

Birtist í Morgunblaðinu, 27. nóvember 2008.

Íslensk spilling: Viðskipti tengdra aðila

Jón Steinsson

Sagan sýnir að fjármálakreppum fylgir oft á tíðum umtalsverð spilling í formi óeðlilegra viðskiptahátta tengdra aðila. Í slíkum kreppum vegnar ríkjum mun betur sem hafa sterk lög gegn slíkum viðskiptaháttum.¹ Því miður erum við Íslendingar mjög aftarlega á merinni hvað þetta varðar.

Í nýlegri samanburðarrannsókn á lagahömlum varðandi viðskipti tengdra aðila (e. self-dealing) kemur fram að lagaumhverfi á Íslandi er mun hagstæðara fyrir þá sem vilja stunda óeðlilega viðskiptahætti en víða annars staðar. Rannsóknin setur fram mælikvarða um hömlur gegn slíkum viðskiptaháttum sem tekur gildi milli núll og einn (hærri einkunn þýðir sterkara lagaumhverfi). Á þennan mælikvarða er einkunn Íslands 0.26 á meðan hún er 0.46 í Danmörku, 0.65 í Bandaríkjunum og 0.95 í Bretlandi.²

Það er auðveldast að útskýra hættuna sem óheft viðskipti tengdra aðila bjóða upp á með dæmi. Gefum okkur að Hr. Stórlax eigi rúmlega 50% hlut í almenningshlutafélaginu Kaupfélaginu og 100% hlut í einkahlutafélaginu Sölufélaginu. Kaupfélagið rekur fjölda verslana en Sölufélagið er fasteignafélag. Segjum að Sölufélaginu hafi nýlega áskotnast verslunarhúsnæði. Hr. Stórlax leggur til að Sölufélagið selji Kaupfélaginu verslunarhúsnæðið fyrir 100 m.kr. til þess að það geti opnað nýja verslun. Þar sem Hr. Stórlax stjórnar báðum félögunum ganga þessi viðskipti í gegn með hraði.

Hr. Stórlax hefur augljósa hagsmuni af því að Kaupfélagið borgi yfirverð fyrir húsnæðið. Gefum okkur að sannvirði eignarinnar hafi verið 90 m.kr. Yfirverðið eykur verðmæti hlutar Hr. Stórlax í Sölufélaginu um heilar 10 m.kr á meðan það rýrir verðmæti hlutar hans í Kaupfélaginu aðeins um rúmar 5 m.kr. (þar sem hann á einungis rúm 50% í Kaupfélaginu). Í heildina hagnast Hr. Stórlax um tæpar 5 m.kr.

Með því að láta Kaupfélagið borga yfirverð er Hr. Stórlax í raun að hlunnfara aðra hluthafa og kröfuhafa í Kaupfélaginu um þessar tæpu 5 m.kr. Ef Kaupfélagið stendur traustum fótum eru það aðallega smærri hluthafar þess sem eru hlunnfarnir. En ef Kaupfélagið riðar til falls skaða viðskipti af þessu tagi aðallega lánadrottna Kaupfélagsins.

Frá sjónarhóli utanaðkomandi aðila er ekki augljóst að þessi viðskipti hafi verið óeðlileg. Kaupfélagið hefur jú not fyrir húsnæðið og líklega eru skiptar skoðanir um sannvirði eignarinnar. Það er því erfitt að sanna skaða smærri hluthafa og lánadrottna í Kaupfélaginu. Hr. Stórlax veit þetta og getur nýtt sér það þegar hann ákvarðar verðið í viðskiptunum.

¹ Johnson, S., P. Boone, A. Breach og E. Freidman (2000): „Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.

² Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer (2008): „The Law and Economics of Self-Dealing,” *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.

Á Íslandi eru viðskipti af þessu tagi daglegt brauð. Ótal sinnum á síðustu árum hafa stórar eignir – í sumum tilfellum heilu fyrirtækin – átt viðkomu í eignarhaldsfélögum íslenskra milljarðamæringa í skamma stund áður en þau eru seld inn í almenningshlutfélög á mun hærri verði. Og ótal sinnum hafa eignarhaldsfélög ráðandi hluthafa keypt eignir af almenningshlutfélögum skömmu áður en þessar eignir hækkuðu verulega í verði eða selt eignir inn í almenningshlutfélög á mun hærri verði en þau keyptu eignirnar. Í þessu sambandi koma viðskipti með félög eins og 10-11, Kaldbak og Sterling upp í hugann. Oft á tíðum var íslenskum milljarðamæringum hampað í fjölmiðlum sem viðskiptasnillingum fyrir þann gríðarlega hagnað sem þeir höfðu af þessari iðju.

Smærri hluthafarnir sem eru hlunnfarnir í þessum viðskiptum eru að stórum hluta lífeyrissjóðirnir og þeir sem hafa átt bréf í hlutabréfasjóðum. Þessir aðilar eiga hver um sig litla hluti í öllum almenningshlutfélögum á Íslandi. Í hvert skipti sem ráðandi hluthafi stofnar til viðskipta eins og þeirra sem lýst er hér á undan blæða þessir aðilar. Þegar á heildina er litið er ekki ólíklegt að lífeyrissjóðirnir einir og sér hafi verið hlunnfarnir um marga milljarða á undanförunum árum með þessum hætti.

Í Bandaríkjunum, Bretlandi og öðrum löndum með dómákveðinn rétt (e. common law) er ríkið hefð fyrir því að smærri hluthafar stefni stjórnarmönnum fyrirtækja fyrir viðskipti af þessu tagi og krefjist skaðabóta eða riftunar. Hættan á slíkum stefnum veitir stjórnarmönnum mikilvægt aðhald og kemur í veg fyrir að þeir geti hlunnfarið smærri hluthafa með jafn grófum hætti og hér hefur viðgengist. Í löndum með lögbókarrétt (e. civil law) er vernd smærri hluthafa í flestum tilfellum mun minna. Í þessum löndum hafa dómstólar víða leyft umtalsverða eignasviptingu smærri hluthafa af hendi ráðandi hluthafa.³

Eins og fyrr segir er lagaumhverfið á Íslandi sérstaklega veikburða þegar kemur að vernd smærri hluthafa og lánardrottna gegn óeðlilegum viðskiptaháttum ráðandi hluthafa. Úr því þarf að bæta hið fyrsta. En í sumum tilfellum hafa viðskipti af þessu tagi verið svo gróf að jafnvel þau veiku lagaákvæði sem smærri hluthafar á Íslandi geta reitt sig á hljóta að nægja (svo sem 76. og 95. gr. laga nr. 2/1995 um hlutfélög). Lífeyrissjóðirnir hafa sofið á verðinum hvað þetta varðar og ekki gætt hagsmuna sinna sjóðsfélaga. Í mörgum tilfellum eru þessi meintu brot ekki fyrnd. Lífeyrissjóðirnir ættu því ef vel ætti að vera að ganga úr skugga um það sem allra fyrst fyrir dómstólum hversu langt þeir komast með núverandi lagaheimildir.

Ef ráðandi hluthafar og aðrir innherjar geta haldið áfram að leika sama leikinn í framtíð er óhjákvæmilegt að það veiki trú smærri fjárfesta á arðsemi þess að fjárfesta í íslenskum fyrirtækjum. Ástandið hvað þetta varðar á síðustu árum hefur verið svo slæmt að ef það heldur áfram gæti það skemmt íslenska hlutabréfamarkaðinn til frambúðar.

Nú þegar mörg fyrirtæki landsins riða til falls eru það lánardrottnar þessara félaga sem munu bera skarðan hlut frá borði ef þessir viðskiptahættir fá að halda áfram óáreittir.

³ Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer (2000): „Tunneling,“ *American Economic Review*, 87(2), 333-338.

Langstærstu lánadrottinn þessara fyrirtækja eru nýju ríkisbankarnir. Það eru því skattgreiðendur sem verið er að hlunnfara í dag þegar ráðandi hluthafar selja eignir á undirverði inn í ný eignarhaldsfélög.

Hvatar ráðandi hluthafa í fyrirtækjum landsins til þess að viðhafa óeðlilega viðskiptahætti hafa aldrei verið meiri. Þær miklu sviftingar sem eiga sér nú stað gera það að verkum að enn erfiðara er að meta sannvirði eigna en í venjulegu árferði. Við núverandi aðstæður er því sérstaklega mikilvægt að stjórnvöld endurskoði rækilega lög og reglur sem gilda um viðskipti tengdra aðila. Í því sambandi ættu stjórnvöld að líta til Bretlands og Bandaríkjanna eftir fyrirmyndum.

Á síðustu 15 árum var mikið viðskiptafrelsi innleitt á Íslandi. Því miður var ekki hugað nægilega vel að því að reglur um eðlilega viðskiptahætti væru einnig til staðar. Mistökin voru ekki innleiðing viðskiptafrelsis heldur hitt. Úr því verður að bæta.