3 2013
Kristján Örn Sigurðsson	Varamaður 10/12 2009 - 17/4 2012
Ólafur Sigurðsson	Varamaður 10/12 2009 - 8/7 2011
Sigurbjörn Sigurbjörnsson	Varamaður 10/12 2009 - 20/3 2013
Jensína K.Böðvarsdóttir	Varamaður 30/12 2010 - 25/3 2015
Georg Páll Skúlason	Varamaður 17/4 2012 -19/12 2012
Guðmundur Pálsson	Varamaður 20/3 2013 - 5/5 2017
Þórunn Pálsdóttir	Varamaður 20/3 2013 - 27/3 2014
	Meðstjórnandi 27/3 2014 - 25/3 2015
Helga Valfells	Varamaður 27/3 2014 - 2018

Starfsmenn:

Finnbogi Jónsson	nóv 2009 - jan 2012
Harpa Helgadóttir	apríl 2010 - júní 2015
Þór Hauksson	maí 2010 - júní 2013
Herdís Dröfn Fjeldsted	ágúst 2010 - 2018
Kristinn Pálmason	feb 2011 - 2018
Hafliði Helgason	sept 2012 - sept 2015
Pétur Þorsteinn Óskarsson	jan 2011 - sept 2012
Brynjólfur Bjarnason	mars 2012 - apríl 2014
Björk Gunnarsdóttir	nóv 2010 - 2018
Kristján Ágústsson	ágúst 2013-apríl 2015
Egill Tryggvason	maí 2011 - ágúst 2013
Rebekka Jóelsdóttir	júlí 2014 - 2018

Ásgeir lauk stúdentsprófi frá Menntaskólanum á Akureyri árið 1990, BS prófi í hagfræði frá Hagfræðideild Háskóla Íslands árið 1994 og síðan doktorsprófi í hagfræði með áherslu á peningahagfræði, alþjóðaviðskipti og hagsögu frá Indiana University árið 2001. Ásgeir hóf starfsferillinn sem hagfræðingur hjá Verkamannafélaginu Dagsbrún árið 1994 og ritstjóri Vísbendingar árið 1995 þar til hann hélt utan til náms. Árið 2000 hóf hann störf á Hagfræðistofnun Háskóla Íslands og varð lektor hjá Hagfræðideild HÍ árið 2004. Hann tók við starfi sem aðalhagfræðingur Kaupþings í ársbyrjun 2004, var forstöðumaður Greiningardeildar Kaupþings á árunum 2006–2008 og gegndi síðan sömu stöðu hjá Aríon banka á árunum 2008 til 2011. Ásgeir er nú dósent og deildarforseti Hagfræðideildar Háskóla Íslands. Ásgeir hefur einnig sinnt ráðgjafarverkefnum fyrir fjölbreyttan hóp fyrirtækja, stofnana, ríkisstjórna og ráðuneyta. Verkefni Ásgeirs hafa einkum verið tengd alþjóðafjármálum, peningahagfræði, orkuhagfræði, fasteignamarkaðinum, byggðahagfræði og almennri þjóðhagfræði. Síðasta bók Ásgeirs var The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World´s Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse sem var skrifuð með Hersi Sigurgeirssyni dósent í fjármálum við Viðskiptadeild Háskóla Íslands og gefin út Palgrave Macmillan í ritröðinni Studies in Banking and Financial Institutions árið 2016

Alexander Freyr Einarsson lauk stúdentsprófi frá Verzlunarskóla Íslands árið 2011 og BS prófi í hagfræði frá Hagfræðideild Háskóla Íslands 2016. Þar starfaði hann einnig sem aðstoðarkennari auk þess sem hann var ritstjóri Hjálma, tímarits hagfræðinema við skólann. BS-ritgerð Alexanders fjallaði um fjárfestingar erlendra vogunarsjóða í föllnu íslensku bönkunum og var unnin sem rannsóknarverkefni fyrir bók Dr. Ásgeirs Jónssonar og Dr. Hersis Sigurgeirssonar, The Icelandic Financial Crisis: A Study into the World´s Smallest Currency Area and its Recovery from Total Banking Collapse. Alexander stundar nú meistaranám í fjármálum við MIT Sloan School of Management í Bandaríkjunum þar sem hann leggur áherslu á fjármál fyrirtækja. Að auki hefur hann stundað skiptinám við Stanford háskóla og Harvard Business School. Alexander starfaði sem blaðamaður á Viðskiptablaðinu meðfram háskólanámi árin 2015-2016 og að lokinni útskrift. Þá starfaði hann einnig sem íþróttafréttamaður í hlutastarfi hjá knattspyrnuvefnum Fótbolta.net um árabil auk þess sem hann er pistlahöfundur á vefmiðlinum Rómi.

Framtakssjóður Íslands (FSÍ) var stofnaður árið 2009 af sextán lífeyrissjóðum. Sjóðnum var ætlað að starfa í tíu ár. Hann varð áhrifafjárfestir í níu fyrirtækjum í rekstrarvanda og leiddi endurreisn þeirra. Af þessum félögum eru þrjú nú skráð í Kauphöllinni; Icelandair, Vodafone og N1. Önnur fimm eru hluti af rekstri stærri samstæðu; Advania, Húsasmiðjan, Invent Farma, Plastprent og Promens. Eitt félag, Icelandic Group var selt í hlutum. Alls fjárfesti sjóðurinn fyrir 43,3 milljarða og hagnaðist um 47,7 milljarða króna sem felur í sér 110% ávöxtun eða 22,6% innri ársvexti af fjárfestingum.

Framtakssjóðum er ætlað að starfa í takmarkaðan tíma sem áhrifafjárfestar. Þeim er stjórnað af teymi sérfræðinga sem eiga að knýja fram hraðar umbætur í öruggri faðmlengdarfjarlægð frá eigendum sínum. Slíkir sjóðir voru því heppilegur farvegur til endurreisnar fyrirtækja eftir hrunið 2008 þegar skuldameðferð lauk hjá fjármálastofnunum. Sala Landsbankans á eignarhaldsfélaginu Vestia til FSÍ árið 2010 hefði því getað orðið góð fyrirmynd. Með henni útvistaði bankinn endurreisn fjögurra fyrirtækja gegn því að fá 30% hlut í FSÍ. Raunin varð því miður sú að fjölmörg lykilfyrirtæki voru rekin árum saman í faðmi fjármálastofnana á undanþágu frá Fjármálaeftirlitinu, sem olli verulegum töfum á endurreisn atvinnulífsins eftir hrun. Framtakssjóðir eiga sér langa sögu erlendis og eru gjarnan nýttir af lífeyrissjóðum til þess að kaupa í óskráðum fyrirtækjum. Slíkir sjóðir henta vel til sama brúks hérlendis til að forðast hagsmunaárekstra eða samkeppnisvanda.

Það blésu hvassir vindar um FSÍ á starfstíma hans enda þurfti starfsfólk sjóðsins að taka margar afdrifaríkar ákvarðanir sem sumar hverjar voru harðlega gagnrýndar. Við ritun þessarar bókar fengu höfundar ótakmarkaðan aðgang að innri skjölum sjóðsins. Farið er yfir hvert fyrirtæki fyrir sig – endurreisn og sölu – auk þess sem starf sjóðsins er metið í stærra samhengi.

AUÐFRÆÐASETUR
www.audfraedi.is

ISBN9789935243270