



Ritroð Samkeppniseftirlitsins

# Endurreisn fyrirtækja 2012

Aflaklær eða uppvakningar?

Skýrsla

Rit nr. 3/2012

Mars

SAMKEPPNISEFTIRLITID

Borgartúni 26, 125 Reykjavík,  
[www.samkeppni.is](http://www.samkeppni.is)



## Efnisyfirlit

1.	Inngangur.....	3
2.	Samantekt.....	5
3.	Niðurstöður .....	6
3.1.	Hreyfing komin á endurskipulagningu fyrirtækja.....	6
3.2.	Íslensk fyrirtæki eru almennt of skuldsett.....	8
3.3.	Enn margvísleg óvissa um endurskipulagningu fyrirtækja.....	10
3.4.	Stjórnendur fyrirtækja bjartsýnir en tortryggir.....	12
3.5.	Bætt viðskiptasiðferði nauðsynlegt.....	14
3.6.	Áherslur Samkeppniseftirlitsins .....	15
4.	Staða fyrirtækja og fjárhagsleg endurskipulagning .....	17
4.1.	Staða endurskipulagningar hjá stærri fyrirtækjum .....	17
4.2.	Nánar um fyrirtæki sem ekki þurftu endurskipulagningu.....	19
4.3.	Nánar um fyrirtæki sem þurftu endurskipulagningu.....	20
4.4.	Staða einstakra atvinnugreina.....	22
5.	Skuldir og arðsemiskrafa.....	24
5.1.	Skuldsetning íslenskra fyrirtækja.....	24
5.2.	Mikilvægi skuldaaðlögunar fyrir þróttmikið atvinnulíf og samkeppni .....	26
5.3.	Krafa um eðlilega arðsemi.....	26
5.4.	Tengsl arðsemiskröfu og skuldaaðlögunar .....	28
5.5.	Lokaorð um skuldsetningu og arðsemiskröfu .....	29
6.	Eignarhald og yfirráð.....	30
6.1.	Eignarhald fyrirtækja og mat á ráðandi stöðu .....	30
6.2.	Dulin yfirráð.....	31
6.3.	Yfirráð í skilningi samkeppnislaga.....	33
Viðauki I.	Aðferðafræði .....	36
Viðauki II.	Svör stjórnenda við helstu spurningum í könnun.....	41
Viðauki III.	Týndi áratugurinn í Japan .....	47

## 1. Inngangur

Frá hruni hefur Samkeppniseftirlitið kappkostað að hraða endurreisn atvinnulífsins með aðgerðum sínum. Meðal annars hefur Samkeppniseftirlitið sett bönkum skilyrði fyrir yfirtöku þeirra á fyrirtækjum í því skyni að hraða sölu þeirra og draga úr samkeppnishindrunum sem leiða af slíku eignarhaldi. Einnig hefur eftirlitið lagt áherslu á að fylgja bannreglum samkeppnislaga eftir af festu. Þá hefur eftirlitið með ýmsum hætti hvatt til öflugrar uppbyggingar í íslensku atvinnulífi með opnun markaða og aukinni samkeppni. Í tengslum við framangreint hefur Samkeppniseftirlitið gefið út ýmiss konar skýrslur auk þess sem eftirlitið hefur tekið og fylgt eftir ákvörðunum í samrunamálum.<sup>1</sup>

Þessi vinna byggir á þeirri staðreynd að samkeppni leiðir til lægra verðs, skapar atvinnu, stuðlar að efnahagslegum framförum og hvetur fyrirtæki til að gera betur gagnvart viðskiptavinum sínum. Samkeppnin er ekki takmark í sjálfu sér heldur er hún tæki til að efla velferð almennings og styrkja hagkerfið.

Í júní 2011 gaf Samkeppniseftirlitið út skýrslu nr. 2/2011 *Samkeppnin eftir hrún*. Skýrslan byggðist á rannsókn eftirlitsins á fjárhagsstöðu og fjárhagslegri endurskipulagningu 120 stórra fyrirtækja á völdum samkeppnismörkuðum, en þessi fyrirtæki standa undir um helmingi af veltu allra íslenskra fyrirtækja. Í skýrslunni var auk þess farið yfir það hvernig farið hefði verið eftir tillögum fyrri skýrslna frá 2008 og 2009 um opnun markaða. Með skýrslunni lýsti Samkeppniseftirlitið sjónarmiðum sínum um stöðu atvinnulífsins, endurskipulagningu þess og samkeppni á mörkuðum. Markmiðið var að hvetja til umræðu um lausnir á vandanum við endurskipulagningu fyrirtækja og freista þess þar með að flýta nauðsynlegum aðgerðum.

Í skýrslunni kom fram að bankar réðu yfir stórum hluta þeirra fyrirtækja sem til skoðunar voru og fjárhagsstaða margra fyrirtækja væri mjög slæm. Þá gengi fjárhagsleg endurskipulagning stærri fyrirtækja of hægt fyrir sig og rangir hvatar ynnu gegn hraðari endurskipulagningu. Brýnir samfélagslegir hagsmunir væru hins vegar fólgnir í því að brugðist væri hratt við skuldavanda rekstrarhæfra fyrirtækja.

---

<sup>1</sup> Sjá m.a. eftirtalin rit sem aðgengileg eru á heimasíðu Samkeppniseftirlitsins, samkeppni.is:

1. Álit nr. 3/2008, *Ákvarðanir banka og stjórnvalda um framtíð fyrirtækja á samkeppnismörkuðum*,
1. Álit nr. 3/2008, *Ákvarðanir banka og stjórnvalda um framtíð fyrirtækja á samkeppnismörkuðum*,
2. Skýrsla nr. 2/2008, *Öflug uppbygging – opnun markaða og efling atvinnulífs*,
3. Skýrsla norrænu samkeppniseftirlitanna nr. 1/2009, *Competition on times of crises – Lessons learned and the way forward*,
4. Umræðuskjal nr. 2/2009, *Bankar og endurskipulagning atvinnulífsins – stefnumörkun*,
5. Umræðuskjal nr. 1/2011, *Samkeppni á bankamarkaði*,
6. Skýrsla nr. 2/2011, *Samkeppnin eftir hrún*,
7. Pistill nr. 2/2011, *Eru bankarnir að drepa samkeppni?*

Auk þessa eru um 30 samrunaákvæðanir um yfirtökur banka á fyrirtækjum aðgengilegar á heimasíðu Samkeppniseftirlitsins.

Á haustmánuðum 2011 taldi Samkeppniseftirlitið að vísbendingar væru uppi um að betur gengi en áður við fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja. Eftirlitið ákvað því að óska eftir mati stjórnenda þeirra 120 fyrirtækja, sem fyrri rannsókn Samkeppniseftirlitsins beindist að, á fjárhagslegri stöðu og fjárhagslegri endurskipulagningu. Þá óskaði Samkeppniseftirlitið jafnframt eftir viðhorfum stjórnenda til fjölmargra atriða. Könnunin var gerð í samstarfi við MMR. Nánar er fjallað um könnunina og aðferðafræði á bak við rannsóknina í viðaukum I og II með þessari skýrslu.

Markmið Samkeppniseftirlitsins með skýrslunni er annars vegar að kanna hvort fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja miði hraðar en áður og hins vegar að auka skilning á þeirri hættu fyrir þjóðarhag sem leiðir af of mikilli skuldsetningu fyrirtækja.

Með því að leita beint til stjórnenda fyrirtækjanna er unnt að fá nýjustu upplýsingar um stöðu þeirra. Upplýsingar sem fram koma í þessari skýrslu veita því vísbendingu um fjárhagsstöðu stærri fyrirtækja um áramótin 2011-2012. Rétt er að taka fram að niðurstöður skýrslunnar byggja að hluta til á mati stjórnenda á stöðu fyrirtækja sinna um síðustu áramót og ályktunum þeirra um framtíðarhorfur á þeim grunni. Slíkt mat byggir eðli máls samkvæmt á forsendum sem fljótt geta breyst.

Í skýrslunni er fyrst greint frá niðurstöðum, sjónarmiðum og áherslum Samkeppniseftirlitsins. Síðan er farið yfir rannsókn Samkeppniseftirlitsins um stöðu fyrirtækja og fjárhagslega endurskipulagningu. Að því loknu er umfjöllun um skuldsetningu og dulin yferráð. Að síðustu eru þrjár viðaukar; um aðferðafræði við rannsóknina, um yfirlit yfir svör stjórnenda við helstu spurningum í könnun Samkeppniseftirlitsins og um reynslu Japana af skuldakreppu fyrirtækja.

Samkeppniseftirlitið leitaði til fjölmargra aðila við vinnslu þessarar skýrslu. Auk svara stjórnenda við könnuninni hefur eftirlitið fundað með Arion banka, Íslandsbanka, Landsbankanum, Viðskiptaráði Íslands, nokkrum fyrirtækjastjórnendum og hagfræðingum.

Skýrslan og þær upplýsingar sem aflað hefur verið um stöðu einstakra fyrirtækja mun nýtast Samkeppniseftirlitinu í eftirliti með eignarhaldi banka á fyrirtækjum.

## 2. Samantekt

Á árinu 2011 komst aukin hreyfing á fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja í bankakerfinu. Endurskipulagningu fjölmargra stærri fyrirtækja er lokið og gengið hefur verið frá sölu í mörgum tilvikum. Mjög hefur dregið úr yferráðum bankanna yfir fyrirtækjum að mati Samkeppniseftirlitsins, þótt þau séu töluverð enn.

Íslensk fyrirtæki eru mjög skuldsett í alþjóðlegum samanburði. Eftirtektarvert er að skuldir fyrirtækja sem lokið hafa endurskipulagningu eru eftir sem áður almennt mjög miklar. Um þriðjungur stjórnenda stærri íslenskra fyrirtækja, sem hafa verið seld eða gengið í gegnum endurskipulagningu, telja að fyrirtækið geti ekki staðið undir núverandi skuldabyrði eða að óvíst sé að það geti staðið undir henni.

Samkeppniseftirlitið telur að margvíslegar hættur stafi af mikilli skuldsetningu fyrirtækja. Mjög skuldsett fyrirtæki mun hvorki geta veitt keppinautum aðhald né starfað með skilvirkum hætti á markaði. Hætt er við að slíkt fyrirtæki ákveði verð á vöru eða þjónustu í samræmi við slæma skuldastöðu sína sé þess nokkur kostur. Hættan á þessu er þeim mun meiri eftir því sem samkeppni á þeim markaði sem fyrirtækið starfar á er minni og markaðshlutdeild þess meiri.

Mikilvægt er að skuldir fyrirtækja sem eiga sér traustan rekstrargrundvöll séu felldar að greiðslugetu þeirra og getu til að skila hæfilegum hagnaði. Heilbriggt atvinnulíf er undirstaða sem vöxtur og viðgangur bankanna hlýtur óhjákvæmilega að helgast af. Yfirsuldsett atvinnulíf fer því hvorki saman við langtímahagsmuni bankanna né hagkerfisins.

Samkeppniseftirlitið hyggst á næstunni einkum beina sjónum að tvennu í tengslum við eftirlit með endurskipulagningu fyrirtækja; annars vegar eftirliti með arðsemismarkmiðum fyrirtækja undir yferráðum banka og hins vegar að tryggja að raunveruleg yferráð banka yfir fyrirtækjum séu uppi á borðum. Skilyrðum um arðsemi er einkum ætlað að draga úr hættu á að bankar fjármagni kostnaðarsama markaðssókn sem geri hinu yfirtekna fyrirtæki kleift að sölsa undir sig aukna markaðshlutdeild á viðkomandi markaði og jafnvel ryðja keppinautum fyrirtækisins úr vegi.

Samkeppniseftirlitið hefur að undanfögnu haft til skoðunar í nokkrum málum hvort myndast hafi yferráð banka yfir fyrirtækjum samkvæmt samkeppnislögum. Þetta er sérstaklega mikilvæg spurning um þessar mundir í ljósi mikillar skuldsetningar fyrirtækja og möguleika banka til að hafa áhrif á rekstur skuldsettra fyrirtækja í gegnum skilmála í lánasamningum og gjaldfellingarákvæði.

### 3. Niðurstöður

#### 3.1. Hreyfing komin á endurskipulagningu fyrirtækja

*Dregið hefur úr yfirráðum bankanna yfir fyrirtækjum*

Á árinu 2011 komst aukin hreyfing á fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja í bankakerfinu. Endurskipulagningu fjölmargra stærri fyrirtækja er lokið og gengið hefur verið frá sölu í mörgum tilvikum. Skuldir hafa verið gefnar eftir í tengslum við endurskipulagningu og á grundvelli dóma Hæstaréttar. Um þriðjungur stærri fyrirtækja átti þó enn í ágreiningi við banka út af gengislánum, afleiðusamningum eða vegna annarra mála í byrjun þessa árs. Þá eru áhrif gengisdóms Hæstaréttar frá febrúar 2012 óljós.

Samkvæmt mati Samkeppniseftirlitsins dró úr ráðandi áhrifum bankanna í stærri fyrirtækjum á árinu 2011. Þannig er talið að bankarnir hafi verið í ráðandi stöðu í 27% stærri fyrirtækja í ársbyrjun 2012 samanborið við 46% í byrjun árs 2011. Hér er um verulega breytingu að ræða sem felst í því að um 20 fyrirtæki voru seld eða endurskipulögð á árinu með þeim hætti að telja verður að kröfuhafar hafi ekki lengur þau ítök í rekstri fyrirtækjanna sem þeir áður höfðu. Hér ber þó að hafa í huga að skuldsetning margra fyrirtækja er afar mikil þannig að þessi staða gæti breyst skjótt til hins verra á ný ef efnahagsþróun verður mótdræg eða efnahagsbati á næstu árum umtalsvert hægari en reiknað er með.

Samkeppniseftirlitið telur að þeir röngu hvatar sem talið var í skýrslu eftirlitsins „*Samkeppnin eftir hrun*“ að tefðu fyrir endurskipulagningu fyrirtækja eigi að mestu enn við.<sup>2</sup> Mikilvægt er að stjórnvöld, eftirlitsaðilar og hagsmunaaðilar haldi áfram að þrýsta á banka og aðra kröfuhafa að ljúka endurskipulagningu fyrirtækja með skynsamlegum og hagkvæmum hætti með langtímahagsmuni atvinnulífsins, þ.m.t. bankanna sjálfra, að leiðarljósi.

---

<sup>2</sup> Í skýrslu nr. 2/2011 voru hinir röngu hvatar skilgreindir með eftirfarandi hætti:

1. Umsýsluvandi: Felst í því að þeir aðilar sem starfa við að leysa úr vandamálunum hafa af því talsverðar tekjur og byggja lífíbrauð sitt á því.
2. Stjórnunarvandi: Felst í því að þeir sem stjórna atvinnufyrirtækjum undir bönkum venjast honum sem eiganda eða bakhjarli og búa ekki við nauðsynlegan aga við ákvörðunartöku.
3. Eigendavandi: Felst í því að kröfuhafar bankanna hafa hagsmuni af því að fá eins mikið og mögulegt er út úr kröfum sem hvíla á fyrirtækjunum. Ákveðin hættu er á að margir kröfuhafar horfi til of skamms tíma í þessu efni.
4. Ákvörðunavandi: Felst í því að kröfuhafar vilja forðast að gera mistök og búa jafnframt við stöðuga gagnrýni vegna ákvarðana sem teknar hafa verið.
5. Sanngirnisvandinn: Felst í hinni sterku kröfu um sanngirni og jafnræði við fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja.

### *Litlar breytingar á skipulagi markaða*

Í úrtaki Samkeppniseftirlitsins voru veltumestu fyrirtæki á árunum 2008 og 2009 á hverjum markaði. Öll þessi 120 fyrirtæki, að einu undanskyldu, eru í rekstri í dag. Einn samruni tveggja eðlislíkra félaga hefur átt sér stað. Innan við 10% hafa gengið í gegnum gjaldþrot eða nauðasamninga og hafa þau verið endurreist á nýrri kennitölu. Litlar sem engar skipulagsbreytingar hafa því orðið í raunhagkerfinu<sup>3</sup> í kjölfar hrunsins og nánast engar breytingar hafa orðið á eignarhaldi þeirra fyrirtækja sem ekki þurftu á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda. Áhersla hefur fyrst og fremst verið lögð á að endurreisa fyrirtæki sem þurftu á endurskipulagningu að halda. Þetta ásamt mikilli skuldsetningu fyrirtækja eftir endurskipulagningu og slæmum rekstrarhorfum sumra fyrirtækja, gefur vísbendingar um að bankarnir hafi í ýmsum tilvikum seilst langt til þess að bjarga fyrirtækjum frá gjaldþroti. Dæmi eru um rekstrarlega traust fyrirtæki með skuldavanda sem hafa komið fjárhagslega mun sterkari út úr þrotameðferð heldur en fyrirtæki í sambærilegri stöðu sem gengið hafa í gegnum endurskipulagningu hjá bönkunum.

Um 60% stærri fyrirtækja þurftu á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda haustið 2008. Stærstur hluti þeirra hefur verið í fjárhagslegri endurskipulagningu í bankakerfinu án þess að þau hafi verið tekin yfir. Hluti fyrirtækjanna hefur verið formlega yfirtekinn af bönkum og hluti farið í þrot eða gert nauðasamninga.

Nokkur munur er á skuldamargföldurum fyrirtækja eftir því hvort endurskipulagningu er lokið og hvort skipt hefur verið um eigendur. Skuldir lækka þannig umtalsvert með endurskipulagningu og eiginfjárhlutfall hækkar. Skuldir lækka einnig við það að nýir ráðandi hluthafar koma að rekstrinum. Samkeppniseftirlitið dregur þá ályktun að minni eftirgjöf skulda sé gjaldið sem hluthafar í yfirsuldsettum fyrirtækjum greiða fyrir áframhaldandi eignarhald sitt í þeim.

Talsverð hætta er á að eigendur endurskipulagðra fyrirtækja, sem í sumum tilvikum eru þeir sömu og fyrir hrun, muni freista þess að bregðast við mikilli skuldsetningu fyrirtækjanna með því að leita samruna við fyrirtæki á sömu eða tengdum mörkuðum. Samkeppniseftirlitið varar við því að skuldavandi fyrirtækja verði leystur með samþjöppun á mörkuðum. Slíkt dregur úr samkeppni og vegur að hagsmunum neytenda og langtímahagsmunum hagkerfisins í heild.

---

<sup>3</sup> Öðru máli gildir um bóluhagkerfið. Þar hafa flest eignarhaldsfélög og minni fjármálafyrirtæki horfið af markaði.

### 3.2. Íslensk fyrirtæki eru almennt of skuldsett

*Of mikil skuldsetning er ógn við endurreisn atvinnulífsins og samkeppni*

Íslensk fyrirtæki eru mjög skuldsett í alþjóðlegum samanburði. Að jafnaði eru hreinar skuldir stærri íslenskra fyrirtækja um tvöfalt meiri en skráðra evrópskra fyrirtækja í hlutfalli við hagnað fyrir fjármagnsliði og afskriftir.<sup>4</sup> Meðaleiginfjárhlutfall íslenskra fyrirtækja er einungis um helmingur af meðaleiginfjárhlutfalli skráðra evrópskra fyrirtækja. Að gefinni þessari skuldsetningu myndu stærri íslensk fyrirtæki að jafnaði fá lánshæfismatseinkunnina B hjá alþjóðlegum matsfyrirtækjum en sú einkunn er 14.-16. hæsta einkunn af 20 flokkum hjá Moody's og lýsir talsverðri hættu á að skuldbindingar verði ekki greiddar til baka.

Í þessu sambandi er það eftirtektarvert að skuldir fyrirtækja sem lokið hafa endurskipulagningu eru eftir sem áður almennt mjög miklar. Um þriðjungur stjórnenda stærri íslenskra fyrirtækja, sem hafa verið seld eða gengið í gegnum endurskipulagningu, telja að fyrirtækið sem þeir stjórna geti ekki staðið undir núverandi skuldabyrði eða að óvíst sé að það geti staðið undir henni.

Mikil skuldsetning fyrirtækja getur leitt til minni samkeppni. Mjög skuldsett fyrirtæki kann að ákveða verð á vöru eða þjónustu í samræmi við slæma skuldastöðu sína sé þess nokkur kostur. Þannig er við því að búast að slík fyrirtæki leiti allra leiða til að forðast samkeppni til að geta haldið uppi háu verði á vörum sínum og þar með skilað nægilegum hagnaði fyrir fjármagnsliði til að geta greitt af lánnum sínum. Hættan á þessu er þeim mun meiri eftir því sem samkeppni á þeim markaði sem fyrirtækið starfar á er minni og eftir því sem markaðshlutdeild viðkomandi fyrirtækis er meiri.

Samkeppniseftirlitið varar sérstaklega við því að við sölu yfirtekinna fyrirtækja fjármagni bankarnir að umtalsverðu leyti kaup nýrra aðila á hlutafé fyrirtækjanna. Slíkt eykur verulega hættuna á eignabólu líkt og gerðist í aðdraganda bankahrunsins 2008.<sup>5</sup> Þar sem gjaldeyrishöftin fyrirbyggja fjárfestingar út fyrir íslenska hagkerfið er hættan á verðbólgu á innlendum eignamörkuðum, þ.m.t. hlutafjármarkaði, meiri en ella. Þá er ljóst að það væri skaðlegt atvinnulífinu og samkeppni ef skuldum eignarhaldsfélaga sem keypt hafa fyrirtæki í eigu bankanna yrði bætt við miklar skuldir hinna nýkeyptu rekstrarfélaga með svonefndum öfugum samruna.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Sjá nánar umfjöllun í 5. kafla um fyrirvara við samanburð á skuldsetningu á Íslandi og erlendis. Með hreinum skuldum er átt við [langtímaskuldir að frádregnu reiðufé] deilt með EBITDA. Skuldastaða íslenskra fyrirtækja gæti verið enn verri í þessum samanburði því enda þótt skammtímaskuldum sem í raun voru hluti af langtímafjármagni sumra fyrirtækja fyrir hrun hafi verið umbreytt í langtímaskuldir við fjárhagslega endurskipulagningu er möguleiki að einhver fyrirtæki séu enn sífellt að framlengja skammtímaskuldum sem eru í raun hluti af langtímafjármagni fyrirtækisins en ekki rekstrarfjármögnun.

<sup>5</sup> Þar sem gjaldeyrishöftin fyrirbyggja fjárfestingar út fyrir hagkerfið er hættan á verðbólgu á innlendum eignamörkuðum, þ.m.t. hlutafjármarkaði, þeim mun meiri en ella.

<sup>6</sup> Með öfugum samruna er átt við að móðurfélagi sé slitið með samruna við dótturfélag. Dótturfélagið tekur yfir allar eignir og skuldir móðurfélagsins.



### *Er hættu á „týnda áratugnum“?*

Mikið hefur verið rætt og ritað um stöðnunarskeiðið, eða hinn svokallaða týnda áratug, í efnahagslífi Japan á tíunda áratugnum.<sup>7</sup> Orsökina fyrir því hve lengi stöðnunarskeiðið stóð yfir hefur verið rakin til margvíslegra mistaka japanskra stjórnvalda. Meðal annars hefur verið talið að stefna þeirra sem fól í sér umburðarlyndi við aðgerðir banka gagnvart skuldugum fyrirtækjum hafi reynt afdrifarík. Bankar lokuðu ekki á fyrirtæki með lán í vanskilum eða gripu til nauðsynlegrar endurskipulagningar heldur var lánstími framlengdur og fyrirgreiðslur auknar. M.ö.o. var stefnan sú að þótt fyrirtækin gætu ekki greitt af lánum sínum og væru í reynd ógjaldfær, voru lánin ekki afskrifuð og fyrirtækin ekki endurskipulögð eða gerð gjaldþrota. Þessi svokallaði „týndi áratugur“ í Japan hefur orðið mörgum hugleikinn eftir fjármálakreppuna 2008. Þannig hafa margir leiðtogar ríkja og alþjóðastofnana orðið til þess á undanförunum árum að rifja upp týnda áratuginn og spá sambærilegri stöðnun nú vegna skuldavanda þjóðríkja.<sup>8</sup>

Á Íslandi var atburðarrásin vissulega önnur. Í Japan forðuðust bankarnir að viðurkenna að útlán væru töpuð til þess að komast hjá því að sýna veika stöðu sína. Á Íslandi urðu hins vegar nær öll lánaþyrntæki gjaldþrota. Eignir þriggja stærstu bankanna, aðallega útlán, voru strax færðar verulega niður í stofnefnahagsreikningi nýju bankanna sem reistir voru á grunni hinna gömlu á grundvelli óháðs mats á virði þeirra. Eftirgjöf bankanna á kröfum til fyrirtækja ræðst að verulega leyti af því svigrúmi sem skapaðist í stofnefnahagsreikningum þeirra.<sup>9</sup>

Samkeppniseftirlitið telur að þær aðstæður sem mikil skuldsetning skapar ógni ekki aðeins hagsmunum neytenda eins og að framan er lýst heldur kunni þær að leiða til stöðnunar til lengri tíma. Fyrirtæki sem eru svo skuldsett að þau geta vart sinnt nauðsynlegum fjárfestingum munu að öðru jöfnu hnigna og ekki geta tekið þátt í og stuðlað að heilbrigðri samkeppni, hagvexti og blómlegu efnahagslífi.

---

<sup>7</sup> Sjá nánari umfjöllun í viðauka III. Margir hafa talað um týnda áratuginn í fleirtölu, þ.e. að Japan hafi ekki enn náð sér eftir skuldakreppu tíunda áratugarins.

<sup>8</sup> Sjá m.a. „IMF chief warns of a lost decade for global economy“, [bbc.co.uk](http://bbc.co.uk), 9. nóvember 2011; „Obama warns of lost decade“ [wsj.com](http://wsj.com), 10. febrúar 2009, „The UK now faces a lost decade“, [realclearworld.com](http://realclearworld.com), 30. nóvember 2011.

<sup>9</sup> Á síðustu misserum hafa bankarnir bakfært niðurfærslur á útlánunum sér til tekna á grundvelli endurmats lána sem hefur aukið hagnað bankanna.

### 3.3. Enn margvísleg óvissa um endurskipulagningu fyrirtækja

#### *Samningaleið í stað beinna inngripa ríkisins*

Í kjölfar hrunsins hefur sú leið orðið ofan á að fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja hefur fyrst og fremst átt sér stað með samningum á milli kröfuhafa og skuldara án aðkomu stjórnvalda. Stjórnvöld hafa hins vegar tryggt tiltekið samræmi og eftirlit með þessum endurskipulagningarmálum upp að ákveðnu marki með lögum nr. 107/2009, um aðgerðir í þágu einstaklinga, heimila og fyrirtækja vegna banka- og gjaldeyrishrunsins. Bein inngríp stjórnvalda í endurskipulagningu banka á fyrirtækjum hafa verið lítil og mun minni en margir hugðu við hrunið.<sup>10</sup>

Þessi leið samninga kröfuhafa og skuldara er athyglisverð í ljósi þess hve skuldsetning íslenskra fyrirtækja var mikil eftir hrun. Hvergi svo vitað sé hafa skuldir fyrirtækja verið jafn miklar eftir banka- og gengishrun.<sup>11</sup> Í kjölfar efnahagshruns í ýmsum ríkjum hafa stjórnvöld tekið beinan þátt í endurskipulagningu banka á fyrirtækjum með ábyrgðum eða með stofnun eignarhaldsfélaga sem taka yfir slæmar eignir.<sup>12</sup> Á árinu 2009 samþykkti Alþingi lög nr. 75/2009, um stofnun opinbers hlutafélags til að stuðla að endurskipulagningu rekstrarhæfra atvinnufyrirtækja en slíkt félag var þó ekki stofnað.<sup>13</sup> Lífeyrissjóðirnir stofnuðu hins vegar Framtakssjóð Íslands í því skyni að taka þátt í að móta fjárhagslega og rekstrarlega endurreisn íslensks atvinnulífs.

Samkeppniseftirlitið telur að þessi leið samninga um endurskipulagningu sé æskilegri fyrir samkeppnina en inngríp ríkisins í formi yfirtöku eigna eða ábyrgða. Hvort fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja eftir hrunið verður til framtíðar talin vel heppnuð mun fara eftir því hvernig tekst til við að vinna úr óleystum viðfangsefnum tengdum fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja og í framhaldinu hvort íslenskt atvinnulíf skapi nægjanlegan virðisauka til að standa undir langtímahagvexti.

---

<sup>10</sup> Undantekningar finnast þó, svo sem aðstoð ríkisins við fjárhagslega endurskipulagningu Sjóvárs en stjórnvöld mátu váttryggingarfélagið kerfislega mikilvægt. Sú aðgerð hefur verið harðlega gagnrýnd af keppinautum.

<sup>11</sup> Í grein David A. Grigorian og Faezeh Raei í *IMF Working Paper* 10/260 „*Government Involvement in Corporate Debt Restructuring: Case Studies from the Great Recession*“ er fjallað um endurskipulagningu fyrirtækja í mörgum skuldakreppum síðustu tveggja áratuga. Ekki er fjallað sérstaklega um Ísland í greininni en samanburður leiðir berlega í ljós að hvergi hefur skuldavandinn verið í líkingu við þann íslenska.

<sup>12</sup> Sjá m.a. Thomas Laryea: *Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises*, IMF Staff Position note, 2010.

<sup>13</sup> Á fundi Samkeppniseftirlitsins með einum af forsvarsmönnum hugmyndafróunar um opinbert eignarhaldsfélag kom fram að það hefði komið á óvart hvað bankar sóttu það fast að missa ekki vandamálaeignir frá sér.

### *Draga þarf sem hraðast úr fjárhagslegri óvissu*

Mörg viðfangsefni tengd fjárhagslegri endurskipulagningu eru enn óleyst. Bankarnir búa við mikla lagalega óvissu sem hefur tafið vinnu við fjárhagslega endurskipulagningu. Þar ber fyrst að nefna langvarandi óvissu tengda gengislánunum, sbr. gengislánadóma Hæstaréttar, sem kallað hafa á endurútreikninga lána sem enn sér ekki fyrir endann á. Fjárhagsleg endurskipulagning hefur því oft verið gerð með fyrirvara um breytingar vegna lögmætis endurútreiknings lána.

Einnig getur fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækis verið háð væntingum um bættu framtíðarstöðu þess. Þannig er oft komið á bráðabirgðaskipulagi fjármögnunar þar sem skapað er svigrúm fyrir bankann til frekari endurheimtu krafna ef viðsnúningur verður í rekstri fyrirtækisins. Biðlán bankanna eru dæmi um þetta. Þetta kann einkanlega að eiga við í þeim greinum sem hafa orðið harðast úti í hruninu og þar sem væntingar eru um betri tíma. Að mati Samkeppniseftirlitsins þurfa bankarnir að gæta þess að biðlánin virki ekki eins og myllusteinar ofan á eðlilega skuldsetningu fyrirtækja með þeim afleiðingum að fyrirtækin nái seint eða aldrei að komast upp úr skuldafeninum og keppa á eðlilegum samkeppnislegum forsendum á markaði.

Fyrir bankana er mikilvægt að lagaumgjörð um innheimtu og gjaldþrot sé skilvirk og skapi ekki frekari óvissu um endurheimtur. Skattaóvissa hefur einnig verið mikil í tengslum við fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja. Þannig gæti aukaálagning vegna óheimils frádráttar vaxtagreiðslna af lánunum vegna skuldsettrar yfirtöku í fortíðinni lagst á mörg fyrirtæki. Staða bankanna hefði í einhverjum tilfellum verið betri ef þau fyrirtæki hefðu verið sett í þrot.

Fjárhagsleg endurskipulagning er gjarnan flókin og engin tvö endurskipulagningarverkefni eru eins. Ýmislegt getur aukið flækjustig endurskipulagningarinnar, svo sem fjöldi kröfuhafa, ábyrgðir á milli félaga innan samstæðu og tengsl og samningar vegna erlendra vörumerkja. Eigendur innflutningsfyrirtækja hafa oft á tíðum verið í sterkri stöðu í samningum við kröfuhafa vegna náinna tengsla við erlenda framleiðendur. Brögð eru einnig að skilasvikum og hefur verið látið reyna á nokkur slík mál. Ein algeng birtingarmynd skilasvika, sem gerir bönkum erfitt fyrir við endurskipulagningu fyrirtækja, eru viðskipti á milli tengdra félaga þar sem eigendur freista þess að flytja framlegð á milli félaga. Þá geta komið upp siðferðislegar spurningar þegar rekstur er seldur án gömlu kennitölunnar.

Fyrirséð er að bankarekstur á Íslandi verður með öðrum hætti en fyrir hrun þegar vinnu við fjárhagslega endurskipulagningu verður að mestu lokið. Ætla verður að bankarnir verði varkárari en á uppgangstímum fyrir hrun, ákvarðanataka verður hægari, veðkröfur stífari, skjalagerð vandaðri og eftirlit með frammistöðu lántaka strangara og dýrara. Breytingar á lögum og reglum og afstaða ráðuneyta og eftirlitsaðila hnígur í sömu átt. Það blasir því við að í framtíðinni verður aðgangur að fjármagni erfiðari og á verri kjörum en áður. Slíkt kann að hafa áhrif á samkeppni; til hins verra ef lakari aðgangur að fjármagni gerir aðkomu nýrra aðila á markað erfiða eða útilokaða; til hins betra

ef bætt vinnubrögð leiða til traustara áhættumats, bætts viðskiptasiðferðis og almennt faglegri ákvarðanatöku.

### 3.4. Stjórnendur fyrirtækja bjartsýnir en tortryggir

#### *Vantraust í garð bankakerfisins og stjórnvalda*

Samkvæmt könnun Samkeppniseftirlitsins eru stjórnendur fyrirtækja almennt bjartsýnni en áður um framtíðina og stöðu sinna fyrirtækja. Þrátt fyrir þetta benda þau viðhorf stjórnenda sem fram koma í könnun Samkeppniseftirlitsins ótvírætt til þess að mikillar tortryggni gæti í garð banka og stjórnvalda.<sup>14</sup> Þannig telur mikill meirihluti stjórnenda að dulin yfirráð banka séu vandamál í atvinnulífinu.

Þá telur meirihluti þeirra sem svara að bankar geri ekki eðlilega arðsemiskröfu til fyrirtækja í sinni eigu og haldi þeim þannig starfandi og jafnframt að fyrirtæki í eigu bankanna beiti óeðlilegri verðlagningu til að ná í viðskiptavinum. Þetta er vissulega hátt hlutfall en gæta verður varkárni við túlkun á þessum svörum þar sem ekki liggur fyrir á hverju álitsgjafar byggja mat sitt í þessu sambandi. Engu að síður gefur þetta vísbendingu um að mikið vantraust ríki í viðskiptalífinu, óháð því hvort skoðanir stjórnenda um arðsemiskröfu og óeðlilega verðlagningu byggja á réttum forsendum.

Loks gefa stjórnendur fyrirtækja bönkum og stjórnvöldum fallelkunn fyrir frammistöðu þeirra við endurskipulagningu atvinnulífsins. Bankakerfið og Samkeppniseftirlitið fá skástu einkunnirnar af þeim aðilum sem koma að endurskipulagningunni, næst kemur Fjármálaeftirlitið og að lokum Alþingi og ríkisstjórn.

---

<sup>14</sup> Sjá svör stjórnenda við helstu spurningum í viðauka II.

### *Sanngirnisvandinn*

Samkeppniseftirlitið bað stjórnendur stærri fyrirtækja um álit á eftirfarandi megináherslum eftirlitsins við endurskipulagningu fyrirtækja:

- *Bankarnir þurfa að greina á milli lífvænlegra og óhagkvæmra fyrirtækja og bjarga þeim sem hafa eðlilegar rekstrarforsendur en ekki hinum.*
- *Gera þarf skýra arðsemiskröfu til fyrirtækja í eigu bankanna.*
- *Eignarhald banka á fyrirtækjum á að vara eins stuttan tíma og kostur er.*
- *Fyrirtæki í eigu banka skulu rekin sem sjálfstæðir keppinautar á markaði.*
- *Það er í lagi að fyrirtæki verði fyrir neikvæðum áhrifum vegna þess að skuldum sé létt af keppinautum þeirra þar sem lækkun skulda getur eft samkeppni og þar með bætt hag almennings.*

Eins og fram kemur í viðauka II voru langflestir stjórnendur sammála þessum áherslum að þeirri síðustu undanskilinni en um helmingur stjórnenda var frekar ósammála eða mjög ósammála þeirri áherslu. Þetta hefur Samkeppniseftirlitið kallað sanngirnisvandann. Ástæða er hér til að árétta þau sjónarmið sem Samkeppniseftirlitið hefur haldið fram í þessu efni.<sup>15</sup>

Skiljanlegt er að stjórnendum vel rekinna fyrirtækja sem hafa sýnt aðgæslu og ráðdeildarsemi í rekstri gremjist að verða vitni að því að bankar afskrifi skuldir keppinauta þeirra sem hafa farið fram með minni gát. Varðandi slík sanngirnis sjónarmið verður að hafa í huga að brýnir samfélagslegir hagsmunir eru fólgnir í því að brugðist sé hratt og með fullnægjandi hætti við skuldavanda fyrirtækja sem eru rekstrarhæf. Það er neytendum og atvinnulífinu almennt til hagsbóta að bankar afskrifi eða minnki skuldir rekstrarhæfra fyrirtækja. Beiting samkeppnislaga á ekki að vinna gegn þessu.

Samkeppniseftirlitið hefur áður áréttað að samkeppnislögin og framkvæmd þeirra eigi að vernda samkeppni og hagsmuni viðskiptavina og almennings til lengri tíma. Þessir hagsmunir ganga framar hagsmunum einstakra keppinauta til skemmri tíma. Nefnt er sem dæmi að endurskipulagning fyrirtækja í tengslum við nauðasamninga, sem heimilaðir eru með lögum, hafa að jafnaði neikvæð áhrif á stöðu keppinauta vegna aukinnar samkeppni frá hinum endurskipulögðu fyrirtækjum. Þessi aukna samkeppni hefur hins vegar almennt jákvæð áhrif fyrir neytendur.

Of skuldsett fyrirtæki stuðla ekki að þróttmikilli efnahagsstarfsemi. Heildarhagsmunir samfélagsins kalla því á áhrifaríka fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja. Sú keðjuverkun sem hrint er af

---

<sup>15</sup> Sjá einnig skýrslur Samkeppniseftirlitsins nr. 2/2009 og 2/2011.

stað með því að létta skuldum af einu fyrirtæki, með neikvæðum afleiðingum fyrir annan keppinaut, er þannig í mörgum tilvikum óhjákvæmilegur þáttur í þeirri tiltekt sem verður að eiga sér stað, og leiðir um leið til nýrra áskorana í samkeppninni. Jafnframt er neytendum tryggður ábati af þeirri samkeppni í formi lægra verðs og því verður minni hættá á að þeir verði látnir gjalda fyrir ónóga samkeppni skuldum hlaðinna fyrirtækja.

### **3.5. Bætt viðskiptasiðferði nauðsynlegt**

#### *Meiri agi og festa er nauðsynleg í atvinnulífinu*

Vandamál tengd endurskipulagningu fyrirtækja tengjast gjarnan agaleysi og óvönduðum vinnubrögðum sem ríkt hafa í íslensku viðskiptalífi og þjóðlífi. Þetta lýsir sér m.a. í virðingarleysi gagnvart lögum og reglum og á sinn þátt í uppganginum og hruninu á fyrsta áratug þessarar aldar. Ekki er gott að segja hvort hrunið komi til með að breyta viðhorfum Íslendinga og leiða til bættra viðskiptahátta en mikil umræða eftir hrun og rannsóknir á mögulegum brotum geta haft þau áhrif til skamms eða langs tíma. Öflugt eftirlit styður vissulega við að ná settu marki en án almennrar hugarfarsbreytingar er vafasamt að ástandið færir til betri vegar. Meðan slík hugarfarsbreyting hefur ekki átt sér stað er öflugt eftirlit enn mikilvægara en ella.

Samkeppniseftirlitið telur að m.a. sé unnt að ná fram meiri aga í viðskiptalífinu með öflugri fyrirtækjaskrá. Fyrirtækjaskrár eru víðast hvar í nágrannaríkjum skilvirk og öflug tæki sem nýtast í þessu skyni. Hér á landi hafa takmarkaðir fjármunir verið lagðir í skráningu hlutfélaga og annarra félaga og nauðsynlegt eftirlit með háttsemi þeirra með tilliti til félagaréttar. Skilvirk eigendaskráning er þannig ekki til. Ýmsir gjörningar sem hefð skapaðist fyrir á árunum fyrir hrun, sér í lagi í tengslum við skuldsettar yfirtökur, voru til að mynda ekki viðtekin venja í nágrannalöndunum þrátt fyrir svipaða löggjöf. Strangari eftirfylgni og viðurlög gagnvart vanrækslu á skilum ársreikninga skiptir hér einnig máli. Vísbindingar eru uppi um að þessi mál séu að færast í betra horf hér á landi. Engum blöðum er um það að fletta að fyrirtækjaskrá er mikilvæg uppspretta upplýsinga og skiptir miklu máli í grunngerð viðskiptalífsins.

#### *Skráning í kauphöll jákvæð*

Opið og gagnsætt sölufarli er æskileg leið við sölu bankanna á fyrirtækjum sem þeir hafa tekið yfir. Það leiðir til aukins jafnræðis meðal aðila sem kynnu að vilja kaupa hlut í fyrirtækjunum. Þá er skráning í kauphöll í tengslum við útboðin jákvæð m.a. vegna þess að skráningin felur í sér ríka fjárfestavernd og aukið gagnsæi. Þannig er bönkum kleift að leita eftir þátttöku fleiri fjárfesta heldur en eilla. Kaup lífeyrissjóða á hlutum í fyrirtækjum eru t.a.m. einfölduð með skráningu enda eru ákveðnar takmarkanir á fjárfestingu lífeyrissjóða í óskráðum hlutabréfum. Þá er þátttaka almennra

fjárfesta möguleg en lögum samkvæmt njóta þeir mestrar verndar. Ríkari flóra fyrirtækja í kauphöllinni fjölgar fjárfestingarvalkostum almennings og styður, við eðlilegar kringumstæður, undir eðlilega markaðsverðmyndun á hlutabréfum.

Jákvætt er að nýlokið er skráningu eins fyrirtækis í kauphöll og að skráning fleiri félaga er í undirbúningi. Vanda þarf til verka við skráningu enda er traust og trúverðugleiki íslensks hlutabréfamarkaðar í molum. Þó er ástæða er til að hafa áhyggjur af tvennu varðandi skráningu félaga í kauphöll á næstu árum; annars vegar mikilli skuldsetningu fyrirtækja sem eykur áhættu fjárfesta og hins vegar gjaldeyrishöftum sem leitt geta til nýrrar eignabólu á íslenskum hlutabréfamarkaði. Í þessu sambandi ber ennfremur að ítreka varnaðarorðin hér að framan við því að umtalsvert sé fjárfest í hlutafé með lántöku.

### **3.6. Áherslur Samkeppniseftirlitsins**

Samkeppniseftirlitið hyggst á næstunni einkum beina sjónum að tvennu í tengslum við eftirlit með endurskipulagningu; annars vegar eftirlit með arðsemismarkmiðum og hins vegar að tryggja að raunveruleg yfirráð banka yfir fyrirtækjum séu uppi á borðum.

#### Arðsemismarkmið (sjá kafla 5.)

Meðal þeirra skilyrða sem Samkeppniseftirlitið hefur almennt sett bönkum við yfirtöku þeirra á fyrirtækjum er að eðlileg arðsemiskrafa sé eftir sem áður gerð til fyrirtækjanna eftir yfirtökuna. Samkeppniseftirlitið fylgir eftir skilyrðum í sáttum um yfirtöku banka á 12 fyrirtækjum, sem enn hafa ekki verið seld, og búast má við að fleiri sáttir verði gerðar. Skilyrði um arðsemiskröfu er einkum ætlað að draga úr hættu á að bankar fjármagni kostnaðarsama markaðssókn sem geri hinu yfirtekna fyrirtæki kleift að sölsa undir sig aukna markaðshlutdeild á viðkomandi markaði og jafnvel ryðja keppinautum fyrirtækisins úr vegi. Með öðrum orðum er með þessu skilyrði leitast við að fyrirbyggja að bankar freistist til þess að hámarka virði fyrirtækja út frá væntanlegri fákeppnisstöðu og fákeppnishagnaði sem er sóttur með því að víkja arðsemissjónarmiðum tímabundið til hliðar með langtíamarkmið um fákeppni að leiðarljósi.

Örðugt getur reynst að reikna út af nákvæmni hver sé eðlileg ávöxtunarkrafa til fjárfestingar í hlutafé einstakra fyrirtækja, einkum og sér í lagi óskráðra fyrirtækja. Á hinn bóginn er ljóst að reikna má út á hvaða bili eðlileg arðsemiskrafa ætti að liggja á grundvelli fjármálafræðilegra líkana. Að mati Samkeppniseftirlitsins hefur nokkuð skort á að bankarnir hafi ákvarðað arðsemiskröfu til fyrirtækja á traustum fjármálafræðilegum grunni.

Yfiráð (sjá kafla 6.)

Í skýrslunni *Samkeppnin eftir hrun* benti Samkeppniseftirlitið á nauðsyn þess að raunveruleg yfiráð banka yfir fyrirtækjum væru uppá borðum. Sérstaklega þyrfti að skoða hvort þau fyrirtæki sem eru í mjög slæmri fjárhagsstöðu séu undir yfiráðum banka í skilningi samkeppnislaga.

Samkeppniseftirlitið hefur að undanfögnu haft til skoðunar í nokkrum málum hvort myndast hafi yfiráð banka yfir fyrirtækjum samkvæmt samkeppnislögum. Í tveimur tilfellum hefur verið gerð sátt við banka á grundvelli slíkrar athugunar. Þetta er sérstaklega mikilvæg spurning um þessar mundir í ljósi mikillar skuldsetningar fyrirtækja og möguleika banka til að hafa áhrif á rekstur skuldsettra fyrirtækja í gegnum skilmála í lánasamningum og gengisfellingarákvæði.



## 4. Staða fyrirtækja og fjárhagsleg endurskipulagning

### 4.1. Staða endurskipulagningar hjá stærri fyrirtækjum

Fjárhagsstaða stærri íslenskra fyrirtækja hefur almennt batnað frá árinu 2010. Eiginfjárlutfall hefur hækkað og skuldir minnkað. Þá telja stjórnendur flestra fyrirtækja að hagnaður verði af rekstri ársins 2011. Fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja hefur einnig miðað ágætlega áfram á síðustu mánuðum.

Samkeppniseftirlitið rannsakaði stöðu 120 stórra rekstrarfélaga á mikilvægum samkeppnismörkuðum. Stjórnendum þessara fyrirtækja voru beðnir um að svara spurningum um fjárhagsstöðu og fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækjanna í lok ársins 2011. Með hliðsjón af svörum stjórnenda og öðrum upplýsingum um stöðu þessara sömu fyrirtækja, sem m.a. fengust í rannsókn þeirri sem leiddi til skýrslu Samkeppniseftirlitsins nr. 2/2011, *Samkeppnin eftir hrun*, er hægt að flokka fyrirtæki eftir stöðu þeirra. Aðferðafræði er nánar lýst í viðauka I. Niðurstaðan er sýnd í töflu 1.<sup>16</sup>

Tafla 1.

Staða stórra fyrirtækja í byrjun árs 2012				
	Fjöldi	Hlutfall	Skuldarmargfeldari*	Eiginfjárlutfall**
<b>Fyrirtæki sem ekki þurftu endurskipulagningu</b>	<b>47</b>	<b>39%</b>	<b>2.4</b>	<b>46</b>
Fyrirtæki án erlendra lána og ágreinings við banka	26	22%	2.1	49
Fyrirtæki með lækkun eða ágreining vegna gengislána	15	13%	2.4	45
Fyrirtæki í ágreiningi við banka út af öðrum málum	6	5%	3.6	32
<b>Fyrirtæki sem hafa ekki verið yfirtekin af banka</b>	<b>44</b>	<b>37%</b>	<b>5.4</b>	<b>17</b>
Endurskipulagningu lokið - skipt um eigendur	9	8%	4.3	23
Endurskipulagningu lokið - ekki skipt um eigendur	19	16%	5.0	23
Endurskipulagningu ólokið	16	13%	6.5	6
<b>Fyrirtæki sem hafa verið yfirtekin af banka</b>	<b>19</b>	<b>16%</b>	<b>6.1</b>	<b>22</b>
Seld fyrirtæki	17	14%	5.9	25
Óseld fyrirtæki ***	2	2%	7.8	0
<b>Gjaldþrot og nauðasamningar</b>	<b>9</b>	<b>8%</b>	<b>2.4</b>	<b>39</b>
Gjaldþrot - rekstur byrjar að nýju	6	5%	2.7	36
Nauðasamningar - rekstur byrjar að nýju***	3	3%	1.8	43
<b>Samtals</b>	<b>119</b>	<b>100%</b>	<b>4.1</b>	<b>31</b>

\* Staða langtímaskulda að frádreginni nettóstöðu handbærs fjárs í hlutfalli við 12 mánaða EBITDA

\*\* Áætlun stjórnenda um skuldarmargfeldara og eiginfjárlutfall í desember 2011

\*\*\* Til hægðarauka eru hlutföll sýnd sem ákveðin tala en ekki á ákveðnu bili þrátt fyrir að fá fyrirtæki standi að baki.

<sup>16</sup> Eins og fram kemur í viðauka I voru fyrirtæki beðin um að gefa upp skuldarmargfeldara og eiginfjárlutfall á ákveðnu bili. Til hliðsjónar hafði Samkeppniseftirlitið síðan ársreikninga fyrirtækjanna frá 2010. Í töflu 1 er birt meðalgildi þess bils sem stjórnendur tiltóku í svörum sínum. Samkeppniseftirlitið áætlað að möguleg frávik frá sanna meðaltalinu í hverju tilviki í skuldarmargfeldara sé um 0,5 (til hækkunar eða lækkunar).

Á grunni fyrirbyggjandi upplýsinga er hægt að skipta fyrirtækjum eftir því hvort þau þurftu á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda við bankahrunið eða ekki. Slíkt er að sönnu matskennt en almennar viðmiðanir í bankarekstri um helstu kennitölur í rekstri, vanskil og ábyrgðir utan efnahags eiga að varpa ljósi á það mat. Stjórnendur fyrirtækja voru beðnir um að leggja mat á hvort fjárhagslegrar endurskipulagningar hafi verið þörf í kjölfar bankahruns. Mat stjórnenda var síðan borið saman við aðrar upplýsingar um stöðu fyrirtækjanna við bankahrún. Til að gæta samræmis breytti Samkeppniseftirlitið mati á stöðu ef önnur gögn sem eftirlitið hefur undir höndum bentu ótvírætt til annarrar niðurstöðu en stjórnendur héldu fram. Matinu var breytt í átta tilfellum af 119 af þessum sökum. Það skal ennfremur tekið fram að flokkun fyrirtækjanna miðast við hvort samkomulag liggja fyrir á milli málsaðila um sölu eða fjárhagslega endurskipulagningu en ekki hvort búið sé að ganga endanlega frá samningum þar að lútandi. Þetta skiptir máli því í nokkrum tilfellum er endanlegri skjalagerð ekki lokið. Það er því mögulegt að einhver fyrirtæki færast á milli flokka ef forsendur fyrir samkomulagi málsaðila standast ekki.

Helstu niðurstöður eru þessar:

#### *Meirihluti rekstrarfélaga þurftu á endurskipulagningu að halda*

Um 40% stærri fyrirtækja voru í þeirri stöðu haustið 2008 að ekki var þörf á fjárhagslegri endurskipulagningu. Þau 60% fyrirtækja sem þurftu fjárhagslega endurskipulagningu skiptast í þrennt; hluti þeirra hefur farið í gegnum gjaldþrot eða nauðasamninga, hluti hefur verið formlega yfirtekinn af bönkum en stærstur hluti fyrirtækjanna hefur verið í fjárhagslegri endurskipulagningu í bankakerfinu án þess að hafa verið tekinn yfir.

#### *Nánast öll rekstrarfélög enn starfandi*

Í úrtaki Samkeppniseftirlitsins voru almennt veltumestu fyrirtæki á árunum 2008 og 2009 á hverjum markaði. Öll þessara 120 fyrirtækja, að einu undanskyldu, eru í rekstri í dag. Einn samruni tveggja eðlislíkra félaga hefur átt sér stað. Litlar sem engar skipulagsbreytingar hafa því orðið í raunhagkerfinu í kjölfar hrunsins. Áherslan hefur fyrst og fremst verið á að endurreisa og endurskipuleggja fyrirtæki sem þurftu á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda.

#### *Fyrirtæki verið endurreist við gjaldþrot*

Innan við 10% fyrirtækjanna hafa gengið í gegnum gjaldþrot eða nauðasamninga. Öll hafa þau verið endurreist á nýrri kennitölu.

#### *Óljós áhrif af gengislánadómi*

Dómur Hæstaréttar þann 15. febrúar sl. um vexti af ólögætum gengistryggðum lánnum mun að öllum líkindum hafa áhrif á skuldabyrði einhverra fyrirtækja en á þessu stigi er óljóst hve víðtæk

áhrifin verða. Meirihluti fyrirtækjanna í rannsókninni voru með lán í erlendum myntum við bankahrúnið. Í árslok 2009 voru um 75% skulda fyrirtækjanna í erlendri mynt. Tæplega 30% fyrirtækjanna voru í ársbyrjun 2012 með óuppgerð mál við bankana vegna gengislána.

#### *Mjög misjöfn fjárhagsstaða*

Skuldamargfaldarinn er lægstur og eiginfjárlutfall hæst hjá þeim fyrirtækjum sem ekki þurftu á endurskipulagningu að halda og hjá þeim fyrirtækjum sem gengið hafa í gegnum gjaldþrot eða nauðasamninga. Skuldamargfaldari er til muna hærri og eiginfjárlutfall lægra hjá þeim fyrirtækjum sem hafa verið tekin formlega yfir af bönkum (og seld) eða eru í fjárhagslegri endurskipulagningu hjá bönkum.

#### *Eiginfjárlutfall hækkar*

Meðaleiginfjárlutfallið hefur hækkað úr 22% árið 2010 í 31% árið 2011. Það er orðið herra eða sambærilegt við það sem var í árslok 2007 hjá þessum stærri fyrirtækjum. Þetta þarf ekki að koma á óvart. Eiginfjárlutfall íslenskra fyrirtækja var orðið mjög lágt á alþjóðlegan mælikvarða árið 2007 (væntanlega m.a. vegna fjölda öfugra samruna árin á undan) og lækkaði síðan enn frekar eftir hrún. Á síðasta ári lækkuðu skuldir margra fyrirtækja verulega vegna afskrifta. Þá hefur einnig áhrif að gjaldeyrishöft eru við lýði, fjárfesting fyrirtækjanna er takmörkuð og yfirleitt hafa bankar sett arðgreiðslubann og jafnvel fjárfestingarbann á fyrirtæki. Besta ráðstöfun viðbótarfjár kann því að vera lækkun skulda. Oft er einnig kveðið á um slíka ráðstöfun viðbótarfjár í lánasamningum.

#### *Meirihluti endurskipulagðra fyrirtækja hafa skipt um eigendur*

Meirihluti þeirra félaga sem þurftu á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda hefur skipt um eigendur frá bankahrúni. Nánast engin breyting hefur hins vegar orðið á eignarhaldi þeirra fyrirtækja sem ekki þurftu á endurskipulagningu að halda. Ágætlega hefur gengið að selja þau fyrirtæki sem bankarnir hafa tekið formlega yfir.

## **4.2. Nánar um fyrirtæki sem ekki þurftu endurskipulagningu**

Eins og fram kom í töflu 1 þurftu rétt um 40% fyrirtækjanna ekki á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda við hrúnið. Þessi fyrirtæki stóðu það vel þrátt fyrir fjármálakreppu að þau gátu staðið á eigin fótum. Staða margra þeirra var þó að sjálfsögðu óljós í þeim glundroða sem fall bankanna í október 2008 olli.

Staða þessara fyrirtækja var og er enn með ólíkum hætti. Rúmlega helmingur þeirra skuldaði ekki lán í annarri mynt en tekjumynt fyrirtækisins og á ekki í neinum ágreiningi við banka út af skuldamálum. Hluti fyrirtækjanna hefur annað hvort fengið skuldir lækkaðar vegna ólöglegra

gengislána eða á í ágreiningi við banka út af slíkum lánnum. Þá á hluti fyrirtækjanna í ágreiningi við banka út af öðrum málum, t.d. vegna uppgjörs afleiðusamninga.

Þau fyrirtæki sem tóku ekki lán í annarri mynt en tekjumynt og eiga ekki í ágreiningi við banka standa best, þ.e. eru með lægri skuldamargfaldara og hærra eiginfjárlutfall.

Fyrirtækin standa að sönnu misvel að vígi í dag. Þannig eru dæmi um fyrirtæki í þessum flokki sem standa verr í dag en við bankahrun sökum aðstæðna sem koma skuldastöðu ekki við, svo sem vegna tekjusamdráttar eða breytinga á markaði.

Taka verður með í reikninginn að hér er einungis fjallað um stöðu rekstrarfélaga en ekki um eigendur þeirra. Sum rekstrarfélög eru hluti af samstæðu eignarhaldsfélaga sem á í fjárhagslegum erfiðleikum þó að rekstrarfélagið sjálft standi vel. Miðað við þær upplýsingar sem liggja fyrir í Samkeppniseftirlitinu má reikna með að staða um fjórðungs eignarhaldsfélaga sé tiltölulega veik. Eignarhaldsfélög hafa almennt síður gengið í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu en rekstrarfélög og gjaldþrot eru þar tíðari en hjá rekstrarfélögum.

#### **4.3. Nánar um fyrirtæki sem þurftu endurskipulagningu**

Eins og áður segir má flokka fyrirtæki sem þurftu fjárhagslega endurskipulagningu haustið 2008 í þrjá flokka eftir stöðu þeirra í dag. Í fyrsta lagi þau félög sem fóru í opinbera meðferð, þ.e. gjaldþrotaskipti eða nauðasamninga, í öðru lagi þau félög sem voru formlega yfirtekin af banka og í þriðja lagi þau félög hvers fjárhagsleg endurskipulagning hefur verið til meðferðar í bankakerfinu án yfirtöku bankans á viðkomandi félagi.

Það vekur athygli að tiltölulega fá fyrirtæki hafa farið í gegnum gjaldþrotameðferð eða nauðasamninga, eða einungis 8% stærrí fyrirtækja frá hruni. Í þeim tilvikum öllum hefur rekstur byrjað að nýju undir nýrri kennitölu. Nokkuð mismunandi er hvernig staðið hefur verið að gjaldþrotum. Í sumum tilvikum hefur banki staðið að endurskipulagningunni með því að setja fyrirtæki í þrot og nýtt fyrirtæki risið á rústum þess gamla. Þá eru dæmi um að eigendur hafi sett fyrirtæki í þrot og skiptastjórar þeirra boðið síðan reksturinn út að nýju. Að lokum eru dæmi um að eigendur fyrirtækja hafi sett þau í þrot eftir að hafa flutt reksturinn yfir í nýtt fyrirtæki. Skiptastjórar fyrirtækjanna hafa látið á slíka gerninga reyna fyrir dómi.

Fyrirtæki sem gengið hafa í gegnum nauðasamninga hafa náð samkomulagi við kröfuhafa um að reisa fyrirtækin við. Þetta eru aðallega fyrirtæki sem voru það illa stödd við bankahrunið að kröfuhafar gerðu sér glögga grein fyrir að þau gætu með engu móti staðið við skuldbindingar sínar.

Nauðsamningarnir voru gerðir fljótlega eftir bankahrun. Þessi fyrirtæki standa nú almennt vel að vígi fjárhagslega og eru t.d. með mun lægri skuldamargfaldara og hærra eiginfjárhlutfall en fyrirtæki sem farið hafa í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu í bankakerfinu.

Reynslan sýnir að bankar forðast í lengstu lög að setja rekstrarfélög í þrot. Öðru máli gegnir um eignarhaldsfélög. Bankar reyna fyrst og fremst að hámarka virðið á endurheimtum til að takmarka tjón sitt. Verðmæti eigna lækkar gjarnan við gjaldþrot og endurheimtur kröfuhafa minnka þá sem því nemur. Þá kann söluverðmæti lífvænlegs reksturs að vera lægra ef hann er seldur í kjölfar gjaldþrots. Einnig spila sjónarmið um atvinnu þeirra sem hjá rekstrarfélögum starfa inn í við ákvörðun um það hvaða leiðir henta best við fjárhagslega endurskipulagningu. Sjónarmið hafa heyrst frá bankamönnum um að of fá fyrirtæki hafi verið sett í þrot.<sup>17</sup> Þá er mögulegt að endurálagning skatta vegna niðurfærslu skulda leiði til þess að bankar tapi í einhverjum tilvikum á því að hafa haldið rekstrarfélögum á lífi.

Um 16% fyrirtækja í úrtakinu hafa verið formlega yfirtekin af bönkum. Langflest þeirra hafa verið seld. Athygli vekur hvað skuldsetning þeirra fyrirtækja sem seld hafa verið út úr bönkunum er há. Í því sambandi má geta þess að mörg þeirra fyrirtækja sem bankarnir hafa selt telja að þau muni ekki geta eða óvíst sé að þau geti staðið undir skuldbindingum sínum. Þetta eru skýr merki þess að mörg félög eiga eftir að ganga í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu öðru sinni.

Stærsti hluti þeirra fyrirtækja sem þurftu á endurskipulagningu að halda hafa verið til meðferðar í bankakerfinu frá bankahruni án þess að hafa verið tekin formlega yfir eða sett í gjaldþrotameðferð. Hér er um að ræða um 60% þeirra fyrirtækja sem þurftu á endurskipulagningu að halda í kjölfar bankahrunsins. Um tveir þriðju hlutar þessara fyrirtækja hafa þegar lokið endurskipulagningu en um þriðjungur á það eftir. Í miklum meirihluta tilfella hefur ekki verið skipt um ráðandi hluthafa í þeim félögum sem lokið hafa endurskipulagningu.

Í þeim tilvikum sem endurskipulagningu er ólokið eru langflest fyrirtækjanna í viðræðum við einhvern bankanna þriggja. Í öllum tilvikum nema einu reikna stjórnendur fyrirtækjanna með því að endurskipulagningu verði lokið á þessu ári.

Munurinn á skuldamargföldurum er athyglisverður eftir því hvort endurskipulagningu er lokið og hvort skipt hefur verið um eigendur. Skuldir lækka þannig umtalsvert með endurskipulagningu og eiginfjárhlutfall hækkar. Skuldir lækka einnig við það að nýir ráðandi hluthafar koma að

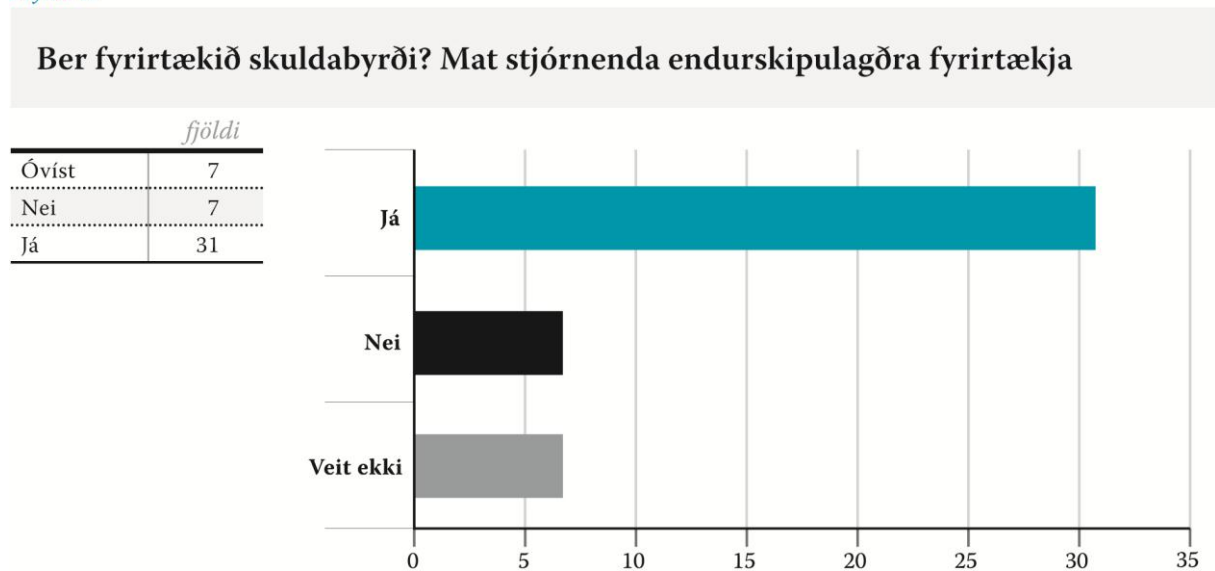
---

<sup>17</sup> Þannig sagði Finnur Sveinbjörnsson, fyrrverandi bankastjóri Arion banka, á fundi Félags atvinnurekenda þann 1. nóvember 2011, að réttara hefði verið að fara gjaldþrotaleiðina í fleiri tilvikum en gert hefði verið. Sjá Morgunblaðið 24. nóvember 2011.

rekstrinum. Samkeppniseftirlitið dregur þá ályktun að minni eftirgjöf skulda sé gjaldið sem hluthafar í yfirskuldsettum fyrirtækjum greiða fyrir áframhaldandi eignarhald sitt í þeim.

Mynd 1 sýnir afstöðu stjórnenda þeirra 45 fyrirtækja sem lokið hafa endurskipulagningu til þess hvort fyrirtækið beri núverandi skuldabyrði. Niðurstaðan er sú að tæplega þriðjungur telur annað hvort að fyrirtækið beri ekki skuldabyrðina eða óvíst sé hvort fyrirtækið muni bera hana.

Mynd 1.



#### 4.4. Staða einstakra atvinnugreina

Í skýrslu 2/2011 gerði Samkeppniseftirlitið grein fyrir helstu kennitölum í rekstri stærri fyrirtækja í mikilvægum samkeppnisgreinum. Kennitölurnar lýstu fyrst og fremst stöðu stærri fyrirtækja í hverri grein en ekki er ljóst hvort þær gefi góða vísbandingu um stöðu hvernar atvinnugreinar í heild sinni.

Flestar atvinnugreinar þróuðust með líkum hætti eftir hrún. Tekjur á föstu verðlagi féllu verulega og eigið fé sömuleiðis. Þá versnuðu skuldahlutföll allmikið. Sjávarútvegur naut sérstöðu þar sem fjárhagsstaða hans var betri en annarra atvinnugreina. Hrúnið hafði hins vegar mest áhrif á bílasölu og verktakastarfsemi.

Í töflu 2 eru sýndar vísbandingar um fjárhagsstöðu, einkum skuldastöðu, stærri fyrirtækja í völdum atvinnugreinum í byrjun árs 2012.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Heimild: Könnun Samkeppniseftirlitsins.

Tafla 2.

Fjárhagsstaða stærri fyrirtækja í völdum atvinnugreinum*				
	Hlutfall fyrirtækja með hagnað 2011	Hlutfall fyrirtækja sem ber skuldabyrði	Vísbinding um eiginfjárhlutfall 2011	Vísbinding um skuldamargfaldara 2011
Sjávarútvegur	83%	75%	27	4.3
Framleiðsla á matvælum	69%	69%	32	4.7
Önnur framleiðsla	67%	75%	34	4.8
Verktakar	0%	40%	32	5.8
Smásala	54%	85%	34	4.5
Heildsala	100%	89%	30	3.3
Hótel og veitingar	80%	80%	21	4.2
Lyf	67%	83%	28	5.1
Olía	100%	75%	31	3.5
Bílar	40%	60%	24	8.0
Flutningar	80%	80%	43	4.5
Upplýsingar og fjarskipti	54%	69%	28	4.1
Vátryggingar	100%	100%	34	áév
Sérfræðiþjónusta	77%	92%	32	2.4
<b>Samtals</b>	<b>69%</b>	<b>77%</b>	<b>31</b>	<b>4.1</b>

\*Til hægðarauka eru hlutföll sýnd sem ákveðin tala en ekki á ákveðnu bili þrátt fyrir að fá fyrirtæki standi í sumum tilvikum að baki.

Rétt um 70% fyrirtækja í könnuninni telja að hagnaður hafi verið af starfseminni árið 2011 og tæplega 80% að fyrirtæki geti borið núverandi skuldabyrði. Þá er eiginfjárhlutfall fyrirtækjanna 31% að meðaltali og skuldamargfaldari 4,1.

Staða atvinnugreina er nokkuð ólík. Þannig er ljóst að staða bílannflutnings er veik þrátt fyrir víðtæka endurskipulagningu fyrirtækja í þessari atvinnugrein hjá bönkunum. Nokkuð ljóst er að hár skuldamargfaldari í bílasölu byggir á væntingum um aukna sölu nýrra bíla á næstu árum. Þá er skuldastaða í verktakageiranum erfið og örðugt að meta hvort fyrirtækin geti staðið við skuldbindingar sínar. Jafnframt er skuldamargfaldari í lyfjageiranum vel yfir meðallagi fyrirtækjanna.

## 5. Skuldir og arðsemiskrafa

### 5.1. Skuldsetning íslenskra fyrirtækja

Íslensk fyrirtæki eru mjög skuldsett í alþjóðlegum samanburði. Fyrirtækin voru orðin afar skuldsett í lok árs 2007, skuldirnar urðu síðan óviðráðanlegar hjá meirihluta fyrirtækja í kjölfar gengis- og bankahrunsins 2008 en hafa síðan smátt og smátt minnkað á nýjan leik, sér í lagi á árinu 2011.

Athyglisvert er að bera saman skuldsetningu íslenskra fyrirtækja og þeirra fyrirtækja sem hafa fengið lánsþæfismatseinkunn frá Moody's. Tafla 3 sýnir þann samanburð.<sup>19</sup>

Tafla 3.

Skuldsetning íslenskra fyrirtækja í samanburði við fyrirtæki með lánsþæfismat hjá Moody's		
	Skuld- margfaldari*	Eiginfjár- hlutfall
<b>Fjárfestingarflokkur-Einkunn</b>		
Aaa	0.9	70
Aa	2.1	57
A	2.0	56
Baa	2.8	49
<b>Spákaupmennska-Einkunn</b>		
Ba	3.2	46
<b>Stór íslensk fyrirtæki</b>	<b>5.1</b>	<b>31</b>
B	5.3	25
C	7.7	-4

\*Skuldarmargfaldari er hér skilgreindur sem heildarskuldir á móti EBITDA

\*\* Bætt er einni EBITDA við hreinar skuldir íslenskra fyrirtækja til að fá áætlaðar heildarskuldir

Flokkunarkerfi Moody's skiptist í 20 flokka, frá Aaa niður í C. Þau fyrirtæki sem bera minnstu áhættu og eru líklegust til að geta greitt skuldbindingar sínar til baka fá bestu einkunn, Aaa. Í fjárfestingarflokki (e. *investment grade*) eru fyrirtæki sem lítil hætta er metin á að geti ekki staðið við skuldbindingar sínar. Fjárfestingarflokkarnir eru tíu, frá Aaa til Baa. Þess skal getið að íslenska ríkið hefur nú lánsþæfismatseinkunnina Baa3 frá Moody's, en það er lakasta einkunn í fjárfestingarflokki.

<sup>19</sup> Heimildir: Könnun Samkeppniseftirlisins og Moody's Financial Metrics Key Ratios by Rating and Industry for Global Non-Financial Corporations: December 2009. Moody's Investor Services.



Í spákaupmennskuflokkunum 10 eru áhættusamari skuldbindingar. Að gefinni skuldsetningu íslenskra fyrirtækja myndu þau að jafnaði lenda í flokksnum B (B1, B2 og B3) sem eru flokkar 14-16 í einkunnakerfi Moody's.<sup>20</sup> Í þeim flokki eru fyrirtæki sem eru metin áhættusöm og fela í sér mikla mótaðilaáhættu (e. *speculative and a high credit risk*). Hjá Moody's er algengast að fyrirtæki fái lánsþæfismatseinkunnina Baa.

Það er erfiðleikum háð að finna upplýsingar um skuldsetningu fyrirtækja sem eru samanburðarhæfar á milli landa. Algengt er að notast sé við afar víðtækar upplýsingar um fjárhag þúsunda skráðra fyrirtækja sem aðgengilegar eru á heimasíðu Stern School of Business og kenndar við Aswath Damodaran, prófessor í fjármálum við skólann. Í töflu 4 eru vísbendingar um skuldamargfaldara og eiginfjárlutföll íslenskra fyrirtækja í samanburði við skráð evrópsk fyrirtæki.<sup>21</sup> Taka ber fram að þessi samanburður er ófullkominn og getur ekki þjónað öðrum tilgangi en að vera vísbending um skuldsetningu. Íslensku fyrirtækin eru að jafnaði mun minni en þau evrópsku og þau evrópsku einnig skráð á mörkuðum. Þá eru upplýsingar um skuldsetningu íslensku fyrirtækjanna byggðar á mati stjórnenda á afkomu síðasta árs og stöðunni um síðustu áramót en ekki á upplýsingum úr ársreikningum. Auk þess eru fá fyrirtæki að baki hverri atvinnugrein hjá íslenskum fyrirtækjum, eða 4 til 15, sem getur skekkst myndina.

Tafla 4.

Vísbending um skuldsetningu íslenskra fyrirtækja og skráðra evrópskra fyrirtækja*	Ísland		Evrópa	
	Eiginfjárlutfall	Skuldarmargfaldari*	Eiginfjárlutfall	Skuldarmargfaldari*
Framleiðsla á matvælum	32%	4.7	81%	1.6
Verktakar	32%	5.8	45%	3.4
Smásala	34%	4.5	65%	2.2
Heildsala	30%	3.3	61%	2.8
Hótel og veitingar	21%	4.2	62%	2.5
Lyf	28%	5.1	83%	1.1
Olía	31%	3.5	40%	4.8
Bílar	24%	8.0	69%	1.6
Upplýsingar og fjarskipti	28%	4.1	50%	2.3
Sérfræðiþjónusta	32%	2.4	76%	1.9
<b>Meðaltal 10 atvinnugreina</b>	<b>29%</b>	<b>4.6</b>	<b>63%</b>	<b>2.4</b>

\* Sjá fyrirvara í umfjöllun

<sup>20</sup> Taka ber fram að Moody's tekur mið af fjöldamörgum öðrum þáttum en skuldsetningu við mat sitt á lánsþæfismati fyrirtækja.

<sup>21</sup> Heimildir: Könnun Samkeppnisefirlitsins og <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Byggt er á upplýsingum um hreinar skuldir, þ.e. skuldir að frádrögnum reidufé á móti EBITDA.

Tafla 4 gefur til kynna að skuldsetning fyrirtækja sé til muna meiri á Íslandi en í Evrópu. Aðrar vísbendingar benda ótvírætt í sömu átt.<sup>22</sup>

## 5.2. Mikilvægi skuldaaðlögunar fyrir þróttmikið atvinnulíf og samkeppni

Mikil skuldsetning íslenskra fyrirtækja í alþjóðlegum samanburði gefur til kynna að stefna bankanna í endurskipulagsmálum fyrirtækja kunni að þarfnast endurskoðunar við. Mikilvægt er að bankar tryggi að aðgerðir þeirra í tengslum við endurskipulagningu fyrirtækja hafi jákvæð áhrif á atvinnulífið í heild sinni. Slíkar aðgerðir fela m.a. í sér að skuldir fyrirtækja sem eiga sér traustan rekstrarlegan grundvöll séu felldar að greiðslugetu þeirra og getu til að skila hæfilegum hagnaði. Í þessu sambandi þurfa bankarnir umfram allt að beina sjónum sínum langt fram á veginn og forðast lausnir sem færa þeim skammgóðan vermi. Heilbriggt og öflugt atvinnulíf er undirstaða sem vöxtur og viðgangur bankanna hlýtur óhjákvæmilega að helgast af. Yfirskuldsett atvinnulíf fer því ekki saman við langtímahagsmuni bankanna.

Fyrirtæki sem er skuldsett umfram greiðslugetu eftir endurskipulagningu mun hvorki geta veitt keppinautum aðhald né starfað með skilvirkum hætti á markaði. Ráðstafanir til niðurfellingar á skuldum rekstrarhæfra fyrirtækja verða því að vera nægilega viðamiklar til þess að þeim sé gert kleift að standa á eigin fótum án frekari aðstoðar og keppa með eðlilegum hætti á samkeppnismarkaði. Við endurskipulagningu skal þó engu að síður varkárni gætt því ef gengið er of langt getur það raskað samkeppni.

Við þessa framkvæmd verða bankar að huga að hagkvæmri fjármagnsskipan milli lána og eigin fjár í endurskipulögðum fyrirtækjum. Sökum hagsmuna banka sem kröfuhafa verður að játa þeim talsvert svigrúm að þessu leyti. Hins vegar verður þessi fjármagnsskipan að taka mið af því sem samrýmist heilbrigðu samkeppnisumhverfi.

## 5.3. Krafa um eðlilega arðsemi

Fyrirtækjarekstur er áhætturekstur þar sem hluthafar bera megináhættuna ef illa fer því lánsfjárkröfuhafar njóta forgangs. Til hlutafjár fyrirtækja er því gerð hærri krafa um arðsemi heldur en til lánsfjármagns. Nauðsynlegt er því að bankar ákvarði arðsemiskröfu sína til fyrirtækja sem þeir hafa yfirtekið í samræmi við þetta.

---

<sup>22</sup> Sjá t.d. umfjöllun Seðlabanka Íslands í Fjármálastöðugleika 2009. Þá má benda á upplýsingar um eiginfjárlutfall fyrirtækja á eurostat.eu og hjá norrænum hagstofum auk samanburðar á reikningum fyrirtækja sem skráð eru á Nasdaq OMX Nordic Exchange.

Meðal þeirra skilyrða sem Samkeppniseftirlitið hefur almennt sett bönkum við yfirtöku þeirra á fyrirtækjum er að eðlileg arðsemiskrafa sé eftir sem áður gerð til fyrirtækjanna eftir yfirtökuna. Þessu skilyrði er einkum ætlað að draga úr hættu á að bankar reyni að fjármagna kostnaðarsama markaðssókn í því skyni að gera hinu yfirtekna fyrirtæki kleift að sölsa undir sig aukna markaðshlutdeild á viðkomandi markaði og jafnvel ryðja keppinautum fyrirtækisins úr vegi. Með öðrum orðum er með þessu skilyrði leitast við að fyrirbyggja að bankar freistist til þess að hámarka virði fyrirtækja út frá væntanlegri fákeppnisstöðu og fákeppnishagnaði sem er sóttur með því að víkja arðsemisjónarmiðum tímabundið til hliðar með langtímamarkmið um fákeppni að leiðarljósi.

Örðugt getur reynst að reikna út af nákvæmni hver sé eðlileg ávöxtunarkrafa til fjárfestingar í hlutfé einstakra fyrirtækja, einkum og sér í lagi óskráðra fyrirtækja. Á hinn bóginn er ljóst að reikna má út á hvaða bili eðlileg arðsemiskrafa ætti að liggja á grundvelli fjármálafræðilegra líkana. Skiptir þá miklu máli að traustur rökstuðningur liggja fyrir um allar forsendur sem byggt er á við innsetningu tölugilda í líkanið, þ.e. að breyturnar í hinu fjármálafræðilega líkani taki tölugildi sem eru viðeigandi með hliðsjón af þeim raunveruleika sem fyrirtækið starfar í og séu um leið í samræmi við fræðilega gerð líkansins sjálfs.

Að mati Samkeppniseftirlitsins hefur nokkuð skort á að bankarnir hafi ákvarðað arðsemiskröfu til fyrirtækja á traustum fjármálafræðilegum grunni. Í þessu sambandi skal á það bent að fyrirtæki sem starfrækja umsvifamikla bankastarfsemi, líkt og stóru íslensku viðskiptabankarnir gera, eiga tvímælalaust að vera fær um að búa svo um hnúta við ákvörðun eðlilegrar arðsemiskröfu að enginn vafi leiki á um fagleg vinnubrögð að þessu leyti.

Um árábil hefur það verið algengast á fjármálamarkaði að byggja á hinu svonefnda CAPM líkani við ákvörðun ávöxtunarkröfu, s.s. hjá fjárfestingarbönkum við verðmat á hlutabréfum fyrirtækja.<sup>23</sup> Ekki eru þó allir fræðimenn á eitt sáttir um ágæti líkansins en það hefur ekki komið í veg fyrir útbreidda notkun þess í fjármálaheiminum.<sup>24</sup> Segja má að líkanið feli í sér viðtekna aðferðafræði við mælingu

---

<sup>23</sup> Nær samtímis á fyrri hluta sjöunda áratugar síðustu aldar þróuðu W. F. Sharpe [„A Simplified Model for Portfolio Analysis“, *Management Science*, January 1963, 277-293] og „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk“, *Journal of Finance*, September 1964, 425-442] og Treynor [„Toward a Theory of the Market Value of Risky Assets“, óútgefið handrit] hagfræðilegt líkan þar sem því er lýst hvernig markaðsverð fyrir áhættu ákvarðast og hvaða mælieining sé viðeigandi fyrir mat á áhættu. J. Mossin [„Equilibrium in a Capital Asset Market“, *Econometrica*, October 1966, 768-783] og J. Lintner [„The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets“, *Review of Economics and Statistics*, February 1965b, 13-37] og F. Black [„Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing“, *Journal of Business*, July 1972, 444-455] þróuðu líkanið svo enn frekar. Líkanið gengur undir nafninu Capital Asset Pricing Model (CAPM). Til að gera langa sögu stutta má segja að meginniðurstaða líkansins sé sú að á markaði þar sem samkeppni ríkir sé vænt áhættuþóknun (vaxtaþrósentu sem bætist ofan á áhættulausa vexti) í réttu hlutfalli við stíkan beta sem mælir markaðsáhættu.

<sup>24</sup> Tiltekna tölfræðilegar rannsóknir hafa gefið til kynna að veikt samband sé á milli ávöxtunar hlutabréfa og beta-gildisins sem er áhættumælikvarði líkansins. Frægasta greinin sem falið hefur í sér slíka niðurstöðu er eftirfarandi: Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance* 47 (2): 427-465. Empírískar rannsóknir hafa þó verið mismunandi en grein Fama og French er einna frægasta empíríska greiningin á CAPM líkaninu innan fjármálhagfræðinnar. Ekki eru þó allir sammála um það hvort hægt sé að meta gildi líkansins út frá markaðsgögnum. Tölfræðilegar rannsóknir hafa orðið að taka mið af

og verðlagningu á áhættu fyrir fjárfesta sem eiga dreift eignasafn en það á við um stóru íslensku viðskiptabankana. Líkanið er því einn af þeim kostum sem til greina koma við ákvörðun þeirra á ávöxtunarkröfu til yfirtekinna fyrirtækja.

Ekki er þó nægilegt að byggja á fjármálafræðilegu líkani heldur verða bankarnir að gæta þess að þær tölur sem settar eru inn í líkanið eigi við um yfirtekn fyrirtækið og það umhverfi sem það starfar í.

#### 5.4. Tengsl arðsemiskröfu og skuldaaðlögunar

Arðsemiskrafan hefur víðtækari skírskotun heldur en lýst hefur verið hér að ofan. Hún nýtist einnig við mat á því hversu vel hefur tekist til við endurskipulagningu fyrirtækja. Þannig gefur óheyrilega há arðsemiskrafa (reiknuð á fjármálafræðilegum grunni) til (hlutafjár) fyrirtækis eftir endurskipulagningu til kynna að endurskipulagningin hafi ekki skilað tilætluðum árangri og að fyrirtækið sé vanbúið til að taka þátt í og stuðla að heilbrigðri samkeppni. Við mat á því hvaða arðsemiskrafa kunni að vera hæfileg eftir endurskipulagningu mætti t.d. bera hana saman við arðsemiskröfu til sambærilegra fyrirtækja í sömu atvinnugrein í nágrannaríkjum Íslands (leiðrétt fyrir almennum vaxtamun milli gjaldmiðla og smæðarálagi).

Í þessu sambandi er mikilvægt að hafa í huga að skuldsetning hefur veruleg áhrif á arðsemiskröfu fjárfesta til fyrirtækja því aukinni skuldsetningu fylgir aukin áhætta. Hægt er að hugsa sér tvö fyrirtæki, fyrirtæki A og fyrirtæki B, sem eru eins að öllu leyti nema hvað varðar vægi skulda af heildareignum. Sé mikill munur á skuldsetningu þessara tveggja fyrirtækja, t.d. 80% hjá A en 20% hjá B, þá myndi verulegur munur vera á arðsemiskröfum til þessara tveggja fyrirtækja á virkum hlutabréfamarkaði, að því gefnu að þau greiði sömu skatta. Þessi niðurstaða er fjármálafræðilega rökrétt og leiðir beint af því að tengja saman CAPM líkanið og kenningar Millers og Modiglianis um fjármagnsskipan fyrirtækja.<sup>25</sup> Samtenging þessara tveggja kenningakerfa gefur kost á að leggja mat á áhrif skuldsetningar á markaðsáhættu og ákvarða út frá því hver sé hagkvæmasta fjármagnsskipan fyrirtækja.

---

ávöxtun sem þegar er orðin en ekki væntingum um ávöxtun sem líkanið byggir á. Þá ber einnig að hafa í huga gagnrýni Roll's en samkvæmt Richard Roll fær CAPM líkanið staðist fræðilega en erfitt er að meta líkanið með empirískum aðferðum sbr.: [Roll, Richard (March 1977), "A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory", *Journal of Financial Economics* 4 (2): 129–176.].

<sup>25</sup> Tiltölulega ítarlega fræðilega umfjöllun varðandi þetta er að finna í: Copeland, T.E. & Weston, J. F., „Financial Theory and Corporate Policy“, *Addison-Wesley*, May 1992, Chapter 13.

## 5.5 Lokaorð um skuldsetningu og arðsemiskröfu

Að mati Samkeppniseftirlitsins ber bönkunum að hafa ofangreind sjónarmið í huga við endurskipulagningu skulda fyrirtækja. Samkeppniseftirlitið ítrekar að við endurskipulagningu skal þó engu að síður varkárni gætt því ef gengið er of langt getur það raskað samkeppni.

Eins og fram hefur komið hér að framan liggur fyrir að skuldsetning fyrirtækja, sem hafa gengið í gegnum endurskipulagningu hjá bönkunum, er í ýmsum tilvikum enn of mikil. Að mati Samkeppniseftirlitsins væri hagfelldara fyrir samkeppni í landinu - og þar með fyrir hagsmuni neytenda og langtímahagsmuni bankanna sjálfra - að bankarnir tækju yfir fyrirtæki og endurskipulegðu skuldir þeirra með hliðsjón af þeim sjónarmiðum sem sett hafa verið fram hér að framan og selji nýjum eigendum. Slík endurskipulagning skulda væri farsælli en að veita viðkomandi fyrirtækjum fyrirgreiðslu í formi lenginga á lánum, biðlánnum, frystingu vaxta eða eftir öðrum leiðum sem eru til þess fallnar að halda völtum fyrirtækjum í rekstri. Fyrirtæki sem vart hafa bolmagn til eðlilegs viðhalds framleiðslutækja og vinnuafis, hvað þá uppbyggingar í formi nýfjárfestingar og fjölgunar vinnuafis, sökum þess að meira og minna allt sjóðsstreymi þeirra rennur til bankanna í formi afborgana og vaxta, eru líkleg til að leita allra leiða til að forðast samkeppni til að geta haldið uppi háu verði á vörum sínum og þar með skilað nægilegum hagnaði fyrir fjármagnsliði til að geta greitt af lánum sínum. Þannig er hætt við að reikningurinn fyrir skuldunum sé óbeint sendur neytendum í formi hærra vöruverðs þegar um er að ræða fyrirtæki sem ekki búa við nægilegt samkeppnisaðhald, s.s. vegna þess að önnur fyrirtæki í sömu atvinnugrein eru í hliðstæðri skuldastöðu eða vegna þess að fyrirtækið býr yfir mikilli markaðshlutdeild.

Að mati Samkeppniseftirlitsins er mikilvægt að bankarnir séu meðvitaðir um þessa stöðu. Þannig er mikilvægt að bankarnir flýti því aðlögunarferli sem nauðsynlegt er til þess að upp geti byggst heilbriggt atvinnulíf og heilbrigð samkeppni öllum til hagsbóta. Þá er jafnframt mikilvægt að bankarnir flýti söluferli fyrirtækja sem þeir hafa tekið yfir með fyrirkomulagi sem tryggir öllum til þess bærum fjárfestum kost á að bjóða í fyrirtækin. Mikilvægt er að nauðsynleg aðlögun skulda yfirtekinna fyrirtækja að greiðslugetu og eðlilegri arðsemi eigi sér stað áður en bankarnir ráðast í sölu á þeim. Ef fyrirtæki er selt kaupanda sem sættir sig við að fyrirtækið sé að sligast undan skuldum eru meiri líkur en minni á að hann muni reyna að hækka verð á vörum fyrirtækisins óeðlilega mikið eins og lýst er hér að ofan.

Eftirgjöf skulda þarf að vera nægileg en ekki óhófleg og má í því sambandi hafa að leiðarljósi þau sjónarmið er tengjast arðsemiskröfu og fjármagnsskipan fyrirtækja sem fjallað hefur verið um hér að framan.

## 6. Eignarhald og yfirráð

### 6.1. Eignarhald fyrirtækja og mat á ráðandi stöðu

Meirihluti fyrirtækja sem lokið hafa endurskipulagningu hafa skipt um ráðandi eigendur frá hruni. Staðan miðað við síðustu áramót er sú að af þeim 56 fyrirtækjum sem hafa lokið fjárhagslegri endurskipulagningu, verið yfirtekin af banka, sett í formlega gjaldþrotameðferð eða lokið við gerð nauðsammings eru 35 fyrirtæki, eða 63%, sem hafa skipt um ráðandi eigendur. Margt bendir til að þetta hlutfall fari lækkandi á næstunni eftir því sem fleiri fyrirtæki klára endurskipulagningu. Fæst fyrirtækja sem fara í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu í banka án yfirtöku bankans skipta um ráðandi hluthafa.

Í skýrslu 2/2011 kemur fram að fjárhagsstaða margra fyrirtækja sé svo slæm að kröfuhafar þeirra, einkum stóru bankarnir þrír, hafi tögl og hagldir í rekstri þeirra og stefnumótun. Samkeppniseftirlitið reyndi að meta þessi áhrif með því að bæta eignarhaldi á þeim fyrirtækjum sem voru í það slæmri fjárhagslegri stöðu að þau réðu ekki örlögum sínum, samkvæmt almennum bankaviðmiðunum, við eignarhald bankanna. Þannig mat Samkeppniseftirlitið að í ársbyrjun 2009 hefðu bankarnir ráðið yfir 68% eignarhluta í stærri fyrirtækjum, þar af 11% með beinum hætti.<sup>26</sup> Þetta hlutfall var á sömu mælistiku komið niður í 46% í byrjun árs 2011, þar af 17% með beinum hætti.

Samkeppniseftirlitið lagði mat á hver staða bankanna væri í ársbyrjun 2012 með sams konar mælingu. Stjórnendur fyrirtækja voru spurðir um mat á því hvort viðkomandi fyrirtæki bæri núverandi skuldabyrði. Upplýsingar frá stjórnendum voru metnar með hliðsjón af öðrum fyrirbyggjandi upplýsingum. Að því loknu var eignarhaldi þeirra fyrirtækja sem munu fyrir sjáanlega ekki getað staðið undir núverandi greiðslubyrði bætt við eignarhald banka.

Niðurstaðan á þessu mati kemur fram í töflu 5. Ljóst er að mikil breyting hefur átt sér stað til batnaðar á síðasta ári. Samkvæmt þessu mati nemur ráðandi staða bankanna í stærri fyrirtækjum 27% í ársbyrjun 2012 í stað 46% í byrjun árs 2011. Hér er um verulega breytingu að ræða. Hún kemur til af því að um 20 félög hafa verið endurskipulögð eða seld á árinu með þeim hætti að telja verður að kröfuhafar hafi ekki lengur þau ítök í rekstri fyrirtækjanna sem þeir áður höfðu. Vissulega kann boginn í mörgum tilfellum að vera spenntur nokkuð hátt, eins og sjá má á háum skuldamargfaldara, en ekki er unnt að halda því fram með sterkum lagalegum rökum að bankinn stýri rekstri fyrirtækisins þó áhrif hans séu ennþá mikil.

---

<sup>26</sup> Eigendur voru flokkaðir eftir uppruna í hverju fyrirtæki fyrir sig. Velta fyrirtækjanna var síðan notuð sem viðmið fyrir vegið eignarhald hvers flokks eigenda fyrir sig. Sjá nánar um aðferðafræði í viðauka I.

Skuldsetning margra fyrirtækja byggir á því mati bankamanna að tekjur fyrirtækja aukist verulega á næstu árum eftir því sem hagkerfið taki við sér. Á meðan fyrirtæki hafa ekki bolmagn til að fjárfesta, hækka laun og fjölga starfsmönnum vegna þungrar greiðslubyrði er vafasamt að hagkerfið taki við sér með kröftugum hætti. Því er óvíst að væntingar bankanna rætist.

Almennt má segja að eðlilegt hlutfall banka í eignarhaldi fyrirtækja geti legið á bilinu 5-10% þar sem reikna má með að rekstur sumra fyrirtækja gangi illa í eðlilegu árferði, áætlanir þeirra standist ekki og bankar hafi þau því í gjörgæslu. Staðan um þessar mundir er því ekki eðlileg en hafa ber í huga að hún var heldur ekki eðlileg síðustu misseri fyrir hrun þegar bankar voru farnir að beita öðrum og vægari viðmiðunum við mat á fjárhagslegri stöðu.

Tafla 5.

Mat á ráðandi stöðu í fyrirtækjum 2009 til 2012			
	Jan 2009	Jan 2011	Jan 2012
Einstaklingar	23%	29%	38%
Bankar	68%	46%	27%
Skilanefnd og kröfuhafar	2%	7%	7%
Lífeyrissjóðir	0%	7%	12%
Erlent eignarhald	2%	5%	6%
Félagasamtök	3%	4%	5%
Fyrirtæki	1%	1%	4%
Starfsmenn	1%	1%	1%
<b>Samtals</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Eins og fram kemur í töflu 5 hefur hlutur einstaklinga í ráðandi stöðu í stærri fyrirtækjum hækkað verulega á árinu 2011 samkvæmt mati Samkeppniseftirlitsins en lækkun á hlutfalli bankanna hefur dreifst á fleiri hópa eigenda, svo sem lífeyrissjóði og fyrirtæki. Jákvætt er að erlend eignaraðild hefur heldur aukist. Samanlögð hlutdeild banka, skilanefnda og kröfuhafa og lífeyrissjóða nemur 46%.

## 6.2. Dulin yfirráð

Samkeppniseftirlitið hefur að undanfögnu haft til skoðunar í nokkrum málum hvort myndast hafi yfirráð banka í fyrirtækjum samkvæmt samkeppnislögum þrátt fyrir að bankar séu ekki formlegir eigendur viðkomandi fyrirtækja. Þetta er sérstaklega mikilvæg spurning um þessar mundir í ljósi mikillar skuldsetningar fyrirtækja og möguleika banka til að hafa áhrif á rekstur skuldsettra fyrirtækja í gegnum skilmála í lánasamningum og gjaldfellingarákvæði. Hafa ber í huga að eðlilegt er að bankar taki eðlilegar tryggingar fyrir lánum og fái upplýsingar sem gera þeim kleift að fylgjast grannt með rekstri lántaka. Hins vegar þarf að huga sérstaklega að því hvar markalínan liggur. Geta

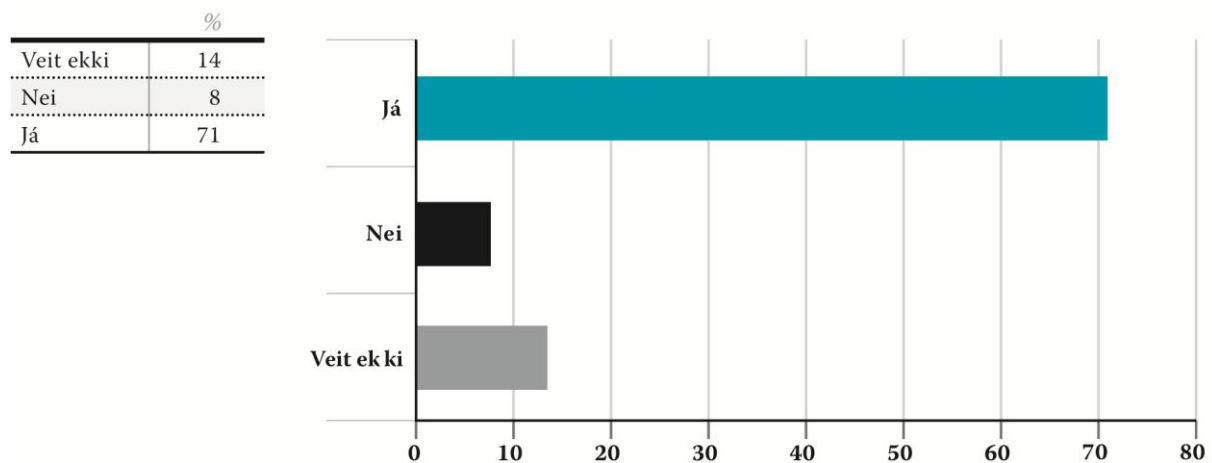
bankar til að mynda til lengri tíma haft tangarhald á rekstri mjög skuldsetts fyrirtækis án þess að taka það yfir með formlegum hætti?

Í skýrslu nr. 2/2011 benti Samkeppniseftirlitið á nauðsyn þess að raunveruleg yfirráð banka yfir fyrirtækjum væru uppá borðum. Sérstaklega þyrfti að skoða hvort þau fyrirtæki sem eru í mjög slæmri fjárhagsstöðu væru undir yfirráðum banka í skilningi samkeppnislaga.

Það er mat mikils meirihluta stjórnenda stærri fyrirtækja að dulin yfirráð banka í fyrirtækjum sé vandamál í atvinnulífinu. Með dulnum yfirráðum er átt við að stjórnendur og formlegir eigendur fyrirtækja hafi takmarkað forræði yfir stjórnun og stefnumörkun viðkomandi fyrirtækis án aðkomu banka eða annarra kröfuhafa). Mynd 2 sýnir að rúmlega 70% stjórnenda telja að dulin yfirráð banka yfir fyrirtækjum séu vandamál í atvinnulífinu.

Mynd 2.

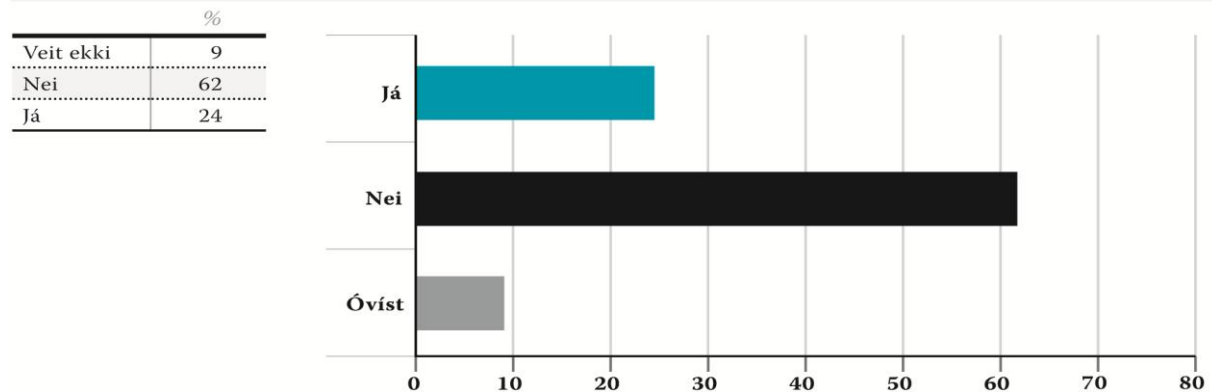
### Eru dulin yfirráð banka yfir fyrirtækjum vandamál í atvinnulífinu?



Jafnframt er athyglisvert að tæplega fjórðungur stjórnenda fyrirtækja telja að dulin yfirráð banka eigi við um sitt fyrirtæki, eins og sjá má á mynd 3.

Mynd 3.

### Telur þú að bankar hafi dulin yfirráð í fyrirtækinu?





Almennt er hægt að líta svo á að hér sé um að ræða tilfinningu stjórnenda skuldsettra fyrirtækja sem hafa verið í miklum tengslum við banka á undanförunum árum. Sjónarmið þeirra endurspeglast m.a. í athugasemdum sem þessum:

„Lánasamningar og veðskjöl í dag eru orðin með þeim hætti að bankarnir stjórna fyrirtækjunum í reynd. Þannig er algengt að í mjög skuldsettum félögum séu nánast allar ákvarðanir háðar samþykki bankans. Slíkt kann að vera eðlilegt upp að einhverju marki en þegar bera þarf orðið litlar viðhaldsfjárfestingar undir bankastarfsmenn er ákvarðanataka um rekstur orðin bankanna en ekki forsvarsmanna fyrirtækjanna. Þannig geta bankar og starfsmenn þeirra haft veruleg áhrif á rekstur fyrirtækja og þar með verið í raun þátttakendur í samkeppni á mörkuðum, án þess að formlegt eignarhald sé til staðar og upplýst til samkeppnisyrivalda. Fyrirtækin og ákvarðanataka innan þeirra er því í raun á valdi lánveitenda.“

„Öll lánaskilyrði bankanna bera með sér að bankinn telji nauðsynlegt að hafa vit fyrir stjórnendum og þeim ekki treyst til að taka ákvarðanir um fjárfestingar og önnur útgjöld þrátt fyrir traust veð. Ofurskilyrði bankanna þýða í raun að stjórn félagsins getur sig nánast hvergi hreyft nema að fá til þess samþykki bankans.“<sup>27</sup>

### 6.3. Yfirráð í skilningi samkeppnislaga

Bönkum ber eingöngu að tilkynna um yfirráð þegar þeir hafa yfirráð í skilningi samkeppnislaga. Hér verður stuttlega fjallað um túlkun á yfirráðum. Í 17. gr. samkeppnislaga segir að samruni teljist hafa átt sér stað þegar breyting verði á yfirráðum til frambúðar vegna nánar tiltekinna ástæðna. Yfirráð skapist af rétti, með samningum eða með einhverjum öðrum hætti sem annaðhvort sérstaklega eða samanlagt, og með hliðsjón af staðreyndum eða lagalegum atriðum sem við eigi, geri aðila kleift að hafa afgerandi áhrif á fyrirtæki, þá einkum með nánar tilteknum hætti. Yfirráð öðlast þeir aðilar sem eru annað hvort rétthafar eða eiga tilkall til réttar samkvæmt samningum þar að lútandi eða þeir aðilar sem þrátt fyrir að vera ekki handhafar slíks réttar eða eiga ekki tilkall til réttar samkvæmt slíkum samningum, hafa möguleika til að beita slíkum réttindum.

---

<sup>27</sup> Dæmi um tvær athugasemdir frá fyrirtækjum sem bárust Samkeppniseftirlitinu á árinu 2011.

Hugtakið yfíráð er ekki skýrt nánar í greinargerð að öðru leyti en því að tekið er fram að skýra eigi hugtakið frá því sem var í eldri lögum. Líta má einnig til eftirfarandi athugasemda í frumvarpi til laga sem varð að samkeppnislögum nr. 8/1993:

*„Um hugtakið virk yfíráð vísast til orðskýringa. Hér skal því þó bætt við að við skilgreiningu á því hvort fyrirtæki hafi náð virkum yfíráðum er það hin raunverulega aðstaða sem það hefur til að stjórna eða að fara með eignir annars fyrirtækis sem skiptir máli. Hvaða eða hvers konar aðstæður það eru sem gera fyrirtæki þetta kleift skiptir hins vegar ekki máli.“*

Framangreind skilgreining er víðtæk.<sup>28</sup> Af henni leiðir að um yfíráð er að ræða þegar viðkomandi aðili öðlast eða hefur möguleika til að hafa afgerandi bein eða óbein áhrif á mikilvægar viðskiptaákvörðanir fyrirtækis. Hér skiptir máli möguleikinn til þess að hafa áhrif af þessum toga á grundvallarákvörðanir viðkomandi fyrirtækis sem varða stefnu þess og áætlanir. Réttur til afskipta eða afskipti í raun af daglegri starfsemi viðkomandi fyrirtækis hefur því takmarkaða þýðingu.<sup>29</sup> Möguleikinn einn til þess að hafa umrædd áhrif dugir. Ekki er því þörf að sýna fram á að möguleikinn hafi verið nýttur.<sup>30</sup>

Mikilvægt er að hafa í huga að hugtökin samruni og yfíráð eru að meginstefnu til af efnahagslegum toga. Aðalatriðið er að meta hvort aðili hefur í raun (*de facto*) möguleika á því að hafa umrædd áhrif og það hvort áhrifin grundvallast á formbundnum gerningi eða einhverju öðru hefur ekki sérstaka þýðingu. Þannig skiptir ekki máli í samkeppnisrétti á hvaða grunni slík áhrif byggjast svo fremi sem þau séu til lengri tíma og veiti möguleika á að hafa umrædd afgerandi áhrif á fyrirtæki.<sup>31</sup> Sökum þessa getur t.d. aðili talist hafa yfíráð yfir fyrirtæki jafnvel þótt annar aðili sé formlega skráður fyrir

---

<sup>28</sup> Sjá t.d. Richard Whish, *Competition Law*, sjöunda útgáfa 2012 bls. 835: Í umfjöllun á sams konar skilgreiningu á yfíráðum í EES/ESB-samkeppnisrétti segir: „Clearly this a very broad concept, and control can exist on a legal („de jure“) or factual („de facto“) basis.“ Í fimmtu útgáfu bókarinnar segir: „It will be readily appreciated that this definition of control – which extends to a situation in which even a possibility of exercising decisive influence is sought – is a wide one, ... To this should be added the possibility that the exercise of decisive influence may arise by operation of law or fact; that it may not be the intention of the parties that such influence should be conferred; and that a shareholding of less than 25% may be found to amount to control.“

<sup>29</sup> Sjá t.d. Cook & Kerse, *EC Merger Control*, fimmta útgáfa 2009, bls. 36: „It is control (direct or indirect) over decisions which determine the strategic commercial behaviour of the undertaking which result in the creation of a single economic unit ... The commission is not, therefore, concerned with rights to day-to-day management of an undertaking or which have the limited purpose of protecting the financial interests of minority shareholders.“

<sup>30</sup> Sjá t.d. ákvörðun framkvæmdastjórnar EB McCormik/CBC/Rabobank/Ostmann málinu, [1993] CMLR 535. Sjá einnig Cook & Kerse, *EC Merger Control*, fjórða útgáfa 2005, bls. 40: „The mere possibility of exercising decisive influence is sufficient to constitute control within the meaning of the Regulation. It is not necessary to demonstrate that influence has, in fact, been exercised.“

<sup>31</sup> Sjá t.d. Cook & Kerse, *EC Merger Control*, fimmta útgáfa 2009, bls. 37: „The means by which control is acquired is largely irrelevant in determining whether a concentration has occurred, provided that the control extends to commercial policy and is of a lasting nature. ... Control may thus be conferred by combination of legal and other factors. Since the concept of concentration is also predominantly an economic one, it is not surprising that the Regulation focuses on the substance of the transaction and its likely effect on the behaviour of undertakings, and not on its form.“

eignarhlut í því fyrirtæki.<sup>32</sup> Liggur fyrir í samkeppnisrétti að yferráð geta skapast (og þar með samruni samkvæmt samkeppnislögum) á grundvelli þeirra áhrifa sem lánasamningar veita lánveitendum.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Sjá tilkynningu framkvæmdastjórnar ESB frá 2008 um m.a. skilgreiningu á hugtakinu yferráð (Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings) (2008/C 95/01). Sjá t.d. tilkynningu framkvæmdastjórnarinnar frá mars 1998: „*There may be exceptional situations where the formal holder of a controlling interest differs from the person or undertaking having in fact the real power to exercise the rights resulting from this interest. This may be the case, for example, where an undertaking uses another person or undertaking for the acquisition of a controlling interest and exercises the rights through this person or undertaking, even though the latter is formally the holder of the rights. In such a situation, control is acquired by the undertaking which in reality is behind the operation and in fact enjoys the power to control the target undertaking ... The evidence needed to establish this type of indirect control may include factors such as the source of financing or family links.*“

<sup>33</sup> Sjá tilkynningu framkvæmdastjórnar ESB frá 2008 um m.a. skilgreiningu á hugtakinu yferráð (Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings) (2008/C 95/01)

## Viðauki I. Aðferðafræði

### I.1. Gagnasöfnun

Þessi skýrsla er einkum byggð á þrenns konar gögnum. Í fyrsta lagi byggist hún á upplýsingum úr netkönnun sem Samkeppniseftirlitið gerði meðal stjórnenda fyrirtækja í desember 2011. Í öðru lagi byggist hún á gagnabanka yfir um 120 fyrirtæki á mikilvægum samkeppnismörkuðum sem Samkeppniseftirlitið hefur sett upp og viðhaldið. Í þriðja lagi byggist hún á gögnum og upplýsingum sem Samkeppniseftirlitið hefur aflað með fundum með bönkum og fyrirtækjum.

#### Netkönnun

Þann 9. desember 2011 sendi Samkeppniseftirlitið bréf til þeirra 120 fyrirtækja sem tóku þátt í rannsókn þeirri sem leiddi til skýrslu nr. 2/2011, *Samkeppnin eftir hrun*. Í bréfinu var gerð grein fyrir netkönnun sem Samkeppniseftirlitið hugðist gera og senda til tengiliða sem fyrirtækin höfðu tilnefnt í tengslum við framangreinda rannsókn. Samkeppniseftirlitið samdi við Markaðs- og miðlarannsóknir ehf. (MMR) um framkvæmd könnunarinnar. MMR undirritaði samning um trúnað og þagnarskyldu við framkvæmd hennar.

Könnunin var í tveimur hlutum með um 25 krossaspurningum. Í fyrri hluta var spurt um fjárhagsstöðu og fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja. Í seinni hlutanum var spurt um afstöðu stjórnenda fyrirtækja til nokkurra atriða sem tengjast endurskipulagningu fyrirtækja. Þátttaka í seinni hluta könnunarinnar var valfrjáls. Samkeppniseftirlitið fékk ekki upplýsingar um svör einstakra þátttakenda við spurningum í seinni hluta, heldur vann MMR úr svörunum og gaf Samkeppniseftirlitinu heildarniðurstöður.

Samkeppniseftirlitið notaði heimildir sínar til upplýsingaöflunar og gekk eftir því að fyrirtækin svöruðu fyrri hluta könnunarinnar. Þannig sendi Samkeppniseftirlitið ítrekun þann 23. desember til þeirra 27 fyrirtækja sem þá höfðu ekki svarað netkönnuninni. Sex fyrirtækjum voru síðan send andmælaskjöl þann 10. janúar þar sem Samkeppniseftirlitið greindi frá þeirri ætlun sinni að beita dagsektum yfir fyrirtækin ekki við beiðni eftirlitsins um upplýsingar. Þann 13. febrúar var síðan birt ákvörðun þar sem eitt fyrirtæki var beitt dagsektum þar sem beiðni eftirlitsins um upplýsingar hafði ekki verið sinnt. Fyrirtækið skilaði upplýsingunum samdægurs. Öll fyrirtækin skiluðu því upplýsingum til Samkeppniseftirlitsins.

## Gögn um fyrirtækin

Samkeppniseftirlitið hefur undir höndum ítarlegar upplýsingar um fyrirtækin í könnuninni, bæði frá fyrirtækjunum sjálfum og opinberlega aðgengilegar upplýsingar. Hér er m.a. um að ræða upplýsingar um rekstur og efnahag fyrirtækjanna frá 2007, eigendur og breytingar á eignarhaldi og lýsingu á og eftir atvikum samninga um fjárhagslega endurskipulagningu. Þá hefur meirihluti fyrirtækjanna gert grein fyrir skoðunum sínum á markaðnum og eignarhaldi á honum.

Auk gagna sem bárust frá fyrirtækjunum hefur Samkeppniseftirlitið notast við opinberar upplýsingar, svo sem frá Ársreikningaskrá vegna eigenda rekstrarfélaga, tengdra félaga og félaga innan samstæðu og opinber gögn frá Hagstofu Íslands, Seðlabanka Íslands og Ríkisskattstjóra. Þá hefur Samkeppniseftirlitið notað gögn úr markaðsgreiningum stofnunarinnar.

## Aðrar upplýsingar

Samkeppniseftirlitið leitaði til fjölmargra aðila við vinnslu þessarar skýrslu. Auk svara stjórnenda við könnuninni hefur eftirlitið átt fundi með Arion banka, Íslandsbanka og Landsbankanum, Viðskiptaráði Íslands, nokkrum fyrirtækjastjórnendum og hagfræðingum.

## **I.2. Úrtak**

Markmið Samkeppniseftirlitsins er að sýna stöðu stórra íslenskra rekstrarfélaga á samkeppnismörkuðum og áhrif hrunsins á fjárhag þeirra og samkeppni á einstökum mörkuðum.

Fyrirtæki voru valin í úrtakið með hliðsjón af markaðsgreiningu Samkeppniseftirlitsins. Valin voru 4-15 fyrirtæki í hverri 14 atvinnugreina, samtals 121 fyrirtæki. Fyrirtækin eru almennt veltumestu fyrirtækin í viðkomandi atvinnugrein eða talin að öðru leyti mikilvæg í samkeppnislegu tilliti.

Úrtakið byggist á rekstrarfélögum sem hafa tekjur af sölu vöru og þjónustu til viðskiptavina. Eignarhaldsfélög eru ekki í úrtakinu með þeirri undantekningu að nokkur eignarhaldsfélög sem eiga tvö eða fleiri mikilvæg rekstrarfélög eru hluti af úrtakinu.

Mörg rekstrarfélög eru hluti af samstæðu. Augljóst er að til að fá raunsanna mynd af fjárhagslegri endurskipulagningu rekstrarfélaga þarf einnig að huga að stöðu eigenda og tengdra félaga. Samkeppniseftirlitið leitaði eftir atvikum til félaganna sjálfra um slíkar upplýsingar eða notaði opinberlega aðgengilegar upplýsingar.

Fyrirtækjunum er raðað í atvinnugreinar samkvæmt nógildandi atvinnugreinaflokkun á Íslandi, ÍSAT 2008.<sup>34</sup> Flokkunin er byggð á atvinnugreinaflokkun Evrópusambandsins, NACE Rev. 2. sem hefur gilt í öllum ríkjum Evrópska efnahagssvæðisins frá árinu 2008. Þessari flokkun er m.a. beitt í Fyrirtækjaskrá Ríkisskattstjóra og í opinberri hagskýrslugerð af Hagstofu Íslands.

Í úrtaki Samkeppniseftirlitsins eru ekki bankar, orkufyrirtæki, stóriðja, fasteignafyrirtæki og stór fyrirtæki með megnið af veltu sinni erlendis og hafa takmörkuð áhrif á íslenska samkeppnismarkaði. Þó er sjávarútvegur með í úrtakinu.

Rekstrartekjur fyrirtækja í úrtaki Samkeppniseftirlitsins árið 2008 voru 1.007 milljarðar króna. Rekstrartekjur allra fyrirtækja í pöruðum samanburði Hagstofunnar árið 2008 voru 2.310 milljarðar króna.<sup>35</sup> Rekstrartekjur fyrirtækja í úrtakinu nema því um 44% af rekstrartekjum fyrirtækja í samanburði Hagstofunnar á ársreikningum fyrirtækja árin 2007 og 2008. Mjög mismunandi er hve stórt úrtakið er í einstökum atvinnugreinum í hlutfalli af heild, eða frá rúmlega 10% upp í rétt um 100%. Hagstofan metur að safn fyrirtækja í samanburði sínum nái til um 90-95% alls atvinnurekstrar.<sup>36</sup> Rekstrartekjur allra skattskyldra fyrirtækja voru 3.211 milljarðar árið 2008 samkvæmt framtali ársins 2009.<sup>37</sup>

Nánar um úrtakið, stærð þess og gæði vísast til umfjöllunar í 4. kafla skýrslu Samkeppniseftirlitsins nr. 2/2011.

### **I.3. Mat á fjárhagslegri stöðu**

Í þessum undirkafla er stutt útskýring á mati á stöðu fyrirtækja í 4. kafla skýrslunnar. Að öðru leyti vísast til umfjöllunar um aðferðafræði á bakvið mat á fjárhagslegri stöðu fyrirtækja í skýrslu nr. 2/2011.

#### Staða endurskipulagningar

Í kafla 4.1. eru fyrirtæki flokkuð eftir stöðu þeirra í fjóra aðalflokka og tíu undirflokkum. Fyrst er metið hvort fyrirtækið hafi þurft á fjárhagslegri endurskipulagningu að halda í kjölfar bankahrunsins. Slíkt er að sönnu matskennt en almennar viðmiðanir í bankarekstri um helstu kennitölur í rekstri, vanskil og ábyrgðir utan efnahags eiga að varpa ljósi á það mat. Samkeppniseftirlitið lagði mat á nauðsyn fjárhagslegrar endurskipulagningar í skýrslu nr. 2/2011. Nú voru stjórnendur fyrirtækja beðnir um að leggja mat á hvort fjárhagslegrar endurskipulagningar

<sup>34</sup> Sjá hagstofa.is

<sup>35</sup> <http://www.hagstofa.is/Hagtolar/Fyrirtaeki-og-velta/Arsreikningar-fyrirtaekja>

<sup>36</sup> Sjá Ársreikningar fyrirtækja 2006-2007, bls. 2.

<sup>37</sup> Sjá grein Páls Kolbeins: „Álagning lögaðila“ í Tíund, maí 2010

hafi verið þörf í kjölfar bankahruns. Mat stjórnenda var síðan borið saman við fyrra mat Samkeppniseftirlitsins og aðrar upplýsingar um stöðu viðkomandi fyrirtækis við bankahrún. Til að gæta samræmis breytti Samkeppniseftirlitið mati á stöðu ef önnur gögn sem eftirlitið hefur undir höndum bentu ótvírætt til annarrar niðurstöðu en stjórnendur héldu fram. Matinu var breytt í átta tilfellum af 119 af þessum sökum.

Sé niðurstaða matsins sú að fjárhagslegrar endurskipulagningar hafi verið þörf er sýnt hvar fyrirtækið er stadd í endurskipulagningunni. Fyrirtækið getur hafa gengið í gegnum gjaldþrot eða nauðasamninga, verið yfirtekið af banka eða verið til meðferðar í bankakerfinu án formlegrar yfirtöku.

Flokkun fyrirtækjanna miðast við hvort samkomulag liggja fyrir á milli málsaðila um sölu eða fjárhagslega endurskipulagningu en ekki hvort að búið sé að ganga endanlega frá samningum. Þetta skiptir máli því í nokkrum tilfellum er endanlegri skjalagerð ekki lokið. Það er því mögulegt að einhver fyrirtæki færast á milli flokka ef forsendur fyrir samkomulagi málsaðila standast ekki.

Stjórnendur voru beðnir um að meta líklegan skuldamargfaldara og eiginfjárhlutfall í lok árs 2011. Með skuldamargfaldara er átt við stöðu langtímaskulda (að frádreginni nettóstöðu handbærs fjár) í hlutfalli af 12 mánaða EBITDU. Með eiginfjárhlutfalli er átt við heildarstöðu eigin fjár í hlutfalli af heildareignum. Beðið var um mat á skuldamargfaldara og eiginfjárhlutfalli á ákveðnu bili. Við útreikning í töflu 1 er miðað við meðalgildi þess bils sem stjórnendur tiltóku í svörum sínum. Í þeim tilvikum sem eiginfjárhlutfall var neikvætt og skuldamargfaldari yfir 10 var miðað við nýjustu opinberu upplýsingar úr ársreikningi eða leitað til fyrirtækjanna eftir nánari skýringum.

#### Mat á ráðandi stöðu

Í töflu 2 er lagt mat á ráðandi stöðu í fyrirtækjum 2009 til 2012. Í kafla 4.4. í skýrslu nr. 2/2011 er gerð ítarleg grein fyrir mælikvörðum sem notaðir eru um fjárhagslega stöðu fyrirtækja og lagðir til grundvallar við matið.

Ráðandi staða í fyrirtækjum er metin með því að bæta eignarhaldi á þeim fyrirtækjum sem voru í það slæmri fjárhagslegri stöðu að þau réðu ekki örlögum sínum, samkvæmt almennum bankaviðmiðunum, við eignarhald bankanna. Samkeppniseftirlitið lagði síðan mat á hver ráðandi staða í fyrirtækjum væri í ársbyrjun 2012 með sams konar mælingu. Stjórnendur fyrirtækja voru spurðir um mat á því hvort fyrirtækið bæri núverandi skuldabyrði. Upplýsingar frá stjórnendum voru metnar með hliðsjón af öðrum fyrirbyggjandi upplýsingum. Síðan var eignarhaldi þeirra fyrirtækja sem munu fyrirsjáanlega ekki getað staðið undir núverandi greiðslubyrði bætt við eignarhaldi banka.

Samkeppniseftirlitið mat einnig stöðu eigenda félaga. Hér er erfiðara um vik að meta stöðuna enda upplýsingar oft á tíðum af skornum skammti. Matið á stöðu eigenda grundvallast á því hvort eigendur séu skuldsettir, t.d. vegna kaupa í viðkomandi rekstrarfélagi, og hvort þeir eða félög á þeirra vegum séu með lítið eða ekkert eigið fé í starfsemi sinni. Þá var lítið til þess hvort eigendur hafi sjálfir farið í fjárhagslega endurskipulagningu í bankakerfinu, annað hvort einir og sér eða verið hluti af fjárhagslegri endurskipulagningu rekstrarfélagsins. Á grunni þessa var fjárhagsstaða eigenda metin annað hvort „Í lagi“ eða „Ábótavant“.



## Viðauki II. Svör stjórnenda við helstu spurningum í könnun

### Hluti 1. Fjárhagsstaða og fjárhagsleg endurskipulagning

Hefur fjárhagsstaða fyrirtækisins batnað, versnað eða er hún óbreytt í desember 2011 frá því sem hún var í upphafi ársins?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Batnað	68	57,1	57,1
Versnað	20	16,8	73,9
Óbreytt	31	26,1	100,0
Samtals	119	100,0	

Er líklegt að hagnaður verði af rekstri fyrirtækisins á árinu 2011 að teknu tilliti til fjármagnsliða?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	82	68,9	68,9
Nei	28	23,5	92,4
Óvíst	9	7,6	100,0
Samtals	119	100,0	

Ber reksturinn núverandi skuldabyrði að mati stjórnenda fyrirtækisins?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	92	77,3	77,3
Nei	15	12,6	89,9
Óvíst	12	10,1	100,0
Samtals	119	100,0	

Hvert er líklegt eiginfjárhlutfall fyrirtækisins í lok árs 2011?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Yfir 60%	11	9,2	9,2
41-60%	28	23,5	32,7
26-40%	28	23,5	56,2
16-25%	27	22,7	78,9
0-15%	17	14,3	93,2
Neikvætt	8	6,8	100,0
Samtals	119	100,0	

Hver er líklegur skuldamargfeldari m.t.t. sjóðsstreymis úr rekstri fyrirtækisins í lok árs 2011? (Með skuldamargfeldara er átt við stöðu langtímaskulda að frádreginni nettóstöðu handbærs fjár í hlutfalli af 12 mánaða EBITDU,

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Minni en 2	43	36,1	36,1
2 til 5	42	35,3	71,4
5 til 8	15	12,6	84,0
8 til 10	9	7,6	91,6
Hærri en 10	10	8,4	100,0
Samtals	119	100,0	

Var staða fyrirtækisins slík í kjölfar bankahrunsins í október 2008 að þörf væri á fjárhagslegri endurskipulagningu?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já*	72	60,5	60,5
Nei	47	39,5	100,0
Samtals	119	100,0	

\* Eftir leiðrétt mat Samkeppniseftirlitsins

Hver var lækkun skulda fyrirtækisins í kjölfar fjárhagslegrar endurskipulagningar þess?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
<500 m.kr.	11	9,2	26,8
500 til 999 m.kr.	8	6,7	46,3
1 til 1,99 ma. kr.	7	5,9	63,4
2 til 4,99 ma. kr.	6	5,0	78,0
5 ma. kr. eða meira	9	7,6	100,0
Samtals	41	34,4	
Engin lækkun	78	65,6	
Samtals	119	100,0	

Hafa skuldir fyrirtækisins lækkað vegna dóma Hæstaréttar Íslands?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	40	33,6	33,6
Nei	79	66,4	100,0
Samtals	119	100,0	

Eru óuppgerð mál milli fyrirtækisins og banka vegna afleiðusamninga?

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	10	8,4	8,4
Nei	109	91,6	100,0
Samtals	119	100,0	

**Eru óuppgerð mál milli fyrirtækisins og banka vegna gengislána?**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	36	30,3	30,3
Nei	83	69,7	100,0
Samtals	119	100,0	

**Eru óuppgerð mál milli fyrirtækisins og banka vegna annarra mála?**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	12	10,1	10,1
Nei	107	89,9	100,0
Samtals	119	100,0	

**Hluti 2. Viðhorf stjórnenda****Telur þú að bankar og/eða aðrir kröfuhafar hafi dulin yferráð í fyrirtækinu?**

(Með duldu yferráðum er átt við að stjórnendur og formlegir eigendur fyrirtækja hafi takmarkað forræði yfir stjórnun og stefnumörkun viðkomandi fyrirtækis án aðkomu banka eða annarra kröfuhafa))

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	25	23,4	23,4
Nei	66	61,7	85,0
Veit ekki	10	9,3	94,4
Vil ekki svara	6	5,6	100,0
Samtals	107	100,0	

**Telur þú að dulin yferráð banka yfir fyrirtækjum séu vandamál í atvinnulífinu?**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Já	76	71,0	71,0
Nei	9	8,4	79,4
Veit ekki	15	14,0	93,5
Vil ekki svara	7	6,5	100,0
Samtals	107	100,0	

**Bankar gera ekki eðlilega arðsemiskröfu til fyrirtækja í sinni eigu og halda þeim þannig starfandi**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	19	17,8	17,8
Frekar sammála	43	40,2	57,9
Hvorki né	15	14,0	72,0
Frekar ósammála	5	4,7	76,6
Mjög ósammála	7	6,5	83,2

Veit ekki	10	9,3	92,5
Vil ekki svara	8	7,5	100,0
Samtals	107	100,0	

**Lífeyrissjóðir gera ekki eðlilega arðsemiskröfu til fyrirtækja í sinni eigu og halda þeim þannig starfandi**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	9	8,4	8,4
Frekar sammála	33	30,8	39,3
Hvorki né	21	19,6	58,9
Frekar ósammála	7	6,5	65,4
Mjög ósammála	14	13,1	78,5
Veit ekki	15	14,0	92,5
Vil ekki svara	8	7,5	100,0
Samtals	107	100,0	

**Fyrirtæki í eigu bankanna beita óeðlilegri verðlagningu til að ná í viðskiptavinum**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	28	26,2	26,2
Frekar sammála	23	21,5	47,7
Hvorki né	17	15,9	63,6
Frekar ósammála	6	5,6	69,2
Mjög ósammála	9	8,4	77,6
Veit ekki	17	15,9	93,5
Vil ekki svara	7	6,5	100,0
Samtals	107	100,0	

**Ég er ánægð/ur með hvernig mínir kröfuhafar hafa tekið á fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækisins**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	7	6,5	6,5
Frekar sammála	18	16,8	23,4
Hvorki né	14	13,1	36,4
Frekar ósammála	6	5,6	42,1
Mjög ósammála	8	7,5	49,5
Á ekki við	42	39,3	88,8
Veit ekki	1	,9	89,7
Vil ekki svara	11	10,3	100,0
Samtals	107	100,0	

**Bankarnir þurfa að greina á milli lífvænlegra og óhagkvæmra fyrirtækja og bjarga þeim sem hafa eðlilegar rekstr**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	54	50,5	50,5
Frekar sammála	36	33,6	84,1
Hvorki né	1	,9	85,0
Frekar ósammála	3	2,8	87,9
Mjög ósammála	3	2,8	90,7
Veit ekki	3	2,8	93,5
Vil ekki svara	7	6,5	100,0
Samtals	107	100,0	

**Það er í lagi að fyrirtæki verði fyrir neikvæðum áhrifum vegna þess að skuldum sé létt af keppinautum þeirra þar sem lækkun skulda getur eflt samkeppni og þar með bætt hag almennings.**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	11	10,3	10,3
Frekar sammála	15	14,0	24,3
Hvorki né	15	14,0	38,3
Frekar ósammála	18	16,8	55,1
Mjög ósammála	34	31,8	86,9
Veit ekki	5	4,7	91,6
Vil ekki svara	9	8,4	100,0
Samtals	107	100,0	

**Gera þarf skýra arðsemiskröfu til fyrirtækja í eigu bankanna.**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	67	62,6	62,6
Frekar sammála	24	22,4	85,0
Hvorki né	3	2,8	87,9
Frekar ósammála	1	,9	88,8
Mjög ósammála	1	,9	89,7
Veit ekki	2	1,9	91,6
Vil ekki svara	9	8,4	100,0
Samtals	107	100,0	

**Eignarhald banka á fyrirtækjum á að vara eins stuttan tíma og kostur er.**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	88	82,2	82,2
Frekar sammála	11	10,3	92,5
Mjög ósammála	1	,9	93,5
Veit ekki	2	1,9	95,3
Vil ekki svara	5	4,7	100,0
Samtals	107	100,0	

**Fyrirtæki í eigu banka skulu rekin sem sjálfstæðir keppinautar á markaði.**

	Fjöldi	Hlutfall	Uppsafnað
Mjög sammála	88	82,2	82,2
Frekar sammála	7	6,5	88,8
Hvorki né	2	1,9	90,7
Mjög ósammála	1	,9	91,6
Veit ekki	3	2,8	94,4
Vil ekki svara	6	5,6	100,0
Samtals	107	100,0	

**Hversu vel hafa eftirfarandi aðilar staðið sig við endurskipulagningu atvinnulífsins?**

**Gefðu hverjum aðila einkunn á bilinu 0-10 þar sem 0 er verst og 10 er best.**

	Heildareinkunn
Alþingi	2,2
Bankakerfið	4,4
Fjármálaeftirlitið	3,3
Ríkisstjórn	1,7
Samkeppniseftirlitið	4,2
Meðaltal	3,1

### Viðauki III. Týndi áratugurinn í Japan

Gagnlegt er að hafa í huga reynslu Japana þegar metið er hvernig taka beri á skuldavanda fyrirtækja í kjölfar efnahagskreppu og þýðingu samkeppnissjónarmiða í því sambandi.<sup>38</sup>

Eftir mikinn efnahagslegan uppgang í Japan á tímabilinu 1955 til 1990 hófst stöðnunarskeið í þessu mikla iðnveldi.<sup>39</sup> Vegna hinnar miklu stöðnunar hefur tíundi áratugur 20. aldar verið kallaður *glataði* eða *týndi áratugurinn* (j. Ushinawareta Jūnen). Undanfari þessa stöðnunar- og krepputímabils var gríðarleg hækkun eignaverðs á níunda áratugnum með verðhækkunum á hlutabréfamörkuðum, fasteignamörkuðum og á jarðnæði.<sup>40</sup> Þannig var Nikkei 225 hlutabréfavisitalan í 6.000 stigum á árinu 1980 en hækkaði jafnt og þétt og var næstum komin í 40.000 stig í árslok 1989, þegar hrunið hófst. Á fyrstu níu mánuðum ársins 1990 sprakk þessi bóla og fyrirtækin sem mynda Nikkei 225 vísitöluna lækkuðu um næstum 50% í verði.<sup>41</sup> Japanski hlutabréfamarkaðurinn hefur ekki enn komist nærri því að ná fyrri hæðum og til samanburðar má líta til þess að þann 24. febrúar 2012 stóð Nikkei vísitalan í rúmum 9.600 stigum.<sup>42</sup>

Áhrif þess að verðbóljan sprakk, þ.e. áhrif hruns á hlutabréfa- og fasteignamörkuðum, reyndust japanska bankakerfinu þungbær. Vanskil lána jukust gríðarlega, bæði hjá fjármálafyrirtækjum og öðrum, auk þess sem verðfall eigna rýrði veð banka og lánastofnana. Í þessu sambandi hefur það verulega þýðingu að lán banka til atvinnurekstrar voru að miklu leyti tryggð með fasteignaveðum.<sup>43</sup> Verðfall fasteigna hafði því mikil áhrif á japanska bankakerfið, sem skyndilega hafði mun lakari tryggingar fyrir lánnum sínum en áður. Skipti hér einnig miklu að japanskir bankar höfðu verið afar óvarkárir í lánveitingum sínum og lánað mikið fé sem byggðist á þeirri forsendu að verð fasteigna myndi halda áfram að hækka.<sup>44</sup> Í framhaldinu átti sér stað langt stöðnunarskeið í japönsku

<sup>38</sup> Umfjöllun í þessum viðauka er að langmestu leyti tekin upp úr kafla í umræðuskjali Samkeppniseftirlitsins nr. 2/2009.

<sup>39</sup> Hagvöxtur í Japan var að meðaltali 6,5% á ári á tímabilinu 1955 til 1990 og á þessum tíma komst Japan í sama flokk og iðnvædd vestræn lönd. Á þessum tíma jókst hlutdeild Japana í vöruútflutningi á heimsvísu mjög, úr 2,9% árið 1960, upp í 6,1% árið 1970, 8,2 árið 1980 og náði hámarki í 9,8% árið 1990. Sjá nánar: Porter, Michael E. og Mariko Sakakibara. *Competition in Japan*. The Journal of Economic Perspectives, 2004. Vol. 18. No. 1. bls. 27–28.

<sup>40</sup> U.S. Congress, Joint Economic Committee. *Policy Lessons from Japan's Lost Decade*. Desember 2008.

<sup>41</sup> Hoshi, Takeo og Anil K Kashap. Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation. The Journal of Economic Perspectives, 2004. Vol. 18. No. 1.

<sup>42</sup> Sjá: <http://www.nni.nikkei.co.jp/e/cf/fr/market/nikkeiindex.cfm>

<sup>43</sup> U.S. Congress, Joint Economic Committee. *Policy Lessons from Japan's Lost Decade*. Desember 2008.

<sup>44</sup> OECD: *Competition and Financial Markets. Note by Japan, Challenges for Competition Policy in Periods of Retrenchment*. DAF/COMP(2009)11/ADD1

efnahagslífi sem einkenndist af stöðugu verðlagi (en á tímabili var verðhjöðnun) en sáralitlum hagvexti þrátt fyrir ýmsar aðgerðir stjórnvalda til að reyna að örva hagkerfið.

Ástæða þess hve stöðnunarskeiðið var langt hefur verið rakin til margvíslegra mistaka japanskra stjórnvalda. Í fyrstu má segja að japönsk stjórnvöld hafi neitað að viðurkenna vandann og ekki aðhafst neitt.<sup>45</sup> Síðan hafi þarlend stjórnvöld gert mistök í peninga- og fjármálastefnu sinni.<sup>46</sup> Einnig hefur stefna japanskra stjórnvalda sem fól í sér umburðarlyndi við aðgerðir banka gagnvart skuldugum fyrirtækjum sem gildi einkum á fyrri hluta *glataða áratugsins*, verið talin hafa reynst afdrifarík í þessu sambandi. Þessa stefnu umburðarlyndis mætti einnig kenna við stefnu um verndun illa staddra fyrirtækja. Bankar lokuðu ekki á fyrirtæki með lán í vanskilum eða gripu til nauðsynlegrar endurskipulagningar heldur var lánstími framlengdur og fyrirgreiðslur auknar. M.ö.o. var stefnan sú að þótt fyrirtækin gætu ekki greitt af lánum sínum og væru í reynd ógjaldfær, voru lánin ekki afskrifuð og fyrirtækin ekki endurskipulögð eða gerð gjaldþrota. Þau fyrirtæki sem svo var ástatt um hafa verið kölluð „*uppvakningar*“ (e. *zombie firms*). Þetta heiti hafa fyrirtækin fengið til að lýsa þeirri staðreynd að þau voru ekki aðeins afar skuldum hlaðin heldur einnig óskilvirk og óhagkvæm (sem m.a. gat stafað af óhóflegri skuldsetningu).<sup>47</sup> Ástæða þess að bankar tóku ekki á þessum alvarlega skuldavanda fyrirtækja heldur héldu þessum uppvakningum í rekstri var að þeir vildu forðast að sýna útlánatöp í bókum sínum. Einnig mátti rekja þetta til þess að útlán til fyrirtækja voru oft ekki byggð að öllu leyti á viðskiptalegum forsendum heldur áttu rót sín að rekja til tengsla milli banka og fyrirtækis (e. *relational lending*).<sup>48</sup>

Af öllu þessu leiddi að bankarnir héldu áfram að beina fjármagni til skuldugra, óhagkvæmra fyrirtækja sem ekki gátu staðið í skilum. Hinum svokölluðu uppvakningum, þ.e. fyrirtækjum sem hafði verið bjargað frá falli en þó ekki verið endurreist til fulls, fjölgaði í hagkerfinu.

Um miðjan tíunda áratuginn hafði dregið verulega úr eigin fé margra japanskra banka og innlánsstofnana. Japönsk stjórnvöld neyddust til að endurskoða umburðarlyndisstefnu sína og hvöttu nú banka og innlánsstofnanir til að „hætta að henda góðum peningum á eftir vondum“ og afskrifa vanskilalán til ógjaldfærra fyrirtækja utan fjármálageirans. Í framhaldinu voru gríðarlegar fjárhæðir afskrifaðar. Þá tóku stjórnvöld sig til og veittu veikburða bönkum og lánastofnunum

---

<sup>45</sup> Sjá t.d. Thomas F. Cooley, *Zombie Firms and Zombie Banks*, Forbes, 2. nóvember 2009.

<sup>46</sup> U.S. Congress, Joint Economic Committee. *Policy Lessons from Japan's Lost Decade*. Desember 2008.

<sup>47</sup> Ahearne, Alan G. og Naoki Shinada: *Zombie firms and economic stagnation in Japan*, International Economics and Economic Policy, 29. nóvember 2005.

<sup>48</sup> Dick K. Nanto, *The Global Financial Crisis: Lessons from Japan's Lost Decade of the 1990s*, Congressional Research Service, 4. maí 2009.



fjárstyrki til að endurreisa þessar stofnanir, og aðstoðuðu við endurskipulagningu japanska bankakerfisins. Þessir styrkir sem námu verulegum fjárhæðum hafa síðar verið að talsverðu leyti endurgreiddir.<sup>49</sup>

Ýmsar rannsóknir hagfræðinga benda til þess að þessir uppvakningar hafi haft mjög skaðleg áhrif í japanska hagkerfinu. Þeir hafi skert samkeppni í hagkerfinu og lengt og dýpkað efnahagskreppu Japans.<sup>50</sup> Þannig hafi þessi fyrirtæki t.d. ekki stundað rannsóknir og þróun í sama mæli og önnur og þar með hafi þróun nýrrar tækni tafist. Með þessu dró úr framleiðnivexti og hagvexti.<sup>51</sup> Enn fremur hafi uppvakningar komið í veg fyrir að önnur skilvirkari og framleiðnari fyrirtæki kæmust að í þeim mæli sem gerast myndi við eðlilegan gang efnahagslífsins. Þeir hafi komið í veg fyrir að þessi betri fyrirtæki fengju þá markaðshlutdeild sem rekstrarlegar og tæknilegar forsendur voru þó fyrir.<sup>52</sup> Þessa hlið á þróun efnahagslífs í Japan á glataða áratugnum má draga saman á þennan hátt:

Við eðlilegar aðstæður á markaði hefði þróunin í kjölfar þess að verðbóljan sprakk í upphafi tíunda áratugsins verið með þeim hætti að óhagkvæm fyrirtæki hefðu orðið undir í samkeppni og önnur hagkvæmari fyrirtæki tekið við. Í þessu hefði falist að japanskir bankar hefðu afskrifað lán og endurskipulagt rekstrarhæf fyrirtæki en látið óhagkvæm fyrirtæki fara í þrot. Umburðarlyndisstefna bankanna sem ríkti á fyrri hluta áratugsins tafði fyrir þessari þróun, enda hafði sú stefna í för með sér að umræddir uppvakningar héldust í rekstri þrátt fyrir að vera í raun gjaldþrota. Þetta voru í reynd fyrirtæki sem rekin voru með styrkjum, sem í upphafi komu frá bankakerfinu, en síðar lentu á skattgreiðendum og reyndar einnig viðskiptavinum á markaði. Uppvakningarnir gátu starfað á markaði þrátt fyrir að rekstur þeirra væri í mörgum tilvikum slakur. Í atvinnugreinum þar sem samkeppni var minnst, þar sem uppvakningar voru flestir, var framleiðnivöxtur minnstur. Vegna þessara aðstæðna tókst fyrirtækjum sem í reynd voru með meiri framleiðni ekki að ná fótfestu á markaðnum. Þannig var m.a. dregið úr framleiðnivexti hagkerfisins í heild til lengri tíma litið. Efnahagsbata í Japan var því seinkað fyrir tilstuðlan aðgerða sem höfðu í för með sér neikvæð áhrif á samkeppni og hagkvæmni í rekstri fyrirtækja. Þegar tekið var af festu og raunsæi á skuldavanda japanskra fyrirtækja með m.a. afskriftum skulda og endurskipulagningu hófst bati.<sup>53</sup> Er sá lærdómur

---

<sup>49</sup> U.S. Congress, Joint Economic Committee. *Policy Lessons from Japan's Lost Decade*. Desember 2008.

<sup>50</sup> Sjá meðal annars Ahearne og Shianada (2005). *Zombie Firms and Economic Stagnation in Japan*, Caballero, Hoshi og Kashyap (2005). *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, og Hayashi og Prescott (2002). *The 1990s in Japan: A lost decade*.

<sup>51</sup> U.S. Congress, Joint Economic Committee. *Policy Lessons from Japan's Lost Decade*. Desember 2008.

<sup>52</sup> Ahearne, Alan G. og Naoki Shinada: *Zombie firms and economic stagnation in Japan*, *International Economics and Economic Policy*, 29. nóvember 2005.

<sup>53</sup> Sjá t.d. Dick K. Nanto (2009). *The Global Financial Crisis: Lessons from Japan's Lost Decade of the 1990s*. Lýst svo í grein Michael Schuman í *TIME Magazine* 19. desember 2008: „*Japan learned a similar lesson*

m.a. dreginn af reynslu Japana að afar brýnt sé að grípa til aðgerða sem tryggja að skuldsett en rekstrarhæf fyrirtæki lifi en óhagkvæmum fyrirtækjum sé ekki bjargað.<sup>54</sup>

Tekið skal fram að atburðarrásin á Íslandi var önnur en í Japan. Á Íslandi urðu allir bankarnir og allir stærri sparisjóðir gjaldþrota ólíkt því sem gerðist í Japan. Eignir bankanna, þ.e. aðallega útlán, voru færð verulega niður í stofnefnahagsreikningi nýju bankanna sem reistir voru á grunni hinna gömlu.

---

*during the economy's Lost Decade after a stocks-and-real-estate bubble burst in the early 1990s. In a pathetic attempt to avoid losses, Japanese banks kept pumping fresh funds into debt-ridden, unprofitable firms to keep them afloat. These companies came to be known as zombie firms — they appeared to be living but were actually dead, too burdened by debt to do much more than live off further handouts. One economist called Japan a "loser's paradise." The classic zombie was retail chain Daiei, which limped along for years, crushed by debt and multibillion-dollar losses, as banks kept bailing out the firm. Daiei, with nearly 100,000 employees at the time, was considered by politicians too big to fail. It was only after Japan began solving its zombie problem, rather than perpetuating it, that the country's financial crisis was finally resolved. (Daiei eventually was pushed by its creditors into a workout plan sponsored by a state-linked restructuring agency in 2004.)"*

<sup>54</sup> Sjá t.d. Keiichiro Kobayashi, Financial crisis management: Lessons from Japan's failure, VoxEU, 27. október 2008.



