

Alþingi
Erindi nr. P 140/2729
komudagur 30.5.2012



Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis
Hr. Helgi Hjörvar, form.
Alþingi við Austurvöll
150 Reykjavík

EFNAHAGS- OG VIÐSKIPTARÁÐUNEYTIÐ

Skuggasundi 3 150 Reykjavík
sími: 545 8800 bréfasími: 511 1161
postur@evr.is evr.is

Reykjavík 30. maí 2012
Tilv.: EVR11110053/3.0

778. mail

Meðfylgjandi bréfi þessu eru umsagnir þær sem efnahags- og viðskiptaráðuneytinu hafa borist um skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis um framtíðarskipan fjármálakerfisins.

Til þess að greiða fyrir umfjöllun í efnahags- og viðskiptanefnd er mikilvægt að nefndin fái tækifæri til þess að kynna sér umsagnirnar áður en hún lýkur umfjöllun sinni um skýrsluna.

Steingrímur J. Sigfússon

Hólga Jónsdóttir

Efnahags- og viðskiptaráðuneyti
Skuggasundi 3
150 Reykjavík

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
FVR	1110053		
Ást. númer	3.0	Ást. númer	KG
Ást. dagur	18.05.12	Ást. nafn	Hj. P.
Ást. nafn			73

15. apríl 2012

Umsögn Arion banka hf. um skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis um framtíðarskipan fjármálakerfisins

Það er eðlilegt og nauðsynlegt að fram fari umræða um framtíðarskipan fjármálakerfisins í ljósi atburða sem hér áttu sér stað, eftirmála þeirra og afleiðinga. Það er mikilvægt að slík umræða sé bæði ítarleg og vönduð og horfi til þess hlutverks sem fjármálamarkaðir og fjármálafyrirtæki gegna í efnahagsstarfseminni og þeirra markmiða sem að er stefnt. Leggja þarf mat á líkurnar á því að markmiðum með hugsanlegum breytingum á skipan fjármálakerfisins verði náð, kostnaðinn við fyrirhugaðar breytingar og hvaða áhrif þær muni hafa í viðara sambengi þar sem fjármálamarkaðir tengjast með margvíslegum hætti allri annarri atvinnustarfsemi í landinu.

Því ber að fagna útgáfu skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra um framtíðarskipan fjármálakerfisins sem að mati Arion banka er vandað rit. Skýrslan hefur að geyma gott yfirlit yfir stöðu fjármálakerfisins, þróun þess og helstu viðfangsefni.

Umgjörð fjármálakerfisins og þróun á alþjóðavísu

Þó hrun fjármálakerfisins á Íslandi haustið 2008 hafi verið einstakt má samt halda því fram að margt af því sem fór úrskeiðis í aðdraganda þess svipi til þess sem gerðist annars staðar og viðfangsefnið að mörgu leyti þau sömu. Það er mikilvægt fyrir okkur að fylgjast vel með þeirri umræðu sem nú á sér stað í löndunum í kringum okkur og þeim breytingum sem alþjóðlegar stofnanir sem setja umgjörð um rekstur fjármálastofnana hafa að undanförunu haft til skoðunar. Að mati Arion banka er nauðsynlegt að lög og reglur sem gilda um íslenskan fjármálamarkað og fjármálafyrirtæki séu í takt við það sem tíðkast annars staðar til að hægt sé að byggja upp það traust á bönkum og fjármálakerfinu sem er forsenda þess að það geti sinnt hlutverki sínu með eðlilegum og skilvirkum hætti.

Breytingar á lögum og aðstæðum á fjármálamarkaði

Eins og fram kemur í skýrslunni hafa frá haustinu 2008 verið gerðar viðamiklar breytingar á lagaumgjörð fjármálamarkaðarins sem miða að því að auka heimildir eftirlitsaðila, herða kröfur og reglur um starfsemina og setja henni þrengri skorður. Það má því segja að nú þegar hafi verið bætt úr helstu veikleikum kerfisins sem taldir voru hafa átt sinn þátt í hruni fjármálakerfisins. Á flestum sviðum hinnar nýju löggjafar hefur verið gengið mun lengra en í Evrópusambandinu og eru reglur um fjármálamarkaði hér á landi því nú þegar strangari en almennt þekktist. Því til viðbótar hafa fjármálafyrirtæki og fjármálamarkaðir hér á landi tekið stakkaskiptum frá árinu 2008. Bankarnir eru mun minni og færri en þeir voru og starfa þeir nú nær eingöngu á heimamarkaði. Fjármögnun þeirra hefur breyst og eru þeir nú að mestu fjármagnaðir með innlánnum auk þess sem eigið fé þeirra er mun meira bæði að gæðum og sem hlutfall af eignum þeirra. Umsvif á verðbréfamörkuðum hafa dregist verulega saman og starfsemi fjármálamarkaða er einfaldari og fábrottnari en hún var um miðjan síðasta áratug.

Því til viðbótar hafa aðstæður á alþjóðlegum mörkuðum breyst til frambúðar og afar ólíklegt að íslenskir bankar muni aftur svipa til þeirra banka sem hér störfuðu að stærð og skipulagi. Til allra þessara breytinga þarf að horfa í umræðu um framtíðarskipan fjármálakerfisins. Það er tilhneiging í opinberri umræðu að tala um að ráðast þurfi í nauðsynlegar breytingar á kerfinu til að bregðast við hruninu sem varð 2008 án þess að taka tillit til þess að það er nú þegar búið að bregðast við því með margvíslegum hætti auk þess sem aðstæður hafa breyst. Við þurfum vitaskuld að draga margvíslegan lærdóm af bankahruninu og þeim orsakavöldum sem þar voru að verki og hefur Arion banki fyrir sitt leyti leitast við að gera það og hefur frá stofnun unnið markvisst að því að styrkja innviði bankans, efla innra eftirlit og bæta stjórnunarhætti. Framtíðarskipan fjármálamarkaða þarf hins vegar, eins og nafnið ber með sér, fyrst og fremst að horfa fram á veginn og taka mið af núverandi stöðu.

Eiginfjárlutföll

Mikilvæg ákvörðun sem bíður ákvörðunar er hvaða lágmarkskröfur skuli gera um eiginfjárlutföll. FME gerir nú tímabundið kröfu um 16% eiginfjárlutfall og að þar af sé eiginfjárlutur A 12%. Sú krafa er talsvert umfram það sem tíðkast að jafnaði í öðrum löndum og mun hærri en 10,5% eiginfjárlakrafa sem gert er ráð fyrir í BASEL III. Það er eðlilegt að gerðar séu ríkar kröfur til eiginfjárlutfalls íslenskra banka á meðan vanskilahlutfall þeirra er hátt og óvissa ríkir um endanlegt virði útlána. Hér þarf einnig að taka tillit til þess að búið er að hækka áhættuvogir fyrir flesta eignaflokka þannig að eignir bankakerfisins binda meira eigið fé en þær gerðu áður og því er í raun búið að hækka eiginfjárlöfuna meira en sem nemur hækkun á hlutfalli hennar.

Sú eiginfjárlakrafa sem gerð verður til lengri tíma mun hafa mikil áhrif á framtíð fjármálakerfisins. Við endurreisn íslensku bankanna var um það samið að þeir skyldu ekki greiða hluthöfum sínum arð í a.m.k. þrjú ár og hefur hagnaður þeirra því safnast upp og var eiginfjárlutfall þeirra 22,5% þann 30. júní 2011. Þó ekki sé um það deilt að eigið fé banka hafi verið of lítið fylgir því kostnaður að vera með eins mikið eigið fé og nú er til staðar í bankakerfinu. Sá kostnaður lendir jöfnum höndum á viðskiptavinum bankanna og hluthöfum þeirra. Þessi kostnaður, eins og annar kostnaður við bankakerfið, hefur keðjuverkandi áhrif og hamlar getu banka til að þjóna raunhagkerfinu. Hærri útlánsvextir takmarka fjölda arðbærra verkefna í hagkerfinu og draga úr fjárfestingu og hagvexti. Lægri innlánsvextir draga úr sparnaði og hafa að sama skapi áhrif á fjármunamyndun og fjárfestingargetu þjóðarþússins. Þá getur of há eiginfjárlakrafa einnig haft í för með sér aukna áhættusækni í viðleitni fjármálafyrirtækja til að skila viðunandi arðsemi á eigið fé, sem er varhugaverð fyrir kerfislega mikilvæga banka, og haft í för með sér aukna áskorun fyrir opinbert eftirlit.

Kostnaður við fjármálakerfið

Því er haldið fram í skýrslunni að kostnaður bankakerfisins sé of mikill og hagræðing nauðsynleg. Línurit sem sýna fjölda bankastarfsmanna og útibúa fyrir hvern íbúa landsins samanborið við gögn frá Norðurlöndunum eru sýnd því til stuðnings. Til að fá betri heildarmynd fyrir fjármálakerfið hefði verið gagnlegt að sjá sambærilegt línurit fyrir fjölda starfsmanna eftirlitsaðila á fjármálamarkaði fyrir hvern eftirlitsskyldan aðila enda er sjálfsagt að gera sömu kröfu til skilvirkni í starfi eftirlitsaðila og til bankanna sjálfra án þess að dregið sé úr mikilvægi þess hlutverks sem þeir gegna. Kostnaður við eftirlit fellur á bankakerfið og er hluti af föstum kostnaði þess.

Í þessari umræða þarf einnig að taka tillit til ríkjandi aðstæðna. Hluti af kostnaði fjármálakerfisins er til kominn vegna þjónustu sem telja verður af tímabundnum toga svo sem vegna aðgerða tengdri lagalegri óvissu, haftaumhverfis og þjónustu við ósamstæða

eftirlitsaðila sem enn eru í mikilli mótun. Þá mun smæð íslensks markaðar og strjálbýli ávallt gera það að verkum að samanburður við milljónasamfélög verður Íslandi í óhag. Jafnframt þarf að taka tillit til stefnumörkunar svo sem á sviði samkeppnismála þar sem þróunin er í þá átt að takmarka möguleika fjármálastofnana til að auka hagkvæmni í rekstri.

Fjármálastofnanirnar sjálfar hafa vitaskuld samt mikið um kostnað í sínum rekstri að segja og varpar Arion banki ekki ábyrgð á sínum rekstri á annarra herðar og hefur á undanförunum árum fækkað útibúum sínum um þriðjung og ráðist í uppsagnir til að auka hagræði í rekstri.

Stærð bankakerfisins og framtíðareignarhald

Skýrslan nefnir að tilgangur laga og reglna um fjármálastarfsemi sé m.a. að stuðla að því að fjármálakerfið verði af hæfilegri stærð fyrir þjóðarþúskaðinn. Það er vandasamt verk að skilgreina hvað sé hæfileg stærð bankakerfisins en eins og fram kemur í skýrslunni er stærð íslenska bankakerfisins nú nálægt meðaltali Evrópuríkja. Þróun bankakerfisins mun réttilega að hluta til ráðast af þeirri lagalegu umgjörð sem því er sett og að hluta til af atvöldum eins og fjármögnunarmöguleikum bankanna og eftirspurn í hagkerfinu.

Miðað við núverandi eiginfjárstöðu bankanna munu þeir þurfa að stækka umtalsvert til að ná viðunandi arðsemi eigin fjár. Fram kemur í skýrslunni að eigið fé þeirra umfram lágmarkskröfur FME hafi þann 30.06.2011 numið 145 milljörðum króna. Eigið fé stóru bankanna þriggja er yfir 430 milljarðar. Þar af er eigið fé Arion banka og Íslandsbanka, sem að meirihluta eru í eigu kröfuhafa sem rætt hefur verið um að séu ekki langtímaeigendur bankanna, yfir 230 milljarðar. Það er eðlilegt að velta því fyrir sér hver muni kaupa allt þetta eigið fé verði það boðið til sölu. Hér er um verulega fjármuni að ræða og jafnvel lífeyrissjóðirnir, sem eru stærstu fagfjárfestar á íslenskum markaði og hafa verið umfangsmiklir á hlutabréfamarkaði, hefðu ekki tók á að standa fyrir slíkri fjárfestingu sé gert ráð fyrir eðlilegri áhættudreifingu í eignasafni þeirra. Það er því ljóst að stærð einstakra fjármálastofnana getur haft áhrif á seljanleika þeirra og það hversu langan tíma núverandi fyrirkomulag, þar sem meirihluti fjármálakerfisins er í eigu kröfuhafa gömlu bankanna, mun vara. Í þessu samhengi er ekki síður mikilvægt að vekja áhuga erlendra fjárfesta á íslenskum fjármálamarkaði en þar hefur afnám gjaldeyrishafta úrslitapýðingu. Framtíðarskipan fjármálakerfisins og þær reglur sem um það munu gilda munu vafalaust ráða miklu um áhuga erlendra aðila að fjárfesta á markaðnum og þarf að móta umgjörð þess með það í huga.

Eignaraðild ríkisins að fjármálafyrirtækjum

Aðkoma ríkisins að fjármálakerfinu er ekki aðeins í gegnum laga- og reglusetningu heldur er ríkið beinn þátttakandi á markaðnum sem m.a. eigandi stærsta banka landsins og stærsta lánveitanda íbúðalána. Þróun bankakerfisins mun því að talsverðu leyti ráðast af þeim ákvörðunum sem fyrirtæki í eigu ríkisins munu taka og þá sér í lagi stærsti banki landsins, Landsbankinn. Nefnt er í skýrslunni að mikilvægt sé að ríkið beiti eigendaáhrifum sínum í bönkum til þess að stuðla að heppilegri og hagkvæmri þróun á fjármálamarkaði og skipulagi hans. Það hefur hingað til ekki verið skýrt hver stefna ríkisins sé gagnvart Landsbankanum. Eigendastefna ríkisins er almennt orðuð og virðist hver túlka hana með sínum hætti. Grundvallarspurningum um framtíð Landsbankans hefur hins vegar ekki verið svarað, svo sem um stærð hans og umsvif. Það er óljóst hvernig ráðgert er að efnahagsreikningur bankans líti út þegar skuld hans við gamla bankann hefur verið greidd en hún gæti numið allt að 370 milljörðum króna. Þar af er meirihluti sem skal greiða í gjaldeyri. Þá hefur bankinn verið reiðubúinn að taka áhættu umfram aðra aðila á markaði og m.a. sölutryggt bæði skuldabréfaútböð og sölu á fyrirtækjum sem vekur spurningar um stöðu hans á samkeppnismarkaði.

Aðskilnaður viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi

Eins og fram kemur í skýrslunni er ákaflega erfitt að skilgreina mun á viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingabankastarfsemi og umræða hér á landi um þessa hluti hefur ekki verið skýr. Mikið af þeirri starfsemi sem virðist vera átt við þegar rætt er um fjárfestingabankastarfsemi hér á landi felur eingöngu í sér þjónustu fyrir viðskiptavinum en hefur enga kerfislega áhættu í för með sér. Það myndi hafa óhagræði og kostnað fyrir viðskiptavinum í för með sér og draga úr virkni markaða ef komið yrði í veg fyrir að viðskiptabankar geti boðið slíka þjónustu. Aðskilnaður myndi jafnframt takmarka möguleika bankanna til að auka afköst í rekstri og fækka stoðum undir rekstur þeirra.

Tekið er undir þau orð skýrslunnar að mikilvægt sé að fylgjast grannt með framvindu umræðu um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingabankastarfsemi á alþjóðavettvangi áður en ákvarðanir eru teknar hér á landi um róttækar breytingar á skipulagi banka og annarra fjármálafyrirtækja. Eðlilegt er að stjórnvöld liti til Norðurlanda þegar þeir leita að fyrirmyndum fyrir framtíðarskipulag fjármálafyrirtækja, vegna viðkynningar og aðgengis Íslands að sérfræðipækkingu og eftirlitssamstarfi þaðan. Leiða má líkum að því að þar væri einnig að finna áhugasama erlendra fjárfesta sem framtíðareigendur í íslenskum fjármálafyrirtækjum. Þegar horft er til umræðna erlendis sbr. Vickers skýrsluna og Volcker regluna, er mikilvægt að horfa til þess að aðstæður hér á landi eru allt aðrar en í Bretlandi eða Bandaríkjunum og ekki hægt að bera fjármálamarkaði þessara landa saman við íslenskan markað. Þá hefur hér á landi þegar verið gripið til aðgerða af ýmsu tagi sem ætlað er að taka á þeim þáttum sem þessi lönd eru nú að horfa til. Evrópusambandið hefur ekki gripið til sambærilegra aðgerða en beðið er tillagna frá Liikanen hópnunum svokallaða sem mun þá verða frekara innlegg í umræðuna.

Eins og fram kemur í skýrslu ráðuneytisins er ekki hægt að sjá að brýn þörf sé á breyttu regluverki hvað varðar aðskilnað viðskipta- og fjárfestingarbanka eins og staðan er í dag. Við núverandi aðstæður er í raun mikilvægt að kraftar viðskiptabankanna og sú þekking og fjárfesting sem þeir búa yfir í upplýsingakerfum og mannafla nýtist við uppbyggingu markaða sem ekki eru virkir í augnablikinu en eru samfélaginu mikilvægir og öflugt atvinnulíf þrífst ekki án til lengri tíma litið.

Hjálögð er skýrsla greiningardeildar Arion banka um málefnið en skýrslan er að mati bankans gott innlegg í að stuðla að málefnalegri umræði um þetta viðfangsefni.

Skuggabankakerfi

Arion banki tekur undir það sjónarmið sem fram kemur í skýrslunni að þeir aðilar sem veita sams konar eða eðlislíka fjármálaþjónustu lúti sömu reglum og aga. Er æskilegt að gera breytingar í þá veru þar sem misræmis gætir. Að mati bankans er hér um mikilvægt umræðuefni að ræða sem hlotið hefur töluverða umfjöllun erlendis þar sem fjármálamilliganga af ýmsu tagi getur leitað í farvegi sem lúta takmarkaðra eftirliti þegar reglur og kvaðir á bankakerfið eru auknar. Við sjáum þegar merki um svokallaða skuggabankastarfsemi hér á landi en hún getur vitaskuld skapað verulega áhættu og fjármálalegan óstöðugleika þar sem hún lítur ekki sama innra eftirliti og opinberir eftirlitsaðilar geta ekki fylgst með henni með sambærilegum hætti og bankakerfinu.

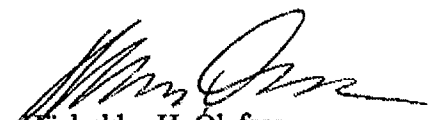
Fjármálastöðugleiki

Eins og fram kemur í skýrslunni hefur enn sem komið er hvergi á Norðurlöndunum verið mótuð stjórnartilhögun á fjármálastöðugleikalögum þó í gangi sé nefndarstarf til undirbúnings

slikri löggjöf. Það er mikilvægt fyrir okkur að fylgjast vel með þróun í þeim málaflokki og mikils vert að þessum málum sé vel fyrir komið og aðkoma allra hlutaðeigandi vel skilgreind. Það verður þó ekki séð að skipan fjármálastöðugleikaráðs, eins og því er lýst, muni ná því markmiði sem að er stefnt enda er það ekki fyrst og fremst „á lygnum sjó“ sem á það mun reyna heldur þegar vandamál eru í aðsigi. Til þess að krisustjórnun virki þurfa þeir sem eiga að ráða för við slíkar aðstæður að hafa til þess þjálfun, þekkingu og umboð og er eðlilegt að fela þeim ábyrgð sem mesta þekkingu hafa í stað þess að koma upp nýjum stofnunum eða nefndum sem fá upplýsingar með tilteknu millibili frá þeim stofnunum sem hafa eftirlit með fjármálakerfinu. Þegar kreppa er skollin á þarf svo vitaskuld að fara af stað ákveðin atburðarás og getur þá umboð og ábyrgð færst til eftir fyrirfram skilgreindum ferlum og aðgerðum en við hefðbundin skilyrði virðist núverandi skipulag og samvinna stofnana eiga að duga til að fylgjast með þróun fjármálamarkaða og veita stjórnvöldum viðhlítandi upplýsingar.

Lokaorð

Margvíslegar breytingar hafa þegar verið gerðar á lögum um fjármálafyrirtæki sem hafa sniðið vankanta af kerfinu og dregið úr áhættu þess. Það eru hins vegar mikilvægar ákvarðanir framundan er varða umgjörð fjármálafyrirtækja, eins og kröfur um lágmarkseiginfjárlutföll til lengri tíma. Mikilvægt er að ríkið hugi að þátttöku sinni á fjármálamarkaði og þeim áhrifum sem eignarhald þess á fjármálafyrirtækjum hefur í för með sér. Þá er framtíðareignarhald fyrirtækja á fjármálamarkaði mikilvægt viðfangsefni og nauðsynlegt að hugað sé að því að skapa þannig umgjörð að íslensk fjármálafyrirtæki geti verið álitlegur fjárfestingakostur og helst þá í hendur traust fjármálakerfi og hagstæðar aðstæður fyrir rekstur þeirra. Í þeim efnum tekur Arion banki undir að það er grundvallaratriði að laga- og regluumgjörð um íslenskt fjármálakerfi virði alþjóðlegar reglur settar samkvæmt alþjóðasamningum sem Ísland á aðild að. Það er einnig tekið undir mikilvægi þess að skattlagning skerði ekki samkeppnishæfni innlendrar fjármálaþjónustu. Nú þegar er búið að taka upp ýmsa sérstaka skatta á fjármálafyrirtæki sem eykur kostnað við fjármálaþjónustu og draga úr trausti fjárfesta á því að atvinnugreinin búi við eðlileg og fyrirsjáanleg starfsskilyrði. Að lokum er mikilvægt að hafa í huga í allri umfjöllun að skilgreiningar og þýðingar á hugtökum séu skýrar en þess hefur orðið vart að aðilar rugla ýmsu saman og leggja mismunandi skilning í sömu hugtök. Þetta er ekki bundið við Ísland en aðilar á alþjóðlegum vettvangi hafa haft af þessu ama og áhyggjur og lagt sig sérstaklega fram um að skýra. Má í þessu sambandi nefna hugtök eins og „investment bank“, „shadow banking“, „propriety trading“ og „market making“.


Höskuldur H. Ólafsson
bankastjóri

Efnahags- og viðskiptaráðuneyti
Skuggasundi 3
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 15. maí 2012 R2012040020

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
EVR	11110053	Abm.	KG
Málar.	3.0	Aðrir	KG
Mæt.	16.05.12	Aðrir	KG
Aths.			

Svar við bréfi efnahags- og viðskiptaráðuneytis vegna skýrslu um framtíðarskipan fjármálakerfisins

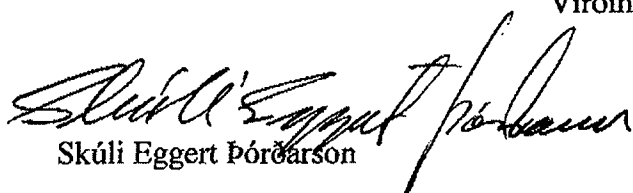
Við er til bréfs frá efnahags- og viðskiptaráðuneyti, dagsett 4. apríl 2012, og hjálagðrar skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis undir heitinu *Framtíðarskipan fjármálakerfisins*, sem birt var í mars 2012.

Í bréfinu var leitað álits og ábendinga ríkisskattstjóra um framtíðartilhögun á þessu sviði. Ríkisskattstjóri vill af því tilefni benda á eftirfarandi atriði sem ekki hafa sérstaklega með skattlagningu fjármálakerfisins að gera, heldur lúta frekar að almennum viðhorfum með hliðsjón af þeim eftirlitsmálum sem upp hafa komið og þeirra ályktana sem af bankahrúninu má draga:

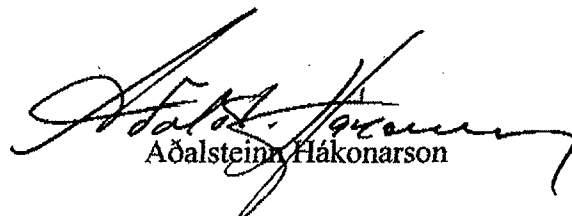
1. Að málum verði hagað þannig að einstaklingar og fyrirtæki geti átt sparifé í bönkum án þess að búa við þá undirliggjandi áhættu sem fylgir fjárfestingarbankastarfsemi, þ.e. að aðskilnaður viðskiptabanka og fjárfestingarbanka sé fyrir hendi fyrir þá sem slíkt kjósa.
2. Að spornað verði við því að bankarnir samþætti hagsmunum sína þannig að komi upp kreppuástand, líkt og gerðist hérlandis árið 2008, þá ryðji þeir ekki hver öðrum um koll. M.ö.o. að svokölluðum „krosseignatengslum“ verði settar skorður.
3. Að eftirlit með fjármálakerfinu verði svo öflugt, og hlutaðeigandi eftirlitsaðilum fengin nauðsynleg verkfæri, að unnt verði t.a.m. að sporna gegn stækkun bankanna þannig að þeir vaxi ekki hagkerfinu yfir höfuð og auki þannig þjóðhagslega áhættu.
4. Að komið verði í veg fyrir að einstakir starfsmenn fjármálastofnana geti stundað viðskipti í eigin þágu eða sinnt sínum nánustu meðfram störfum sínum í bönkunum, og verði jafnframt ekki sjálfstæðir hagsmunagæslumenn tiltekinna fyrirtækja í störfum sínum innan bankanna.

Ríkisskattstjóri telur án efa unnt að horfa til margra fleiri þátta, svo sem hvernig eignarhaldi fjármálastofnana hefur verið háttáð og ótrúlegt flækjustig hvað það varðar. Benda má á grein í marstölublaði Tíundar 2009 um eignarhald og eignatengsl.

Virðingarfyllst



Skúli Eggert Þórðarson



Aðalsteinn Hákonarson

TÍUNN

FRÉTTABLAÐ ÍSK. MARS 2009

Skattasmugur

Íntekjumanna

Cayman

Tortola

Guernsey

Lúxemborg

Kýpur



Greining eignarhalds

Í lok árs 2008 var hafin vinna hjá embætti ríkisskattstjóra við greiningu á eignarhaldi 300 stærstu fyrirtækja landsins eftir veltu. Markmiðið með greiningunni er tvíþætt, annars vegar að svipta hulunni af raunverulegu eignarhaldi íslenskra fyrirtækja og hins vegar að leiða í ljós hvort rétt hafi verið staðið að skattskilum viðkomandi aðila.



Guðni
Björnsson

Upplýsingar um eignarhald innlendra fyrirtækja voru fengnar úr skattframtölum, af hlutafjármiðum og úr ársreikningum viðkomandi fyrirtækja, en skv. 3. mgr. 65. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga skal í ársreikningi hlutafélaga og einkahlutafélaga upplýsa um fjölda hluthafa í upphafi og lok reikningsárs og um hundraðshluta hlutafjár þeirra hluthafa sem eiga a.m.k. 10% hlutafjár félagsins í lok ársins. Upplýsingar um eignarhald erlendra fyrirtækja voru hins vegar sóttar í tilkynningar Kauphallarinnar og í erlendar upplýsingaveitur.

Í umfjölluninni hér á eftir er gerð grein fyrir helstu niðurstöðum úr fyrsta hluta greiningarinnar, en hún byggir á stöðu mála í árslok 2007, en ætlunin er að skoða síðar stöðu mála í árslok 2008.

Bankar og fjármálafyrirtæki eru áberandi í eigendahópi 300 stærstu fyrirtækja landsins og það sama er að segja um lífeyrissjóðina. Í eigendahópnum er einnig að finna erlend dótturfélög bankanna, safnreikninga og vogunarsjóði, auk innlendra og erlendra eignarhaldsfélaga. Nokkuð ber á gagnkvæmu eignarhaldi á milli fyrirtækja, raðeignarhaldi og keðjum samkynja fyrirtækja (svipað nafn, sama starfsemi, sömu stjórnendur og sömu endurskoðendur), sem virðast vera sett á stofn í þeim tilgangi að dylja raunverulegt eignarhald.

Íslenskir ríkisborgarar fara með eignarhald í stórum hluta þeirra erlendu eignarhaldsfélaga sem hér um ræðir, en þau eru mörg hver skráð í Hollandi, Lúxemborg og þekktum skattaskjólum, svo sem á Bresku Jómfrúreyjunum, á Kýpur, Mön og Bresku Ermasundseyjunum. Dótturfélög íslensku bankanna í Lúxemborg komu með beinum eða óbeinum hætti að stofnun fjölmargra þessara félaga, en meðal eigenda þeirra er að finna íslensku „útrásarvíkingana“ sva-kölluðu auk margra mínni spámanna.

Það er ekkert sem mælir á móti því að íslenskir ríkisborgarar eigi og reki fyrirtæki á erlenti grundu, svo lengi sem þeir gera grein fyrir eignarhlutum sínum á framtali og greiða þá skatta sem þeim ber lögum samkvæmt.

Ómögulegt er hins vegar að segja til um það hver er raunverulegur eigandi þeirra eignarhluta sem erlend dótturfélög bankanna, safnreikningar og vogunarsjóðir eru skráðir eigendur að án nákvæmra upplýsinga frá viðkomandi aðilum. Vonir standa til að frumvarp sem fjármálaráðherra hefur kynnt fyrir ríkisstjórninni um eignir íslenskra ríkisborgara í skattaskjólum komi til með að styrkja heimildir skattyfirvalda til að sækja nauðsynlegar upplýsingar til þeirra aðila er hlut eiga að máli.

Samkvæmt niðurstöðum greiningarinnar nam innlent eignarhald 90,0% í fyrstu kynslóð eigenda 300 stærstu fyrirtækja landsins í árslok 2007 og erlent eignarhald 10,0%. Sambærilegar tölur eftir að búið var að greina eignarhald umræddra fyrirtækja til enda (eftir því sem hægt var) sýna innlent eignarhald 92,6% og erlent eignarhald 7,4%. Þetta kemur ekki á óvart þar sem rúmírf þrjár fjórðu fyrirtækja í fyrstu kynslóð eru íslensk.

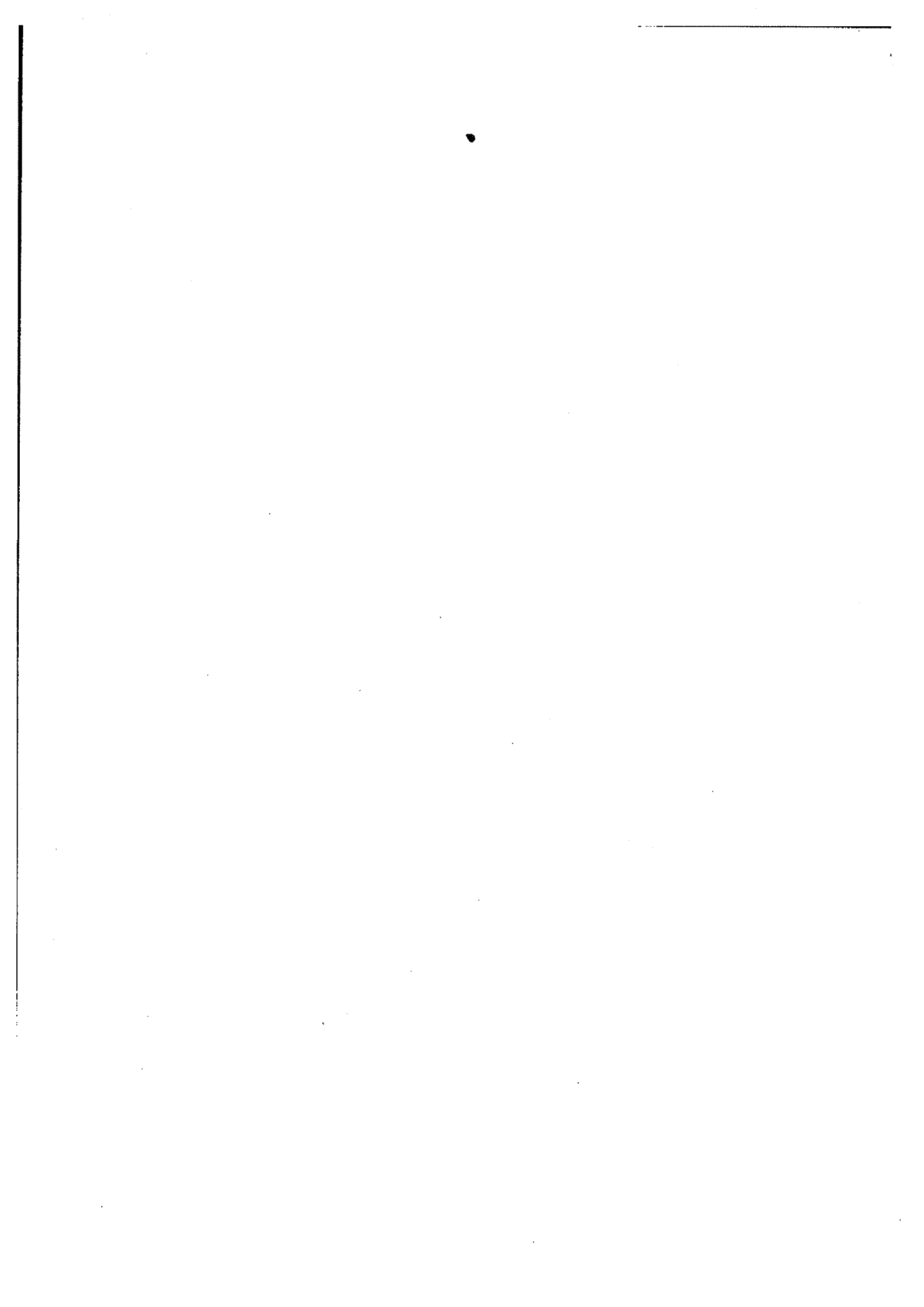
Skiftingin milli innlends og erlends eignarhalds breytist hins vegar verulega ef athyglinni er beint að 20 stærstu fyrirtækjum landsins. Samkvæmt greiningunni nam innlent eignarhald í fyrstu kynslóð 59,4% og erlent eignarhald 40,6%. Sambærilegar tölur eftir að búið var að greina eignarhald umræddra fyrirtækja til enda (eftir því sem hægt var) sýna innlent eignarhald 90,6% og erlent eignarhald 9,4%.

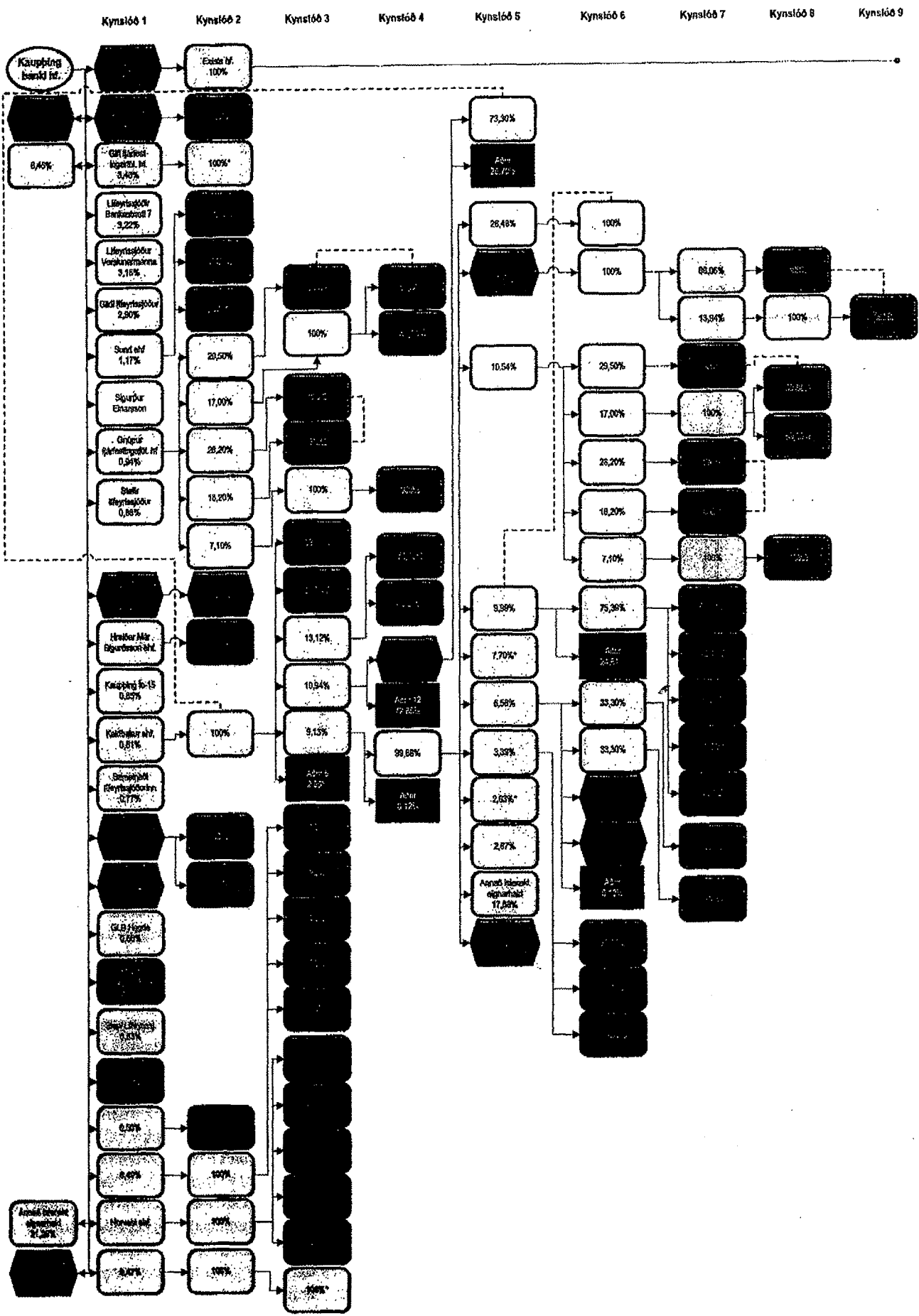
Vinnan við greininguna hefur leitt í ljós misfellur á upplýsingagjöf til skattyfirvalda. Upp hafa komið mál er varða kaup og sölu fyrirtækja, útgreiðslu arðs, greiðslu þóknana og fleira því tengt. Mál þessi snúa jafnt að fyrirtækjum sem og einstaklingum.

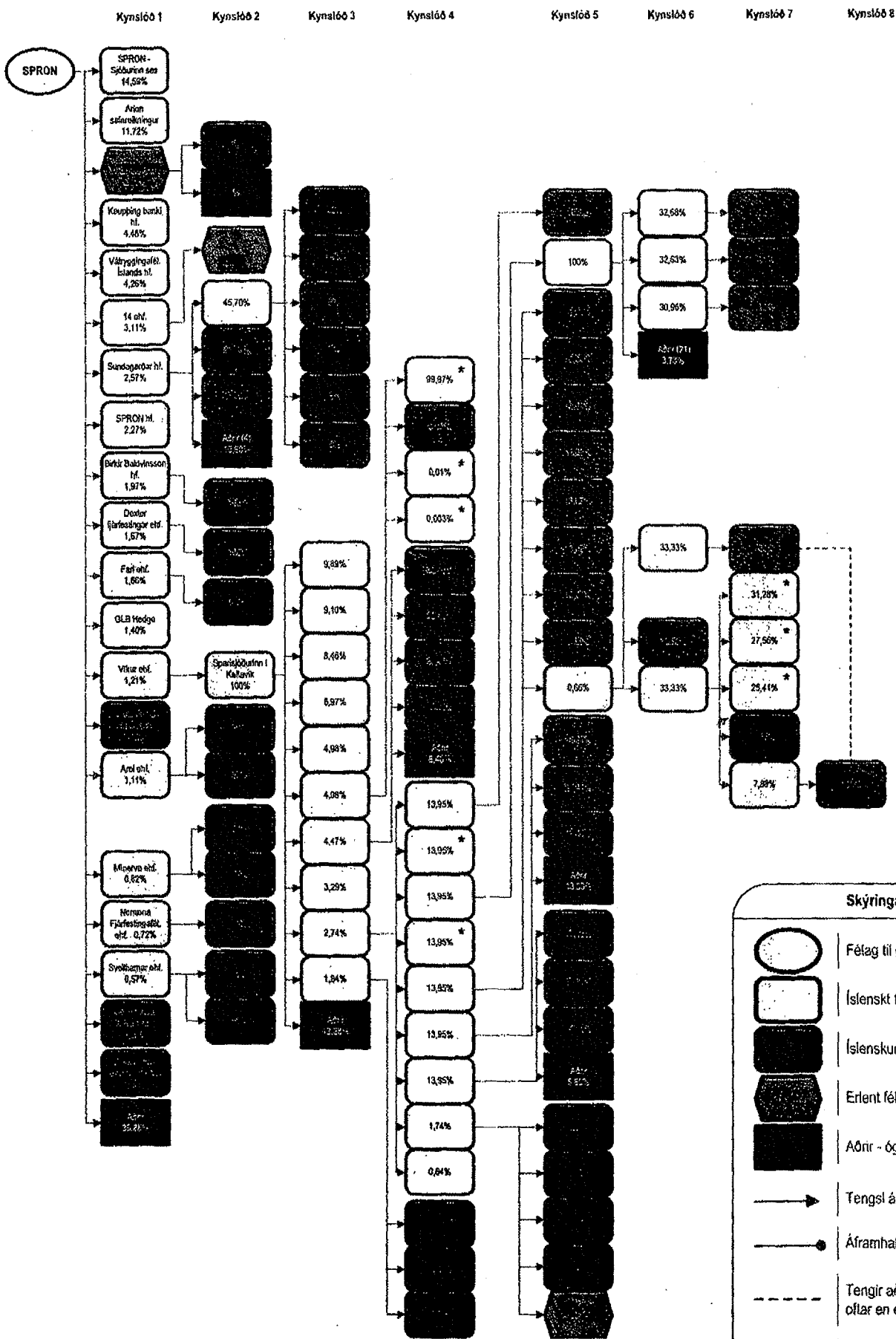
Á meðfylgjandi flæðiriti (bls. 28) er að finna yfirlit yfir eignarhald í Kaupþingi banka hf. eftir kynslóðum og því hvort um er að ræða innlenda eða erlenda aðila, einstaklinga eða fyrirtæki. Þar sem greiningin byggir á stórum hluta á skattupplýsingum voru nöfn eigenda felld út úr flæðiritinu, en embættinu er ekki heimilt að birta persónugreinanlegar upplýsingar opinberlega. Upplýsingar um eigendur og hlutfall eignar þeirra í Kaupþingi banka hf., Exista hf. og SPRON í fyrstu kynslóð eigenda eru hins vegar fengnar úr opinberum gögnum. Það sama er að segja um aðrar persónugreinanlegar upplýsingar.

Flæðiritið ber að lesa frá vinstri til hægri eftir eigendum og eignarhlutföllum. Sé efstu línunni til dæmis fylgt eftir þá sést að Exista B.V. átti 23,10% í Kaupþingi banka hf. á árinu 2007, en Exista B.V. var í 100% eigu Exista hf., sem aftur var í eigu Bakkabræðra Holding B.V. að 45,21%.

Hafa ber í huga að fyrsta kynslóð eigenda í Exista hf. er jafnframt þriðja kynslóð eigenda í Kaupþingi banka hf. Á sama hátt er fyrsta kynslóð eigenda í SPRON þriðja kynslóð eigenda í Exista hf. og fimmta kynslóð eigenda í Kaupþingi banka hf. Upplýsingar um merkingu einstakra litakóða og tákna er að finna í sérstöku skýringarboxi á viðkomandi síðum.







Skýringar

- Félag til greiningar
- Íslenskt félag
- Íslenskur ríkisborgari
- Erlent félag/ríkisborgari
- Aðrir - ógreint
- Tengsl á milli aðila
- Áframhaldandi greining
- Tengir aðila sem koma fyrir oftar en einu sinni
- Ekki greint áfram hér



Efnahags- og Viðskiptaráðuneytið
b/t Helgu Jónsdóttur
Skuggasund 3
150 Reykjavík

Reykjavík, 15. maí 2012.

Efni: Vegna skýrslu um Framtíðarskipan fjármálakerfisins

Viðskiptaráð þakkar fyrir tækifæri til að veita umsögn um þær áherslur sem fram koma í fyrrgreindri skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra.

Í skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra um *Framtíðarskipan fjármálakerfisins* er fjallað um atburði liðinna ára og hugað að mikilvægum atriðum til að afstýra viðlíka efnahags- og fjármálaáfalli og hér varð í lok árs 2008. Víða um heim er unnið að endurbótum á eftirliti með fjármálastofnunum og því mikilvægt að hið sama eigi sér stað hér á landi. Þetta er ágætlega reifað í skýrslunni, en afar mikilvægt verður að teljast að úrbætur á íslensku fjármálakerfi verði í takti við það sem tíðkast í nágrannalöndum okkar og í lengstu lög forðast að útfærslur verði séríslenskar, sem myndi leiða til ógagnsæis og óskilvirkni.

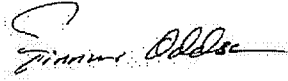
Viðskiptaráð telur skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra gagnlegt innlegg í umræðu um skipulag fjármálakerfisins til framtíðar og gerir ekki athugasemdir við þær hugmyndir sem þar eru reifaðar. Það er þó með einni undantekningu, sem lítur að ábyrgð á eftirliti með fjármálastöðugleika.

Þegar kemur að eftirliti með fjármálakerfinu er mikilvægt að til staðar sé heildaryfirsýn yfir kerfið og stöðugleika þess. Vegna samtengingu fjármálastofnana í litlu hagkerfi sem Íslandi er ekki fullnægjandi að horft sé til hvorrar einingar fyrir sig og alhæft á þeim grunni um stöðugleika heildarinnar. Náð samstarf stofnana sem koma að eftirliti með fjármálamarkaði er því nauðsynlegt og samþætta þarf mat Fjármálaeftirlits (FME), sem fylgist með einstökum fyrirtækjum, og Seðlabanka (SÍ), sem ber ábyrgð á stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í skýrslu ráðherra er fjallað um að sérstöku fjármálastöðugleikaráði verði færð þessi ábyrgð á hendur, væntanlega vegna þess að það fyrirkomulag sem var, skipting ábyrgðar á milli FME og SÍ, hefur ekki gefist nægilega vel.

Frá árinu 2008 hafa verið gerðar ýmsar breytingar á starfsemi bæði SÍ og FME, m.a. með tilkomu samstarfssamnings um upplýsingaflæði frá 2011 auk þess sem sérstakt fjármálastöðugleikasvið er nú starfrækt innan SÍ og þjóðhagssvið innan FME. Gera má ráð fyrir því að aukin samskipti um mál er varða fjármálastöðugleika og almennt aukin samhæfing dragi úr þörf á sérstöku ráði sem ætluð er sama ábyrgð. Jafnvel mætti færa fyrir því rök að slíkt ráð gæti leitt til einskonar afsals ábyrgðar þeirra stofnana sem fjalla eiga um málið, auk þess sem þar gætir tilhneigingar til aukinn og kostnaðarsamra umsvifa í opinberum rekstri sem ástæða er til að sneiða hjá. Þetta á ekki síður við í fjármálakerfinu, en vísbendingar

eru um að það sé um margt óskilvirkt og kostnaðarhlutföll almennt of há. Í öllu falli er ávinningur af sérstöku fjármálastöðugleikaráði til að fjalla um málefni, sem með réttu ætti að liggja á ábyrgðarsviði annarra stofnana, ekki augljós og þyrfti að rökstyðja betur.

Virðingarfyllt,



Finnur Oddsson
Framkvæmdastjóri
Viðskiptaráð Íslands

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið

Reykjavík, 15. maí 2012

Tilvísun 111

MKÁ

Efni: Skýrsla efnahags- og viðskiptaráðuneytisins um framtíðarskipan fjármálakerfisins

NASDAQ OMX Iceland hf. („**Kauphöllin**“) hefur borist beiðni frá efnahags- og viðskiptaráðuneytinu um álit og ábendingar varðandi afmarkaða þætti í skýrslu ráðuneytisins um framtíðarskipan fjármálakerfisins. Hefur þess verið óskað að Kauphöllin veiti álit sitt á köflum 8 og 9 í skýrslunni.

Kauphöllin fagnar því að efnahags- og viðskiptaráðuneytið hafi farið í þá vinnu að útbúa svo ítarlega skýrslu um svo brýnt málefni sem framtíðarskipan fjármálakerfisins. Ljóst er af lestri skýrslunnar að mikið svigrúm er til aðgerða og margar leiðir tiltækar. Þessu svigrúmi fylgir þó sú ábyrgð að leggja verður mat á þau úrræði og tæki sem líklegust eru til að ná fram stöðugleika án þess þó að draga úr skilvirkni og efnahagslegum ábata af fjármálakerfinu. Það skiptir sköpum að draga réttan lærdóm af fjármálakreppunni en þó ber að gæta varkárni við val á aðferðum til að ná markmiðinu um stöðugleika fjármálakerfisins.

Hvað varðar umræðu í 8. kafla skýrslunnar um fjármálastöðugleika þá vill Kauphöllin koma því á framfæri, án þess þó að draga úr mikilvægi þess að finna aðferðir við heildarstjórn á fjármálakerfinu, að ekki megi gera lítið úr hlutverki og áhrifum eindaeftirlits. Kauphöllin telur ljóst að í því umhverfi sem skapaðist á Íslandi í aðdraganda fjármálakreppunnar hafi það haft hvað mest áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins að einingar innan þess, hver og ein fyrir sig, hafi verið veikar fyrir þó að samspil þeirra veikleika hafa vafalítið magnað óstöðugleikann. Eins og fram kemur í kafla 8.1 fylgir beitingu þjóðhagsvarúðartækja ýmis kostnaður. Þau geta brenglað hvata í þá veru að hagkvæmstu fjárfestingarkostir eru ekki valdir og dregið úr hagvexti. Í kaflanum segir enn fremur að slík áhrif þurfi að veita og meta á móti þeim ávinningi sem fjármálastöðugleiki felur í sér. Hér þyrfti að bæta við að þennan kostnað og ávinning þarf einnig að veita og meta á móti þeim kostnaði og ávinningi sem öflugra eindaeftirlit hefur í för með sér. Þjóðhagsvarúðartækin þarf því að velja af kostgæfni og sérstaklega með það í huga hver sé hagkvæmasta leiðin til að ná þeim árangri sem að er stefnt.

Í tengslum við efni 9. kafla um framtíðarskipan fjármálakerfisins þá telur Kauphöllin að umræða um hlutverk skipulegra verðbréfamarkaða sé mikilvæg í þessu samhengi. Ljóst er að skipulegir verðbréfamarkaðir þjóna mikilvægu hlutverki innan fjármálakerfisins sem leið til fjármögnunar. Skilvirkur markaður með verðbréf er mikilvægur þáttur í áhættudreifingu við fjárfestingar og leiðir til aukinnar dreifingar á eignarhaldi. Uppbygging öflugra verðbréfamarkaða hlýtur að teljast sérlega mikilvæg frá sjónarhóli fjármálastöðugleika í ljósi almenns lágs eiginfjárlutfalls íslenskra fyrirtækja. Íslenskur þjóðarbúskapur er sveiflukenndur og svo lítið eigið fé sem raun ber vitni gerir fyrirtækin í landinu afar viðkvæm fyrir áföllum. Þegar áföll dynja á mun þessi veikleiki smita með beinum og óbeinum hætti yfir í fjármálakerfið og gera það veikara fyrir. Ef hlúð er að verðbréfamarkaði má nýta hann til að vinna bug á þessari meinsemd í íslensku atvinnulífi. Kauphöllin telur því ástæðu til að vekja

upp umræðu um hvert hlutverk skipulegra verðbréfamarkaða á að vera í framtíðarskipan fjármálakerfisins og mikilvægi þeirra við uppbyggingu efnahagskerfisins.

Virðingarfyllt,

Magnús Kristinn Ásgeirsson,
lögfræðingur



SAMKEPPNISEFTIRLITIÐ

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
EVR	11110053	Abm.	KG
Skjalnúmer	3.0.1	Aðrir	HJLP
Nett.	18.05.12		JS
Aðrs.			

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið
Sölvhólgötu 7
150 Reykjavík

Reykjavík, 14. maí 2012

Tilv.: 1204009

Varðar: Skýrsla um framtíðarskipan fjármálakerfisins

Samkeppniseftirlitið lýsir yfir ánægju með skýrslu efnahags- og viðskiptaráðuneytisins til Alþingis um framtíðarskipan fjármálakerfisins sem send var stofnuninni til umsagnar þann 4. apríl sl. Skýrslan er uppbyggilegt, málefnalegt og þarft framlag til mikilvægrar umræðu um hvernig unnt sé að tryggja að fjármálakerfið á Íslandi verði til framtíðar öruggt, skilvirkt og hæfilega umfangsmikið fyrir þjóðarbúskapinn.

Á liðnum árum hefur stór hluti af ráðstöfunartíma Samkeppniseftirlitsins farið í mál tengd fjármálamarkaði. Sum málanna hafa lotið beint að afleiðingum hrunsins en önnur að uppbyggingu markaða og eignarhaldi, svo sem greiðslumiðlunarmarkaði og greiðslukortamarkaði, upplýsingatækniþjónustu fjármálafyrirtækja og aðgagnshindrunum inn á fjármálamarkað. Þá hefur Samkeppniseftirlitið gefið út umræðuskjal nr. 1/2011 *Samkeppni á bankamarkaði*.

Samkeppnisaðstæður á fjármálamarkaði hafa tekið miklum breytingum eftir hrun. Samþjöppun hefur aukist umtalsvert og er ekki ólíklegt að áhugi á frekari samrunum komi fram, bæði vegna slæmrar stöðu minni fjármálafyrirtækja og möguleikans á hagræðingu sem slíkum samrunum getur fylgt. Samkeppniseftirlitið hefur í ræðu og riti tekið undir það sjónarmið að rekstrarkostnaður í íslenska bankakerfinu sé of mikill. Draga þyrfti úr honum á næstu árum til þess að hægt verði að bjóða heimilum og fyrirtækjum betri kjör samhliða því sem fjármálafyrirtækin geti skapað eðilegan hagnað af reglulegri starfsemi sinni. Samkeppniseftirlitið hefur hins vegar miklar efasemdir um að samruni tveggja af stóru viðskiptabönkunum væri ásættanlegur. Slíkt myndi auka samþjöppun á markaðnum verulega og þar af leiðandi vera líklegt til að draga úr samkeppni. Tekið er á þessu á blaðsíðu 46 í skýrslu efnahags- og viðskiptaráðuneytisins þar sem segir að „(s)mæð íslenska markaðarins geri bönkunum erfitt fyrir að ná fram stærðarhagkvæmni nema til enn frekari sameiningar komi. Hér vegur hins vegar hvað á móti öðru, ávinningur af aukinni stærðarhagkvæmni og þjóðhagslegur kostnaður af mikilli samþjöppun á markaði.....”



Vel er tekið á samkeppnismálum í skýrslu efnahags- og viðskiptaráðuneytisins. Þannig er góð greining á helstu samkeppnisvandamálum í sérstökum kafla í skýrslunni. Þá er skilningur sýndur á því að eftirlit með fjármálamarkaði og stöðugleika hans krefjist ekki einungis samstarf FME og Seðlabankans heldur þurfi samstarf um þessi efni einnig að ná til Samkeppniseftirlitsins og hlutaðeigandi ráðuneyta (bls. 97).

Samkeppniseftirlitið telur þær hugmyndir sem fram koma í skýrslunni um fjármálastöðugleikalög, rammalög þar sem umgjörð um alla fjármálastarfsemi er samræmd, vera athyglisverðar og skynsamlega fram settar. Jafnframt eru athyglisverðar hugmyndir um fjármálastöðugleikaráð sem hefði það hlutverk að meta reglulega þær hættur sem stöðja að fjármálakerfinu með heildstæðu áhættumati og ákveða viðbrögð við aðsteðjandi vanda með þátttöku allra hlutaðeigandi stjórnvalda. Samkeppniseftirlitið telur að færð séu góð rök fyrir þessu fyrirkomulagi í skýrslunni en getur ekki tekið afstöðu til þessarar hugmyndafræði út frá markmiðum samkeppnislaga án þess að nánari greining liggji fyrir um slíka umgjörð og framkvæmd hennar.

Virðingarfyllt,
Samkeppniseftirlitið



Páll Guðnar Pálsson



Benedikt Arnason



SAMTÖK ATVINNULÍFSINS

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið
Skuggasundi 3

150 REYKJAVÍK

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið	
11110053	
30	Abm. KG
16.05.12	Adm. HJ IP

Reykjavík, 14. maí 2012

Efni: Umsögn um skýrslu um framtíðarskipan fjármálakerfisins

Þann 4. apríl 2012 óskaði efnahags- og viðskiptaráðherra eftir álit og ábendingum Samtaka atvinnulífsins um þær hugmyndir sem settar eru fram í 8. og 9. kafla skýrslu um framtíðarskipan fjármálakerfisins og var þess óskað að þær bærust ráðuneytinu fyrir 15. maí. Hér á eftir fer umfjöllun SA en auk þess fylgir frásögn af umræðum á ráðstefnu Harvard Law School um þjóðhagsvarúðareftirlit, sem haldin var í New York í lok mars 2012, og í tóku þátt fjölmargir sérfræðingar beggja vegna Atlantshafsins frá fjármálageiranum, stjórnvöldum og eftirlitsaðilum.

Almennt um markmið með breytingum á umgjörð fjármálakerfisins

Hagsmunir þjóðarinnar felast í því að rekið sé hagkvæmt og samkeppnisfært fjármálakerfi hér á landi. SA taka undir umfjöllun í kafla 9.1 (bls. 93) þar sem segir að „Hagsæld Íslendinga er á því byggð að hér sé rekið samkeppnisfært, opið hagkerfi á grundvelli utanríkisviðskipta sem eru hátt hlutfall af landsframleiðslu.“

Framangreind markmið eiga lengra í land en fyrir hrun fjármálakerfisins vegna gjaldeyrishaftanna. Gjalddeyrishöftin einangra fjármálamarkaðinn, hamla samkeppni, halda uppi kostnaði og draga þannig úr samkeppnishæfni atvinnulífsins. Íslenska hagkerfið er ekki opið í samanburði við önnur þróuð ríki, m.a. vegna takmarkana á erlendri fjárfestingu, sbr. mælingar OECD sem sýna að takmarkanir eru hvergi meiri en á Íslandi meðal þeirra ríkja sem samanburðurinn nær til, og vegna mikillar verndar innlands landbúnaðar. Ólíkt því sem margir hafa talið þá var hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu heldur ekki sérstaklega hátt á þeim árum þegar raungengi krónunnar var í samræmi við þjóðhagslegt jafnvægi, hvað þá þegar raungengið var sem hæst á árunum fyrir fjármálahrunið, en hlutfallið hefur hækkað mikið eftir gengishrun krónunnar.

Erfitt að marka framtíðarskipan fjármálakerfisins þegar framtíðarstefnan í peningamálum, og jafnvel gjaldmiðilsmálum, er ómótuð og óvissu háð. Stefna Seðlabankans um afnám gjaldeyrishafta hefur ekki skilað miklum árangri og með óbreyttri stefnu er ólíklegt að ákvörðun Alþingis um að afnema þau fyrir árslok 2013 nái fram að ganga og gildistími þeirra verði því enn framlengdur. Það skiptir því verulegu máli hvort verið sé að móta stefnu fyrir einangrað fjármálakerfi í verndarhjúpi gjaldeyrishafta eða hvort stefnt sé að mótun skilyrða fyrir alþjóðlega samkeppnisfært innlent fjármálakerfi. Róttækar breytingar á skipan peningamála geta gjörbreytt markaðsumhverfi fjármálafyrirtækja og afnám gjaldeyrishafta mun breyta samkeppnisumhverfinu. Ef fjármálafyrirtækin eiga að standa samkeppnisaðllum snúning verða einingar að verða hagkvæmari sem felur óhjákvæmilega í sér möguleika á frekari samruna fjármálafyrirtækja. Aukin hlutdeild í íbúðalánum fjármálafyrirtækja, og þar með minnkað hlutverk Íbúðalánasjóðs, t.d. með því að færa útlán hans til fjármálafyrirtækja, er einnig til þess fallin að styrkja stöðir fjármálafyrirtækjanna og auka hagkvæmni þeirra. Stjórnvöld hljóta að taka þann þátt inn í myndina við mótun framtíðarstefnu fyrir fjármálakerfið sem hafi hagkvæmni, skilvirkni og samkeppnishæfni að leiðarljósi.



Fáeinar athugasemdir við 6. og 7. kafla

Í kafla 6.1. er fjallað um markaðshlutdeild og samþjöppun á fjármálamarkaði. Samþjöppun er mæld eftir markaðshlutdeild innlána viðskiptabanka og sparisjóða og er niðurstaðan sú að á kvarða Herindahl-Hirschman sé samþjöppunarstuðullinn 3.000 en markaður teljist mjög samþjappaður sé stuðullinn hærrí en 1.800 stig.

SA telja þetta of þrönga skilgreiningu og fremur beri að líta á markaðshlutdeild í útlánum. Með því að telja útlánastarfsemi ÍLS og lífeyrissjóða með þá mælist samþjöppunin minni. Hlutdeild ÍLS og lífeyrissjóða í útlánum er um 30% og að þeim meðtöldum, og byggt á hlutdeild í útlánum, er samþjöppunarstuðullinn 2.100. Leggja ætti áherslu á að auðvelda nýjum aðilum að hasla sér völl á markaðnum en síður á að vernda þá aðila sem fyrir eru. Mótsögn er fölgín í kröfum um nauðsynlega hagræðingu og ódýrari þjónustu og andstöðu við sameiningar fyrirtækja á fjármálamarkaði.

Í kafla 7 er kynning á Basel III reglunum en unnið er að innleiðingu þeirra í Evrópurétt og koma þær til framkvæmda hér á landi smám saman í gengum EES-samninginn. Í kaflanum er greint frá rannsóknum þar sem komist er að þeirri niðurstöðu að allt að 20% eiginfjárlutföll séu þjóðhagslega hagkvæmust og því séu vísbendingar um að þau eiginfjárlutföll sem stefnt er að séu lægri en geti talist þjóðhagslega hagkvæmt.

Arðsemi fjármálafyrirtækja í heiminum hefur verið slök undanfarin ár og fjárfestar tapað miklum fjármunum á eignarhlutum sínum. Arðsemi eiginfjár fjármálafyrirtækja hefur fallið úr 15-20% á árunum fyrir fjármálakreppuna í 5-10% nú.¹ Basel reglurnar auka mjög eiginfjárkröfur til fjármálafyrirtækja og draga þannig úr arðsemi þeirra. Það hlýtur að vekja upp spurningar um áhuga fjárfesta á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum ef arðsemi þeirra verður mun lakari en í öðrum atvinnugreinum. Hvaða aðilar verða tilbúnir til að verða eigendur þessarar grundvallarþjónustu með litla arðsemi?

Athugasemdir við 9. kafla

Í 9. kafla er yfirlit yfir umfjöllun skýrslunnar og verður hér á eftir fjallað um helstu álitæfnin sem þar er getið.

9.1 Öruggt og skilvirkt fjármálakerfi af hæfilegri stærð

Almennt um áherslu á fjármálastöðugleika

Í kafla 9.1 (bls. 93) er fjallað um aukna áherslu á fjármálastöðugleika við mótun alþjóðlegs regluverks og aukinn skilning á séraðstæðum í hverju landi. Verkefni stjórnvalda á næstu misserum og árum sé að sniða umgjörð laga og reglna fyrir íslenska fjármálastarfsemi sem virðir alþjóðlegar skuldbindingar. Þá er fjallað um hugsanleg frávik sem feli í sér lögmætar öryggisráðstafanir vegna þjóðarhagsmuna.

SA taka undir það meginsjónarmið skýrslunnar að við breytingar á íslenskri löggjöf og stofnanaumgjörð beri að leggja aukna áherslu á fjármálastöðugleika. Hins vegar er óljóst hvað átt er við með hugsanlegum frávikum vegna þjóðarhagsmuna. Í ljósi þess að ekki er fjallað um hvaða aðstæður hér á landi séu með þeim hætti að þær gætu kallað á frávik frá alþjóðlegum reglum er erfitt um vik að bregðast við þessari umfjöllun. Að mati SA er mikilvægt að íslensk löggjöf fylgi þróun í okkar viðskiptaríkjum og EES-samningnum en að ekki séu innleiddar sérreglur sem auki kostnað og dragi úr samkeppnishæfni fjármálafyrirtækja.

¹ The Economist, 5.-11. maí 2012



Skattlagning fjármálafyrirtækja

Í kafla 9.1 (bls. 94) er vikið að umræðu á vettvangi Evrópusambandsins um skattlagningu fjármálafyrirtækja og tillögu framkvæmdastjórnar ESB um skatt á fjármálafyrirtæki (*e. financial transaction tax*). Þessi skattlagningaráform hafa raunar sætt mikilli gagnrýni og andstöðu og alls óvíst að af þeim verði. Í skýrslunni segir að „mikilvægt sé að slík skattlagning skerði ekki samkeppnishæfni innlendrar fjármálaþjónustu“.

Íslensk stjórnvöld hafa þó ekki hikað við það á undanförunum árum að leggja sérstaka skatta á fjármálafyrirtæki. Í fyrsta lagi sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki (lög 155/2010, 0,041% af skattstofni), í öðru lagi 5,45% fjársýsluskatt (launaskatt til viðbótar við tryggingagjald) og sérstakan 6% fjársýsluskatt á hagnað yfir 1.000.000.000 kr. og í þriðja lagi skatt (lög 73/2011, 0,0875% af skattstofni) til að fjármagna hluta af sérstakri vaxtaniðurgreiðslu. Þessir skattar auka kostnað fjármálafyrirtækja og er óhjákvæmilega velt yfir á viðskiptavinina sem dregur úr samkeppnishæfni þeirra og íslenskra fyrirtækja. Íslenskt fjármálakerfi verður ekki samkeppnishæft við erlenda keppinauta ef það þarf að bera séríslenska skatta og því verður að fella þessa skatta niður sem fyrst.

Í lok kafla 9.1 er vikið að þörf fyrir breytingar á lögum um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða til að gefa langtímasjónarmiðum aukið vægi í fjárfestingarstefnu þeirra. Vitnað er til skýrslu úttektarnefndar á starfsemi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins þessu til stuðnings. SA eru ósammála þessu viðhorfi og telja ekki skorta á langtímasjónarmið í fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða. Á hinn bóginn kann að vera þörf á breytingu á 2. mgr. 39. gr. laga 129/1997 um lífeyrissjóði sem kveður á um að gera verði breytingar á samþykktum sjóðs ef meira en 10% munur er á milli eignarliða og lífeyrisskuldbindinga eða munurinn hefur haldist meiri en 5% samfellt í fimm ár. Þetta ákvæði getur í vissum tilvikum ýtt undir skammtímasjónarmið í fjárfestingum lífeyrissjóða.

9.2 Aðskilnaður fjárfestingarstarfsemi og almennrar viðskiptabankastarfsemi

Um aðskilnað fjárfestingarstarfsemi og almennrar viðskiptabankastarfsemi segir í kaflanum: „Við íslenskar aðstæður virðist ástæða til að flýta sér hægt í þessum efnum., m.a. vegna þess að fjárfestingarbankastarfsemi er eðli málsins samkvæmt í lágmarki um þessar mundir þar sem fjárfesting er í lægð. Þá er til þess að líta að á þessu viðfangsefni verður væntanlega tekið í nálægum löndum á næstu misserum, og þangað gæti verið heppilegra að leita fyrirmynda en til bandarískra og breskra lausna.“

SA taka undir þetta álit. Aðskilnaður hefði óveruleg áhrif til skamms tíma en ef hann yrði lögfestur myndi fjárfestingabankastarfsemi færast yfir til annarra fjármálafyrirtækja eða markaða, skuggabankastarfsemi (*e. shadow banking*) sem ekki lúta eins ströngum reglum og bankar og því yrði fjármálakerfið ógegnisærra. Þá ber að hafa í huga að gerðar hafa verið breytingar á lögum um fjármálafyrirtæki sem takmarka möguleika þeirra til áhættutöku miðað við þær reglur sem giltu fyrir fjármálakreppuna. Í Bandaríkjunum hefur verið gengið nokkuð langt í takmörkunum á fjárfestingarstarfsemi viðskiptabanka með Dodd-Frank lögunum og eru þær breytingar mjög umdeildar og margir telja þær ekki til bóta. Í Bretlandi hafa verið settar ákveðnar girðingar (ring-fencing) skv. tillögum Vickers nefndarinnar en í öðrum ríkjum Evrópu hafa ekki verið gerðar breytingar í þessa veru.

9.3 Fjármálastöðugleikalög – samræmd umgjörð um alla fjármálastarfsemi

Í kaflanum er greint frá því að meginveilan í fjármálaeftirliti fyrir hrun hafi verið sú að skort hafi eftirlit með fjármálakerfinu sem heild. Hér á landi sem annars staðar sé því þörf fyrir gagnngerar endurbætur á umgjörð og skipan fjármálakerfisins. Það sé hugsanaskekkja að ætla að fjármálakerfið hljóti að vera í lagi sé hver eind í því fyrir sig í lagi. Ná þurfi tökum á eðlislægri tilhneigingu kerfisins til ospenslu og finna þurfi heildarstjórntæki og beita þeim. Slík tæki gangi undir nafninu þjóðhagsvarúðartæki (*e. macroprudential tools*) og þeim sé ætlað að vera sveiflujafnandi og stuðla að



SAMTÖK ATVINNULÍFSINS

fjármálastöðugleika. Setja þurfi rammalöggjöf um alla fjármálastarfsemi íslenskra fjármálafyrirtækja í þeim tilgangi að efla stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í þeim lögum, lögum um fjármálastöðugleika, ætti að kveða á um stofnun fjármálastöðugleikaráðs sem skipað væri fulltrúum ráðuneyta, FME, SE og Seðlabankanum. Verkefni ráðsins væri að meta þær hættur sem stöðja að fjármálakerfinu með heildstæðu áhættumati og ákveða viðbrögð við aðsteðjandi vanda. Ráðið væri sjálfstætt en Seðlabankinn legði til kjarnann í öflugri stuðningseiningu við það. Meðal fyrstu verkefna ráðsins væri að móta og velja hæfileg verkfæri til að þjóna tilgangi löggjafarinnar en löggjöfin þyrfti jafnframt að veita svigrúm til þess að laga verkfærin að þörfum eftir að reynsla fæst af notkun þeirra.

Kerfisáhætta – skilgreining og tímamarkar fyrir aðgerðir

Á alþjóðavettvangi fer fram umræða um hvernig beri að skilja og skilgreina kerfisáhættu (*e. systemic risk*). Óumdeilt er að hluti skilgreiningarinnar snúi að eignabólum, einkum á fasteignamarkaði, sem séu merki um að fjármálakerfið geti verið í hættu og því sé mikilvægt að koma í veg fyrir þær eins og unnt er. Að hluta til er kerfisáhætta þjóðhagslegt fyrirbæri sem unnt er að nálgast með mælingum á útlánavexti, vexti peningamagns, hækkun fasteignaverðs eða hækkandi veðhlutföllum (*e. loan-to-value ratios*). Kerfisáhætta snýr einnig að einstökum fjármálafyrirtækjum, einkennum þeirra og hegðun, þ.e. ef innbyrðis tengsl þeirra eru mikil og þar af leiðandi smitáhætta við áföll, og áhættusækni þeirra. Óháð því hvernig kerfisáhætta er skilgreind nákvæmlega er mælingavandinn mikill á þessum þáttum. Erfitt er að mæla stærð, flækjustig og stig innbyrðis tengsla fjármálafyrirtækja og orsakasamband þessara þátta við kerfisáhættu. Þá getur fjármálakerfið lent í hættu vegna hjarðhegðunar fjárfesta og fjármálafyrirtækja, en hjarðhegðun er almennt einkenni eignabóla. Vönduð álagspróf geta verið árangursrík tæki til greiningar á kerfisáhættu og nýtur sú skoðun nokkurs fylgis að þau geti verið nálgun að þjóðhagsvarúðareftirliti. Álagspróf fjármálafyrirtækja þvinga þau til þess að setja upp í staðlað líkan alvarlegar aðstæður á borð við stórfellt tap og flóttu innlánseigenda.

Verkfæri þjóðhagsvarúðareftirlits

Í kafla 8.1 eru talin upp 11 tæki sem flokkast gætu undir þjóðhagavarúðartæki, s.s. hámark á íbúðalán, bindiskylda, lausafjárkröfur og eiginfjárkröfur. Við núverandi skipan eru þessi tæki í höndum þriggja aðila, þ.e. ríkisstjórnar, Seðlabanka og FME. Fæst ef nokkur þessara tækja eru ný af nálinni og hefur verið beitt í mismunandi tilgangi af stjórnvöldum á undanföllum árum og áratugum með misjöfnum árangri.

Fjármálastöðugleikaráð

Verði stofnanaumgjörð breytt þannig að fjármálastöðugleikaráði verði skipaður formlegur sess í stjórnkerfinu er spurning um hvað ráðið ætti að gera á grundvelli þeirra upplýsinga sem það safnaði og hverjar niðurstöður greininga þess ættu að vera. Ætti ráðið eingöngu að hafa eftirlits- og leiðbeiningarskyldur eða ætti það að hafa valdheimildir, þ.e. að geta beitt einhverjum þeirra tækja sem til umráða eru. Um þetta eru skiptar skoðanir í umræðu á alþjóðavettvangi þar sem sumir líta þannig á að þjóðhagsvarúðareftirlit eigi einungis að snúa að eftirliti og tilmælum en aðrir að það eigi að hafa valdheimildir. Slíkar umræður standa yfir í Evrópu en í Bandaríkjunum hefur verið sett á stofn sjálfstætt fjármálastöðugleikaráð (*e. FSOC, Financial Stability Oversight Council*, undir forsæti fjármálaráðherra) sem hefur vlotækar heimildir til upplýsingasöfnunar og bæði rétt til að beina tilmælum til aðila, þ.m.t. þingsins, og tiltekna valdheimildir. Í Evrópu er þróunin skemur á veg komin með þeirri undantekningu að í Bretlandi hefur verið stofnað fjármálastöðugleikanefnd (*e. FPC, Financial Policy Committee*) innan breska seðlabankans.

Í kaflanum er lagt til að fjármálastöðugleikaráð verði skipað fulltrúum stjórnvalda, FME, SE og Seðlabankans. Frá sjónarhóli atvinnulífsins er þessi samsetning ráðsins ófullnægjandi. Í ráðinu þyrftu auk framangreinda að sitja fulltrúar fjármálafyrirtækja, neytenda og heildarsamtaka vinnumarkaðarins. Þátttaka þeirra myndi treysta stöðu ráðsins og koma til móts við gagnrýni á skort á lýðræðislegri ábyrgð, einkum ef ráðinu yrðu faldar miklar valdheimildir. Tekið er undir að ráðið yrði



SAMTÖK ATVINNULÍFSINS

vistað í Seðlabankanum og að hann legði því til kjarnann í stuðningseiningu þess en starfsemi þess félli þó á engan hátt undir yfirstjórn Seðlabankans.

9.4 Skipulag og verkaskipting eftirlitsstofnana

Í kaflanum segir: „Mikilvægt er að efla eftirlitsstarf FME, einkum hvað varðar kerfisbundið eftirlit með starfsemi allra fjármálafyrirtækja.“ Í framhaldinu er lagt til að rannsóknir á sakamálum tengdar bankahruninu verði fluttar til embættis sérstaks saksóknara sem og eftirlit með framgöngu á fjármálamarkaði og neytendavernd.

Þessi tilflutningur á verkefnum er í sjálfu sér skoðunarverður en rannsóknir á sakamálum eru tímabundin verkefni sem lýkur senn og snerta því ekki skipulag til framtíðar. Óhjákvæmilegt er hins vegar að fjalla um sameiningu Seðlabankans og FME. Rekstur þessara stofnana kostar mikið fé og er kostnaður vegna þeirra án efa sá lang hæsti sem um getur meðal þróaðra þjóða í hlutfalli við íbúafjölda, landsframleiðslu eða stærð bankakerfis. Ef lögum verður breytt á þann veg að aukin áhersla verði lögð á fjármálastöðugleika, og stofnað verði fjármála-stöðugleikaráð, þá verða óskýr mörk á milli þjóðhagsvarúðar- og eindavarúðareftirlits, verkfærin þau sömu í mörgum tilvikum og því augljóslega aukin skilvirkni fölgin í samruna þessara stofnana í stað einhvers konar formlegs samstarfs eins og nú er. Krafa um hagræðingu í eftirlitsstarfinu er mjög hávær í atvinnulífnum.

Fjármálaeftirlit var áður innan Seðlabankans og var FME stofnað að breskri fyrirmynd. Nú í kjölfar stofnunar fjármálastöðugleikaráðs þar í landi hefur verið ákveðið að flytja tiltekna eftirlitsþætti aftur til breska seðlabankans. Þetta ætti að vera umhugsunarefni fyrir íslensk stjórnvöld og hvatning til þess að skoða í alvöru samruna þessara eðlislíku stofnana.

Að mati SA hafa ekki verið sett fram sannfærandi rök fyrir enn frekari eflingu Fjármálaeftirlitsins en þegar hefur verið gert, en starfsmannafjöldi þess hefur þrefaldast á fáum árum og stofnunin býr yfir nægilegum úrræðum til þess að geta gegnt mikilvægu hlutverki sínu. Almennt er talið að ágallar fjármálaeftirlits á árunum fyrir bankahrunið hafi ekki stafað af takmörkuðum lagaheimildum og úrræðum heldur hafi framkvæmd eftirlitsins verið ófullnægjandi. Þá hafa verið gerðar fjölmargar breytingar á umgjörð fjármálamarkaðar og fjármálaeftirlits á umliðnum árum sem eflt hafa Fjármálaeftirlitið.

Þá er mikilvægt að auka traust á milli FME og fjármálafyrirtækja en á það mun skorta. Tortryggni og ótti við refsingar dregur mátt úr fjármálafyrirtækjum og leiðir til ákvarðanafælni.

9.5 Sérstök uppgjörs- og slitameðferð fyrir fjármálafyrirtæki í fjárhagsvanda

Í kaflanum er lagt til að endurskoðuð verði öll ákvæði laga um sérstaka uppgjörs- og slitameðferð fjármálafyrirtækja sem lent hafa í alvarlegum fjárhagsvanda eða komist í þrot (*e. special resolution regime and winding-up procedures*). Einnig kemur fram að frumvörp að nýjum tilskipunum ESB um þetta efni séu í smíðum, annars vegar um samræmda meðferð mála sem varða skila- og slitameðferð (*e. recovery and resolution*) fjármálafyrirtækja sem komist hafa í þrot og hins vegar það sem kallað hefur verið skjót íhlutun (*e. early intervention*) í málefni fjármálafyrirtækja sem lent hafa í kröggum til þess að bægra frá öðru verra.

Í ljósi þess að væntanlegar eru tilskipanir ESB um þessi málefni er skynsamlegt að Íslendingar fari sér hægt í breytingum á löggjöf og að samræmdar reglur verði teknar upp þegar þær hafa litið dagsins ljós, í stað þess að taka upp séríslenskar reglur á undan öðrum þjóðum.

9.6 Innstæðutryggingar og aflétting gjaldeyrishafta

Í kaflanum er fjallað um nýja löggjöf sem sé í undirbúningi um innstæðutryggingar, og frumvarp þess efnis sem sé til meðferðar í efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Hið nýja innstæðukerfi verði sniðið að nýrri tilskipun ESB um þetta efni og feli m.a. í sér miklu meiri vernd fyrir hvern einstakan



SAMTÖK ATVINNULÍFSINS

innstæðueigenda en gildi fyrir hrun bankanna. Lagt er til að lhugað verði að áfram verði litið á innstæður eða innstæðutryggingar þeirra vegna sem forgagnskröfur við slit fjármálafyrirtækja.

SA leggja áherslu á að almennt fyrirkomulag innstæðutrygginga á Íslandi verði að fullu sambæft þeirri löggjöf sem gildir á EES-svæðinu og séríslensk ákvæði neyðarlaganna frá 2008 verði felld brott. Í því felst að sett verði sólarlagsákvæði við núverandi fyrirkomulag almennrar innstæðutryggingar og forgangs innstæðna við slit fjármálafyrirtækja.

Forgangur innstæðna við slit fjármálafyrirtækja takmarkar möguleika þeirra til að afla fjár með útgáfu almennra skuldabréfa. Við þær aðstæður mun útgáfa sérvarinna skuldabréfa fjármálafyrirtækja, sem eignir þeirra standa að baki, aukast. Sú þróun mun draga úr vægi þeirra eigna sem standa að baki innstæðutryggingunni. Forgangur innstæðna mun draga úr möguleikum fjármálafyrirtækja til þess að taka erlend lán og endurlána innlendum fyrirtækjum, sem leiðir til þess að skuldabréfaútgáfa stærri fyrirtækja mun fara vaxandi og íslensk útflutningsfyrirtæki munu í vaxandi mæli leita til erlendra banka

9.7 Stefna ríkisins sem eiganda fjármálafyrirtækja

Íslenska ríkið á nú 81% hlut í Landsbankanum, 13% í Arion banka og 5% í Íslandsbanka. Aðrir eignarhlutir eru í eigu þrotabúa gömlu bankanna en þar á bak við eru kröfuhafarnir í búin. Þar sem ríkið er meðal kröfuhafa mun hlutur þess vaxa að loknu uppgjöri búanna. Í kaflanum er greint frá þeirri stefnu ríkisstjórnarinnar að halda sínum hlut í Landsbankanum um sinn sem hafi að svo stöddu ekki áform um sölu á honum niður fyrir tvo þriðju af hlutafé bankans í heild. Annað gildi um hlutafé í hinum bönkunum sem geti verið til sölu sem slíkir eða selst með bönkunum í heild ef svo ber undir. Sjónarmið ríkisins við sölu á bönkunum sé að leitað verði eftir kaupendum sem hafi forsendur til þess að auka stöðugleika fjármálakerfisins og vekja á því traust. Loks er minnt á að banka- og sparisjóðakerfið sé dýrt og bindi mikla starfskrafta. Uppstokkun í íslensku bankakerfi ætti að gefa kost á því að ná aukinni hagkvæmni.

SA taka undir framangreind sjónarmið um að leitað verði eftir kaupendum að eignarhlutum ríkisins sem auki traust og stöðugleika fjármálakerfisins og uppstokkun gefi færi á aukinni hagkvæmni.

Það skiptir miklu máli að fjármálamarkaðurinn sé hagkvæmur og að viðskiptavinirnir fái þjónustu á samkeppnishæfum kjörum. Íslensk fyrirtæki í samkeppni við erlenda aðila á erlendum markaði eða heimamarkaði þurfa aðgang að fjármagni á sambærilegum kjörum og erlendir keppinautar til þess að standast þeim snúning.

Eitt af lykilatriðum við endurskipulagningu íslenska fjármálakerfisins er hvort stefnt verði að fækkun eininga. Af fyrri afstöðu samkeppnisyfirvalda má ráða að samruni tveggja af þremur stóru aðilunum á markaðnum sé ekki inni í myndinni hjá stofnuninni vegna þeirrar fákeppni sem ríkir á markaðnum. Í því samhengi verður að líta til þess að fjármálamarkaðurinn er opinn og að reikna má með miklum breytingum og þróun á markaðnum þegar fjárhagslegri endurskipulagningu viðskiptavina fjármálafyrirtækjanna þeirra loksins lýkur og gjalddeyrishöftum verður aflétt.

Marka verður skýra stefnu um framtíðar eignarhald stóru aðilanna á markaðnum, þ.e. Landsbankans, Íslandsbanka og Arion banka. Miklu skiptir að verðandi eigendur bankanna stuðli að samkeppnishæfara fjármálakerfi og virkri samkeppni á markaðnum. Pólitísk stýring á einstökum bönkum er óæskileg og því hlýtur ríkið að stefna að því að draga sig út úr eignarhaldi á fjármálafyrirtækjum.

Ef einn eða fleiri af stóru bönkunum væri í eigu öflugs erlends alþjóðlegs banka gæti það stuðlað að meiri aga á markaðnum og betri tengingu við alþjóðlega viðurkennd vinnubrögð í bankarekstri. Auk þess myndi það styrkja aðgang að erlendum fjármálamörkuðum og stuðla að aukinni samkeppni.



SAMTÖK ATVINNULÍFSINS

9.8 Fjármálastöðugleiki felur í sér mikilvæg almannagæði

Í kaflanum er fjallað um markmið afskipta hins opinbera af fjármálastarfsemi sem er að stuðla að því að fjármálakerfið standist áföll og geti varist áhrif uppsafnaðrar áhættu innan þess. Við endurskoðun laga þurfi að kveða skýrar á um markmið og hlutverk fjármálaeftirlits en nú er gert. Lagafyrirmælin þurfi að gefa eftirlitsstofnunum færi á að bregðast skjótt við síbreytilegu ástandi á fjármálamarkaði á grundvelli þessara markmiða. Gegnsæi og ábyrgð þurfi að fylgja öllum slíkum ákvörðunum um beitingu aðgerða til að tryggja fjármálastöðugleika.

SA taka undir framangreind markmið með eftirliti með fjármálamarkaðnum og umfjöllun um lagabreytingar sem hafi það að markmiði að auka fjármálastöðugleika. Þær valdheimildir sem fjallað er um að færa eftirlitsaðilum, einkum á sviði þjóðhagsvarúðareftirlits, eru hins vegar matskenndar, afar vandmeðfarnar og fela í sér mikil völd. Beiting þjóðhagsvarúðartækja til aukins aðhalds á þenslutímum verður óhjákvæmilega umdeild og ekki til vinsælda fallin. Þótt gengsæi sé almennt æskilegt við töku slíkra ákvarðana þá kann það við vissar aðstæður að takmarka skilvirkni við ákvarðanatöku og við aðstæður kerfislegrar fjármálakreppu beinlínis ekki eiga við. Erfiðar ákvarðanir í alvarlegri fjármálakreppu, þar sem taka þarf afdrifaríkar ákvarðanir með skömmum fyrirvara, verða tæpast teknar í kjölfar opinberrar umræðu.

Beiting þjóðhagsvarúðartækja eykur kostnað fjármálakerfisins og getur dregið úr hagvexti og velmegun til skamms tíma en ef þau ná markmiði sínu og koma í veg fyrir kostnaðarsöm áföll eykst hagvöxtur og velmegun til lengri tíma. Valið á milli stöðugleika og aukinnar velmegunar er matskennt og mikil áskorun er fólgin í því fyrir eftirlitsaðila að ákvarða hlutfallslegt vægi þessara markmiða á hverjum tíma og rökstyðja það þannig að atvinnulíf og almenningur standi að baki þeirrar stefnumörkun.

Virðingarfyllt,
f.h. Samtaka atvinnulífsins

Hannor G. Sigurðsson

Samantekt af ráðstefnu Harvard Law School um fjármálakerfi 21. aldarinnar, New York, 22-24 mars 2012 – dagskrá fyrir Evrópu og Bandaríkin¹

Þjóðhagsvarúðareftirlit

Megin umfjöllunarefnið vörðuðu ástæður og umfang kerfisáhættu sem eftirlitsaðilar ættu að taka mið af, þjóðhagsvarúðartæki, þ.m.t. eiginfjárlutföil, skipulag eftirlits og matskenndar ákvarðanir (discretion), og kosti sem veiga þarf og meta (trade-offs) við þjóðhagsvarúðareftirlit. Þátttakendur höfðu mismunandi skoðanir bæði á möguleikum (potential) þjóðhagsvarúðareftirlits og hæfilegu umfangi (scope) þess. Þrátt fyrir að hugtakið hafi nýlega birst í opinberri stjórn málaumræðu þá á það sér langa sögu með misjöfnum árangri.

Staðfesting (identifying) kerfisáhættu

Meginspurningin er hvernig skilja eigi kerfisáhættu. Margir telja meginatriðið vera að koma í veg fyrir eignabólur. Þá telja margir að kerfisáhætta sé þjóðhagslegt fyrirbæri, sem annað hvort sé mælt með vexti peningamagns, hækkun fasteignaverðs eða veðhlutföllum (loan-to-value ratios).

Aðrir telja mikilvægara að einbeita sér að einkennum og hegðun fjármálafyrirtækja. Frá þessum sjónarhóli snýst kerfisáhætta um of mikla áhættusækni og hugsanlega smithættu. Stærð og innbyrðis tengsl fjármálafyrirtækja skipti miklu máli.

Ein niðurstaða sem menn sammæltust almennt um var að sumar fjármálastofnanir væru kerfislega mikilvægar, vegna stærðar, flækjustigs, tengsla við aðrar fjármálastofnanir eða hlutverks á tilteknum eignamarkaði eða fleiri eignamörkuðum. Menn eru yfirleitt sammála um að eitt hlutverk þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðila sé að fylgjast með slíkum kerfislegt mikilvægum fjármálafyrirtækjum (SIFIs), en þó finnast þeir sem hafa efasemdir um það.

Lykilatriði er hvernig kerfislega mikilvægt fjármálafyrirtæki geti verið skilgreint. Margir eftirlitsaðilar einbeita sér að stórum bönkum, en bent er á að skurðpunkturinn fyrir kerfislegt mikilvægi verði óhjákvæmilega handahófskenndur. Erfitt sé að mæla flækjustig og tengsl við aðra (interconnectedness). Einn þátttakandi gerði greinarmun á innbyrðis tengslum og lánveitingum (credit exposure) (t.d. lánveitingar Goldmans til AIG sem mótaðila í skuldatryggingum), sem geti verið mikið vandamál, og innbyrðis tengsl fjármögnunar (t.d. hlutverk uppgjörsbanka í þríliða repo markaði og hugsanleg áhrif greiðslufalls). Bent var á að yfirvöld hafi byrjað að óska eftir miklu magni upplýsinga, um t.d. bein afleiðuviðskipti (OTC derivatives position), en margir efast um að það sé nokkur leið að nýta slík gögn með skilvirkum hætti við mat á áhættu. Einnig var bent á að engin samstaða væri um hvernig stærð, flækjustig eða innbyrðis tengsl hefðu áhrif á að auka eða minnka kerfislegt mikilvægi tiltekins fjármálafyrirtækis. Einnig bentu margir á að áhrif (implication) margra þessara aðgerða væru mismunandi eftir löndum, með ólíkar reglur og markaðsaðstæður. Sumir bentu á viðbótargalla SIFI líkansins um þjóðhagsvarúðareftirlit. Þeir bentu á að kerfisáhætta gæti

¹ Þessi árlega ráðstefna er haldin sitt á hvæð í New York og einhverju Evrópuríki. Ráðstefnan er styrkt af Citi bank, HSBC, State Street, Deutsche Bank, TIAA CREF Financial Services, BCM International Regulatory Analytics, CFA Institute, The Clearing House, Clifford Change, Fleishman Hillard, JPMorgan Chase, Thomson Reuters og Parls Europlace. Þátttakendur í ráðstefnunni voru 100 og koma úr mörgum áttum. Úr einkageiranum tóku þátt æðstu stjórnendur, millistjórnendur eða stjórnarmenn í fjármálafyrirtækjum, ýmsum ráðgjafafyrirtækjum, stóru endurskoðunarfyrirtækjunum og kauphöllum. Stjórnendur ráðuneyta, hátt settir stjórnendur seðlabanka og fjármálaeftirlita beggja vegna Atlantshafsins tóku þátt og stjórnendur ýmissa samtaka í fjármálageiranum. Þingmenn á Evrópuþinginu og fulltrúar úr háskólasamfélaginu tóku einnig þátt.

komið fram vegna hjarðhegðunar margra fjárfesta eða fjármálafyrirtækja, óháð stærð þeirra. Raunar var því haldið fram að hjarðhegðunin væri sameiginlegt einkenni eignabóla.

Vandinn við mat (quantification) er talinn meiriháttar. Sumir halda því þó fram að nothæfir mælikvarðar hafi verið þróaðir til að meta mismunandi tegundir innbyrðis tengsla og áhættu, en aðrir hafa efasemdir um það. Margir telja að heildarmælikvarðar, eins og veðhlutföll eða útlánavöxtur, séu of almennir (breiðir) og ónákvæmir við mat á kerfisáhættu. Umræðan um þetta tengist svipaðri umræðu um það hvort yfirhöfuð sé hægt að staðfesta (identify) eignabólur nema eftir á. Margir telja einnig útilokað að meta innbyrðis vensl fjármálafyrirtækja og tengja þau við kerfisáhættu.

Þrátt fyrir efasemdir um SIFI líkanið um þjóðhagsvarúðareftirlit beindust umræðurnar mikið að því hvernig best væri að hafa eftirlit með SIFIs í þeim tilgangi að minnka möguleika þeirra á að valda kerfistruflun. Þátttakendur sáu almennt meiri árangur af notkun víðtækra (comprehensive) álagsprófa fremur en einstakra mælikvarða (metrics) eins og hina mjög svo gagnrýndu VaR aðferð (value-at risk measure) og jafnvel eigin mati fjármálafyrirtækja á áhættuvegnum eignum sínum. Sumir telja framkvæmd álagsprófa vera of nærgöngula (invasive) og stundum handahófskennda, en aðrir benda á styrkleika álagsprófa sem nálgun að þjóðhagsvarúðareftirliti. Álagspróf þvinga fjármálafyrirtæki til þess að setja upp í líkan alvarlegar aðstæður á borð við stórfellt tap, flóttu innlánseigenda, samkvæmt sama staðli. Sumir þátttakendur voru ánægðir með jafnvægið sem skapað hefði verið milli ósveigjanlegra reglna og því að leyfa fjármálafyrirtækjum að þróa eigin áhættulíkon en rökstyðja þau jafnframt (comply-or-explain), og sáu þetta sem viðleitni eftirlitsaðila til að viðurkenna séraðstæður einstakra fjármálafyrirtækja en einnig til að koma í veg fyrir freistnihættu. Þó höfðu menn áhyggjur af þeim möguleika að Fed myndi þvinga elgið líkan á fyrirtækin, eins og í nýjasta álagsprófi hans, eða að álagprófin yrðu ekki nægilega traust (rigorous), eins og tilfellið var með fyrsta álagsprófið á evrusvæðinu.

Tæki

Burtséð frá umræðunni um hvernig skyldi skilgreina og mæla áhættu þá snérist meginumræðan um hvað þjóðhagseftirlitsaðilar ættu að gera við þær upplýsingar sem þeir söfnuðu. Almennt voru tvö andstæð sjónarmið sett fram. Annað sjónarmiðið lítur fyrst og fremst á hlutverk þjóðhagsvarúðareftirlits sem eftirlit, en hitt sjónarmiðið lítur einnig á framkvæmdina. Þessi umræða tengist umræðunni um hæfilega stjórnun (appropriate governance) og verkaskiptingu milli stofnana í ferli þjóðhagsvarúðareftirlits.

Þátttakendur sem litu á eftirlit sem eina hæfilega verkefnið fyrir þjóðhagsvarúðareftirlit bentu á að kerfisáhætta gæti komið upp á marga mismunandi vegu og mismunandi orsakir kölluðu á mismunandi hagstjórnarviðbrögð. T.d. of mikil útlán til fasteignakaupa (hvernig sem „of mikið“ er skilgreint) mætti skilja sem viðfangsefni almennrar hagstjórnar til að bregðast við of hröðum útlánavexti eða þrengra viðfangsefni sem snéri að of rúmum lánaskilmálum (inappropriate lending standards). Greining á ástæðum áhættunnar ákvarðaði aðkomu yfirvalda peningamála eða eftirlitsaðila með bönkum, sem gætu breytt reglum eða leiðbeiningum um staðla um áhættuvogir eða dreifingu eignasafna (diversification). Þannig töldu þessir þátttakendur að þjóðhagsvarúðareftirlit ætti að vera aðskilið frá framkvæmd stefnu stjórnvalda.

Stofnanalega séð er þessi nálgun ríkjandi í flestum ríkjum Evrópu, þar sem þjóðhagsvarúðareftirlit er að fullu aðgreint frá eindareftirliti þjóðríkjanna. Litið er á Bretland sem dæmi um andstæðan pól þar sem bæði eftirlit og framkvæmd stefnu er miðstýrð. Líkanið sem er að koma í ljós í USA, með Dodd-

Frank lögunum, er eins konar miðjuleið þar sem FSOC² (Financial Stability Oversight Council) getur í sumum tilvikum skipað stofnunum (og jafnvel Fed) að grípa til aðgerða, en er ráðgefandi í öðrum.

Á sama hátt eru skoðanir mjög skiptar um hlutverk seðlabanka sem þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðila. Að vissu leyti endurspeglar ágreiningurinn skoðanir á því að hve miklu leyti peningastefna er hentugt hagstjórnartæki til að hindra eignabólur. Hann endurspeglar einnig skipulag og starfsemi seðlabanka í mismunandi löndum, sem er allt frá líkani Bretlands með miðstýrðu valdi yfir bæði peningastefnu og fjármálaeftirliti í seðlabankanum, til líkans Bandaríkjanna þar sem seðlabankinn (Fed) deilir eftirlitsþáttum með mismunandi eftirlitsaðilum á lands- og fylkjavísu og til líkansins á evrusvæðinu þar sem ábyrgð ECB á fjármálaeftirliti er mjög takmarkað (þótt sumir seðlabanka aðildarríkja evrunnar séu virkir þátttakendur í fjármálaeftirliti). Sumir þátttakendur réttlættu þátttöku seðlabanka á þeim grundvelli að starfslið seðlabanka hefði líklega meiri tæknilega þekkingu, og væri líklegra til þess að líta heildstætt á efnahagslífið, en sérhæft starfslið eftirlitseininga.

Eftirlitsmál

Þátttakendur telja eftirlitsmálin flókin. Í raun hafa margir efasemdir um þau greiningartæki og upplýsingar sem þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðilar búa yfir. Settar eru fram efasemdir um hvort mælikvarðar (metrics) þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðila séu þeir réttu, og með hvaða hætti ætti að standa að setningu þröskulda sem framkalli aðgerðir, jafnvel þótt mælikvarðarnir væru þeir réttu. Þátttakendur höfðu einnig áhyggjur af því að líkön um kerfisáhættu og stöðugleika væru hvorki nægilega traust né þróuð. Auk þess hafði fjöldi þátttakenda áhyggjur af því hvort skynsamlegt væri að reiða sig á vel prófuð líkön (well-substantiated) þegar efnahagsþróun og fjármálanýjungar gerðu þau úrelt. Sumir þátttakendur höfðu einnig áhyggjur af því að neikvæð áhrif misheppnaðra líkana gætu margfaldast ef eftirlitsaðilar í mörgum ríkjum notuðu sömu líkönin.

Fyrir utan spurningar um líkön, þá höfðu margir þátttakendur áhyggjur af gæðum þeirra upplýsinga sem eftirlitsaðilar hefðu aðgang að. Þeir nefndu t.d. að í sumum tilvikum væru upplýsingar veittar hindrunarlaust, en í öðrum hefðu fjármálaþyrskot svigrúm til þess að skilgreina eða leggja mat á grundvallargögn (t.d. áhættuvegnar eignir). Tilfinning þeirra var að vandamál varðandi aðgengi að gögnum og gæði þeirra myndu óhjákvæmilega draga úr nytsemi eftirlits.

Að öllum þessum athugasemdum virtum stendur eftir sú spurning hvort vænta megi þess að þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðilar í stjórnsýslustofnunum og seðlabönkum séu vitrari en aðilar í einkageiranum. Margir þátttakendur höfðu miklar efasemdir um að eftirlitsaðilar væru í betri aðstöðu til að greina raunverulega stöðu en í einkageiranum, einkum með tilliti til þess mismunar sem er í launum þessara aðila. Aðrir litu á þetta sem rök fyrir því að fela seðlabönkum frekari valdheimildir í þjóðhagsvarúðareftirliti, þar sem talið er að seðlabankar hafi almennt yfir að ráða hæfara starfsfólki en aðrar eftirlitsstofnanir.

Loks voru þátttakendur sammála um að upplýsingavandinn væri enn meiri vegna upplýsingaskipta milli ríkja. Ekki aðeins var bent á að gögn væru ekki stöðluð í ríkjum Evrópu heldur hindraði löggjöf upplýsingaskipti í sumum tilvikum.

² As established under the Dodd-Frank Act, the Financial Stability Oversight Council (FSOC) will provide, for the first time, comprehensive monitoring to ensure the stability of our nation's financial system. The Council is charged with identifying threats to the financial stability of the United States; promoting market discipline; and responding to emerging risks to the stability of the United States financial system. The Council consists of 10 voting members and 5 nonvoting members and brings together the expertise of federal financial regulators, state regulators, and an insurance expert appointed by the President.

Hagstjórnartæki

Umræðan snérist einnig um þau tæki sem stjórnvöld hefðu yfir að ráða. Ein hlið þeirrar umræðu er hvort stjórn kerfisáhættu ætti að skilja fyrst og fremst sem verkefni yfirvalda peningamála. Svo virtist sem flestir þátttakendur væru því sjónarmiði ósammála, þar sem þeir beindu einkum sjónum að hefðbundnu eindareftirliti, þ.m.t. eigin- og lausafjárkröfum, áhættugreiningu, hlítingu og gegnsæi.

Þátttakendur bentu á að þessi tæki gætu annað hvort verið kerfislæg eða tímatengd (systemic or dynamic) í eðli sínu. Til dæmis, varðandi eigin- og lausafjárkröfur, sem litið er á sem kjarnann í framkvæmd þjóðhagsvarúðareftirlits, þá sé nálgun Basel I og II einkum kerfislæg og bundin reglum. Nýjustu gerðir eiginfjárfarna, s.s. varasjóðir til að vega á móti hagsveiflunni, hefðu aðlögun að breyttum efnahagsskilyrðum að markmiði. Þótt þátttakendur viðurkenndu almennt réttmæti meginreglu um mismunandi eftiriðskröfur eftir aðstæðum (dynamic supervision), þá var samstaðan minni um það hvort eftirlitsaðilar gætu almennt metið hagsveifluna og fínstillt eiginfjár- og lausafjárkröfur samkvæmt því.

Þátttakendur spurðu einnig þeirrar almennu spurningar í hvaða mæll ætti að veita eftirlitsyfirvöldum heimildir til stjórnvaldsákvæðana eða einungis til leiðbeininga. Almennt var samstaða um að mikilvægt val milli kosta og galla fælist í þessari spurningu. Annars vegar lögðu sumir þátttakendur áherslu á að stjórnvaldsákvæðanir væru ósveigjanlegar, og hefðu tilhneigingu til að taka ekki mið af aðstæðum eða breytingum. Aðrir þátttakendur lögðu meiri áherslu á hliðstætt (obverse) vandamál, að matskennt vald (discretion) færði eftirlitsaðilum og seðlabönkum verulegt vald sem væri andstætt meginreglum um lýðræðislegt aðhald (accountability).

Skortur á skýrum leiðbeiningareglum við stjórnvaldsákvæðanir myndi óhjákvæmilega leiða til aukinna matskenndra ákvarðana (discretion) – og þar með aukins sjálfstæðis – eftirlitsaðila og seðlabanka. Eftirlitsaðilar myndu einnig standa frammi fyrir meiri gagnrýni ef væru ákvarðanir þeirra álitnar rangar eftir á. Sumir álitu að hlítingarreglur (comply-or-explain) væru besta leiðin til þess að fást við vandamál í tengslum við matskenndar ákvarðanir eftirlitsaðila, þar sem sú leið gæfi fjármálafyrirtækjum bestu færin á nýsköpun samtímis því að þurfa að réttlæta gerðir sínar. Á sama hátt var lagt til að kröfum um ábyrgð eftirlitsaðila eða peningamálayfirvalda á matskenndum aðgerðum mætti mæta eftir á með eftirfylgni (monitoring) aðferðum á borð við opna upplýsingafundi (hearings).

Að lokum bentu margir þátttakendur á að hagstjórnartæki væru á vettvangi þjóðríkja, eða svæðisbundin, en kerfisáhætta og kreppur dreifðust alþjóðlega. Hvað sem því líður er grundvallaratriði að koma á skipulagi sem auðveldar og eflir alþjóðlega samvinnu, óháð vinnu Basel nefndarinnar.

Umfang (scope)

Sumir þátttakendur töldu að í raun ætti þjóðhagsvarúðareftirlit í vanda við skilgreiningu á því hverjir ættu að sæta eftirliti. Einkum höfðu þeir áhyggjur af því að þjóðhagsvarúðareftirlit hefði hingað til lagt of mikla áherslu á eftirlit með bönkum, en minni á önnur fjármálafyrirtæki, þ.m.t. skuggabankakerfið. Þeir bentu á t.d. að FSB (Financial Stability Board, staðsett í Basel, 24 ríki, 12 alþjóðlegar stofnanir) hefði aðeins skilgreint tiltekna banka sem G-SIFI (Global Systematically Important Financial Institutions, Alþjóðlega kerfislægt mikilvægar fjármálastofnanir) og að bankar væru einnig yfirgnæfandi á listum yfir SIFI einstakra ríkja. Aðrir höfðu minni áhyggjur af þessu og bentu á að tilnefningarferli (designation process) samkvæmt bæði Dodd-Frank og FSB SIFI veittu

yfirvöldum skýrar heimildir til þess að beina sjónum að öðrum fjármálafyrirtækjum en bönkum. Þeir töldu eðlilegt að byrja á bönkum, þar sem þeir væru kjarni fjármálakerfisins, og í ljósi þess að þróaðar aðferðir væru fyrir hendi við að meta og leysa úr vanda banka.

Í tengslum við umfang (scope) valda erfiðleikar við samræmingu þjóðhagsvarúðareftirlits milli landa (cross-border) sérstökum áhyggjum. Þótt upplýsingaskipti milli yfirvalda einstakra þjóðríkja hafi batnað (einkum í Evrópu), sem og stofnun formlegs samstarfs eftirlitsaðila, þá var það almenn tilfinning þátttakenda að þjóðhagsvarúðareftirlit væri fyrst og fremst í höndum eftirlitsaðila einstakra ríkja, jafnvel þótt alþjóðlega fjármálakreppan hefði sýnt fram á nauðsyn þess að fjalla um kerfisáhættu á alþjóðalegu samhengi. Bent var á að FSB og AGS hefðu svarað þeirri áskorun að hluta, en hvorug stofnunin hefði í raun vald eða afl til þess að tryggja skilvirka samræmingu.

Kostir og gallar mismunandi skipulags þjóðhagsvarúðareftirlits

Þátttakendur tókust á við þrjú mismunandi álitamál í umræðum um þjóðhagsvarúðareftirlit án þess að komast að sameiginlegri niðurstöðu. Í fyrsta lagi hvort eftirlitið myndi í raun draga úr kerfisáhættu í alþjóðlega fjármálakerfinu. Fjöldi þátttakenda lét í ljós miklar efasemdir um það með þeim rökum að núverandi þekking á staðfestingu (identification) áhættu og úrlausnum (remediation) veitti eftirlitsaðilum ekki skýrar leiðbeiningar, og að veita þeim aukið matskennt vald til að beita eigin dómgreind væri óverðskuldað. Ennfremur höfðu þessir þátttakendur áhyggjur af því að áframhaldandi aukning eftirlits með fjármálafyrirtækjum, sem þegar væru undir ströngu eftirliti, myndi einfaldlega auka hvata til að flytja fjármálastarfsemi, og þar með einnig áhættu, yfir í starfsemi sem byggði við minni reglubyrði í skuggabankageiranum. Aðrir voru bjartsýnni á möguleika þjóðhagsvarúðareftirlits til þess að auka fjármálastöðugleika. Þeir bentu á að margir þættir þjóðhagsvarúðareftirlits væru þegar í framkvæmd og lögðu til víðari skilgreiningu á áhættu sem gæti bætt frammistöðu þjóðhagsvarúðar eftirlitsaðila og seðlabanka. Þeir töldu einnig að skilvirkari reglusetning gæti hindrað tilflutning fjármálaáhættu til skuggabankageirans.

Í öðru lagi var fjallað um kostnað og ávinning af styrkara stjórnkerfi þjóðhagsvarúðareftirlits. Sumir þátttakendur efuðust um að löggjafarvaldið hefði í alvöru metið kostnað við nýjar reglur og reglugerðir sem innleiddar hefðu verið til að koma í veg fyrir endurtekningu hins fullkomna fjármálastorms árið 2008. Til dæmis gagnrýndu nokkrir þátttakendur reglur skv. Dodd-Frank harðlega fyrir að gera ekki nægilega grein fyrir auknum kostnaði fjármálafyrirtækja vegna aukinnar reglubyrði. Aðrir voru ósammála og bentu á að alvarlegar tilraunir hefðu verið gerðar til þess en niðurstaðan væri sú að ómögulegt væri að meta kostnað og ávinning. Fjöldi þátttakenda leit þannig á að það væri grundvallarmál hvaða áherslu þjóðfélög legðu hlutfallslega á stöðugleika annars vegar og hagvöxt hins vegar. Sumir höfðu djúpar áhyggjur af neikvæðum áhrifum auknings eftirlits á fjármálanýjungar og vilja fjármálakerfisins til að útvega áhættufjármagn sem stuðlaði hagvexti. Aðrir litu þannig á að áhrif stórfelldra fjármálakreppa væru svo mikil að nauðsyn þess að koma í veg fyrir eða a.m.k. milda framtíðarkreppur vægi mun meira en kostnaður fjármálafyrirtækja af auknu þjóðhagsvarúðareftirliti og stívari eiginfjárkröfum, jafnvel þótt slík stefna drægi úr hagvexti.

Að lokum var rætt hvernig nálgast ætti spurningar um lýðræði og ábyrgð (accountability) í þessu samhengi. Þátttakendum var ljóst að stór hluti kostnaðarins er borinn af raunhagkerfinu, en ávinningur fjármálanýjunga fellur strax fjármálageiranum í skaut. Sumir hafa áhyggjur af því að lýðskrums stjórnsmál gætu leitt til slæmrar stefnumörkunar. Sumir þættir Dodd-Frank laganna, s.s. Volcker reglan, var sérstaklega gagnrýnd í þessu samhengi. Tiltekin stefnumörkun í Evrópu var einnig

harðlega gagnrýnd, m.a. tilmæli Vickers nefndarinnar um að innleiða girðingar sem grunnþátt í
þjóðhagsvarúðareftirliti, sem og tillögur um skatt á fjármálaviðskipti.



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
EVR	1110053		
Málal.	3.0	Abn.	KG
Métt.	23.05.12	Aðrir	HY JS
Aðrs.			

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið
vt. ráðherra
Skuggasundi 3
150 Reykjavík

22. maí 2012

Tilvísun: 2012040042/11.0
Tilvísun yðar: EVR1110053/3.0

Umsögn um skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis um framtíðarskipan fjármálakerfisins

Fjármálaeftirlitið vísar til bréfs efnahags- og viðskiptaráðuneytisins, dags. 4. apríl 2012, þar sem óskað er umsagnar um skýrsluna *Framtíðarskipan fjármálakerfisins*, einkum 8. og 9. kafla skýrslunnar.

Fjármálaeftirlitið vill þakka efnahags- og viðskiptaráðuneytinu fyrir það tækifæri að fá að veita umsögn um áðurnefnda skýrslu. Að mati Fjármálaeftirlitsins er skýrslan gott framlag til umræðu um þetta mikilvæga málefni. Jafnvel þótt ekki séu lagðar fram fastmótaðar tillögur í skýrslunni er umfjöllunin málefnaleg og viðhorfum á þessu sviði lýst með opinskáum hætti og með skírskotun til þróunar á alþjóðavettvangi.

Hér að neðan mun Fjármálaeftirlitið einkum leitast við að koma á framfæri athugasemdum og sjónarmiðum um umfjöllun í áðurnefndum köflum skýrslunnar sem lýtur að hlutverki og starfsemi stofnunarinnar.

1. Skipulag Fjármálaeftirlitsins og verkaskipting á milli stofnunarinnar og Seðlabanka Íslands

Í skýrslunni eru færð rök fyrir því að heppilegt sé að sú verkaskipting verði áfram að Fjármálaeftirlitið sinni eftirliti með einstökum eftirlitsskyldum aðilum á meðan Seðlabankinn fylgist með fjármálakerfinu sem heild og stöðugleika þess í samræmi við sitt lögbundna hlutverk. Jafnframt sé mikilvægt að efla eftirlit Fjármálaeftirlitsins, einkum varðandi kerfisbundið eftirlit með starfsemi allra fjármálafyrirtækja.

Samkvæmt núgildandi lögum nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi er það fyrst og fremst hlutverk Fjármálaeftirlitsins að fylgjast með að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög og reglur sem um starfsemina gilda og að starfsemin sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti. Með eftirlitsskyldum aðilum í þessum skilningi er meðal annars átt við fjármálafyrirtæki, váttryggingafélög, váttryggingamiðlara, verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóði, lífeyrissjóði, greiðslustofnanir, kauphallir og skipulagða verðbréfamarkaði. Auk þess að hafa eftirlit með fjárhagsmálefnum þessara aðila og þeir viðhafi eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti sinnir Fjármálaeftirlitið ýmiss konar afgreiðsluverkefnum. Má þar meðal



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

annars nefna veitingu starfsleyfa, starfsheimilda og leyfis til útgáfu sértryggðra skuldabréfa, hæfismat stjórnarmanna, framkvæmdastjóra og virkra eigenda, staðfestingu reglna og útboðslýsinga. Jafnframt tryggir Fjármálaeftirlitið meðal annars eftirfylgni með lögum og reglum um aðgerðir gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka, innheimtulögum og lögum um fjarsölu á fjármálaþjónustu.

Á undangengnum rúmlega þremur árum hefur margt áunnist í enduruppbyggingu og endurskipulagningu fjármálakerfisins, í lagaumgjörð á fjármálamarkaði og í starfsemi Fjármálaeftirlitsins. Lögum og reglum hefur verið breytt, Fjármálaeftirlitið hefur gefið út nýja stefnu, skipulagi stofnunarinnar hefur verið breytt, veruleg aukning hefur orðið á fjölda starfsmanna og samstarf milli Fjármálaeftirlits og Seðlabankans hefur verið styrkt. Nánari grein verður gerð fyrir ofangreindum þáttum í eftirfarandi köflum.

1.1. Endurbætur í lagaumhverfi

Umtalsverðar breytingar hafa orðið á lagaumhverfi á sviði fjármálastarfsemi á undanförmum rúmlega þremur árum. Breytingarnar eru liður í því að bæta úr ágöllum sem taldir voru vera fyrir hendi á lögum um fjármálastarfsemi og talið var að hefðu átt sinn þátt í því fjármálaáfalli sem varð haustið 2008. Má þar einkum nefna lög nr. 75/2010 um breytingu á lögum nr. 161/2002 um fjármálaafyrirtæki þar sem fyrst og fremst var verið að fylgja eftir niðurstöðum í skýrslu finnska sérfræðingsins Kaarlo Jännäri um reglur og eftirlit með bankastarfsemi frá mars 2009. Þá má nefna lög nr. 119/2011 um breytingu á lögum nr. 161/2002 þar sem ákvæði tilskipunar 2009/111/EB um tiltekna þætti eigin fjár, stórar áhættur, fyrirkomulag eftirlits og áhættustýringu voru innleidd í íslenskan rétt. Jafnframt má nefna ný lög nr. 56/2010 um váttryggingastarfsemi, lög nr. 128/2011 um verðbréfasjóði, fjárfestingarsjóði og fagfjárfestingsjóði, lög nr. 120/2011 um greiðsluþjónustu og ýmsar breytingar sem gerðar voru á lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti með lögum nr. 22/2009.

1.2 Ný stefna Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið gaf út nýja stefnu í nóvember 2010. Stefnan leggur áherslu á að öflugur fjármálamarkaður sé þjóðfélagslega mikilvægur og á næstu árum megi búast við örum breytingum, frekari vexti og aukinni alþjóðavæðingu. Fjármálaeftirlitið vilji hafa jákvæð áhrif á þróun markaðarins og stuðla að traustri fjármálastarfsemi.

Framtíðarsýn Fjármálaeftirlitsins er að fjármálamarkaðir starfi eftir gildandi leikreglum í þágu alls samfélagsins. Hyggst Fjármálaeftirlitið gera þá sýn að veruleika með því að byggja starfshætti sína á eftirfarandi þremur meginstöðum. Þær eru löghlýðni og heilbrigðir viðskiptahættir, sjálfstæð könnun og mat og fagleg umræða og gagnsæi.

Í byrjun árs 2010 mótaði Fjármálaeftirlitið þau gildi sem einkenna munu vinnubrögð stofnunarinnar í framtíðinni. Þau eru áráðni, fagmennska og festa. Til að hrinda í framkvæmd stefnu Fjármálaeftirlitsins er ljóst að þörf er á áframhaldandi umbótum í starfsemi stofnunarinnar með megináherslu á öflugan starfshóp reyndra og vel þjálfðra starfsmanna.



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICFI AND

1.3 Eftirfylgni við alþjóðlega staðla – umbótaverkefni og skipulagsbreytingar

Á fyrri hluta árs 2011 vann franskur sérfræðingurinn Pierre-Yves Thoraval skýrslu um stöðu bankaeftirlits hjá Fjármálaeftirlitinu fyrir íslensk stjórnvöld og í samræmi við yfirlýsingar stjórnvalda til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Hann skilaði skýrslu sinni í apríl 2011 þar sem lagðar voru fram tillögur að aðgerðum svo stofnunin geti uppfyllt alþjóðlega staðla hvað varðar árangursríkt bankaeftirlit (e. *Basel Core Principles for Effective Banking Supervision (BCP)*). Mat Thoraval er að árin 2012 og 2013 fari í að byggja upp eftirlit sem uppfyllir áður nefnda staðla. Auk þess er það mat hans að a.m.k. tvö ár þurfi til að byggja upp áhættumatskerfi (e. *Risk Model*) en það er forsenda þess að mögulegt verði að uppfylla staðlana. Stjórn Fjármálaeftirlitsins samþykkti í ágúst 2011 aðgerðaáætlun vegna þessara umbótaverkefna fyrir árin 2011 til 2014. Ekki hefur þó tekist að setja jafnmikinn kraft í umbótaverkefnið líkt og aðgerðaáætlunin gerði ráð fyrir vegna niðurskurðar í fjárveitingum til Fjármálaeftirlitsins vegna ársins 2012 frá því sem upphafleg áætlun gerði ráð fyrir.

Haustið 2011 var unnið að skipulagsbreytingum innan Fjármálaeftirlitsins og tók nýtt skipurit gildi í janúar 2012. Nýtt skipulag felur meðal annars í sér að fimm eftirlitssvið hafa verið lögð niður og þrjú ný eftirlitssvið stofnuð. Nýju eftirlitssviðin þrjú eru *vettvangsathuganir (e. on-site)*, *eftirlit (e. off-site)* og *greiningar (e. oversight)*. Nýja skipulagið er áhættu- og verkefnamiðað og taka nýju eftirlitssviðin þrjú við öllum verkefnum frá þeim fimm eldri sviðum sem lögð voru niður en skipting þeirra tók að miklu leyti mið af geirum fjármálamarkaðarins. Sambærileg þróun hefur einnig átt sér stað hjá öðrum fjármálaeftirlitum í Evrópu. Markmið skipulagsbreytinganna er að auka skilvirkni og samhæfingu í starfsemi og leggja meiri áherslu á heildareftirlit með fjármálamarkaðnum, einnig í samstarfi við Seðlabankann.

Mikilvægt er að umbótaverkefnið sem unnið er að innan Fjármálaeftirlitsins nái fram að ganga þrátt fyrir fyrirhugaða endurskoðun á regluverki og eftirliti á íslenskum fjármálamarkaði.

1.4 Aukið og markvissara samstarf Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans

Líkt og áður greinir er það lögbundið hlutverk Fjármálaeftirlitsins að hafa eftirlit með einstaka eftirlitsskyldum aðilum. Hlutverk Seðlabankans er fyrst og fremst að fara með stjórn peningamála, stuðla að verð- og fjármálastöðugleika og virkri og öruggri greiðslumiðlun, sbr. lög nr. 36/2001.

Frá gildistöku laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi og í lögum um Seðlabanka Íslands hefur ávallt verið kveðið á um náið samstarf Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans. Þannig hefur frá öndverðu verið lögð áhersla á góð samskipti þessara tveggja stofnana. Samstarfið var nýverið styrkt enn frekar í janúar 2011 með markvissari samstarfssamningi.

Í hinum nýja samningi er lögð áhersla á að til að fjármálakerfið sé heilbrigt, virkt og öruggt þurfi að skilgreina með skýrum hætti ábyrgð hvorrar stofnunar og verkaskiptingu þeirra á milli. Þá er lögð áhersla á að greining á stöðugleika dragi upp skýra mynd af styrkleika og veikleika fjármálafyrirtækja og getu þeirra til að bregðast við breytingum í hinu þjóðhagslega umhverfi og á innlendum sem erlendum mörkuðum. Vinna stofnananna þurfi



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

að miða að því að draga úr kerfislegri áhættu. Enn fremur er það markmið samstarfssamningsins að sjá til þess að til reiðu séu samhæfðar viðbúnaðaráætlanir og að reglulega sé metið hve vel lög og reglur þjóni markmiðum um stöðugleika fjármálakerfisins. Meðal helstu nýmæla í samningnum má nefna að samkvæmt honum halda forstjóri Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóri fundi að minnsta kosti tvisvar á ári, ásamt helstu sérfræðingum beggja stofnana, þar sem lagt er mat á kerfislega áhættu í íslenska fjármálakerfinu. Dagskrá fundanna spannar meðal annars þjóðhagslega þætti, áhættur í starfsemi fjármálafyrirtækja, samspil áhættuþátta, bæði innan fjármálakerfisins og milli þess og þjóðarbúsins, stöðu greiðslukerfa, lög og reglur um fjármálastarfsemi og endurbætur á viðlagaáætlunum. Fyrir þessa fundi tekur hvor stofnun saman yfirlit yfir stöðu áhættuþátta sem hún hefur eftirlit með. Í þeim tilvikum sem ábyrgð skarast er sameiginlegum áhættumatshópum falið þetta verkefni. Þá hafa seðlabankastjóri og forstjóri Fjármálaeftirlitsins gefið ráðherranefnd um efnahagsmál skýrslu um meginniðurstöður í kjölfar fundanna.

1.5 Samantekt

Fjármálaeftirlitið tekur undir það að æskilegt sé að núverandi verkaskipting milli stofnunarinnar og Seðlabankans verði áfram viðhöfð. Þannig mun Fjármálaeftirlitið áfram sinna eftirliti með einstökum eftirlitsskyldum aðilum en Seðlabankinn fylgjast með fjármálakerfinu sem heild og stöðugleika þess í samræmi við sitt lögbundna hlutverk. Slík verkaskipting kallar á náið samstarf milli þessara stofnana, bæði hvað varðar eftirlit með fjárhag einstakra eftirlitsskyldra aðila og eftirlit með stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Á því tæpa eina og hálfu ári frá því að hinn nýi samstarfssamningur var undirritaður er það mat Fjármálaeftirlitsins að samstarfið hafi aukist og orðið markvissara en áður var. Má einkum rekja það til aukinnar meðvitundar um mikilvægi samspils svonefnds heildareftirlits (*e. macroprudential supervision*) og eindaeftirlits (*e. microprudential supervision*) á fjármálamarkaði. Þá hafa skipulagsbreytingar innan Fjármálaeftirlitsins haft jákvæð áhrif á samstarfið þar sem meiri áhersla hefur verið lögð á heildareftirlit með fjármálamarkaðnum, t.d. með nýju greiningarviði. Eflaust má þó efla samstarfið og skilgreina verkaskiptinguna enn frekar, t.d. með rammalöggjöf sem vikið verður að í næsta kafla.

2. Fjármálastöðugleikalög, fjármálastöðugleikaráð og viðbúnaður við fjármálaáfalli

Í skýrslunni kemur fram að kanna þurfi kosti þess að setja rammalöggjöf sem efla eigi stöðugleika fjármálakerfisins í heild.

Fjármálaeftirlitið sér ekkert því til fyrirstöðu að skoðuð verði sú hugmynd að setja rammalöggjöf með hliðsjón af núgildandi lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, löggjöf um einstaka eftirlitsskylda aðila og lög um Seðlabankann og því sem er að gerast á vettvangi Evrópusambandsins (ESB) á þessu sviði, einkum á Norðurlöndunum. Fjármálaeftirlitið telur hins vegar að vandasamt verði, með slíkri rammalöggjöf, að setja ákvæði sem gilda eigi um stofnun, rekstur og stjórn viðskiptabanka, sparisjóða og annarra fjármálafyrirtækja, lífeyrissjóða og eftir atvikum annarra eftirlitsskylda aðila, svo sem váttryggingafélaga og verðbréfasjóða. Umrædd löggjöf byggir að mestu leyti á tilskipunum Evrópusambandsins og til að tryggja gagnsæi og einsleitni við Evrópumarkaðinn þá er nauðsynlegt að vera trúr þeirri uppbyggingu laga.



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Því telur Fjármálaeftirlitið að slík löggjöf væri ekki það framfaraskref sem skýrsluhöfundar telja.

Að mati Fjármálaeftirlitsins ætti því fyrst og fremst að skoða það að með slíkri rammalöggjöf yrði settur rammi utan um heildarmálefni fjármálastöðugleika. Í fyrsta lagi væri með slíkri löggjöf unnt að skilgreina hvað fælist í hugtakinu fjármálastöðugleiki, t.d. með því að styðjast við skilgreiningu Seðlabankans á því hugtaki og jafnvel útvíkka þá skilgreiningu þannig að hún næði einnig til stöðugleika allra kerfislega mikilvægra fjármálafyrirtækja, og eftir atvikum annarra eftirlitsskyldra aðila, á fjármálamarkaði. Í öðru lagi mætti kveða nánar á um þau stjórn-, mæli- og eftirlitstæki sem notast væri við til að stuðla að fjármálastöðugleika. Í þriðja lagi mætti kveða þar á um hlutverk og starfsemi mögulegs fjármálastöðugleikaráðs, sem ætti rót sína að rekja til nefndar um fjármálastöðugleika sem nú er starfandi. Þannig væri unnt að lögfesta meginefni samkomulags um skipan nefndarinnar frá júlí 2010 þar sem aðkoma Fjármálaeftirlitsins, Seðlabankans, tiltekinna ráðuneyta og mögulega annarra væri tryggð. Í fjórða lagi mætti með slíkri löggjöf kveða nánar á um verkaskiptinu Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans og samstarf þessara stofnana við reglubundið eftirlit með því að lögfesta meginefni samstarfssamnings stofnananna. Í fimmta lagi er Fjármálaeftirlitið þeirrar skoðunar að athuga mætti hvort að í slíkri löggjöf ætti að kveða á um viðbúnað þegar fjármálafyrirtæki, og eftir atvikum aðrir kerfislega mikilvægir eftirlitsskyldir aðilar, komast í alvarlegan fjárhagsvanda og slitameðferð þeirra. Við þá skoðun væri unnt að taka mið af neyðarlögunum og framkvæmd þeirra og sníða af þá vankanta sem komu upp við beitingu þeirra. Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn hafa þegar unnið minnisblað um tillögur að aðgerðaáætlun stjórnvalda um úrlausn fjármálafyrirtækja í vanda og greint helstu álitæfni sem taka þarf afstöðu til áður en fyrirkomulag af þessu tagi verður ákveðið til framtíðar.

Í tengslum við þessa vinnu telur Fjármálaeftirlitið að ástæða væri til að endurskoða lög nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi í þeim tilgangi að styrkja þau og til að skýrar komi fram hlutverk stofnunarinnar sem er að tryggja það að fjármálamarkaðir starfi eftir gildandi leikreglum í þágu alls samfélagsins. Fjármálaeftirlitið telur að lög um opinbert eftirlit þurfi að endurspegla framangreint hlutverk stofnunarinnar betur með því að kveða nánar á um markmið og tilgang eftirlitsins.

3. Neytendavernd á fjármálamarkaði

Í skýrslunni er varpað fram þeirri hugmynd að færa þætti varðandi neytendaeftirlit á fjármálamarkaði til annarrar stofnunar eða annarra stofnana sem fást við skyld verkefni. Það er rökstutt með því að slíkt eftirlit sé annars eðlis en eftirlit með fjárhagsmálefnum fjármálafyrirtækja.

Ýmsar stofnanir, embætti og nefndir sinna með einhverjum hætti neytendavernd á fjármálamarkaði. Má þar einkum nefna Neytendastofu og embætti talsmanns neytenda, sem heyrir undir innanríkisráðuneytið, embætti umboðsmanns skuldara, sem heyrir undir velferðarráðuneytið, og eftirlitsnefnd um framkvæmd sértækrar skuldaaðlögunar, Fjármálaeftirlitið, úrskurðarnefnd um viðskipti við fjármálafyrirtæki og úrskurðarnefnd í váttryggingamállum, sem heyrir undir efnahags- og viðskiptaráðuneytið.



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Líkt og áður sagði lýtur starfsemi Fjármálaeftirlitsins fyrst og fremst að því að eftirlitsskyldir aðilar fari eftir þeim lögum og reglum sem um starfsemi þeirra gilda og þannig séu hagsmunir viðskiptamanna þeirra tryggðir. Hlutverk Fjármálaeftirlitsins er því að tryggja heilbrigðan og traustan fjármálamarkað en því er ekki beinlínis ætlað að hafa neytendaeftirlit með höndum. Fjármálaeftirlitið hefur mótað sér stefnu í neytendamálum sem birt er á vefsíðu stofnunarinnar. Þar er skýrt tekið fram að stofnunin hafi ekki úrskurðarvald í einkaréttarlegum ágreiningsmálum á milli eftirlitsskyldra aðila og viðskiptamanna þeirra. Af því leiðir að þjónustan sem veitt er neytendum einkennist af því að veita upplýsingar, svara fyrirspurnum og leiðbeina neytendum um réttarstöðu sína og möguleg næstu skref. Jafnframt hýsir Fjármálaeftirlitið áðurnefndar úrskurðarnefndir sem úrskurða í ágreiningsmálum á milli annars vegar fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga og hins vegar viðskiptamanna þeirra. Rétt er að minna á að úrskurðir nefndanna eru ekki bindandi fyrir ágreiningsaðila.

Að mati Fjármálaeftirlitsins eru þó ábendingar viðskiptamanna, og eftir atvikum starfsmanna eftirlitsskyldra aðila, um meint lögbrot eða óeðlilega viðskiptahætti mikilvægur og nauðsynlegur þáttur í eftirliti stofnunarinnar, þar sem slíkar ábendingar geta veitt innsýn í starfshætti sem ekki verða greindir með hefðbundnu eftirliti.

Alþingi samþykkti í mars 2012 þingsályktunartillögu um að skipuð verði nefnd sem geri úttekt á neytendavernd á fjármálamarkaði. Nefndin á að skoða verkaskiptingu Stjórnarráðsins og stöðu sjálfstæðra stofnana sérstaklega og gera tillögur um breytingar ef þörf krefur. Við tillögugerðina hafi nefndin hliðsjón af stöðu neytenda samkvæmt löggið ESB og líti til framkvæmdar neytendaverndarmála annars staðar á Norðurlöndum. Gert er ráð fyrir að nefndin skili niðurstöðum eigi síðar en 15. janúar 2013.

Fjármálaeftirlitið er þeirrar skoðunar að mikilvægt sé að mörkuð verði skýr stefna í neytendamálum á fjármálamarkaði en í kjölfar bankahrunsins hefur mikið álag í þessum málaflokki svipt hulunni af ýmsum veikleikum sem bæta þarf úr. Skoða ætti hvort ekki sé ástæða til að færa þennan málaflokk undir sérstaka stofnun.

4. Gagnsæi

Í skýrslunni er dregið fram mikilvægi þess að allar aðgerðir stjórnvalda til að tryggja fjármálastöðugleika séu vel rökstuddar og greiður aðgangur sé að ákvörðunum sem teknar eru í því skyni og rökstuðningi fyrir þeim eins fljótt og við verður komið. Þó þurfi jafnan að gæta að því að birtingu ákvarðana af þessu tagi sé valinn sá tími að ekki geti valdið skaða á markaði.

Fjármálaeftirlitið tekur undir umfjöllun skýrslunnar um mikilvægi gagnsæis. Fjármálaeftirlitið setti sér svonefnda gagnsæisstefnu í október 2009, sbr. 9. gr. a laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi. Með ákvæðinu var Fjármálaeftirlitinu veitt heimild til að birta opinberlega niðurstöður í málum og athugunum er byggjast á lögnum nema ef slík birting verður talin stefna hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu, varðar ekki hagsmuni hans sem slíks eða veldur hlutaðeigandi aðilum tjóni sem ekki er í eðlilegu samræmi við það brot sem um ræðir. Frá því að gagnsæisstefnan var sett hefur Fjármálaeftirlitið birt fjölmargar tilkynningar sem reynst hafa haft ákveðin varnaðaráhrif



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

gagnvart eftirlitsskyldum aðilum.

Þá setti Fjármálaeftirlitið sér upplýsingastefnu í nóvember 2011. Markmið hennar er meðal annars að gera hlutverk stofnunarinnar sýnilegt neytendum, eftirlitsskyldum aðilum og öðrum áhugasömum og að skýra frá aðgerðum stofnunarinnar til að vernda notendur fjármálaþjónustu og miðla upplýsingum um fjármálamarkaðinn og niðurstöðum greininga á mikilvægum þáttum hans. Ein afurð upplýsingastefnunnar er vefrit Fjármálaeftirlitsins, *Fjármál*, sem gefið var út í mars 2012 og er stefnt að reglulegri útgáfu þess.

Fjármálaeftirlitið hefur lagt áherslu á að birta ákvarðanir er tengst hafa stöðugleika á fjármálamarkaði. Til marks um það eru allar ákvarðanir stofnunarinnar, sem teknar voru á grundvelli neyðarlaganna nr. 125/2008, aðgengilegar á vefsíðu stofnunarinnar. Jafnframt hefur Fjármálaeftirlitið birt tilkynningar og greiningar í kjölfar gengislánadómanna síðastliðin tvö ár.

5. Alþjóðlegt samstarf

Í skýrslunni er fjallað um alþjóðlegt samstarf og nauðsyn þess að efla reglubundin samskipti eftirlitsstofnana yfir landamæri sem fara með mál sem varða fjármálastjórnæki.

Fjármálaeftirlitið hefur frá stofnun lagt áherslu á samstarf við erlend fjármálaeftirlit og eftirlitsstofnanir. Fjármálaeftirlitið og forverar þess, þ.e. bankaeftirlit Seðlabanka Íslands og Vátryggingaeftirlitið, hafa um áratugaskeið tekið þátt í samstarfi norrænna fjármálaeftirlita. Fjármálaeftirlitið er nú áheyrnaraðili að hinum nýju eftirlitsstofnunum ESB (EBA, ESMA og EIOPA). Áður hafði Fjármálaeftirlitið tekið þátt í samstarfi á vegum forvera eftirlitsstofnananna (CEBS, CESR og CEIOPS). Þá hefur Fjármálaeftirlitið um nokkurt skeið verið aðili að alþjóðasamtökum verðbréfaeftirlita (IOSCO) og alþjóðasamtökum vátryggingaeftirlita (IAIS), auk þess að vera virkur þátttakandi fyrir hönd íslenskra stjórnvalda í alþjóðlegum framkvæmdahóp sem vinnur að aðgerðum gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka (FATF).

Jafnframt hefur Fjármálaeftirlitið frá ágúst 2010 verið aðili að samvinnu eftirlitsstofnana á Norðurlöndunum og Eyrstrasaltsríkjanna (NBSG) yfir landamæri til að tryggja fjármálastöðugleika og samhæfa viðbrögð við fjármálaáfalli sem snertir fleiri en eitt ríkjanna.

Fjármálaeftirlitið er þeirrar skoðunar að ávallt megi gera betur í alþjóðlegu samstarfi og efla megi reglubundin samskipti við erlendar eftirlitsstofnanir enn frekar.

6. Aðskilnaður viðskiptabanka- og fjárfestingarbankastarfsemi

Í skýrslunni eru reifaðir kostir og gallar hugmyndar um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingarbankastarfsemi. Fram kemur að erfitt sé að setja um slíkan aðskilnað einföld lagaákvæði þannig að skili tilætluðum árangri.

Fjármálaeftirlitið hefur skoðað þær hugmyndir um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingarbankastarfsemi sem haldið hefur verið á lofti, einkum í Bandaríkjunum og Bretlandi. Skipuð hefur verið nefnd á vegum ESB til þess að fjalla um þessar hugmyndir



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

og er gert ráð fyrir að nefndin skili skýrslu haustið 2012.

Ljóst er að viðlíka hugmyndir eru enn á umræðustigi innan ESB og líkt og fram kemur í skýrslunni er alls ekki ljóst með hvaða hætti endanleg útfærsla á slíkum reglum eigi að vera. Að mati Fjármálaeftirlitsins er ekki tímabært að settar verði séríslenskar reglur um aðskilnað viðskiptabanka- og fjárfestingarbanka og leggur til að fylgst verði grannt með framvindu þessara mála innan ESB, sérstaklega á Norðurlöndunum.

7. Innstæðutryggingar og afnám gjaldeyrishafta

Í skýrslunni er vísað til þess að íslensk fjármálafyrirtæki starfi um þessar mundir í vernduðu umhverfi í skjóli gjaldeyrishafta og almennrar innstæðutryggingar. Af þessum sökum þurfi bankarnir að hafa sterka lausafjárstöðu og búa sig undir að starfa í opnara umhverfi þegar gjaldeyrishöftunum verður aflétt, sem verði væntanlega gert smám saman á næstu árum. Jafnframt segir í skýrslunni að í undirbúningi sé ný löggjöf um innstæðutryggingar sem eigi að leysa af hólmi eldri löggjöf um þetta efni og hina almennu innstæðutryggingu sem verið hefur hér á landi síðan haustið 2008 á grundvelli yfirlýsingar stjórnvalda sem gefin var þegar neyðarlögin voru sett. Ný löggjöf um innstæðutryggingar verður sniðin að nýrri tilskipun ESB um þetta efni sem mun meðal annars fela í sér verulega hærri vernd fyrir hvern einstakan innstæðueiganda en gildi fyrir hrun viðskiptabankanna.

Að því er varðar ný lög um innstæðutryggingar þá hefur Fjármálaeftirlitið haft aðkomu að samningu frumvarps þess efnis sem lá fyrir á Alþingi og fól meðal annars í sér innleiðingu tilskipunar 2009/14/EB. Frumvarpið náði ekki fram að ganga í óbreyttri mynd. Fjármálaeftirlitið hefur lagt áherslu á að málefni innstæðutrygginga verði brátt komið í fastari skorður og fylgst verði náið með þróun þessara mála innan ESB, einkum Norðurlandanna. Í því sambandi er þó mikilvægt að huga að sérstökum aðstæðum á íslenskum fjármálamarkaði og lítilli áhættudreifingu Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta.

Í mars 2011 skilaði Seðlabankinn skýrslu til efnahags- og viðskiptaráðherra um áætlun um losun gjaldeyrishaftanna. Fjármálaeftirlitið hefur meðal annars aðkomu að nefnd sem hefur eftirlit með framkvæmd áætlunarinnar. Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn fylgjast því náið með lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja þar sem sérstaklega er einblínt á að kvikustu innlánin fari úr bankakerfinu við losun gjaldeyrishaftanna. Ljóst er að mistök við afnám gjaldeyrishafta gætu haft mjög slæmar afleiðingar fyrir lausafjárstöðu bankanna sem og fjárhagsstöðu þeirra að öðru leyti. Mikilvægt er því að áætlun um losun gjaldeyrishafta feli í sér sem minnsta hættu á röskun á stöðugleika fjármálakerfisins. Jafnljóst er að nauðsynlegt er að sem fyrst geti bankarnir og atvinnulífið farið að starfa í opnara umhverfi án gjaldeyrishafta.

8. Lokaorð

Með vísan til framangreinds er Fjármálaeftirlitið fylgjandi því að margar þær hugmyndir sem reifaðar eru í skýrslunni verði skoðaðar nánar með hliðsjón af þróun mála á vettvangi ESB, einkum á Norðurlöndunum. Að öðru leyti vonast Fjármálaeftirlitið til þess að skýrslan komi að gagnlegum notum við endurskoðun á löggjöf og skipan íslenska



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND


fjármálakerfisins og opinbers eftirlits með það að markmiði að skapa traustan og heilbrigðan fjármálamarkað til framtíðar. Fjármálaeftirlitið mun ekki liggja á liði sínu verði leitað til stofnunarinnar við þá endurskoðun.

Jafnframt vonast Fjármálaeftirlitið til þess að eiga gott samstarf við starfshóp sérfræðinga sem efnahags- og viðskiptaráðherra skipaði í mars 2012 sem undirbúa á tillögur að endurbótum á lagaumgjörð um fjármálamarkaðinn og framtíðaskipan hans. Við þá vinnu er að mati Fjármálaeftirlitsins, eins og fram hefur komið, farsælast að líta til þróunar mála á vettvangi ESB, einkum Norðurlandanna, og þeirrar vinnu og fjölmörgu skýrslna sem ritaðar hafa verið á undanförunum árum í kjölfar bankahrunsins.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ


Unnur Gunnarsdóttir


Ragnar Haflíðason



Helga Jónsdóttir, ráðuneytisstjóri

Kjartan Gunnarsson, skrifstofustjóri

Ég þakka ykkur fyrir að gefa mér kost á því að koma á framfæri sjónarmiðum varðandi Framtíðarskipan fjármálakerfisins í framhaldi af samnefndri skýrslu ráðuneytisins sem út kom í mars 2012.

Skýrslan sem um ræðir er framúrskarandi vel unnin, ítarleg og vönduð. Hugmyndin um að leggja heildstæða sýn á svo breiðan málaflokk til grundvallar breytingum á löggjöf er mikilvæg nýbreytni. Það er vísbending um ný og skilvirkari vinnubrögð í ákvarðanatöku hins opinbera að ráðist skuli hafa verið í gerð hennar áður en farið er af fullum þunga í endurnýjun umgjörðar fjármálakerfisins. Vonandi verður þessi nálgun tekin til fyrirmyndar á öðrum sviðum stjórnsýslunnar.

Margt er vel athugað í skýrslunni og frá mínum bæjardryum séð er erfitt að vera ósammála t.d. mörgu því sem fram kemur í kafla 9 þar sem vikið er að ráðstöfunum. Vandinn er að mínu mati sá, að sú mynd sem dregin er upp af fjármálakerfinu, starfsháttum þess og umgjörð er of hefðbundin og vikur ekki að nægilega miklu leyti frá þeim viðteknu sjónarmiðum sem stuðluðu að fjármálakreppunni. Það hversu gagnrýnin sú sýn er sem liggur til grundvallar ráðstöfunum hins opinbera er ekki innantóm fræðileg spurning heldur hefur það bein og afgerandi áhrif á það hvers konar ráðstafanir og breytingar hægt er að rökstyðja með skynsamlegum hætti. Sú hefðbundna sýn sem einkennir skýrsluna getur því ekki með góðu móti orðið undirstaða umgjörðar fyrir fjármálastarfsemi sem er í grundvallaratriðum frábrugðin þeirri sem varð hrunsins valdandi.

1. Greining fjármálakerfisins.

Í skýrslunni segir að hlutverk fjármálakerfisins sé:

"...að beina sparnaði til verkefna sem eru arðbær í raun, annast greiðslumiðlun, og mynda markað um öruggar fjárskuldbindingar, markað sem auðveldar áhættudreifingu, umbreytir tímalengd fjárskuldbindinga og tryggir jöfnun ráðstöfunartekna yfir æviskeið manna." (bls. 5)

Vandinn sem leiddi til kreppu og hruns er talinn liggja í því að stjórnendur fjármálafyrirækja hafi ekki sinnt þessum verkefnum sem skyldi vegna "markaðsbresta, flókinna fjármálaafurða og misvísandi hvatakerfa." (sama st.) Þetta séu orsakavaldar sveifluhegðunar í heildarkerfinu sem að endingu leiðir til tjóns fyrir samfélagið og nauðsynlegt er að draga úr. Í lok ritsins segir síðan

"Ef að er gáð á allt fjármálaeftirlit rætur að rekja til fjármálaáfalla - kreppu." (bls. 95)

Ég hef annars staðar reynt að gagnrýna þessa hefðbundnu sýn á fjármálakerfið og haldið því fram að áhrifaríkar ráðstafanir stjórnvalda til þess að skapa farsæla umgjörð hljóti að byggja á öðrum forsendum. Þannig á fjármálaeftirlit einmitt ekki rætur að rekja til kreppu, heldur er það óhjákvæmilegur hluti þeirrar markaðsumgjörðar sem gerir viðskipti yfirleitt möguleg á þessu sviði, sbr. t.d. lyfjaeftirlit eða matvælaeftirlit. Nær sanni er að *fjármálaviðskipti eigi rætur að*

rekja til fjármálaeftirlits. Þetta skiptir máli vegna þess að forsendur af þessu tagi breyta miklu um þá sýn á hlutverk hins opinbera sem liggur til grundvallar ákvörðunum stjórnvalda á þessu sviði.

Hér er ekki svigrúm til að fara yfir skýrsluna lið fyrir lið. Þess í stað má fara nokkuð nærri kjarna málsins með því að víkja stuttlega að helstu hugtökum sem fyrir koma í fyrri tilvitnuninni hér að ofan, enda birtir hún í hnotskurn þá hugmynd um fjármálakerfið sem skýrslan byggir á.

Þannig er varasamt að ganga út frá því að rætur vanda fjármálamarkaða liggi í sk. *markaðsbrestum*, þó sú staðhæfing virðist sakleysisleg við fyrstu sýn. Þar er gengið að því sem gefnu að markaðir starfi almennt á skilvirkan og öruggan hátt, séu þeir látnir óáreittir, en "brestir" í undantekningartilfellum og valdi tjóni á hagsmunum almennings. Einnig hér á hið gagnstæða miklu fremur við. Skilvirkur markaður er *stærðfræðileg sértekning* (nk. kennslulíkan). Hann verður aldrei til í raunveruleikanum án markvissrar og sífelldrar íhlutunar hins opinbera. Án hennar bresta allir markaðir í þeim skilningi að viðskipti leiða fljótt til ranginda, hnefaréttar og svika, traust þverr og viðskipti leggjast að lokum af.

Sama gildir um þann umboðsvanda sem birtist í *misvísandi hvatakerfum* og leiðir til þess að *flóknar fjármálaafurðir* valda tjóni. Umboðsvandi er frjálsum mörkuðum eiginlegur ekki síður en við á um hið opinbera og samtök almennings, þar sem og hann er einungis unnt að tempra með því að almenningur tryggi hagsmuni sína gagnvart einstökum umboðsmönnum með virkum og skipulegum hætti.

Enn er villandi að líta á það sem hlutverk fjármálakerfisins að *beina sparnaði* eitt eða annað. Hér er litið svo á að sparnaðurinn sé n.k. uppspretta sem þarf að veita í (farsælan) farveg á meðan að í reynd starfar kerfið þannig að útlán og fjárfesting koma fyrst og draga sparnað á eftir sér ef einhver verður. Bankar veita þannig útlán til fjárfestingarverkefna algerlega óháð sparnaðarstigi og einnig óháð varaforða sínum í seðlabanka. Útlánaþensla banka er drifkraftur fjármálakerfisins svo lengi sem eftirspurn finnst eftir lánsfé til verkefna sem bankinn metur *arðbær*.

Mat á því hvað er *arðbært* er afar teygjanlegt og aldrei hlutlægt, enda er framtíðarþróun ávallt hjúpuð óyfirstíganlegri óvissu. Ákvarðanir ráðast því hverju sinni einkum af tíðaranda samfélagsins, jafnvel þó ekki sé litið til þátta sem tengjast umboðsvanda, ss. einkahagsmuna stjórnenda, rentusókn eigenda o. fl.

Umbreyting á tímalengd fjárskuldbindinga er marklaus ef bankar eru ekki í reynd að miðla sparifé, heldur fyrst og fremst að búa það til jafnóðum, *áhættudreifing* í eignastýringu er hugmynd sem dregur með sér heilt hugtakakerfi sem lýtur að háþyrskun á grundvelli skilvirkra markaða sem ekki fyrirfinnast og *jöfnun ævitekna* í gegnum fjármálamarkaði byggir á jafn haldlitlu forsendunum eins og hlutskipti íslenskra lífeyrissjóða ber vitni um.

2. Ráðstafanir og úrræði

Sú mynd sem dregin upp í skýrslunni af hreyfiöflum fjármálakerfisins er þess eðlis að djúptækar umbætur geta aldrei byggst á henni með rökréttum hætti. Hin gagnstæða, sú sem ég hef áður talað fyrir í þessu samhengi, leyfir aftur á móti mikilvægar ályktanir.

Sé markmiðið að hámarka þjóðhagslegan árangur og stöðugleika þarf að hverfa frá kreddum um hreinan einkarekstur á fjármálamarkaði og stíga skref í átt til blandaðs fjármálakerfis. Dæmi um slík skref er markvisst *áframhaldandi eignarhald ríkisins á Landsbankanum* og öflug *endurnýjun þjóðhagslegrar og fjármálalegrar greiningargetu* hins opinbera og félagslegra samtaka á borð við lífeyrissjóði. Í sama mund þyrfti að *endurnýja stjórnskipan sjóðanna* í því skyni að gera þá sjálfstæðari gagnvart duttlungum fjármálamarkaða og trúrri sínum raunverulegu langtímahagsmunum en verið hefur. Stofna þarf *öflugan fjárfestingarbanka á vegum hins opinbera* til þess að stuðla að mótun atvinnulífs til langs tíma, sem að sjálfsögðu kallar á opinbera *atvinnustefnu til langs tíma*. Í húsnæðiskerfinu þarf að *hverfa frá styrkjum og niðurgreiðslum til íbúðakaupa sem kynda undir verðþenslu* á fasteignamarkaði og nýtast aðeins að litlu leyti þeim sem lítið hafa milli handanna. Þess í stað ætti að verja fjármagni til að *byggja upp leigumarkað* og útdeila félagslegum styrkjum þar sem þörf er án þess að skilyrða þá sérstaklega við íbúðakaup. Fjármála- og hagkerfi landsins mun ekki vega sig upp úr öldudalnum án markvissrar íhlutunar hins opinbera og “frjálsir fjármálamarkaðir” geta aðeins náð stöðugleika fyrir tilstilli stofnana sem ekki lúta sveifluhvetjandi hreyfiöflum. Framtíðarskipan fjármálakerfisins þarf að fela í sér þá innviði sem gera slíka kjölfestuvirkni mögulega.

Ráðstafanir á borð við þær sem hér eru taldar er ekki hægt að rökstyðja á grundvelli þeirrar lýsingar á fjármálakerfinu og starfsháttum þess sem sett er fram í skýrslunni um Framtíðarskipan fjármálakerfisins. Sýn skýrslunnar er í grundvallaratriðum hin sama og liggur til grundvallar núverandi skipan og verið hefur ríkjandi áratugum saman. Helstu úrræðin sem hún býður er *meira íþyngjandi regluverk* til að hemja sívirk hreyfiöfl óheillaþróunar. Þetta mun draga úr virkni efnahagslífsins, einmitt þegar meiri virkni er þörf frekar en minni, sbr. Basel III o.fl. Þessi sýn útilokar rökstuðning fyrir því ríkið vinni markvisst gegn virkni einkageirans þegar þess gerist þörf. Þeir undirliggjandi starfshættir sem vandkvæðunum ollu munu áfram standa óbreyttir og valda nýjum, enda leggur greining skýrslunnar ekki til nægjanlega öflug rök til þess að þeim fáiast haggð.

Undirstrika ber að stærstur hluti fjármálakerfisins og hagkerfisins alls þarf að sjálfsögðu að vera einkarekinn og hlú þarf að einstaklingsfrelsi og einstaklingsframtaki eins og frekast er unnt. Í þessu tvennu felast mikilvæg verðmæti. En það er einmitt til þess að skapa trygg skilyrði til einkareksturs sem ríkisvaldið þarf sífellt að láta til sín taka og fylgja eftir því verkefni sem það tekst á hendur þegar það skapar félagslegan ramma markaðarins.

Virðingarfyllst,

Sigurður Ingólfsson

GSM 6640840



Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
CVR	11110003	Áttm.	KE
Náttal.	3.0	Adm.	H. P.
Mat.	18.05.12	Adm.	73
Stofn.			

Ref.: JR1

N° AMF : 201200245

Division des affaires européennes
et internationales

Mr Jon Sigurdsson
Adviser
Ministry of Economic Affairs
Skuggasund 3
IS-150 Reykjavik
Iceland

Paris, 14 May 2012

Dear Mr. Sigurdsson,

I wish to thank you for having sent me a copy of the report prepared by the Ministry of Economic Affairs entitled *The Future Structure of the Icelandic Financial System*. This was very thoughtful and, having gone through this comprehensive report, I have no doubt it will prove extremely helpful to the Althingi and all other stakeholders involved in shaping the future legal and regulatory framework of the financial markets in Iceland.

During our meeting in Paris, you expressed interest in the processes implemented by the AMF to monitor and prevent systemic risks (in addition to the work of the COREFRIS and to the workstreams led by ESMA and the ESRB (at European level) and by IOSCO and the FSB (at international level) to which the AMF actively participates). For this purpose, please find enclosed a brief overview on the subject which I hope you will find useful. Please note that the COREFRIS annual report mentioned in paragraph 6 of the enclosed document has not yet been published and I will forward you a copy once available.

Please do not hesitate to contact me if I can be of further assistance.

Yours sincerely,

Françoise Buisson
Director
European and International Affairs Division

Encl.

**OVERVIEW OF THE PROCESSES IMPLEMENTED BY THE AUTORITES DES MARCHES
FINANCIERS
TO MONITOR AND PREVENT SYSTEMIC RISKS**

1. Following the G-20 recommendations, the French Banking and Financial Regulation Act (*Loi de régulation bancaire et financière*, "LRBF") enacted in October 2010 mandated the AMF to consider financial stability objectives when accomplishing its duties.
2. Monitoring and preventing risks were already among the key objectives of the AMF's so-called "Strategic Plan" announced in June 2009. These objectives were supported by a set of practical actions, including the establishment of an in-house AMF Risks Committee (*Comité des Risques*) for the purpose of identifying early-stage risks more easily.
3. The AMF Risks Committee held its first meeting in January 2010, at which time its objectives and procedures were formally approved. The AMF Risks Committee is chaired by the AMF Secretary General and is composed of the most senior executives of the AMF in charge of regulation, authorizations, supervision, compliance and enforcement. Two representatives of the AMF Board also sit on the AMF Risks Committee. The two main objectives of the AMF Risks Committee are: (i) to develop insights from the combination of macro-economic analysis and aggregated/industry data with observations at operational level, thereby leveraging institutional knowledge and ensuring appropriate sharing of information and confrontation of views, and (ii) to identify potential risks at an earlier stage and develop mitigating actions. Other objectives include developing a "risk culture" within the AMF, designing tools for the monitoring of risks as well as assessing the impact of prudential and accounting changes on the functioning of markets.
4. The AMF Risks Committee holds three meetings annually. It discusses both risks of a micro-prudential nature (e.g., the development of new products) as well as potential systemic risks. The AMF Risks Committee also reviews proposed mitigating actions. Each division within the AMF contributes, as appropriate, to the work of the AMF Risks Committee and there is a monitoring of each division's contribution. External participants may be invited to participate to meetings of the AMF Risks Committee.
5. The AMF Risks Committee also contributes to the AMF's annual "Risks Mapping Report". This effort, initiated before the financial crisis, has become a very important tool for the AMF's risks policy. The report, organized along four chapters – (1) market trends and financing, (2) market structure, (3) savings and (4) asset management – leverages in-house AMF expertise from its different divisions combined with macro-economic analyses. In addition to reviewing the most significant trends, both in France and globally, the report outlines the AMF's assessment of the most important risks in four areas: (i) financial stability, (ii) business financing, (iii) price formation and financial intermediation and (iv) innovation in savings markets and investor protection. The publication of the annual "Risks Mapping Report" imposes a strict internal discipline within the AMF in terms of risk assessment as risks need to be reviewed and updated regularly. There is also a significant communication effort and the report therefore serves as a very useful tool to alert investors, market participants and/or regulators/authorities about potential risks. The latest "Risk Mapping Report" (published in May 2011) is available through the following link: http://www.amf-france.org/documents/general/9998_1.pdf. The next edition of the report should be released in June 2012.
6. The AMF is also a member of the French Council of Financial Regulation and Systemic Risk (*Conseil de régulation financière et du risque systémique*, "COREFRIS") that was established by the LRBF. The purpose of the Council is to facilitate co-operation among the French supervisory authorities and to monitor transfers of risks and potential accumulation of risks outside the regulated sector. The Council may perform hearings of financial market operators. It presents an annual report to the French Parliament, which is made public. The Council is composed of the French Finance Minister, the Governor of the *Banque de France*, the Vice-President of the French Prudential Supervisory Authority (*Autorité de Contrôle Prudentiel*, "ACP"), the AMF Chairman, the Chairman of the French Accounting Standards Authority (*Autorité des Normes Comptables*, "ANC") and three other qualified members

appointed by the French Finance Minister.

7. In addition to the Council, other institutional mechanisms facilitate communication and information-sharing among supervisors. Notably, the Deputy Governor of the *Banque de France* is a member of the AMF Board and the AMF Chairman attends Board meetings of the ACP.
8. Finally, at operational level, the AMF and the *Banque de France* have significantly increased their co-operation and exchange of information in matters relating to financial stability. The *Banque de France* was also invited to participate to the meeting of the AMF Risks Committee in July 2011, where participants were able to exchange their views on current and emerging risks as well as discuss areas for co-operation. Co-operation with the ACP was also significantly facilitated by the establishment of a so-called "Joint Unit" which allows the AMF and the ACP to cover the entire spectrum of financial products regardless of the distribution channel.

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
CVR	11110003		
Mátt.	3.0	Abn.	KG
Mást.	18.05.12	Mátt.	HJIP
Alts.			75



VIÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS

Efnahags- og Viðskiptaráðuneytið
b/t Helgu Jónsdóttur
Skuggasund 3
150 Reykjavík

Reykjavík, 15. maí 2012.

Efni: Skýrsla um framtíðarskipan fjármálakerfisins

Viðskiptaráð þakkar fyrir tækifæri til að veita umsögn um þær áherslur sem fram koma í fyrrgreindri skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra.

Í skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra um *Framtíðarskipan fjármálakerfisins* er fjallað um atburði liðinna ára og hugað að mikilvægum atriðum til að afstýra viðlíka efnahags- og fjármálaáfalli og hér varð í lok árs 2008. Víða um heim er unnið að endurbótum á eftirliti með fjármálastofnunum og því mikilvægt að hið sama eigi sér stað hér á landi. Þetta er ágætlega reifað í skýrslunni, en afar mikilvægt verður að teljast að úrbætur á íslensku fjármálakerfi verði í takti við það sem tíðkast í nágrannalöndum okkar og í lengstu lög forðast að útfærslur verði séríslenskar, sem myndi leiða til ógagnsæis og óskilvirkni.

Viðskiptaráð telur skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra gagnlegt innlegg í umræðu um skipulag fjármálakerfisins til framtíðar og gerir almennt ekki athugasemdir við þær hugmyndir sem þar eru reifaðar. Það er þó með einni undantekningu, sem lítur að ábyrgð á eftirliti með fjármálastöðugleika.

Þegar kemur að eftirliti með fjármálakerfinu er mikilvægt að til staðar sé heildaryfirsýn yfir kerfið og stöðugleika þess. Vegna samtengingu fjármálastofnana í litlu hagkerfi eins og á Íslandi er ekki fullnægjandi að horft sé til hverrar einingar fyrir sig og alhæft á þeim grunni um stöðugleika heildarinnar. Náð samstarf stofnana sem koma að eftirliti með fjármálamarkaði er því nauðsynlegt og samþætta þarf mat Fjármálaeftirlits (FME), sem fylgist með einstökum fyrirtækjum, og Seðlabanka (SÍ), sem ber ábyrgð á stöðugleika fjármálakerfisins í heild. Í skýrslu ráðherra er fjallað um að sérstöku fjármálastöðugleikaráði verði færð þessi ábyrgð á hendur, væntanlega vegna þess að það fyrirkomulag sem var, skipting ábyrgðar á milli FME og SÍ, hefur ekki gefist nægilega vel.

Frá árinu 2008 hafa verið gerðar ýmsar breytingar á starfsemi bæði SÍ og FME, m.a. með tilkomu samstarfssamnings um upplýsingaflæði frá 2011 auk þess sem sérstakt fjármálastöðugleikasvið er nú starfrækt innan SÍ og þjóðhagssvið innan FME. Gera má ráð fyrir því að aukin samskipti um mál er varða fjármálastöðugleika og almennt aukin samhæfing dragi úr þörf á sérstöku ráði sem ætluð er sama ábyrgð. Jafnvel mætti færa fyrir því rök að slíkt ráð gæti leitt til einskonar afsals ábyrgðar þeirra stofnana sem fjalla eiga um málið, auk þess sem þar gæti tilhneigingar til aukinna og kostnaðarsamra umsvifa í opinberum rekstri sem ástæða er til að sneiða hjá. Þetta á ekki síður við í fjármálakerfinu, en vísbendingar eru um að það sé um margt óskilvirkt og kostnaðarhlutföll almennt of há. Í öllu falli er ávinningur af sérstöku fjármálastöðugleikaráði til að fjalla um málefni, sem með réttu ætti að liggja á ábyrgðarsviði annara stofnana, ekki augljós og þyrfti að rökstyðja betur.

Virðingarfyllst,

Finnur Oddsson
Framkvæmdastjóri
Viðskiptaráð Íslands



**LANDSSAMTÖK
LÍFEYRISSJÓÐA**

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
LVR	11110053		
Mátt.	3.01	Ásm.	KG
Món.	18.05.10	Ábr.	HJ RP
Ákts.			JS

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið
Skuggasundi 3
150 Reykjavík

Reykjavík, 15. maí 2012

Umsögn frá Landssamtökum lífeyrissjóða (LL) um kafla 8 og 9 í skýrslunni Framtíðarskipan fjármálakerfisins

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið hefur með bréfi þann 4. apríl sl. leitað eftir umsögn LL varðandi framtíðartilhögun sem um er fjallað í köflum 8 og 9 í skýrslunni Framtíðarskipan fjármálakerfisins.

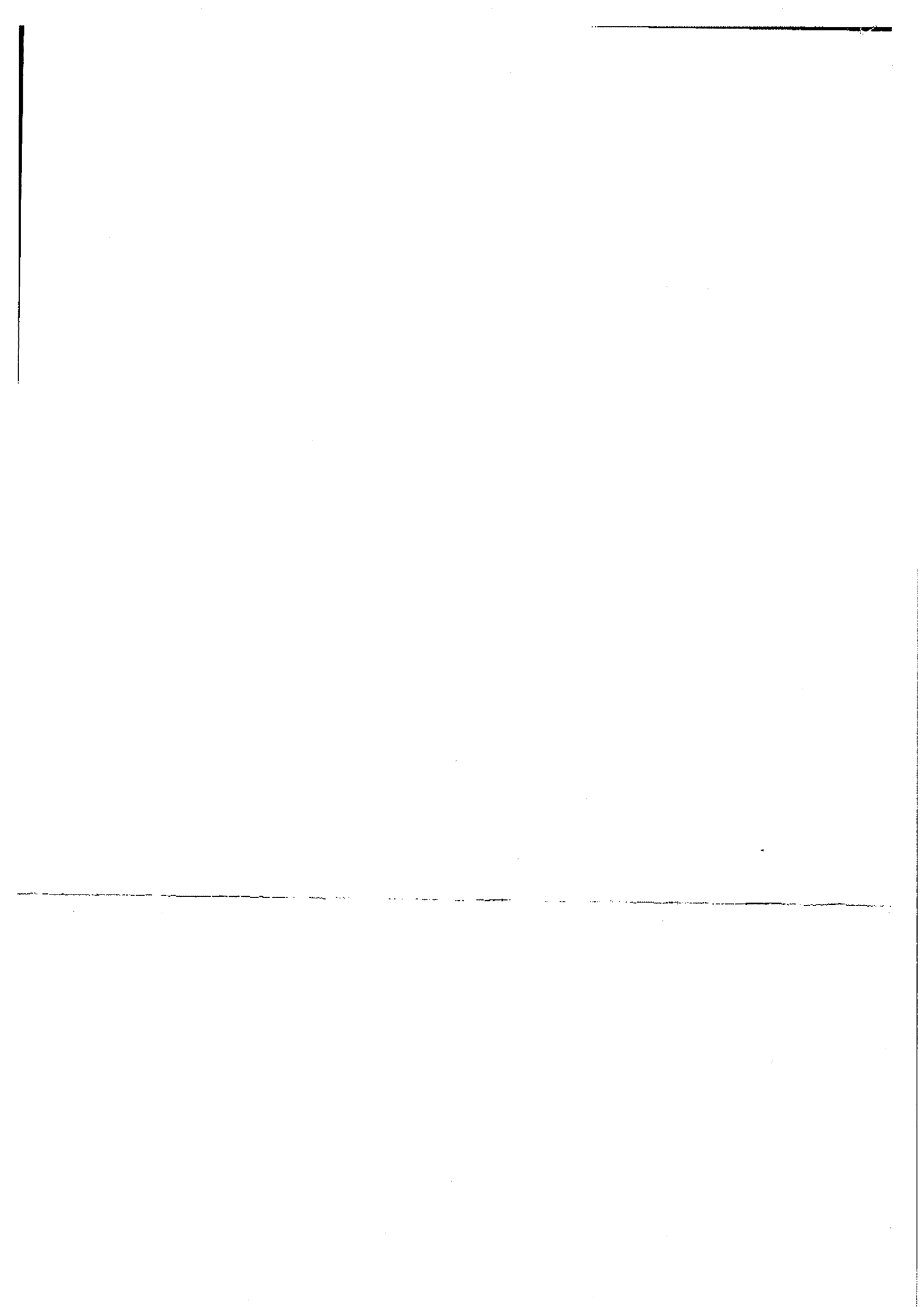
LL telja mikilvæga þá vinnu sem nú er unnin á vegum efnahags- og viðskiptaráðherra varðandi framtíðarskipan fjármálakerfisins. Skipulag fjármálakerfisins og með hvaða hætti fjármálastöðugleiki sé sem best tryggður skiptir lífeyrissjóði miklu máli. Lífeyrissjóðir hafa sem langtímafjárfestar beina hagsmuni af því að skipulag fjármálamarkaðar skapi fjármálafyrirtækjum sem heilbrigðast starfsumhverfi. Á sama tíma þurfa skilyrði að vera með þeim hætti að takmarkaðar líkur séu á því að starfsemi þeirra ógni fjármálastöðugleika.

Viðfangsefni skýrslunnar og 8. kafla hennar er umfangsmikið og álitæfni þar margbrotin. LL hafa ekki haft tæk á því að vinna sjálfstæða grunnvinnu til að meta forsendur og efni þeirra tillagna sem þar eru settar fram og þeirra leiða sem fjallað er um.

LL vilja þó koma á framfæri við ráðherra nokkrum sjónarmiðum. Starfsemi lífeyrissjóða er í grundvallaratriðum frábrugðin starfsemi fjármálafyrirtækja. Lífeyrissjóðir er fyrst og fremst vörsluaðilar hagsmuna þriðja aðila, almennra sjóðfélaga sem ávinna sér réttindi hjá sjóðum sem eiga að standa undir framfærslu þeirra og eftir atvikum fjölskyldna þeirra. Lífeyrissjóðir eru því langtímafjárfestar sem hafa þetta mikilvæga vörsluhlutverk með höndum. Starfsemi lífeyrissjóða er þess eðlis að þeir byggja alfarið á eigin fé. Þeir eru því m.a. frábrugðnir fjármálafyrirtækjum að því leyti að þeir fjármagna starfsemi sína að engu leyti með lántökum.

Til að stuðla að farsælli langtímarstarfsemi lífeyrissjóða og gera þeim þannig sem best fært að sinna sínu mikilvæga verkefni fyrir hönd allra sjóðfélaga leggja lífeyrissjóðir áherslu á að starfsumhverfi sé sem stöðugast til lengri tíma litið. Mikilvægt er að það sé sem best tryggt með því að skapa fjármálamarkaði sem heilbrigðust markaðsskilyrði. Með þeim hætti er sem best tryggt að verðmyndun verðbréfa sé eðlileg og það dregur úr hættu á rangri verðmyndun/bóluáhrifum. Í því sambandi eru eins og kunnugt er afnám gjaldeyrishaftanna mikilvægt verkefni.

LL áréttu það að lífeyrissjóður er eðlisólíkur fjármálafyrirtækjum. Því er ekki rökrétt að líta á þá með sama hætti og fjármálafyrirtæki við skipan fjármálakerfisins. Á sinn hátt er lífeyrissjóður fyrst og fremst fjárfestir í þessu samhengi.

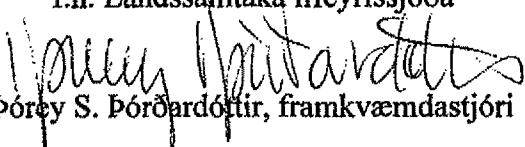


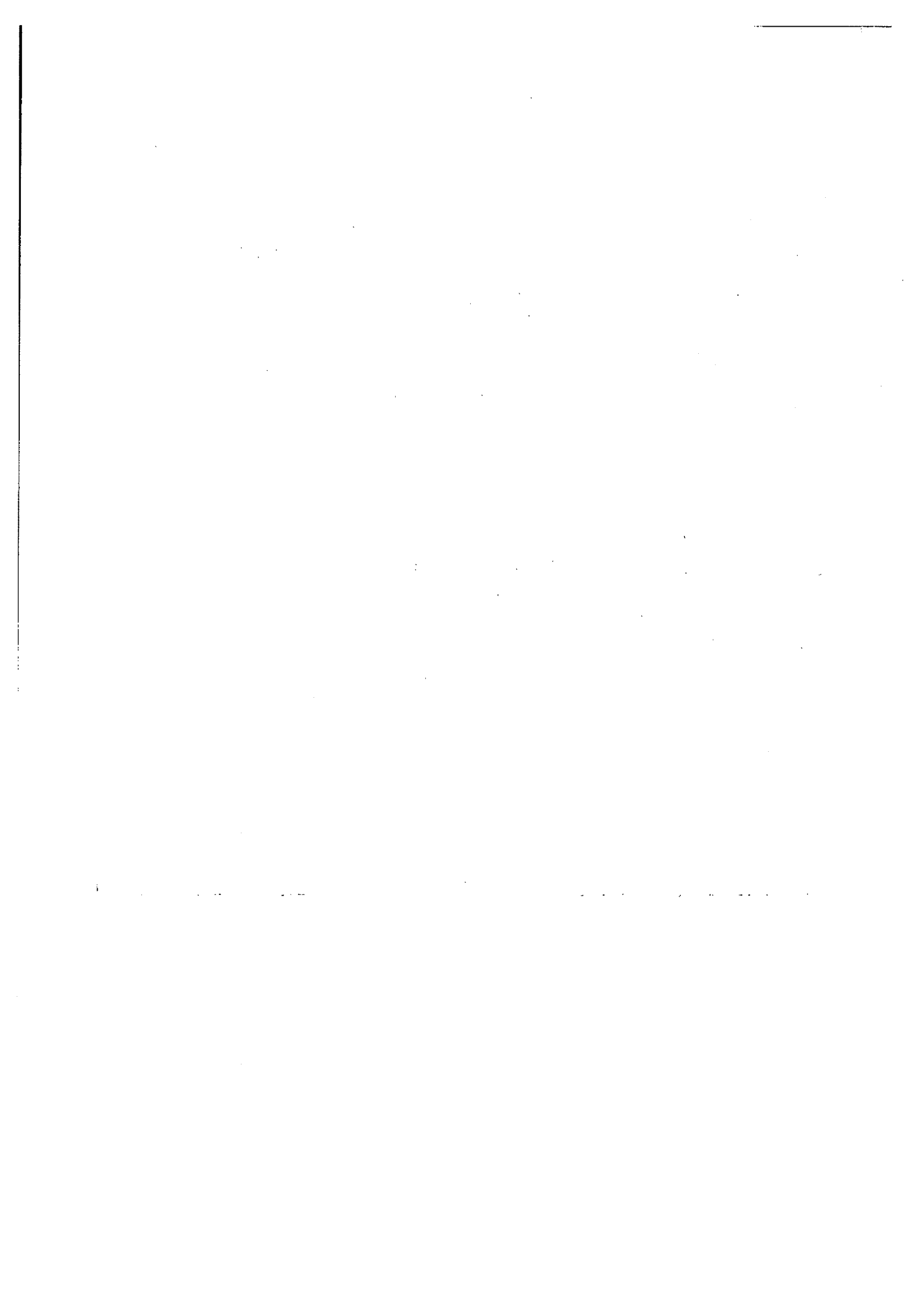
Að því marki sem til skoðunar kann að koma að setja aðilum á markaði reglur um lánveitingar áréttu LL að fjárfestingar lífeyrissjóða lúta reglum 7. kafla laga um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða. Þessar reglur byggja þeim sérstökum sjónarmiðum að gera sjóðunum sem best fært að sinna hlutverki sínu. Í því samhengi sem hér um ræðir gætu einkum reglur um fasteignalán til sjóðfélaga komið til skoðunar. Þar hefur lífeyrissjóðum verið markað ákveðið takmarkað svigrúm skv. lögum. Sjóðirnir hafa hins vegar sýnt sig að vera varkárir í þeirri starfsemi og í mörgum tilvikum ekki nýtt það til fulls. Að því marki sem reglur um slíkar lánveitingar kynnu að koma til skoðunar leggja LL ríka áherslu á það að fá að taka þátt í þeirri vinnu frá byrjun.

LL óska eftir að koma að umræðu um þessi mál í framtíðinni með það að markmiði að stuðla að því að regluverk og umgjörð fjárfestingarumhverfis og fjármálamarkaðar verði sem traustast og heilbrigðast fyrir langtímafjárfesta og geri þeim um leið fært að taka þátt í eðlilegri enduruppbyggingu fjármálakerfisins og framleiðsluþátta hagkerfisins.

Virðingarfyllst

f.h. Landssamtaka lífeyrissjóða


Þórey S. Þórðardóttir, framkvæmdastjóri



Efnahags- og viðskiptaráðuneytið			
EVR	11110053		
Másl.	3.0	Abm.	KG
Mótt.	23.04.12	Adrir	FP
Ans.			FP

Formaður ráðgjafarnefndar FME
 Jón Sigurðsson
 Reynihvammi 3
 200 Kópavogi

25. 4. 2012

Efnahags- og viðskiptaráðuneytið
 Skuggasundi 3 150 R

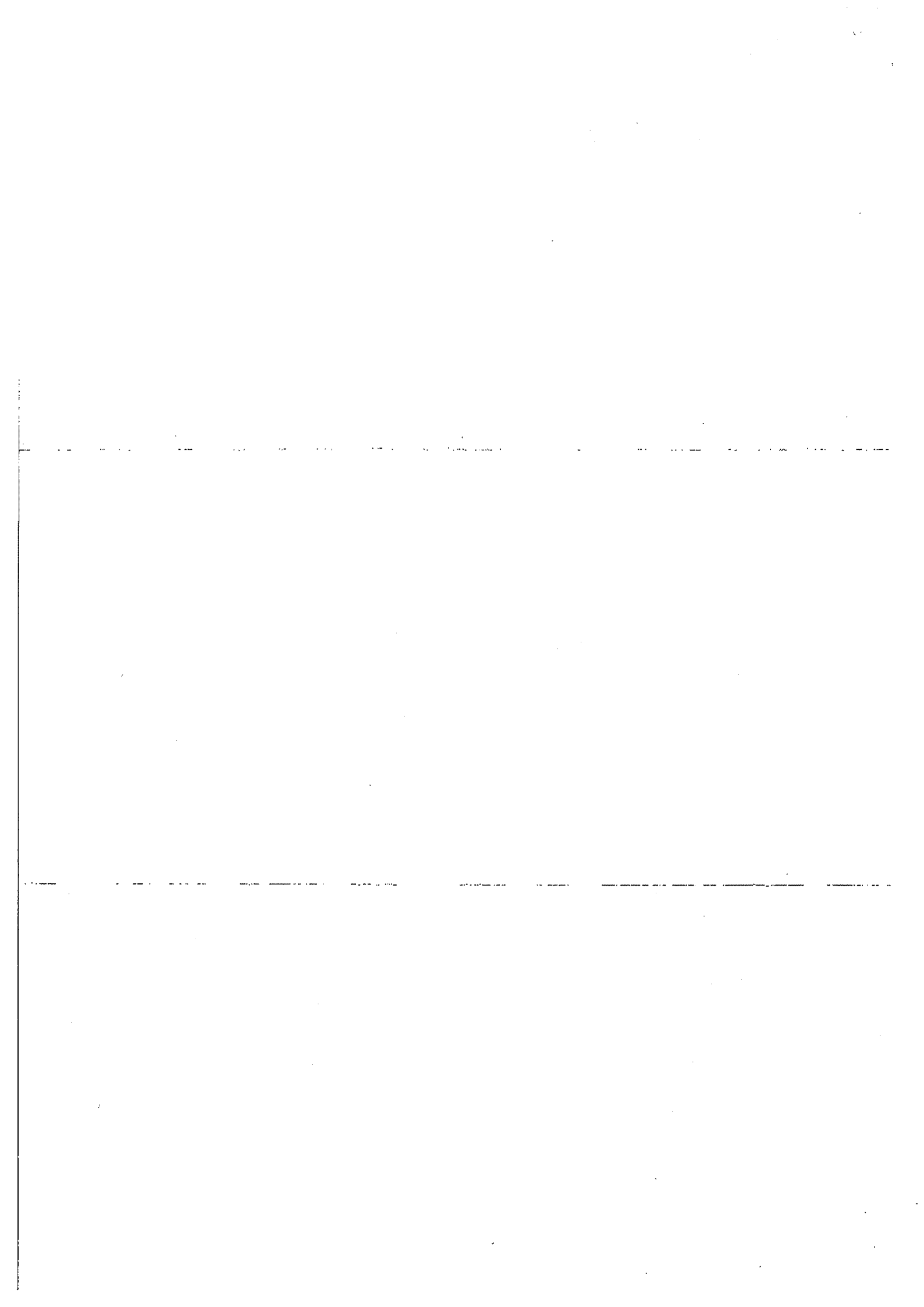
Umsögn og ábendingar, sbr. bréf ráðuneytisins 4.4.2012

Ég þakka fyrir að fá tækifæri til að tjá mig um þetta mikilvæga málefni. Um leið lýsi ég ánægju með skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra: „Framtíðarskipan fjármálakerfisins“ (mars 2012), og þá ágætu vinnu sem í henni birtist. Ég geri ekki sérstakar athugasemdir við 8. eða 9. kafla skýrslunnar og tel þar koma fram mikilvægar málefnalegar ábendingar.

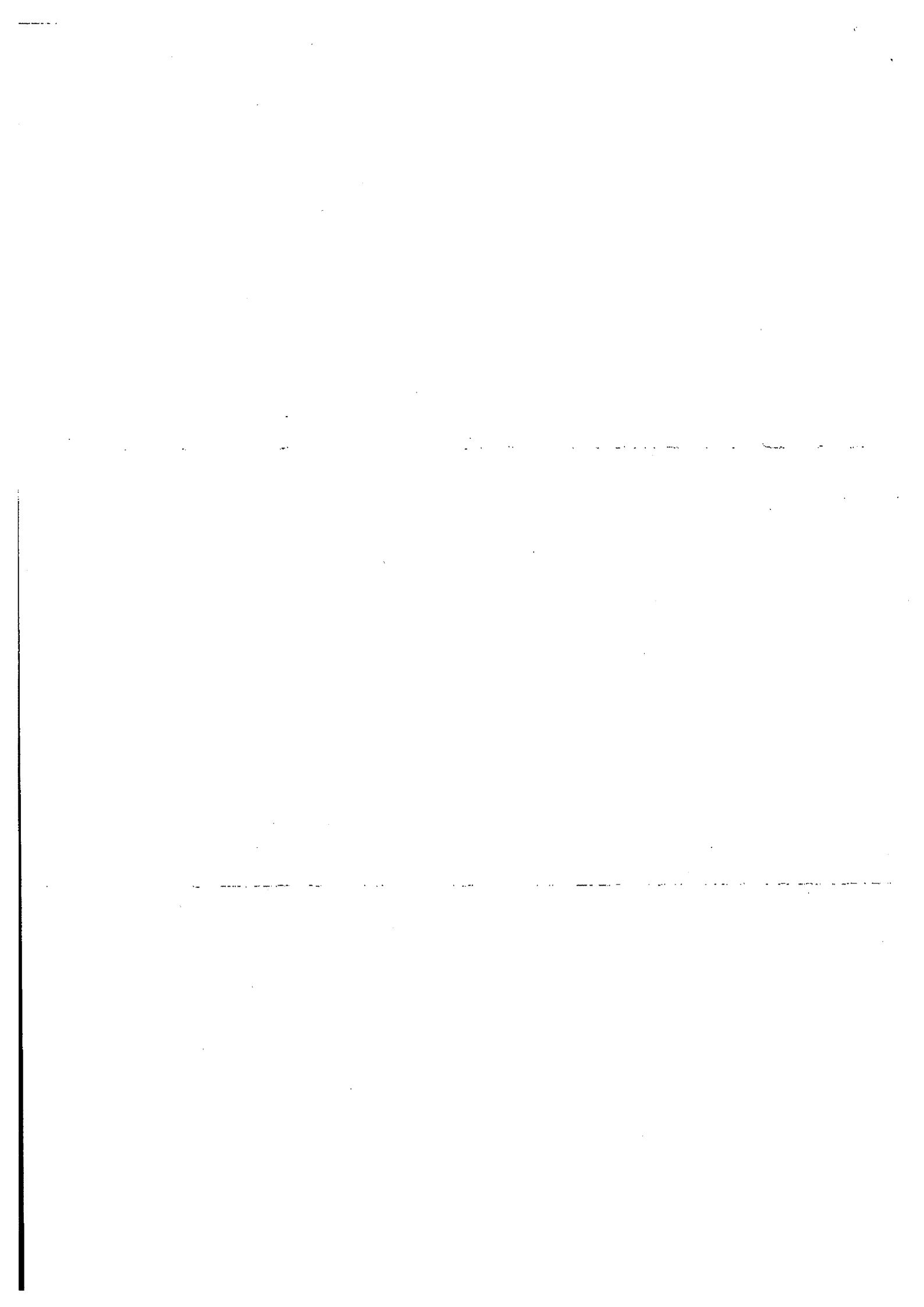
Hér verður því fremur um spássíupunkta að ræða. Um leið vísa ég til greinar minnar: „Nýtt banka- og fjármálakerfi í mótn“ (pressan.is - 18.4.2011).

Nokkur atriði til umhugsunar:

- 1) Hér verður gert ráð fyrir því að um sérgreinanlegt íslenskt fjármálakerfi verði að ræða áfram, með sérstökum íslenskum stofnunum, lögum, reglum, sérstökum gjaldmiðli o.s.frv. Aðrir kostir eru einnig fyrir hendi en þeir verða ekki til umræðu hér.
- 2) Lög og reglur um hlutverk, skyldur og ábyrgð yfirlögfræðinga fjármálafyrirtækja, löggiltra endurskoðenda, regluvarða og forstöðumanna innri endurskoðunar fjármálafyrirtækja verði endurskoðuð. Sérstaklega verði ákvæði skerpt um ábyrgð þeirra og skyldu til að verja almannahagsmuni og frumkvæðisskyldu þeirra um upplýsingagjöf til eftirlitsstofnana.
- 3) Fjármálafyrirtæki beri sjálf ábyrgð á athöfnum, fjárhag, áhættum, rekstri og stjórnun. Ríkið hafi ekki eignaraðild, stjórnunaraðild eða ábyrgð á fjárhag, rekstri eða stjórnun fjármálafyrirtækja nema í sérstökum atvikum, heldur leggi áherslu á löggjöf, reglusetningu, eftirlit og aðhald til að lágmarka þá áhættu sem ævinlega steðjar að samfélaginu af fjármálastarfsemi. Öll ríkisafskipti eigi sér stað með tilstyrk og milligöngu stofnunar með eigin stjórn, skipulagi, trúnaðarreglum o.s.frv.
- 4) Verkefni Seðlabanka Íslands sem lánveitanda til þrautavara verði áfram aðeins miðuð við heimildarákvæði á valdi Seðlabankans sjálfs, en hvorki sjálfkrafa þjónusta né eftir pöntun fjármálafyrirtækis. Um þetta ber að setja strangar reglur.
- 5) Eftirtalin fjármálastarfsemi þarf að vera rækilega girt af og aðgreind frá annarri starfsemi: - a) almennar sparisjóðsinnstæður almennings; - b) lífeyrisinnstæður almennings; - c) námslán; - d) húsnæðislán almennings; - e) sérstök byggðalán skv. opinberum reglum; - f) sérstök nýsköpunarlán skv. opinberum reglum. - Reglur um innstæðutryggingarsjóð eða -sjóði, afskriftasjóði o.þ.h. séu sérstaklega um þessi svið og ótengdar annarri starfsemi.



- 6) Reglur um starfsemi greiðslu- og uppgjörskerfa séu sér í lagi og tryggi aðgreiningu skipulags, stjórnunar, rekstrar o.s.frv. frá allri annarri starfsemi.
- 7) Um ríkisábyrgð verði ekki að ræða nema varðandi 5) og 6), en slík ábyrgð verði bundin takmörkum, t.d. um stærð innstæðutryggingarsjóðs eða -sjóða, afskriftasjóða o.þ.h.
- 8) Í þessu felst þá m.a. aðgreining og aðskilnaður milli viðskiptabanka- og sparisjóðsstarfsemi fyrir almenning annars vegar og hins vegar fjárfestingarbanka, eignastýringar, fjármögnunarþjónustu, rekstrar verðbréfasjóða, þjónustu við fagfjárfesta o.s.frv., svo og váttryggingarfélag, lífeyrissjóða o.s.frv. - Einnig þarf að tryggja reglur um aðgreindan fjárhag deilda, um millideildahreyfingar, um aðgreinda stjórnun deilda, trúnaðarreglur o.fl., ef áfram verður um deildir í sama fjármálafyrirtæki að ræða.
- 9) Eftirtalin fjármálastarfsemi þarf að vera rækilega girt af og aðgreind frá allri annarri starfsemi: Eigin stöðutaka fjármálafyrirtækis, bein eigin fjárfesting fjármálafyrirtækis, bein eigin arðsækin þátttaka fjármálafyrirtækis í verkefnum. Þessi aðgreining snertir deildaskiptingu, fjárhag, millideildahreyfingar, stjórnendur, starfsmenn, trúnaðarreglur o.s.frv.
- 10) Það er samfélagslega mikilvægt að í almennum rekstri séu sparisjóðir með hefðbundið sérstakt rekstrarform almannaþjónustu (óarðsækið: „nonprofit“). Endurskoða þarf lög um sparisjóði, tryggja að þeir geti starfað án sérstakrar svæðisbindingar, og að sérkenni þeirra verði virt og þeim fylgt út í æsar í rekstrinum.
- 11) Endurskoða þarf lög, reglur og skipulag opinberra fjármálastofnana, s.s. Byggðastofnunar, til samræmis við sömu sjónarmið sem nefnd eru í 10) um óarðsækinn rekstur o.þ.h. (sbr. t.d. Landesbanken í Þýskalandi).
- 12) Jafna ber aðstöðu almenns viðskiptamanns, lánþega, og fjármálafyrirtækis á íslenskum markaði, en yfirleitt nýtur fjármálafyrirtækið mikilla yfirburða í samskiptum. Tryggja ber að fjármálafyrirtækið taki eðlilegan þátt í áhættu í samræmi við ráðandi stöðu sína, en hún falli ekki í raun ævinlega algerlega á viðskiptamanninn. Styrkja þarf reglur um neytendavernd á þessu sviði.
- 13) Tiltaka þarf í lögum hámark á atkvæðavægi eins og sama aðila, svo og tengdra aðila saman, á fundum hluthafa og stofnsjóðshafa í öllum fjármálafyrirtækjum, svo og um lágmarkspátttöku í fundum, atkvæðagreiðslum og kosningum.
- 14) Skerpa þarf reglur um sérstæðan fjárhag og stjórnun deilda og sviða og um millideildahreyfingar, trúnaðarmúra o.s.frv. þar sem það á við.
- 15) Setja þarf takmarkandi ákvæði um innri og ytri viðskiptatengsl og viðskiptaumsvif stjórnarmanna í fjármálafyrirtækjum. Herða þarf reglur um afskipti, þ.e.a.s. afskiptaleyssi, stjórnarmanna af daglegum rekstri og rekstrar- og viðskiptaákvörðunum í fjármálafyrirtækjum.



16) Skerpa þarf reglur um eigin afskipti, þ.e.a.s. afskiptaleysi, fjármálafyrirtækis af viðskiptum með eigin hlutabréf eða stofnbref, svo og um lánsviðskipti í því samhengi.

17) Íslendingar fylgi norrænum og evrópskum, eða alþjóðlegum, reglum um fjármálakerfi og fjármálafyrirtæki. Íslendingar áskilja sér þó að geta lagað slíkar reglur að sérstökum aðstæðum hér eftir því sem þörf krefur, en munu leitast við að tryggja samkeppnishæfni í íslensku fjármálakerfi.

18) Setja verður skýr lagaákvæði sem heimila strangari reglur hérlendis en alþjóðlegir staðlar kveða á um, einkum varðandi fjármálastjórnun, bókhald, reikningsskil og endurskoðun. Einnig þarf að skerpa reglur um endurskoðunarnefndir.

19) Hérlendis verði fylgt norrænum og evrópskum, eða alþjóðlegum, viðmiðum og reglum um: - a) eiginfjárlutföll; - b) lausafjárlutföll; - c) gjaldeyrishlutföll; - d) bindihlutföll og bindiskyldu; - e) útlánahlutföll; - f) skuldahlutföll; - g) afskriftasjóði.

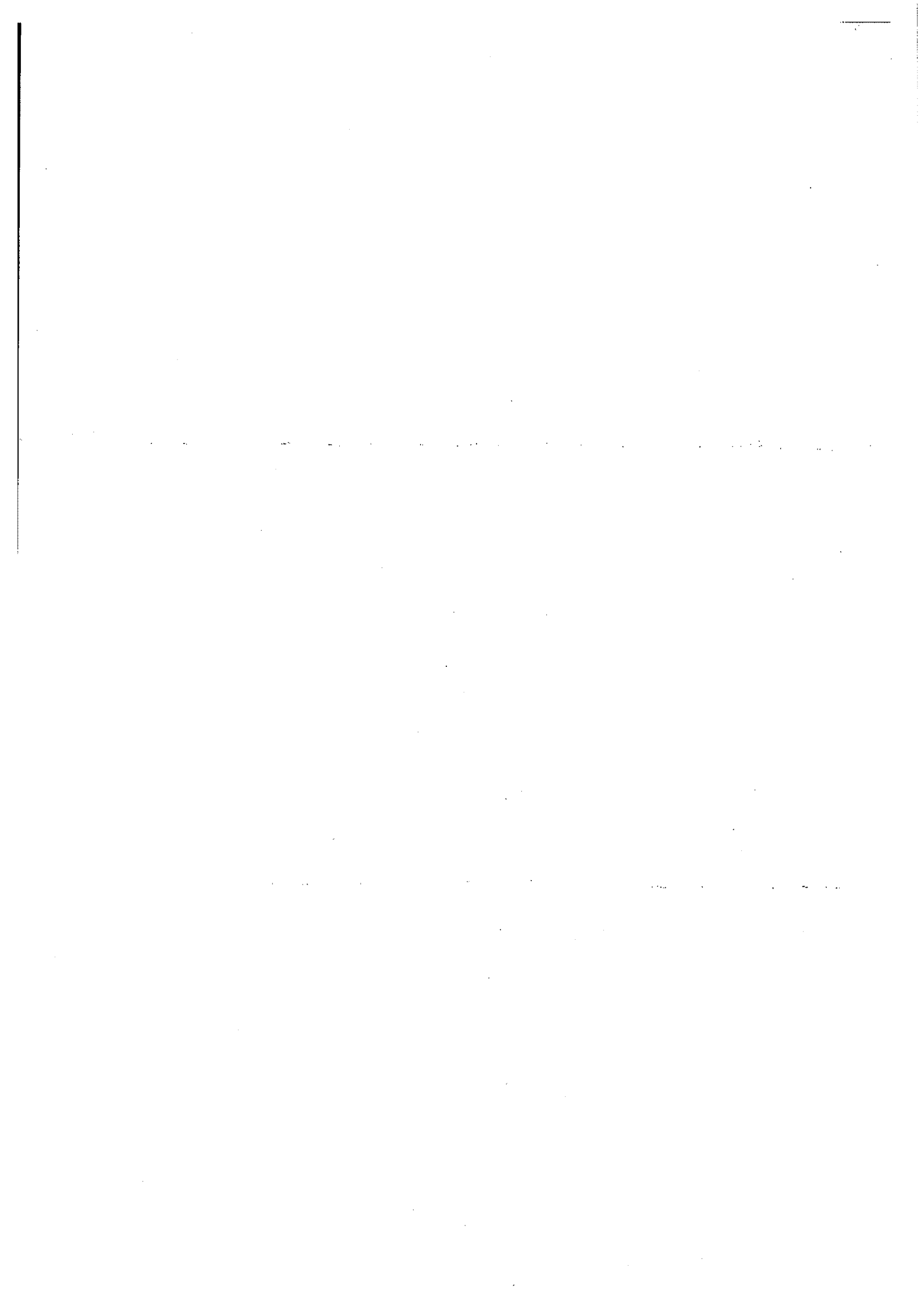
20) Settar verði sérstakar rammareglur um: - a) samræmingu tímallengda í skuldbindingum og eignum; - b) stærð efnahagsreiknings og efnahagsreikninga miðað við stærð fjármálakerfis og þjóðhagsstærðir; - c) stækkunarhraða efnahagsreiknings og efnahagsreikninga; - d) hækkun viðmiðunarfjárhæða í tilteknum útlánaflokkum, svo sem íbúðalánnum; - o.s.frv. - Tryggja verður sérstaka vakt með þessum þáttum, svo og lagalegt umboð til tafarlausra aðgerða og stöðvunar ef út af ber.

21) Fyrir liggur að hérlendis verða aðeins örfá fjármálafyrirtæki starfandi, svo sem 2 bankar og ef til vill 2-3 sparisjóðir, ásamt nokkrum öðrum sérhæfðum fjármálafyrirtækjum, lífeyrissjóðum, váttryggingarfélagum. Af sjálfu leiðir að sérhvert þessara fjármálafyrirtækja getur náð þeirri stöðu að teljast kerfismikilvægt. Endurskoða verður reglur um innbyrðistengsl fjármálafyrirtækja, um viðskipti þeirra innbyrðis, um peningamarkað og millibankamarkað, m.a. til að hindra samþættingar og smitleiðir.

22) Bæta þarf þáttum svonefndrar „þjóðhagsvarúðar“ við eftirlitsþætti, sbr. það sem fram kemur hér ofar, svo og í skýrslu efnahags- og viðskiptaráðherra og í nýlegu riti Seðlabanka Íslands um það efni.

23) Gera má ráð fyrir að náið samstarf aðgreindra eftirlitsstofnana nái betur markmiðum heldur en skipulagsleg sameining Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins. Verði af sameiningu ber þó að tryggja sérstæða og sjálfsábyrga vakt á fleiri en einum stað.

24) Mikilvægt er að leggja mat á takmarkanir eftirlits. Það er að jafnaði „á eftir“ andlagi sínu, og einkum ef brotavilji er fyrir hendi. Þolpróf (stress tests) og aðrar mælistikur eftirlits með fjármálakerfinu eiga að byggjast á þeirri leiðandi tilgátu að ævinlega sé raunhæft að gera ráð fyrir skyndilegu áfalli í íslensku og alþjóðlegu fjármálakerfi. Í þessu þarf að fjalla um raunhæft vægi og raunhæfan hraða áfalls, og nauðsynlegt er að setja upp mismunandi feriltílgátur. Ekki er fráleitt að miða við fall umsvifamesta fjármálafyrirtækis hérlendis, eða við alþjóðlegt fyrirtæki með vægi Lehman Brothers, og að hraði umskipta og áfalls geti orðið innan við 24



klukkustundir, - svo og : hvenær sem er. Einnig ber að kanna aðstæður til að beita forvirkum aðgerðum við skilgreindar vísbendingar og samtíma-eftirliti.

25) Verði sú raunin að erlend fjármálafyrirtæki verði áhrifamikil á íslenskum markaði, með útibúum eða dótturfélögum, þarf að setja sérstakar reglur um þau, í samræmi við alþjóðlega viðskiptahætti og heimildir, til að ná markmiðum Íslendinga og tryggja þjóðarhagsmuni.

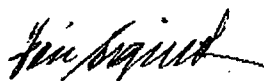
26) Ástæða er til að skoða hvort ekki eigi að setja almennar reglur um undirbúning og ferli mannráðninga í stjórnunar- og ákvarðanastöður í fjármálakerfinu, þ.á m. um skipun og umboð valnefnda og val manna í þær, o.þ.h.

27) Með lögum verður að kveða á um rétt og skyldu Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins til þess að taka eigið frumkvæði um að gagnrýna ákvæði fjárlaga og aðrar aðgerðir ríkisvaldsins, svo og til að vara við áhrifum og afleiðingum, o.s.frv.

Eftirtalin atriði er nauðsynlegt að ræða einnig þegar lögð eru drög að endurmótuðu fjármálakerfi við núverandi aðstæður á Íslandi:

- * Vinda verður bráðan bug að afnámi gjaldeyrishafta.
- * Við afnám gjaldeyrishafta verður að takast á við gengisfall gjaldmiðilsins, bjóða skuldabréf til langs tíma til að koma á móti skyndiviðskiptum, stofna sérstakan gengishagnaðarsjóð, ná samningum við aðila vinnumarkaðar og lífeyrissjóði, setja tímabundna stöðvun á verðtryggingarbreytingar, o.s.frv.
- * Stjórnvöld verða að endurskoða og endurmóta tengsl og gagnverkun fjármálaáakvarðana og peningamálaáakvarðana (fiscal + monetary).
- * Peningamálastefna, miðað við íslenska krónu, hlýtur að miðast við gengishreyfingar auk verðbólgu markmiðs - í þessari áhersluröð.
- * Taka verður erlenda þætti, skattabreytingar og endurverkun út úr almennri verðtryggingu skuldbindinga, svo og lengja lágmarkstíma.

Virðingarfyllst,



Jón Sigurðsson
formaður ráðgjafarnefndar FME

