



MINNISBLAÐ

Til: Íslandssjóða hf.

Frá: LEX lögmansstofu

Dags: 8. september 2011

Efni: Athugasemdir í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis sem varða rekstur á Sjóði 9

Að beiðni Íslandssjóða hf. hefur LEX lögmansstofa tekið saman minnisblað þetta í tengslum við umfjöllun rannsóknarnefndar Alþingis á þeim sjóðum sem Glitnir sjóðir hf. (nú Íslandssjóðir hf.) önnuðust rekstur á. Í minnisblaðinu er farið yfir nokkur grundvallaratriði sem rannsóknarnefndin tilgreinir sérstaklega og snerta rekstur á Sjóði 9 sem var rekinn sem fjárfestingarsjóður. Umfjöllun rannsóknarnefndar Alþingis um verðbréfa- og fjárfestingarsjóði er að finna í 14. kafla skýrslu nefndarinnar (sjá bindi 4). Er umfjölluninni þar skipt upp í nokkra hluta:

1. Fjárfestingarheimildir og fjárfestingarstefna (kafla 14.3. og 14.4.)
2. Samsetning eigna (kafla 14.5.)
3. Áhættustýring (kafla 14.6.)
4. Óhæði rekstrarfélaganna (kafla 14.7.)
5. Kynningarstarfsemi (kafla 14.8.)
6. Innlausnir hlutdeildarskírteinshafa (kafla 14.9.)

Hér að neðan verður fjallað um þau atriði sem rannsóknarnefndin gerir sérstakar athugasemdir við. Framsetningin er með þeim hætti að fyrst eru dregin í stuttu máli fram þau atriði sem gagnrýnd eru í skýrslu rannsóknarnefndar en í kjölfarið er afstaða LEX til þeirra sjónarmiða reifuð eða eftir atvikum þau sjónarmið/skýringar sem hafa verið færð fram af hálfu Íslandssjóða. Þar sem athugasemdirnar lúta fyrst og fremst að rekstri á Sjóði 9, mun aðallega verða fjallað um rekstur á þeim sjóði hér að neðan. Afstaða LEX byggir á þeirri forsendu að allar upplýsingar sem snerta þessi málefni hafi verið afhent til skoðunar og að þær séu efnislega réttar. Ekki verður fjallað sérstaklega um athugasemdir sem varða innlausnir hlutdeildarskírteinshafa, þar sem LEX hefur engar forsendur til að leggja mat á þá umfjöllun í skýrslu rannsóknarnefndarinnar.

I. Fjárfestingarheimildir, fjárfestingarstefna og samsetning eigna

Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis segir almennt um fjárfestingastefnu verðbréfa- og fjárfestingasjóða að stefnur þeirra hafi verið mjög almenns eðlis og draga mætti í efa að um raunverulega fjárfestingastenu væri að ræða. Auk þess er þar að finna almenna athugasemd um að áhættudreifingu hafi verið ábótavant og fjárfestingar í eignarhaldsfélögum hafi verið umfram það sem telja má vera eðlilegt.

1. Fjárfestingarstefna Íslandssjóða vegna reksturs á Sjóði 9

Samkvæmt 47. gr. laga um verðbréfa- og fjárfestingasjóði nr. 30/2003 (vsl), sbr. 20. gr. reglugerðar nr. 792/2003, er rekstrarfélögum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða skylt að gefa út útboðslýsingar vegna hvers verðbréfasjóðs, fjárfestingarsjóðs eða sérhverrar deildar þeirra, sem það annast rekstur á.

Í útboðslýsingu og reglum fjárfestingarsjóða Íslandssjóða fyrir Sjóð 9, dags. 31. ágúst 2007, koma fram allar þær upplýsingar sem krafa er gerð um samkvæmt vsl. og reglugerð nr. 792/2003, s.s. almennar upplýsingar um hvers eðlis rekstur Íslandssjóða er, auk þess sem sérstakri tilkynningu er beint til fjárfesta þar sem er m.a. minnt á að kaup á hlutdeildarskírteinum séu í eðli sínu áhættufjárfesting sem byggir á væntingum en ekki loforðum. Í útboðslýsingunni á bls. 10 – 12, og í 3. gr. reglna Fjárfestingasjóða Glitnis er einnig sérstaklega fjallað um Sjóð 9, þar sem m.a. markmið og fjárfestingarstefna sjóðsins eru tilgreind.

Samkvæmt útboðslýsingunni var markmið Sjóðs 9 að skila jafnri og stöðugri hækkun eigna með fjárfestingu í víxlum, innlánnum eða öðrum skammtímaverðbréfum. Ávöxtunarviðmið sjóðsins var 3 mánaða skuldabréfavísitala Kauphallar Íslands ICEX-3M-NI. Fjárfestingarstefna sjóðsins var svohljóðandi:

„Eignir sjóðsins skulu ávaxtaðar í víxlum, innlánnum eða öðrum skammtímaverðbréfum, útgefnum af íslenskum eða erlendum útgefendum. Útgefendur erlendra skuldabréfa skulu hafa a.m.k. BBB- í lánshæfiseinkunn hjá Standard & Poors eða sambærilega einkunn. Sjóðnum er heimilt, skv. 2. mgr. 31. gr. laga nr. 30/2003, að eiga til skamms tíma allt að 10% í lausu fé séu markaðsaðstæður ekki heppilegar til fjárfestinga vegna fjár sem hefur fengist með sölu hlutdeildarskírteina eða vegna sölu eigna sjóðsins. Framangreint fé er ekki hluti af fjárfestingarstefnu sjóðsins. Jafnframt er sjóðnum heimilt skv. 2. mgr. 40. gr. laga nr. 30/2003 að taka skammtímalán til að mæta innlausnum. Slík lán mega ekki nema meira en 10% af heildareignum sjóðsins. Einnig er sjóðsdeildinni heimilt að fjárfesta í afleiðum, en að hámarki 10% af heildareignum.“

Fjárfestingum Sjóðs 9 var skipt upp í ákveðna fjárfestingarflokka þar sem útboðslýsingin og reglur sjóðsins mæltu fyrir um ákveðið viðmið í hverjum flokki, en jafnframt var mælt fyrir ákveðin fjárfestingarmörk í einstaka flokkum, þ.e. lágmarks og hámarkshlutfall bréfa í viðkomandi flokkum miðað við heildarverðmæti verðbréfasafnsins. Þannig gátu eigendur hlutdeildarskírteina gengið út frá því sem vísu að aldrei væri farið yfir hámarkið og aldrei undir lágmarkið.

Fjárfestingarflokkarnir og fjárfestingarheimildir innan hvers flokks voru samkvæmt útboðslýsingu Sjóðs 9 sem hér segir:

Verðbréfaflokkur	Stefna %	Lágm. %	Hám. %
Skuldabréf með áb. Ríkissjóðs	20	0	100
Bankabréf, víxlar, innlán	70	0	100
Skráð skuldabréf fyrirtækja	10	0	50
Önnur skuldabréf	0	0	25

Eftir að hafa farið yfir fjárfestingar Sjóðs 9 frá árinu 2007 og fram að lokun hans í október 2008 er ljóst að fjárfestingar í einstökum verðbréfaflokkum fóru aldrei undir lágmarks viðmið útboðslýsingarinnar í hverjum flokki og aldrei yfir hámarks viðmið útboðslýsingarinnar í hverjum einstökum verðbréfaflokki. Einhver frávik urðu á því að sjóðurinn væri í takt við uppgefin markið um hlutföll í einstökum verðbréfaflokkum (sjá töflu að neðan), en miðað við fyrirliggjandi gögn fyrir umrætt tímabil var aldrei farið upp fyrir skilgreint hámark í hverjum flokki eða niður fyrir skilgreint lágmark.

Verðbréfaflokkur	Eign % 26.09.2008	Eign % 6.10.08	Stefna %	Lágm. %	Hám. %
Skuldabréf með áb. Ríkissjóðs	0,04	0,05	20	0	100
Bankabréf, víxlar, innlán	65,04	75,30	70	0	100
Skráð skuldabréf fyrirtækja	28,72	16,11	10	0	50
Önnur skuldabréf	6,19	8,54	0	0	25

Við samanburð á eignasamsetningu sjóðsins í febrúar 2007 má sjá að ekki urðu miklar breytingar á samsetningunni.

Verðbréfaflokkur	Eign % 28.02.07	Eign % 26.09.08	Eign % 6.10.08	Stefna %	Lágm %	Hám. %
Skuldabréf með áb. Ríkissjóðs	0	0,04	0,05	20	0	100
Bankabréf, víxlar, innlán	63	65,04	75,30	70	0	100
Skráð skuldabréf fyrirtækja	29	28,72	16,11	10	0	50
Önnur skuldabréf	8	6,19	8,54	0	0	25

Samkvæmt framangreindu voru fjárfestingar sjóðsins í samræmi við skilgreindar heimildir sjóðsins. Í framangreindu samhengi er rétt að nefna að Fjármálaeftirlitið gaf út sérstaka yfirlýsingu þann 2. október 2008 þar sem staðfest var að fjárfestingar sjóðsins hefðu í lok árs 2007 verið í samræmi við gildandi lög og reglur. Í henni segir orðrétt:

„Að gefnu tilefni vill Fjármálaeftirlitið koma því á framfæri að fjárfestingar Sjóðs 9 hjá Glitni sjóðum hf. hafa verið í samræmi við reglur sjóðsins og ákvæði laga nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði.

Fjármálaeftirlitið fylgist reglulega með því að fjárfestingar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða séu í samræmi við reglur sjóðanna og ákvæði fyrrnefndra laga. Í lok árs 2007 var gerð sérstök úttekt á Sjóði 9 hjá Glitni og var niðurstaða hennar að fjárfestingar og starfsemi hans væri í samræmi við lög og reglur.“

Í tengslum við framangreint er rétt að nefna að Íslandssjóðir birtu opinberlega mánaðarlega einblöðung um starfsemi sjóðsins. Í þeim einblöðungi komu ekki aðeins fram upplýsingar um sundurliðun fjárfestingarheimilda sjóðsins innan hvers verðbréfaflokks, heldur komu einnig fram upplýsingar um raunverulega

eignasamsetningu sjóðsins á hverjum tíma. Þessar upplýsingar var jafnframt að finna í fjárhagsuppgjörum félagsins sem birt voru m.a. á heimasíðu félagsins. Þannig höfðu eigendur hlutdeildarskírteina ekki aðeins færi á að kynna sér upplýsingar um fjárfestingarheimildir sjóðsins heldur gátu þeir einnig aflað upplýsinga um raunverulega eignasamsetningu sjóðsins á hverjum tíma, auk upplýsinga um hvaða útgefendur voru stærstu skuldarar sjóðsins á hverjum tíma.

Samkvæmt 2. mgr. 47. gr. vsl. og 2. mgr. 23. gr. reglugerðar n r. 792/2003 skulu helstu atriði útboðslýsingar og útdráttur úr þeim að jafnaði endurnýjaður eigi sjaldnar en árlega. Síðasta útboðslýsing Sjóðs 9 var dags. í ágúst 2007 og hafði ekki verið endurnýjuð þegar sjóðnum var lokað þann 6. október 2008. Ástæðan fyrir því að útboðslýsingin hafði ekki verið endurnýjuð var sú að engin breyting hafði átt sér stað á umræddu tímabili. Ákvæði 2. mgr. 47. gr. vsl., sbr. 2. mgr. 23. gr. reglugerðar nr. 792/2003 gera ekki ráð fyrir skilyrðislausri endurnýjun, heldur eingöngu að slíkt skuli „að jafnaði“ gert árlega. Af hálfu Íslandssjóða hefur verið litið svo á að eingöngu sé skylt að endurnýja útboðslýsingu þegar breyting hefur orðið á henni. Engar breytingar höfðu orðið á fjárfestingastefnu Sjóðs 9 frá ágúst 2007 eða raunverulegum fjárfestingum, sbr. samanburð í töflu hér að framan. Af þessum sökum var ekki um brot gegn ákvæðum laga að ræða þótt umrædd útboðslýsing hefði ekki verið endurnýjuð í ágúst 2008.

2. Hlutfall ríkistryggðra bréfa í eignasafni Sjóðs 9 minnkaði frá árslokum 2006

Samkvæmt fjárfestingarstefnu Sjóðs 9 var ekkert lágmark á hlutfalli ríkistryggðra bréfa sem sjóðnum var skylt að eiga. Sú staðreynd að hlutfall ríkistryggðra bréfa við lokun sjóðsins þann 6. október 2008 hafi aðeins verið 0,05% af heildareignum sjóðsins var því ekki brot á fjárfestingarstefnu sjóðsins. Þá kom fram í útboðslýsingu Íslandssjóða að þann 28. febrúar 2007 hafi 0% eigna Sjóðs 9 verið í ríkisskuldabréfum. Auk þess þegar skoðaðir eru mánaðarlegir einblöðungar sem Íslandssjóðir gáfu út með upplýsingum um Sjóð 9 þá voru ríkisskuldabréf að jafnaði 0-2% af heildareignum sjóðsins.

Fjárfestingarheimildir Sjóðs 9 voru rúmar m.a. til þess að sjóðurinn gæti brugðist við markaðsaðstæðum og aðlagað eignasafnið að breyttum aðstæðum til að viðhalda ávöxtunarmarkmiðum sjóðsins. Samkvæmt upplýsingum frá Íslandssjóðum minnkaði hlutfall ríkistryggðra bréfa í eignasafni Sjóðs 9 frá árslokum 2006 af tveimur ástæðum. Annars vegar samrýmdust kjörin á slíkum bréfum ekki ávöxtunarkröfu sjóðsins og hins vegar var framboð af ríkistryggðum skammtímabréfum takmarkað frá ársbyrjun 2007. Breyting á eignasamsetningu Sjóðs 9 frá árslokum 2006 átti sér því eðlilegar skýringar.

3. Vægi eignarhaldsfélaga í eignasafni Sjóðs 9 og fjárfestingar í viðskiptabönkunum þremur

Þegar framboð af ríkistryggðum bréfum minnkaði eins og að framan hefur verið lýst brugðust Íslandssjóðir við þessum breyttu aðstæðum og juku m.a. hlutfall bankabréfa auk þess sem fjárfest var í bréfum eignarhaldsfélaga. Á þessum tíma taldi sjóðurinn fjárfestingu í bankabréfum afar trausta og arðbæra enda var lánshæfi íslensku bankanna metið mjög gott af alþjóðlegum lánshæfismatsfyrirtækjum. Þá þótti það einnig kostur að bankarnir voru fjármálafyrirtæki og lutu þ.a.l. eftirliti bæði Fjármálaeftirlitsins og Seðlabanka Íslands. Þegar höfð er hliðsjón af

markaðsaðstæðum á þeim tíma var ekkert annað fyrirsjáanlegt en áframhaldandi velgengni íslenskra fjármálafyrirtækja og að rekstur þeirra væri traustur.

Hvað varðar fjárfestingar sjóðsins í eignarhaldsfélögum þá hefur sjóðurinn fært fram þær skýringar að á umræddum tíma hefði verið um öruggar fjárfestingar að ræða. Þegar ákvarðanir voru teknar um fjárfestingu í bréfum útgefnum af félögum, s.s. Baugur Group hf., Stoðum hf. (áður FL Group hf.) og Exista, var um að ræða félög sem þóttu standa mjög vel. Auk þess var eignasafn þessara félaga traust, þar sem kjarnaegindir þeirra voru oftast en ekki eignarhlutir í stóru viðskiptabönkunum. Þrátt fyrir að þeir atburðir sem á eftir komu hafi sýnt fram á að ekki var allt sem sýndist varðandi rekstur þessara félaga er ljóst að á þeim tíma var ekkert sem benti til annars en að rekstur þeirra félaga væri traustur og var það mat stutt uppgjörum félaganna og öðrum gögnum sem aðgengileg voru á þeim tíma.

4. Fjárfestingar í verðbréfum útgefenda sem tengdust Glitni banka hf.

Sú gagnrýni hefur komið fram á Íslandssjóði að rík áhersla hafi verið lögð á fjárfestingar í skuldabréfum útgefenda sem voru tengdir Glitni banka hf. vegna eigna- og stjórnunartengsla. Þegar skoðaðir eru einblöðungar Sjóðs 9 sem gefnir voru út mánaðarlega árið 2007-2008 kemur í ljós að fimm stærstu skuldarar sjóðsins voru ýmist: Glitni banki hf., Kaupþing banki hf., Straumur-Burðarás fjárfestingarbanki hf., Stoðir hf. (áður FL Group hf.), Baugur Group hf. og Exista hf. Þessi upptalning stærstu skuldara endurspeglar þau fyrirtæki sem voru áberandi á íslenskum fjármálamarkaði á þessum tíma. Íslandssjóður var ekki að reyna draga dul á hverjir voru stærstu skuldarar sjóðsins, þessar upplýsingar lágu, eins og fyrr segir, fyrir í einblöðungum sem sjóðurinn birti mánaðarlega og í árs- og árshlutauppgjörum félagsins sem voru birt opinberlega, m.a. á heimasíðu félagsins. Af þessum ástæðum hefur verið litið svo á af hálfu Íslandssjóða að ekkert hafi verið óeðlilegt við þessar fjárfestingar sjóðsins – hér var um fjárfestingar að ræða í verðbréfum sem voru gefin út af stærstu og traustustu fyrirtækjum landsins á umræddum tíma. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram að aðrir peningamarkaðssjóðir fjárfestu einnig í bréfum þessara sömu útgefenda. Þannig er fjallað um hverjir voru stærstu skuldarar Peningabréfa Landsvaka þann 31. júlí 2008 í 14. kafla, bls. 164 í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, en stærstu skuldararnir voru á þeim tíma: Landsbanki Íslands, Kaupþing banki hf., Straumur-Burðarás fjárfestingarbanki hf., Stoðir hf. og Baugur Group hf. Um stærstu skuldara Peningamarkaðssjóðs Kaupþings er fjallað í 14. kafla, bls. 180 í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, en samkvæmt því sem þar kemur fram voru stærstu skuldarar þess sjóðs þann 30. nóvember 2007: Exista hf., Baugur Group hf., Kaupþing banki hf., SPRON og Stoðir hf. Sjóður 9, eins og aðrir peningamarkaðssjóðir á þeim tíma, fjárfesti samkvæmt framangreindu í bréfum þeirra félaga sem þóttu traust og gáfu góða ávöxtun á þeim tíma sem ákvörðun um fjárfestingu var tekin.

Þrátt fyrir að Íslandssjóðir hefðu verið dótturfélag Glitnis banka hf. var félagið sjálfstætt fjármálafyrirtæki með sjálfstæða stjórn. Stjórnarmenn Glitnis banka hf. komu ekki nálægt ákvörðunum Íslandssjóða um fjárfestingar í verðbréfum. Stjórn Íslandssjóða kom ekki einu sinni að ákvörðunum um fjárfestingar í verðbréfum einstakra útgefenda enda gera lög ekki ráð fyrir slíkri aðkomu stjórnar, sbr. ákvæði 55. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Regluverkið í kringum verðbréfa- og fjárfestingasjóði gerir beinlínis ráð fyrir að lánastofnunum eins og Glitni banka hf. sé heimilt að eiga

rekstrarfélög verðbréfa- og fjárfestingasjóða. Í reglunum er að finna ákvæði sem eiga að tryggja óhæði við ákvarðanatöku um einstakar fjárfestingar. Í reglunum er hins vegar hvergi að finna bann við fjárfestingum verðbréfa- og fjárfestingasjóða í verðbréfum útgefanda sem tengjast á einn eða annan hátt rekstrarfélögum þeirra. Það sem skiptir máli í þessu sambandi er að fjárfestingar hafi verið innan skilgreindrar fjárfestingarstefnu og að viðskiptakjörin hafi verið eðlileg. Innri endurskoðun rekstrarfélaga og Fjármálaeftirlitið hafa síðan eftirlit með því að svo hafi verið í einstaka tilviki, en eins og fyrr hefur verið rakið gerði Fjármálaeftirlitið sérstaka úttekt á þessu hjá Íslandssjóðum í lok árs 2007. Í þeirri úttekt var staðfest að eðlilega hefði verið staðið að öllum fjárfestingum Sjóðs 9. Samkvæmt þessu er ekki að sjá að óeðlilega hafi verið staðið að fjárfestingum í verðbréfum einstakra útgefanda, þrátt fyrir tengsl þeirra við Glitni banka hf.

5. Áhættudreifing í eignasafni - kerfisleg áhætta í eignasafni Sjóðs 9?

Smæð íslensks verðbréfamarkaðar leiðir til þess að eignatengsl milli einstakra útgefanda geta orðið umtalsverð. Skilmerkilega er gerð grein fyrir þessari sérstöðu íslensks verðbréfamarkaðar í útboðslýsingu Sjóðs 9. Þar sem fjallað er um áhættu tengdri smæð markaðar eða eignatengsla útgefanda verðbréfa segir að samþjöppun á markaði sem leiðir af smæð hans geti haft áhrif á veðmyndun, auk þess sem greiðslufall einstakra útgefanda kunni að hafa víðtækari áhrif heldur en annars væri ef markaðurinn væri stærri. Þessi áhættuþáttur er einnig nefndur í útdrætti úr útboðslýsingu.

6. Sérstaklega um fjárfestingar í verðbréfum útgefnum af Baugi Group hf., HF Eimskipafélagi Íslands og Stoðum hf. (FL Group hf.)

A. Baugur Group hf.

Starfsmenn Íslandssjóða höfðu enga vitneskju um vanskil Baugs Group hf. við Rekstrarfélag Kaupþings sem getið er um í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, 14. kafla, bls. 156. Þegar ráðist var í kaup á víxlum útgefnum af Baugi Group hf. í mars 2008 könnuðu starfsmenn Íslandssjóða stöðu Baugs Group hf. en engar upplýsingar komu fram hjá félaginu eða í opinberum gögnum sem gáfu tilefni til þess að ætla annað en Baugur Group hf., eitt af stærstu og stöndugustu félögum á Íslandi, héldi áfram að vera það. Þá lagði Baugur Group hf. einnig fram tryggingar vegna þessarar fjárfestingar. Vanskil Baugs Group hf. við Rekstrarfélag Kaupþings vörðuð ekki eignarhluta Sjóðs 9 í víxlinum BAUG 08 0319, en þess má geta að Sjóður 9 fékk sinn víxil, sem var hluti af sömu útgáfu og hafði farið í vanskil hjá Rekstrarfélagi Kaupþings, greiddan á gjaldþega.

Baugur Group hf. var á þessum tíma kjölfestufjárfestir í ríflega 30 erlendum fyrirtækjum, og á blómaskeiði félagsins átti félagið beint eða óbeint hlut í um 3.700 verslunum víðsvegar um heiminn þar sem störfuðu alls ríflega 70.000 manns. Á þessum tíma var ekkert sjáanlegt sem benti til þess að Baugur Group hf. yrði gjaldþrota á árinu 2009.

Væntingar á markaði í upphafi ársins 2008 stóðu til þess í fyrsta lagi að hlutabréfamarkaðir réttu úr kútnum eftir lækkingum á seinnihluta ársins 2007, í öðru lagi að ferli til lækkunar stýrivaxta Seðlabanka Íslands hæfist um mitt ár 2008, og í þriðja lagi að krónan myndi veikjast hóflega á árinu 2008, sbr. m.a. afkomuspá Greiningar Glitnis frá

7. janúar 2008. Í þjóðhagsspá Greiningar Glitnis, dags. 19. febrúar 2008, var því spáð að íslenska hagkerfið mynda gangi í gegnum samdrátt næstu árin á eftir en að lending efnahagsmála yrði mjúk. Þá er því spáð að „lánsfjákrísan verði ekki það djúp og langvarandi að hún muni raska stöðugleika fjármálakerfisins hér á landi“.

Nýtt uppgjör Baugs Group hf. var kynnt fyrir starfsmönnum Íslandssjóða um mitt ár 2008. Samkvæmt uppgjöri Baugs Group hf. fyrir fyrstu sex mánuði ársins 2008 var 35 milljóna GBP tap af rekstri félagsins. Bókfært eigið fé nam 500 milljónum GBP og eiginfjárhlutfall félagsins var 28,4%. Á þeim fundi kom fram í máli forsvarsmanna Baugs Group hf. að leggja ætti áherslu á sölu eigna, þ.m.t. tískuverslunarkerðjuna Jane Norman og Booker. Þá stæði fyrir dyrum endurfjármögnun vegna bresku verslunarkerðjunnar Iceland og allar líkur á að arðgreiðsla yrði greidd eftir 1. ársfjórðung 2009. Þetta uppgjör Baugs Group hf. studdi verðmat Íslandssjóða á bréfum Baugs í eigu Sjóðs 9.

Skömmu fyrir gjalddaga víxilsins BAUG 08 0709 óskuðu stjórnendur Baugs Group hf. eftir fundi með starfsmönnum Íslandssjóða. Var fundurinn haldinn þann 8. júlí 2008 og óskuðu stjórnendur Baugs Group hf. eftir að víxillinn yrði greiddur með nýrri útgáfu auk þess sem tryggingar voru boðnar. Samþykkt var af hálfu Íslandssjóða að ganga til viðræðna um slíka framlengingu án þess þó að lofað væri greiðslufresti. Þar sem viðræður um framlengingu drógust fram yfir gjalddaga víxilsins fór hann í vanskil í kerfum félagsins. Samkomulag náðist milli Baugs Group hf. og Íslandssjóða um framlengingu víxilsins með nýrri útgáfu meðal annars sökum þess að tryggingarstaða Íslandssjóða var bætt verulega. Í kjölfarið gaf Baugur Group hf. út 6 mánaða víxil með tryggingu.

Að mati Íslandssjóða þótti ekki ástæða til að hafa áhyggjur af greiðslugetu eða greiðsluvilja Baugs Group hf. enda hafði félagið nokkrum dögum áður greitt víxilinn BAUG 08 0625 á gjalddaga auk þess sem Íslandssjóðir töldu eðlilegar skýringar liggja að baki vanskilunum, sbr. framangreinda umfjöllun.

Á þeim tíma þegar ákvörðun um framlengingu víxilsins BAUG 08 0709 var tekin, þ.e. í júlí 2008, var það mat Íslandssjóða að fjárfesting í Baugi Group hf. væri góður kostur fyrir Sjóð 9. Með því að fjárfesta í skuldabréfum fyrirtækja fékk sjóðurinn hærri ávöxtunarkröfu, betri tryggingar og alþjóðlega áhættudreifingu vegna alþjóðlegrar starfsemi Baugs Group hf. Þá höfðu þær tryggingar sem veittar voru ekki áhrif á háa ávöxtunarkröfu sem Íslandssjóðir gerðu og því fékk félagið bréf Baugs Group hf. á betri kjörum en þau sem í boði voru á öðrum sambærilegum bréfum.

Miðað við þær upplýsingar sem voru aðgengilegar Íslandssjóðum og þá mynd sem forsvarsmenn Baugs Group hf. drógu upp af félaginu var það mat félagsins á þeim tíma, með hliðsjón af markaðsaðstæðum að ekki væri tilefni til þess að lækka verðmæti bréfa sem gefin höfðu verið út af Baugi Group hf. og voru hluti af eignasafni Sjóðs 9.

B. Hf. Eimskipafélag Íslands

Íslandssjóðir byggja á því að verðmat á skuldabréfum útgefnum af Hf. Eimskipafélagi Íslands (Eimskip) hafi ávallt endurspeglað raunverulegt verðmæti skuldabréfanna eins og það var á hverjum tíma með tilliti til markaðsaðstæðna.

Í lok júní 2008 átti Sjóður 9 skuldabréf í flokkum HFEIM 07 2 og HFEIM 08 1 útgefin af Eimskip.

	HFEIM 07 2	HFEIM 08 1
Útgáfudagur:	23. okt. 07	14. jan. 08
Lokagjalddagi:	23. apr. 09	14. jan. 09
Form:	Vaxtagreiðslubréf, óverðtryggt	Vaxtagreiðslubréf, óverðtryggt
# vaxtagjalddaga:	3	4
# afborgana:	1	1
Vaxtakjör:	Reibor(6M) +250bp	Reibor(3M) +275bp
Gjaldfellingarákvæði:	Eiginfjárlutf., breyting á starfsemi	Eiginfjárlutf., breyting á starfsemi

Uppgjör Eimskips fyrir 2. ársfjórðung 2008 (uppgjörstímabilið 30.10.2007-30.04.2008) var birt 20. júní 2008 og var undirritað af endurskoðendum félagsins, KPMG hf., sem sáu ekkert athugasvert við reikninga þess, annað en að eftir afskrift eignarhlutarins í Innovate Holding þá hefði eiginfjárlutfall félagsins lækkað í 14,4% og þar með hafi félagið brotið skilmála í einhverjum lánasamningum. Þá var þess einnig getið að stjórnendur félagsins væru að skoða ýmsar leiðir til að styrkja eiginfjárlutfallið og að stefnan hefði verið tekin á að ná a.m.k. 25% eiginfjárlutfalli fyrir árslok 2008. Í uppgjörinu kom einnig fram að það ríkti óvissa um ábyrgð sem veitt hafði verið fyrir láni sem kaupendum XL Leisure Group var veitt þegar félagið var selt frá Eimskip fyrir 280 milljónir USD. Þá bæri félagið einnig ábyrgð vegna lána sem veitt höfðu verið við sölu á flugrekstri Air Atlanta. Þrátt fyrir þessar niðurstöður uppgjörins var staða félagsins ekki talin verri en svo að markaðsverðmæti hlutafjár þess í Kauphöll Íslands nam alls rúmum 25 milljörðum króna á þessum tíma.

Þann 2. júlí 2008 gaf greiningardeild Kaupþings banka hf. út skýrslu um innlenda hlutabréfamarkaðinn sem ber heitið „Þróun og horfur“. Í skýrslunni er spáð fyrir um afkomu Eimskips fyrir allt árið 2008. Þann 7. júlí 2008 gaf greining Glitnis banka hf. út sambærilega skýrslu þar sem spáð er fyrir um afkomu félagsins út árið 2008, en auk þess var því spáð að verð hlutabréfa Eimskip myndi hækka um 8,4% (úr 14,3 kr. á hlut í 15,5 kr. á hlut) yfir næstu 12 mánuði. Greiningardeild Kaupþings mat EV/EBITDA hlutfall Eimskips fyrir árið 2008 vera 10,5 á meðan greining Glitnis banka hf. mat hlutfallið 9,4 fyrir árið 2008 en 8,3 fyrir árið 2009. Þessi hlutföll voru ekki óeðlileg á þessum tíma.

Þann 11. júlí 2008 áttu forsvarsmenn Íslandssjóða fund með stjórnendum Eimskips vegna stöðu félagsins. Á þeim fundi lagði Eimskip fram tillögu að samkomulagi sem gekk út á að kröfuhafar, þ.á.m. Íslandssjóðir, myndu samþykka að nýta ekki gjaldfellingarákvæði í skuldaskjölum sínum fyrr en uppgjör vegna fyrsta ársfjórðungs 2009 hefði verið birt. Í kynningu Eimskips kom fram að fjárhagsleg staða samstæðunnar yrði gjörbreytt til hins betra þegar sölu á félaginu Versacold/Atlas yrði lokið, auk þess sem í skoðun væri að gefa út víkjandi lán til endurfjármögnunar skulda sem myndu standa óverðtryggðum kröfum á samstæðuna aftar í forgangsröð. Þessa tillögu Eimskips gátu Íslandssjóðir ekki fallist á óbreytta. Í svari sínu til Eimskips, dags.

16. júlí 2008, lögðu Íslandssjóðir til að Eimskip fengi frest til 31. ágúst 2008 til að útvega tryggingar eða hækka eiginfjárlutfall félagsins í a.m.k. 20%. Þann 28. júlí 2008 barst félaginu svarbréf Eimskips þar sem óskað var eftir því að fá frestinn til að útvega tryggingar eða hækka eiginfjárlutfall lengdan til birtingar uppgjors fyrsta ársfjórðungs 2009, sem var áætluð um miðjan janúar, auk þess sem óskað var eftir að krafa um lágmarks eiginfjárlutfall yrði 10%. Þann 13. ágúst 2008 sendu Íslandssjóðir Eimskip bréf þar sem komin voru drög að samkomulagi. Í því samkomulagi fólst að félagið fengi frest til ársloka 2008 til að ná eiginfjárlutfalli upp fyrir 25%, auk þess sem félaginu var gert að halda 10% eiginfjárlutfalli að lágmarki fram til þess tíma. Þá gerði samkomulagið ráð fyrir því að söluandvirði Versacold/Atlas skyldi nýtt til að greiða niður skuldabréfaflokkana HFEIM 07 2 og HFEIM 08 1, ellegar yrðu skuldabréfin gjaldfellanleg. Tilgangurinn með því að krefja félagið um forgang í söluandvirði Versacold/Atlas var að tryggja endurgreiðslu skuldabréfanna eins vel og kostur var, til hagsbóta fyrir eigendur hlutdeildarskírteina í Sjóði 9.

Með hliðsjón af (1) niðurstöðum ofangreindra viðræðna við Eimskip, auk (2) nýrra upplýsinga sem lágu fyrir, (3) bættrar stöðu Íslandssjóða vegna forgangs í sjóðsstreymi af sölu Versacold/Atlas, auk (4) væntinga aðila á markaði var það mat starfsmanna Íslandssjóða, á þessum tíma (þ.e. miðjan ágúst 2008) að mat á skuldabréfum útgefnum að Eimskip væri rétt í uppgjori Sjóðs 9. Þannig taldu Íslandssjóðir enga ástæðu til þess að lækka verðmatsgengi hlutdeildarskírteina Sjóðs 9, enda hafði hagsmunagæsla starfsmanna félagsins tekist vel og unnið hafði verið í nánu samstarfi við Eimskip til þess að tryggja fulla endurgreiðslu þeirra skuldabréfa sem voru gefin út af Eimskip og í eigu Sjóðs 9.

Það dregur svo til tíðinda næst í málefnum Eimskipa þann 10. september þegar tilkynnt er í Kauphöll Íslands að endurfjármögnun XL Leisure Group sé ekki tryggð. Kemur fram í tilkynningunni að stjórn Eimskips telji ljóst af aðstæðum á evrópskum flugmarkaði og rekstrarumhverfi flugfélaga almennt að líkur á því að ábyrgðin myndi falla á Eimskip hefðu aukist. Þá kemur einnig fram í tilkynningunni að Björgólfur Guðmundsson og Björgólfur Thor Björgólfsson hefðu ákveðið að styrkja stöðu Eimskips, kæmi til þess að umrædd ábyrgð félli á félagið, með þeim hætti að ef ábyrgðin félli á félagið myndu þeir fara fyrir hópi fjárfesta sem keyptu kröfuna og fresti gjalddaga hennar, auk þess sem fyrirhugað væri að krafan yrði látin víkja fyrir kröfum annarra lánardrottna á hendur Eimskip. Segir orðrétt í tilkynningunni: „Með þessum aðgerðum eru takmörkuð þau áhrif sem ábyrgðir vegna lána og annarra skuldbindinga vegna XL samstæðunnar kunna að hafa á starfsemi Eimskips.“

Það var nánar tiltekið Samson eignarhaldsfélag ehf. (Samson) sem skuldbatt sig til þess að kaupa kröfuna og taka á sig greiðslu ábyrgðarinnar. Í árshlutareikningi Samson kom fram að eigið fé félagsins nam 71,4 milljörðum króna þann 30. júní 2008 miðað við að eignarhlutur félagsins í Landsbanka Íslands hf. væri færður á markaðsvirði. Á þeim tíma var því ekkert sem benti til þess að Samson kæmi ekki til með að standa við þau fyrirheit sem gefin voru ef umrædd ábyrgð félli á Eimskip.

Daginn eftir að tilkynning um vandræði við endurfjármögnun XL Leisure Group var birt í Kauphöll Íslands, eða þann 11. september 2008, birti Eimskip uppgjör fyrir fyrstu 9 mánuði ársins 2008 (01.11.2007 – 31.07.2008). Samkvæmt þessu uppgjori nam tap félagsins á þriðja ársfjórðungi ársins 2008 20 milljónum EUR og eiginfjárlutfall

félagsins hafði lækkað úr 14,4% í lok annars ársfjórðungs í 13,7% í lok þriðja ársfjórðungs. Jafnframt kom fram í þessu uppgjöri að stjórnendur væru enn vongóðir um að markmið um 25% eiginfjárlutfall að lágmarki næðust fyrir árslok 2008. Þá kom fram í uppgjörinu að enn væri unnið að sölu Versacold/Atlas auk annarra eigna- og hagræðingaraðgerða til þess að vinna ofan af skuldsetningu og styrkja eiginfjárlutfall félagsins.

Þann 12. september 2008 er tilkynnt í Kauphöll Íslands að XL Leisure Group hefði verið lýst gjaldþrota og að ábyrgðir að fjárhæð 26 milljarðar króna myndu falla á Eimskip. Hins vegar voru fyrirheit fjárfestanna Björgólfs Guðmundssonar og Björgólfs Thors Björgólfssonar ítrekuð og að þeir myndu taka á sig greiðslu ábyrðarinnar með því að kaupa kröfuna. Þannig yrði gjalddaga kröfunnar frestað, auk þess sem fyrirhugað væri að krafan yrði látin víkja fyrir kröfum allra annarra lánardrottna Eimskips. Þannig hafði sú staðreynd að ábyrgðin féll á Eimskip ekki áhrif á verðmæti skuldabréfaflokkanna sem voru í eigu Sjóðs 9 eða möguleika Eimskips á að endurgreiða andvirði þeirra.

Þrátt fyrir þessi fyrirheit Björgólfsfeðga, um að ábyrgð vegna XL Leisure Group myndi ekki hafa áhrif á rekstur Eimskips, brugðust Íslandssjóðir engu að síður við með því að framkvæma varúðarniðurfærslu á skuldabréfum í flokkum HFEIM 07 2 og HFEIM 08 1 með hækkun á ávöxtunarkröfu í 20,0%, var það gert þann 18. september 2008.

Ástæða þess að Íslandssjóðir töldu rétt að hækka ávöxtunarkröfu umræddra skuldabréfaflokka var sú að staða félagsins virtist áfram fara versnandi. Við ákvörðun um ávöxtunarkröfu var haft að leiðarljósi að jafnræði milli þeirra sem vildu kaupa/halda/selja hlutdeildarskírteini í sjóðnum væri tryggt. Niðurfærsla vegna þessarar ákvörðunar Íslandssjóða nam u.þ.b. 24 milljónum króna. Þessi hækkun á ávöxtunarkröfu skuldabréfa Eimskips hafði óveruleg áhrif á gengisþróun hlutdeildarskírteina í Sjóði 9 þar sem skuldabréf Eimskips námu aðeins um 2,4% af heildareignasafni Sjóðs 9.

Það skal sérstaklega tekið fram að þessi niðurfærsla og hækkun ávöxtunarkröfunnar var gerð að tillögu Íslandssjóða hf., sem lagði til endurmat á virði bréfanna í kjölfar þess sem á undan hafði gengið. Engin viðskipti áttu sér stað með skráð skuldabréf Eimskips á árinu 2008. Ekkert framboð var á bréfunum á markaðnum og því engin skráð kaup- eða sölutilboð sem hægt var að taka mið af. Þrátt fyrir að engar hreyfingar á markaði gæfu til kynna að verðfella ætti bréfin lögðu Íslandssjóðir til endurmat og niðurfærslu til þess að tryggja rétta verðmyndun og til þess að tryggja að jafnræðis væri gætt meðal eigenda hlutdeildarskírteina.

Þann 22. september 2008 fóru fyrirsvarsmenn Íslandssjóða aftur til fundar við stjórnendur Eimskips. Þar veittu stjórnendur Eimskips upplýsingar um félagið og sölufæri þeirra eigna sem til stóð að selja auk þess sem unnið var að formlegri skilmálabreytingu skuldabréfanna sem byggð var á tillögu Íslandssjóða, í bréfi frá 13. ágúst 2008. Með hliðsjón af öllum þeim upplýsingum sem lágu fyrir og samstarfi Íslandssjóða við stjórnendur Eimskips var það mat félagsins að verðmat skuldabréfa útgefnum af Eimskip sem voru hluti eignasafns Sjóðs 9 væri rétt og að fyllsta jafnvægis væri gætt í verðlagningu bréfanna varðandi þá sem vildu kaupa/halda/selja hlutdeildarskírteini í Sjóði 9.

Þann 29. september 2008 var tilkynnt að ríkissjóður hyggðist kaupa 75% hlutafjár í Glitni banka hf. fyrir 600 milljónir EUR. Þennan sama dag lokuðu Íslandssjóðir fyrir viðskipti með hlutdeildarskírteini Sjóðs 9 meðan unnið var að mati á áhrifum þessa gjörnings og þeirrar staðreyndar að annar stærsti skuldari Sjóðs 9, Stoðir hf. (áður FL Group hf.), höfðu óskað heimildar héraðsdóms til greiðslustöðvunar. Sjóður 9 var opnaður aftur 1. október 2008 en á meðan sjóðurinn var lokaður var gengi skuldabréfa útgefnum af Eimskip ekki breytt í gengisuppgjöri sjóðsins enda var það besta mat Íslandssjóða á þeim tíma að aðkoma ríkissjóðs að rekstri Glitnis banka hf. hefði ekki áhrif á greiðslugetu Eimskips. Þann 6. október 2008 var Sjóði 9 lokað og var sjóðurinn ekki opnaður á ný.

Þann 7. október 2008 tók Fjármálaeftirlitið yfir Landsbanka Íslands hf. og óskaði Samson strax í kjölfar þess eftir heimild héraðsdóms til greiðslustöðvunar. Síðar þennan sama dag tilkynnti Eimskip Kauphöll Íslands að vegna greiðslustöðvunar Samson ríki mikil óvissa um kaup þess félags á kröfu á hendur Eimskip.

Þann 15. október skrifaði forstjóri Eimskips undir yfirlýsingu þar sem félagið skuldbatt sig til þess nota hluta söluandvirðis sem kæmi til með að fást við sölu Versacold/Atlas til þess að greiða skuldabréf HFEIM 07 2 og HFEIM 08 1 að fullu eða að svo miklu leyti sem hægt er þegar búið er að greiða skuldir sem tengjast Versacold/Atlas.

C. Stoðir hf. (áður FL Group hf.)

Íslandssjóðir byggja á því að verðmat á skuldabréfum útgefnum af Stoðum hf. (áður FL Group hf.) hafi ávallt endurspeglað raunverulegt verðmæti skuldabréfanna eins og það var á hverjum tíma með tilliti til markaðsaðstæðna. Starfsmenn Íslandssjóða fylgdust ávallt náið með rekstri þeirra útgefenda sem voru í hópi skuldara Sjóðs 9, og voru Stoðir hf. engin undantekning þar á.

Um mitt ár 2008 átti Sjóður 9 skuldabréf í þremur flokkum útgefnum af Stoðum hf.; FL 09 0213, FL 09 0709 og FL 09 08. Öll þessi skuldabréf höfðu verið keypt á góðum kjörum og á hærri ávöxtunarkröfu en bréfin báru með sér.

Eins og að framan greinir fylgdust starfsmenn Íslandssjóða vel með uppgjörum og afkomu þeirra útgefanda sem voru í hópi skuldara Sjóðs 9. Verðmat skuldabréfa útgefnum af Stoðum hf. í uppgjöri Sjóðs 9 um mitt ár 2008 grundvallaðist á uppgjöri félagsins vegna 1. ársfjórðungs sem var gert opinbert 8. maí 2008. Samkvæmt uppgjörinu varð tap á rekstri félagsins sem nam 47,8 milljörðum króna sem mátti að mestu rekja til lækkunar á verði hlutabréfa Glitnis banka hf. Þá kemur jafnframt fram í uppgjörinu að Stoðir hf. höfðu ráðist í umfangsmikla endurskipulagningu á efnahag félagsins með því að selja fjölda eigna og áherslan á kjarnaegninir félagsins hafði verið skerpt.

Fyrstu þrjú mánuði ársins 2008 höfðu eignir verið seldar fyrir u.þ.b. 30 milljarða króna umfram fjárfestingar og félagið hafði greitt niður skuldir fyrir u.þ.b. 21,5 milljarða króna. Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 189 milljörðum króna á þessum tímamarki en þar af voru 24,2 milljarðar á gjalddaga á árinu 2008 en 124 milljarðar á árinu 2009. Þá kom fram í skýringum að félagið hafði þegar aflað sér lánsfjárloforða sem tryggðu a.m.k. 70% af þörf félagsins til endurfjármögnunar á árinu 2008. Bókfært eigið fé Stoða hf.,

m.v. 31. mars 2008 nam 115,2 milljörðum króna og eiginfjárlutfall félagsins var 28,7%. Þá var uppgjör félagsins kannað af KPMG og undirritað án athugasemda.

Væntingar greiningaraðila gáfu til kynna að markaðir myndu rétta úr kútnum seinni hluta árs 2008 og/eða fyrri hluta árs 2009. Það var því mat Íslandssjóða, í ljósi þeirra væntinga og þeirra upplýsinga sem lágu fyrir í uppgjörum Stoða hf., að ekki væri þörf á því að endurmeta verðmæti skuldabréfa útgefnum af Stoðum hf. sem voru í eigu Sjóðs 9.

Beiðni Stoða hf. um fyrirhugaða afskráningu úr Kauphöll Íslands, sem tilkynnt hafði verið um 2. maí 2008, var samþykkt af Kauphöllinni þann 23. maí 2008. Í kjölfar samþykktar hluthafafundar félagsins sem haldinn var 9. maí 2008 gerði félagið hluthöfum tilboð um að kaupa hluti þeirra í félaginu í skiptum fyrir hluti í Glitni banka hf. Í þessum tilgangi höfðu Stoðir hf. gert samkomulag við Jötunn Holding ehf. um rétt Stoða hf. til kaupa á hlutum Jötuns Holding ehf. í Glitni banka hf. sem nota átti í viðskiptunum. Þessi viðskipti höfðu því ekki áhrif á 31,97% eignarhald Stoða hf. í Glitni banka hf. eða áhrif á stöðu Glitnis banka hf. sem einni af kjarnafjárfestingum Stoða hf. Niðurstaða þessa tilboðs var sú að 84% hluthafa ákváðu að vera áfram hluthafar í Stoðum hf. en aðeins 16% hluthafa gengust við því tilboði að skipta á hlutum sínum fyrir hlutabréf í Glitni banka hf.

Í byrjun júlí 2008 var tilkynnt um nafnabreytingu félagsins úr FL Group hf. í Eignarhaldsfélagið Stoðir hf. Jafnframt var tilkynnt um verulegar breytingar á rekstri og fjárfestingarstefnu Stoða hf. Auk þess sem Stoðir hf. keyptu kjölfestuhlut í Baugi Group hf. af Styrk Invest fyrir 25 milljarða króna. Eftir kaupin fór Stoðir hf. með 39% eignarhlut í Baugi Group hf. Kaupverð Stoða hf. var greitt með útgáfu nýs hlutabréfaflokkar (B-bréfa) í Stoðum hf. sem voru án atkvæðisréttar. Við kaupin hækkaði eigið fé félagsins um 25 milljarða.

Á þessum tíma voru helstu eignir félagsins, að undanskilinni þessari fjárfestingu í Baugi Group hf., Tryggingarmiðstöðin, Landic Property, Glitnir banki hf. og Refresco.

Þann 29. ágúst 2008 var uppgjör Stoða hf. fyrir annan ársfjórðung 2008 birt, en þar kom fram að tap á þeim ársfjórðungi hafi numið 10,2 milljörðum króna. Bókfært eigið fé félagsins, m.v. 30. júní 2008, nam 87 milljörðum króna og eiginfjárlutfallið var 24,7%. Endurfjármögnunarpörf félagsins út árið 2008 var aðeins um 3 milljarðar, en 117 milljarðar voru á gjalddaga á árinu 2009. Uppgjörið var kynnt á fundi fyrir hluthafa og aðra fjárfesta.

Í samræmi við þá venju Íslandssjóða sem áður var lýst var óskað eftir sérstökum fundi með forsvarsmönnum Stoða hf. til þess að fara yfir uppgjörið milliliðalaust. Sá fundur var haldinn 19. september 2008. Á þeim fundi kom fram að félagið hygðist fara í skuldabréfaútgáfu til að endurfjármagna skuldir sem voru á gjalddaga á árinu 2009. Þegar þarna var komið við sögu höfðu Íslandssjóðir hins vegar ekki hug á frekari fjárfestingu í skuldabréfum Stoða hf. á næstu mánuðum og var forsvarsmönnum félagsins gert það ljóst. Þetta ásamt fleiri þáttum hafði áhrif á fjárfestingar Sjóðs 9. Þrátt fyrir þetta, að ekki hafi verið vilji til frekari fjárfestinga í skuldabréfum félagsins þá gaf afkoma og staða félagsins ekki, með hliðsjón af þeim upplýsingum sem lágu fyrir á þeim tíma, tilefni til þess að fram færi endurmat á verðmæti skuldabréfa útgefnum af

Stoðum hf. eða tilefni til þess að lækka verðmatsgengi hlutdeildarskírteina Sjóðs 9, að mati Íslandssjóða.

7. Samantekt

Miðað við þær upplýsingar sem liggja fyrir og raktar eru hér að framan er ekki sjáanlegt að neitt hafi verið athugavert við fjárfestingarheimildir, fjárfestingastefnu eða samsetningu eigna Sjóðs 9 miðað við þágildandi lög og reglur.

II. Áhættustýring

Í skýrslu rannsóknarnefndarinnar er vísað til ákvæða bæði laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki og laga nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði sem mæla fyrir um að fjármálafyrirtæki skuli hafa yfir að ráða tryggu eftirlitskerfi til að fylgjast með áhættu. Síðarnefndu löggin tilgreina að rekstrarfélög verðbréfa- og fjárfestingarsjóða skuli með slíku kerfi vakta, meta og stýra áhættu einstakra eigna og eignasafns á hverjum tíma. Í skýrslunni kemur fram að Glitnir banki hafi annast áhættustýringu fyrir Glitni sjóði án þess að leitað hafi verið fyrirfram samþykkis frá Fjármálaeftirlitinu, eins og skylt er samkvæmt lögum. Gagnrýni kemur fram á fyrirkomulag áhættustýringar og færð rök fyrir að æskilegt hefði verið í ljósi fjölda þeirra sjóða sem félagið annaðist rekstur á, að komið yrði á fót sjálfstæðri áhættustýringu. Gerð er athugasemd við að ekkert formlegt áhættumat hafi farið fram á Íslandssjóðum 2006-2007. Loks kemur fram gagnrýni á hvernig staðið var að framkvæmd áhættumats, að því marki sem það fór fram.

Íslandssjóðir gerðu, í samræmi við 18. gr. vsl., þjónustusamning við Glitni banka hf., þar sem kveðið var á um útvistun verkefna, m.a. vegna Sjóðs 9. Þannig tók Glitnir banki hf. að sér að sjá um daglegan rekstur Sjóðs 9 að því marki sem heimilt var samkvæmt 18. gr. vsl. Samkvæmt samningnum sá Glitnir banki hf. m.a. um reikningshald, lögfræðipjónustu, innra eftirlit og áhættustýringu fyrir Íslandssjóði. Auk þess sá eignastýring Glitnis banka hf. um markaðssetningu, útgáfu og innlausn hlutdeildarskírteina og aðra þjónustu við viðskiptavinum félagsins. Þá voru ýmis verkefni í höndum Viðskiptavers Glitnis banka hf., s.s. að halda utan um skrár yfir eigendur hlutdeildarskírteina og uppgjör viðskipta, ásamt því að senda mánaðarlegar skýrslur til Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins allt í samræmi við þau lög og þær reglur sem giltu um starfsemi Íslandssjóða. Þá tók Glitnir banki hf. jafnframt að sér vörslu eigna sjóða félagsins. Glitnir banki hf. var því vörslufyrirtæki fyrir Íslandssjóði og bar skyldur samkvæmt því í samræmi við ákvæði vsl.

Áhættustýringu var samkvæmt framansögðu útvistað til Glitnis banka hf. Í samningi um útvistun kemur m.a. fram að áhættustýring Glitnis banka hf. sjái um áhættustýringu og mælingar á sjóðum og söfnum sem Íslandssjóðir var með í rekstri og eignastýringu. Þá var jafnframt sérstaklega tiltekið að framkvæmd áhættustýringarinnar skyldi vera í samræmi við kröfur Fjármálaeftirlitsins um áhættustýringu rekstrarfélaga verðbréfasjóða á hverjum tíma. Fjármálaeftirlitið framkvæmdi reglulegar úttektir á sjóðum sem Íslandssjóður var með í rekstri, þar sem m.a. var um að ræða samanburð

eigna sjóða miðað við fjárfestingarheimildir, álagspróf, auk mánaðarlegra skýrsla um ávöxtun og áhættu.

Samantekt

Samkvæmt lögum er rekstrarfélögum ekki bannaði að útvista framkvæmd áhættustýringar til móðurfélags síns. Þetta fyrirkomulag tíðkaðist hjá ýmsum rekstrarfélögum (og tíðkast enn í dag) og hafði verið viðurkennt af Fjármálaeftirlitinu í framkvæmd. Þrátt fyrir þetta var Íslandssjóðum skylt samkvæmt 1. mgr. 18. gr. vsl. að afla samþykkis frá Fjármálaeftirlitinu áður en til útvistunar gat komið. Starfsmenn Íslandssjóða töldu að samningur um útvistun hefði verið sendur til Fjármálaeftirlitsins fyrir milligöngu regluvörslu Glitnis banka og samþykki fengist. Stjórnendur og stjórn Íslandssjóða stóðu þannig í þeirri trú að slíkt samþykki væri til staðar, þótt annað hafi síðar komið í ljós. Að mati LEX er mjög langsótt að til bótaskyldu Íslandssjóða geti komið vegna brots á 1. mgr. 18. gr. vsl. þar sem mjög erfitt (ef ekki útilokað) verður að sanna að tjón hafi orsakast af brotinu. Samkvæmt 4. tl. 70. gr. b. getur brot gegn 1. mgr. 18. gr. vsl. hins vegar varðað sektum eða fangelsi allt að tveimur árum og skiptir þá ekki máli hvort brot var framið af ásetningi eða gáleysi, sbr. 1. mgr. 70. gr. c. vsl. Samkvæmt síðastnefndu ákvæði er ekki um hlutlæga refsiaþbyrgð að ræða heldur þarf að sanna að brotið hafi verið gegn ákvæðinu af ásetningi eða gáleysi. Miðað við þær upplýsingar sem liggja fyrir er ljóst að ekki var um ásetningsbrot að ræða. Við mat á því hvort starfsmenn/stjórn Íslandssjóða hafi sýnt af sér gáleysi verður að hafa í huga að Glitnir banki hf. fullnægði þeim skilyrðum sem gerð eru í 2. gr. reglugerðar nr. 792/2003 til útvistunaraðila. Að fyrra bragði var því engin ástæða til að ætla að Fjármálaeftirlitið hefði ekki samþykkt Glitni banka hf. sem útvistunaraðila, þótt vissulega hafi verið rétt að ganga eftir formlegri staðfestingu á því. Fjármálaeftirlitinu var kunnugt um útvistunina vegna úttekta sem voru framkvæmdar reglulega af hálfu stofnunarinnar, m.a. á áhættustýringu fyrir Íslandssjóði. Svo virðist vera sem starfsmenn Íslandssjóða hafi gengið útfrá því að Fjármálaeftirlitið hefði samþykkt útvistunina strax í upphafi því engar athugasemdir komu fram um hana samkvæmt upplýsingum frá Íslandssjóðum fyrr en í kjölfar óhæðisrannsóknar sem fór fram í júní árið 2008. Starfsmönnum Íslandssjóða var tilkynnt formlega um þetta þann 27. mars 2009 þar sem niðurstöður óhæðisrannsóknar voru kynntar með skýrslu Fjármálaeftirlitsins. Strax var brugðist við þessu með því að færa áhættustýringuna til Íslandssjóða og var Fjármálaeftirlitinu tilkynnt formlega um það með bréfi dags. 17. júlí 2009.

Brot gegn vsl. sæta einungis opinberri rannsókn lögreglu að undangenginni kæru Fjármálaeftirlitsins, sbr. 1. mgr. 70. gr. d. Ákvæði IV. kafla vsl. gera ráð fyrir að eingöngu *meiri háttar brot* séu kærð til lögreglu til opinberrar rannsóknar og hugsanlegrar saksóknar. Ef ekki er um meiri háttar brot að ræða er gert ráð fyrir að þeim sé lokið með kröfu um úrbætur eða eftir atvikum stjórnvaldssekt, sbr. heimild í þessu tilviki samkvæmt 6. tl. 1. mgr. 18. gr. vsl. Brot telst meiri háttar samkvæmt 2. mgr. 70. gr. d. vsl. ef það lýtur að verulegum fjárhæðum, **ef verknaður er framinn með sérstaklega vítaverðum hætti eða við aðstæður sem auka mjög á saknæmi brotsins**. Fullnægi brot ekki þessum skilyrðum gerir löggjafinn þannig ekki ráð fyrir að brot geti varðað sektum eða fangelsi. Sé horft til allra aðstæðna sem raktar eru hér að framan er það mat LEX að jafnvel þótt brotið hafi verið gegn 1. mgr. 18. gr. vsl. með því

að fá ekki formlega staðfestingu frá Fjármálaeftirlitinu fyrir útvistun áhættustýringar, sé ljóst að brotið geti ekki talist vera *meiri háttar* í skilningi laganna og því hafi hvorki stjórnarmenn né starfsmenn gerst sekir um refsiverða háttsemi samkvæmt 4. tl. 70. gr. b. vsl.

Önnur sjónarmið sem fram koma í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um framkvæmd áhættustýringar fela fyrst og fremst í sér almenna gagnrýni á framkvæmd áhættustýringar. Þar er ekki að finna umfjöllun um að Íslandssjóðir hafi í einstaka tilvikum brotið gegn sérgreindum hegðunarreglum um áhættustýringu í lögum eða reglugerðum. Að mati LEX geta þessi atriði því hvorki leitt til bótaskyldu né refsíabýrgðar.

III. Óhæði

Rannsóknarnefnd Alþingis bendir í skýrslunni á ýmis atriði sem snúa að skorti á óhæði rekstrarfélaga fjárfestingarsjóðanna. Í almennri ályktun nefndarinnar kemur fram að sjálfstæði rekstrarfélaganna gagnvart móðurfélögunum hafi af ýmsum ástæðum verið lítið en samkvæmt 2. mgr. 15. gr. laga nr. 33/2003 ber rekstrarfélagi að vera óháð í störfum sínum og hafa ætíð hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina að leiðarljósi. Í skýrslu rannsóknarnefndar eru í þessu samhengi gerðar athugasemdir um staðsetningu rekstrarfélaga innan veggja móðurfélaga, tengsl starfsmanna rekstrarfélaga við starfsmenn móðurfélaganna, stjórnarsetu starfsmanna móðurfélaga í stjórnun rekstrarfélaga, að stjórnarmenn móðurfélaga hefðu ekki gætt að hæfisreglum við afgreiðslu einstakra mála.

Samantekt

Framangreind gagnrýni sem kemur fram í skýrslu rannsóknarnefndar er skiljanleg að mati LEX. Hlutrænt séð voru mikil tengsl á milli Glitnis banka og Íslandssjóða á umræddu tímabili og því hætta á hagsmunaárekstrum óneitanlega til staðar. Hið sama verður sagt um rekstrarfélög margra annarra fjármála fyrirtækja á umræddu tímabili. Þrátt fyrir að þessi gagnrýni eigi rétt á sér er það staðreynd að ekkert í lögum og/eða reglugerðum bannaði berum orðum þessi stjórnunar- og eignatengsl og Fjármálaeftirlitið hafði ekki við framkvæmd eftirlits gert athugasemdir við þau útfra sjónarmiðum um eðlilega og góða viðskiptahætti. Það var fyrst í kjölfar úttektar Fjármálaeftirlitsins á óhæði Íslandssjóða sem fram fór í júní árið 2008 sem athugasemdir komu fram og krafa um úrbætur. Þeim athugasemdum var hins vegar ekki endanlega komið á framfæri við Íslandssjóði fyrr en 27. mars 2009 þegar niðurstöður óhæðisrannsóknar voru kynntar félaginu.¹ Félagið brást strax við þessum athugasemdum með tilheyrandi breytingum á starfsemi félagsins, m.a. með breytingu á skipan stjórnar til samræmis við tilmæli Fjármálaeftirlitsins, staðsetningu áhættustýringar o.fl. Gerð var grein fyrir þessum breytingum í bréfi til Fjármálaeftirlitsins dags. 17. júlí 2009.

¹ Drög að niðurstöðu Fjármálaeftirlitsins voru kynnt fyrir starfsmönnum Íslandssjóða í ágúst 2008. Íslandssjóðir gerðu athugasemdir við þau drög með bréfi dags. 1. september 2008. Endanleg niðurstaða Fjármálaeftirlitsins lá hins vegar ekki fyrir fyrr en 27. mars 2009 þar sem settar voru fram formlegar kröfur um úrbætur innan tilgreindra tímamarka.

Erfitt er að sjá fyrir sér að eigendur hlutdeildarskírteina geti farið í dómsmál vegna meintra brota á óhæðisreglu 15. gr. vsl. Til að bótaskylda kæmi til álita yrðu eigendur hlutdeildarskírteina að byrja á því að sýna fram á að brot hafi átt sér stað á reglum um óhæði eða hagsmunaárekstra. Miðað við þau gögn sem LEX hefur tekið til skoðunar er ekki að sjá að neinar sérgreindar hegðunarreglur um óhæði hafi verið brotnar þótt ýmislegt hafi mátt gagnrýna útfrá almennum sjónarmiðum um heilbrigða og góða viðskiptahætti vegna stjórnunar- og eignatengsla milli Íslandssjóða og Glitnis banka. Fyrirkomulag stjórnunar- og eignatengsla milli Íslandssjóða og Glitnis banka voru í samræmi við það sem hafði viðgengist almennt hjá rekstrarfélögum verðbréfa- og fjárfestingasjóða. Íslandssjóðir brugðust strax við athugasemdum Fjármálaeftirlitsins eins og fyrr er rakið. Auk þess að sanna brot gegn reglunum yrðu eigendur hlutdeildarskírteina að sanna að þeir hefðu orðið fyrir tjóni sem rekja mætti til þess að reglur um hagsmunaárekstra eða óhæði hefðu verið brotnar. Sú sönnunarfærsla er mjög erfið eins og nýlegt mál vegna reksturs Sjóðs 9 varpar ágætis ljósi á. Til að bótaskylda kæmi til greina vegna þessa yrði að liggja fyrir sönnun um að starfsmenn/stjórn Íslandssjóða hefðu tekið ákvörðun um að láta hagsmuni Glitnis banka og/eða eigenda hans ganga framur hagsmunum eigenda hlutdeildarskírteina, með tilheyrandi tjóni fyrir þá. LEX hefur engin gögn séð sem gætu rennt stoðum undir slíka sönnunarfærslu.

Í ljósi framangreinds fæst ekki séð að starfsmenn eða stjórn Íslandssjóða hafi getað bakað sér refsíabýrgð fyrir brot á óhæðisreglu 15. gr. vsl. Um þetta er auk þess vísað til fyrri umfjöllunar um alvarleika brota til að refsíabýrgð komi til álita. Að mati LEX getur slíkt ekki átt við um þau tilvik sem nefnd eru í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.

IV. Kynningarstarfsemi

Í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skal þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila. Rannsóknarnefnd Alþingis gerði nokkrar athugasemdir í skýrslu sinni, bæði almennt um peningamarkaðssjóðina og einnig sem snúa sérstaklega að Sjóði 9. Í skýrslunni kemur m.a. fram að sjóðirnir hafi verið kynntir almenningi ýmist sem áhættulausir eða mjög áhættulitlir. Sérstaklega er fjallað um eitt tölvubréf frá 4. október 2007 frá ráðgjafa Glitnis banka til starfsmanna í símasöluveru um að fjárfesting í Sjóði 9 sé áhættulaus. Á hinn bóginn segir jafnframt í skýrslunni að ekki verði séð að í prentuðu kynningarefni hafi verið fullyrt að sjóðirnir væru áhættulitlir eða áhættulausir. Um þetta segir orðrétt í skýrslu rannsóknarnefndar í 14. kafla, bls. 207 „[a]f þeim skriflegu upplýsingum um peningamarkaðssjóði sem rekstrarfélögin dreifðu, svo sem útboðslýsingum og mánaðarlegum einblöðungum, verður ekki séð að almennt hafi verið fullyrt að um áhættulausa fjárfestingu væri að ræða.“ Nefndin taldi hins vegar að þetta yrði ráðið af þeim tölvupóstum sem hún hefði skoðað. Að mati nefndarinnar var kynningarstarfsemin í andstöðu við þær kröfur sem gerðar eru í 1. málsl. 1. mgr. 51. gr. vsl. en þar er mælt svo fyrir að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi þessara aðila. Fullyrðingar um að fjárfestingarsjóðir væru áhættulitlir eða áhættulausir geti ekki staðist. Loks kemur fram í skýrslunni að ekki hafi verið gætt að því í kynningarstarfsemi að skýrt

kæmi fram hvort sjóður væri verðbréfasjóður eða fjárfestingarsjóður svo sem áskilið er 2. másl. 1. mgr. 51. gr. sömu laga. Það hefði hins vegar verið sérstaklega mikilvægt í ljósi þess að fjárfestingarheimildir fjárfestingarsjóða eru rýmri en verðbréfasjóða og þeir því almennt áhættusamari fjárfesting.

Þar sem athugasemdir í skýrslu rannsóknarnefndarinnar varða fyrst og fremst Sjóð 9 verður eingöngu fjallað um hann hér að neðan. Íslandssjóðir byggja á því að efni útboðslýsingar og útdráttar úr útboðslýsingu hafi verið í samræmi við kröfur 47. og 48. gr. vsl., sem og einnig í samræmi við 20. og 21. gr. reglugerðar nr. 792/2003. Í upphafi útboðslýsingar Sjóðs 9 er sérstakri tilkynningu beint til fjárfesta. Þar eru fjárfestar minntir á að kaup á hlutdeildarskírteinum eru í eðli sínu áhættufjárfesting sem byggir á væntingum en ekki loforðum og fjárfestar hvattir til þess að kynna sér vel umfjöllun útboðslýsingarinnar um áhættu. Þá er í sérstökum kafla fjallað um hver munurinn er á fjárfestingarsjóðum og verðbréfasjóðum og sérstök athygli vakin á því að rýmri heimildir fjárfestingarsjóða til fjárfestinga í samanburði við verðbréfasjóði hafi það í för með sér að fjárfestingarsjóðir eru áhættusamari fjárfesting heldur en verðbréfasjóðir. Í þeim kafla útboðslýsingarinnar sem fjallar um áhættu tengdri fjárfestingu í fjárfestingarsjóðum kemur fram að slík fjárfesting feli í sér áhættu og sé áhættusamari en fjárfesting í verðbréfasjóðum. Þar segir að gengi fjárfestingarsjóða geti lækkað jafnt sem hækkað. Þá er tekið fram að ávöxtun í fortíð sé ekki vísbending um ávöxtun í framtíð og að fjárfestar ættu að hafa í huga að hugsanlega fái þeir minna til baka en þeir fjárfesta fyrir í upphafi. Útboðslýsingin fjallar sérstaklega um hverja sjóðsdeild, en Sjóður 9 var ein sjóðsdeild innan Fjárfestingarsjóða Glitnis. Í umfjöllun um Sjóð 9 segir berum orðum: „Fjárfesting í sjóðnum felur í sér áhættu“. Þá er sérstaklega fjallað um þá áhættuþætti sem haft geta áhrif á verðmæti eignarhlutar í sjóðnum. Meðal þeirra áhættuþátta sem sérstaklega eru nefndir eru: (i) greiðsluáhætta, þ.e. sú áhætta að útgefandi verðbréfa eða mótaðili greiði ekki á gjalddaga; (ii) áhætta tengd smæð markaðar eða eignatengsla útgefanda verðbréfa, vegna smæðar íslensks verðbréfamarkaðar getur verðmyndun á markaði orðið ógegnsæ og óvirkari heldur en t.d. væri raunin á stærri mörkuðum, þá hefur þessi áhætta í för með sér að greiðslufall einstakra útgefanda geta haft víðtækari áhrif en annars myndi verða; og (iii) áhætta vegna ytri aðstæðna, en undir það falla ýmis atvik, s.s. ófyrirséðir atburðir og almennt efnahagsástand, ný eða breytt löggjöf Alþingis o.fl. Það er einkar áhugavert að skoða þennan síðasta lið um áhættu tengda ytri þáttum í samhengi við það efnahagslega hrun sem varð héraðis haustið 2008. Það er ljóst að bankahrunið fellur þarna undir þar sem það hafði áhrif á almennt efnahagsástand auk þess sem það leiddi af sér setningu neyðarlaganna þar sem innstæðum var veittur forgangur umfram skuldabréf en slíkt hafði veruleg áhrif á rekstrarumhverfi fjárfestingarsjóða á Íslandi.

Íslandssjóðir sendu mánaðarlega frá sér kynningarblöð um Sjóð 9. Á þessum kynningarblöðum, sem voru hluti markaðssetningar Sjóðs 9 og veittu sjóðsfélögum sem og væntanlegum fjárfestum upplýsingar um sjóðinn, koma fjárfestingarheimildir sjóðsins fram, auk þess sem vísað er til þess hvar hægt er að nálgast útboðslýsingu sjóðsins fyrir frekari upplýsingar. Þá koma þar fram upplýsingar um hvernig eignasafn sjóðsins var samsett á hverjum tímapunkti, með hliðsjón af fjárfestingarstefnu, auk þess sem greint er frá því hvaða aðilar voru 3 – 5 stærstu skuldara sjóðsins á hverjum tíma. Í árs- og árshlutareikningum Íslandssjóða, sem voru birtir opinberlega, voru einnig

veittar ítarlegar upplýsingar um starfsemi félagsins. Í þeim var m.a. að finna upplýsingar um eignasamsetningu Sjóðs 9.

Samkvæmt leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins nr. 3/2004 var fjárfestinga- og verðbréfasjóðum sem ætluðu að nota tölfræðilega áhættuflokkun skylt að byggja slíka flokkun á sögulegum sveiflum í ávöxtun. Þessi áhættuflokkun tekur eingöngu mið af frávikum í ávöxtun verðbréfa- og fjárfestingasjóða í sögulegu samhengi, en ekki mótaðila- eða markaðsáhættu. Sjóður 9 var í áhættuflokki 1 sem þýddi efnislega að minnst frávik var að finna sögulega séð í ávöxtun þess sjóðs samanborið við aðra sjóði sem Íslandssjóður önnuðust rekstur á. Kynningarefni sjóðsins var samið með hliðsjón af framangreindum leiðbeinandi tilmælum Fjármálaeftirlitsins.

Samkvæmt upplýsingum frá Íslandssjóðum var sú aðferðarfræði sem virðist hafa verið viðhöfð í umræddum tölvupóstum ekki sett fram með heimild og í umboði Íslandssjóða. Öll markaðssetning á vegum félagsins tók mið af þeim upplýsingum sem komu fram í útboðslýsingu og mánaðarlegum einblöðungum, en eins og fyrr hefur verið rakið var þar að finna upplýsingar um þá áhættu sem fylgdi fjárfestingu í sjóðnum.

Samantekt

LEX hefur farið yfir útboðslýsingu fyrir Sjóð 9 og önnur kynningargögn sem voru birt opinberlega í tengslum við markaðssetningu sjóðsins. Í þessum gögnum er nánast undantekningarlaust að finna umfangsmikla umfjöllun um áhættu tengda fjárfestingu í Sjóði 9 og ef slíkri umfjöllun er ekki til að dreifa er ávallt vísað til útboðslýsingar og útdráttar úr útboðslýsingu og greint frá því hvar hægt sé að nálgast þau gögn í samræmi við 2. mgr. 51. gr. vsl. Það er því ljóst að mati LEX að engin tilraun var gerð til þess af hálfu Íslandssjóða að draga úr þeirri áhættu sem fjárfesting í Sjóði 9 fól í sér eða villa um fyrir hugsanlegum fjárfestum. Þessu til staðfestingar er til viðbótar við þau dæmi sem þegar hafa verið nefnd vísað til þess að í útboðslýsingu og útdrætti úr útboðslýsingu er sérstaklega tekið fram að rýmri heimildir fjárfestingarsjóða til fjárfestinga hafi það í för með sér að fjárfestingarsjóðir séu áhættusamari fjárfesting heldur en verðbréfasjóðir. Þá er í sömu skjölum fjallað með ítarlegum hætti um áhættustig sjóðsins þar sem segir að fjárfesting í sjóðnum feli í sér áhættu.

Samkvæmt öllu framangreindu fæst ekki annað séð en að kynningarefni Íslandssjóða fyrir Sjóð 9 hafi uppfyllt skilyrði 47. og 48. gr. vsl., sbr. 20. og 21. gr. reglugerðar nr. 792/2003.

V. Niðurstaða

1. Miðað við þær upplýsingar sem liggja fyrir og raktar eru hér að framan í kafla I er ekki sjáanlegt að neitt hafi verið athugavert við fjárfestingarheimildir, fjárfestingastefnu eða samsetningu eigna Sjóðs 9 miðað við þágildandi lög og reglur.
2. Sé horft til allra aðstæðna er það mat LEX að jafnvel þótt brotið hafi verið gegn 1. mgr. 18. gr. vsl. með því að fá ekki formlega staðfestingu frá Fjármálaeftirlitinu fyrir útvistun áhættustýringar, sé ljóst að brotið geti ekki talist

vera *meiri háttar* í skilningi laganna og því hafi hvorki stjórnarmenn né starfsmenn gerst sekir um refsiverða háttsemi samkvæmt 4. tl. 70. gr. b. vsl. Önnur sjónarmið sem fram koma í skýrslu rannsóknarnefndar um framkvæmd áhættustýringar fela fyrst og fremst í sér almenna gagnrýni á framkvæmd áhættustýringar. Þar er ekki að finna umfjöllun um að Íslandssjóðir hafi í einstaka tilvikum brotið gegn sérgreindum hegðunarreglum um áhættustýringu í lögum eða reglugerðum. Að mati LEX geta þessi atriði því hvorki leitt til bótaskyldu né refsíabyrgðar.

3. Að mati LEX brutu Íslandssjóðir ekki gegn óhæðisreglu 15. gr. vsl. þótt ýmislegt hafi mátt gagnrýna útfrá almennum viðhorfum um eðlilega og góða viðskiptahætti.
4. Kynningarefni Íslandssjóða fyrir Sjóð 9 uppfyllti skilyrði 47. og 48. gr. vsl., sbr. 20. og 21. gr. reglugerðar nr. 792/2003.

LEX