

RÍKISENDURSKOÐUN

Sala á hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022

Stjórnsýsluúttekt



Skýrsla til Alþingis

Október 2022

Efnisyfirlit

Inngangur	3
Niðurstöður	7
Ábendingar	16
Umsagnir og viðbrögð	17
1 Aðdragandi að söluferli Íslandsbanka	18
1.1 Áform um áframhaldandi sölu	19
1.2 Val á söluaðferð	20
1.3 Sala með tilboðsfyrirkomulagi	20
1.4 Hæfir fjárfestar	25
2 Söluáform kynnt ríkisstjórn og Alþingi	28
2.1 Ráðherra fellst á tillöguna	29
2.2 Kynning á söluferlinu og umsagnir þingnefnda	30
3 Salan á 22,5% eignarhlut ríkisins	34
3.1 Markaðspreifingar	34
3.2 Markaðspreifingar erlendis	38
3.3 Val á söluráðgjöfum	39
3.4 Ákvörðun um sölu	42
3.5 Sala hlutabréfanna og úthlutun til fjárfesta	43
3.6 Söfnun tilboða	45
3.7 Ákvörðun um verð og magn	46
3.8 Rökstutt mat til ráðherra	54
3.9 Greining á tilboðabókinni	56
3.10 Úthlutun hlutabréfanna	60

Inngangur

Með bréfi dagsettu 7. apríl 2022 óskaði fjármála- og efnahagsráðuneyti eftir því við Ríkisendurskoðun að embættið gerði stjórnsýsluúttekt á því hvort sala ríkisins á 22,5% hlut í Íslandsbanka 22. mars 2022 hafi samrýmt lögum og góðum stjórnsýsluháttum. Ráðuneytið vísaði til þess að ríkisendurskoðandi hafi m.a. það hlutverk að hafa eftirlit með framkvæmd samninga við einkaðila og með starfsemi og árangri ríkisaðila. Umræða hefði skapast um hvort framkvæmd sölunnar hefði verið í samræmi við áskilnað laga og upplegg stjórnvalda sem borin höfðu verið undir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis til umsagnar.

Ríkisendurskoðandi tilkynnti ákvörðun sína um að hefja úttekt á framkvæmd sölunnar á grundvelli laga nr. 46/2016 um ríkisendurskoðanda og endurskoðun ríkisreikninga 8. apríl. Leitast var við að leggja mat á framkvæmdina og svara eftirfarandi spurningum:

- 1) Var framkvæmd sölu á 22,5% hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022 í samræmi við ákvæði laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum og lög nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins?
- 2) Var framkvæmd sölunnar í samræmi við tillögu og minnisblað Bankasýslu ríkisins um sölumeðferð á eftirstæðum eignarhlut í Íslandsbanka og greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í bankanum?
- 3) Hvernig voru endanlegt söluverð og stærð eignarhlutarins sem var seldur ákveðin?
- 4) Hvernig var staðið að úthlutun hlutabréfa til fjárfesta í söluferlinu?

Úttekt Ríkisendurskoðunar tekur til þess hvernig staðið var að sölu umrædds eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka út frá lögum, skilgreindum markmiðum með sölunni og sjónarmiðum um góða starfshætti. Úttektin tekur ekki afstöðu til þess hvort réttmætt hafi verið að selja hluti ríkisins í bankanum á umræddum tímapunkti eða til þeirra aðila sem fengu kauptilboð sín samþykkt. Þá er ekki tekin afstaða til þess hvort rétt hafi verið að notast við aðrar söluaðferðir en tilboðsfyrirkomulag. Að lokum er ekki lagt mat á hvort vinnubrögð umsjónaraðila söluferlisins, söluráðgjafa eða söluaðila hafi verið í samræmi við gildandi lög og reglur, þ. á m. mögulega ófullnægjandi athugun á hæfi fjárfesta sem tóku þátt í sölunni. Sá angi söluferlisins er nú til skoðunar hjá Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands.

Við úttektina naut Ríkisendurskoðun sérfræðiaðstoðar dr. Hersis Sigurgeirssonar og dr. Jóns Þórs Sturlusonar.

Ríkisendurskoðun aflaði við vinnslu úttektarinnar gagna frá Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti, forsætisráðuneyti, STJ Advisors og Íslandsbanka. Fundað var með stjórnarmönnum og starfsmönnum Bankasýslunnar, fjármála- og efnahagsráðuneyti, STJ Advisors og Íslandsbanka. Viðbrögð fjármála- og efnahagsráðuneytis, Bankasýslunnar og stjórnar hennar við tillögum Ríkisendurskoðunar til úrbóta eru að finna í kaflanum „Umsagnir og viðbrögð“.



Aðdragandi sölu 22. mars 2022

30. nóv
2021

Fjármála- og efnahagsráðherra kynnir frumvarp til fjárlaga þar sem fram koma markmið um sölu á eftirstandandi eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka hf.

20. jan
2022

Bankasýsla ríkisins gerir tillögu til ráðherra um frekari sölu á eignarhlutum ríkisins í bankanum í samræmi við forsendur frumvarps til fjárlaga.

27. jan

Bankasýsla ríkisins ræður STJ Advisors Group Limited sem fjármálaráðgjafa stofnunarinnar.

1. feb

STJ Advisors óskar fyrir hönd Bankasýslu ríkisins eftir upplýsingum frá sjö söluráðgjöfum/söluaðilum úr frumútboði Íslandsbanka í júní 2021, m.a. um áætlaða eftirspurn fjárfesta ef ráðist yrði í frekari sölu.

11. feb

Fjármála- og efnahagsráðherra fellst á tillögu Bankasýslu ríkisins 10. febrúar og birtir greinargerð þar að lútandi 11. febrúar. Óskar í framhaldinu eftir umsögnum Seðlabanka Íslands, efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis og fjárlaganefndar.

18. feb

Bankasýsla ríkisins ræður LOGOS slf. og White & Case LLC sem lögmenn stofnunarinnar í tengslum við sölumeðferð, með takmörkuðum skuldbindingum nema ef til sölu komi.

21. feb

Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýsla ríkisins funda með fjárlaganefnd Alþingis vegna tillögunnar.

24. feb

Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýsla ríkisins funda með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Sama dag ræðst rússneski herinn inn í Úkraínu. Í kjölfarið óskar Bankasýslan eftir uppfærðu mati á eftirspurn. Bankasýslan fundar aftur með nefndinni 8. mars.

4. mars

Bankasýslan ræður þrjá umsjónaraðila, þ.e. Citigroup Global Markets Europe AG, J.P. Morgan SE og fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfamiðlun Íslandsbanka, vegna mögulegrar sölu, án nokkurrar skuldbindingar nema að til sölu komi.

17. mars

Aðalfundur Íslandsbanka er haldinn. Þar er samþykkt endurkaupaáætlun bankans og greiðsla á 5,95 kr. í arð á hvern hlut, samtals 11,9 ma. kr. Þar af er hlutur íslenska ríkisins 7,7 ma. kr. Arðsréttindadagur er 21. mars og útborgunardagur 28. mars.

(FRAMHALD Á NÆSTU SÍÐU)

Aðdragandi sölu 22. mars 2022

18. mars

Fjármála- og efnahagsráðherra ákveður að hefja framhald sölumeðferðar á hlutum í Íslandsbanka í samræmi við tillögur Bankasýslu ríkisins frá 20. janúar og birtir umsagnir Seðlabanka og þingnefndanna tveggja.

21. mars

Ráðist er í markaðspreifingar meðal innlendra fjárfesta og daginn eftir í markaðspreifingar hjá innlendum og erlendum fjárfestum.

22. mars

Bankasýsla ríkisins ræður til viðbótar fimm söluráðgjafa/söluaðila. Eftir lokun markaða þann dag birtir stofnunin tilkynningu um að söluferlið sé hafið.



Salan 22. mars og úthlutun hlutabréfa

17:30

Bankasýslan og ráðgjafar hennar meta stöðu tilboðabókar söluferlisins, þ.e. öll tilboð sem þá hafa borist. Áhersla er lögð á að staðfesta tilboð fjárfesta sem fyrst til að unnt sé að birta tilkynningu um að tilboð hafi borist fyrir lágmarksstærð söluferlisins.

18:35

Tilkynning birt þess efnis að tilboð hafi borist fyrir lágmarksstærð söluferlisins. Áfram er tekið við tilboðum þangað til sölu lýkur kl. 21:30.

19:40 –
20:30

Á fundi Bankasýslunnar og ráðgjafa hennar er tekin ákvörðun um að gefa út leiðbeinandi lokaverð og lokamagn.

20:41 –
20:53

Stjórnarformaður og forstjóri Bankasýslunnar eiga símtal við fjármála- og efnahagsráðherra og upplýsa hann um að stofnunin telji rétt að birta leiðbeinandi lokaverð og magn. Ráðherra gerir engar athugasemdir við áformin.

21:00 –
21:30

Stjórnarfundur Bankasýslunnar haldinn þar sem stjórnin samþykkir tillögu til ráðherra sem inniheldur bæði rökstutt mat á tilboðum og tillögu um lokaverð og magn.

21:10

Þriðja tilkynning um söluferli Íslandsbanka birt á vef Kauphallar Íslands. Þar kemur fram að umsjónaraðilar sölunnar hafi ráðlagt að leiðbeinandi lokaverð verði 117 kr. á hlut og að Bankasýslan muni leggja til að stærð sölunnar verði 22,5% af heildarhlutafé bankans.

21:40

Tillaga stofnunarinnar með rökstudda matinu send ráðherra með tölvupósti. Ráðuneytið óskar eftir að fá að bíða með endanlega ákvörðun um veitingu heimildar til að ljúka sölunni þar til tafla sem sýnir flokkun fjárfesta, fjölda þeirra og hlutfall tilboða hvers flokks af heildinni hefur borist.

23:27

Ráðherra svarar rökstudda matinu með bréfi til Bankasýslunnar og fellst á tillögu hennar og veitir umboð til að ljúka sölumeðferðinni í samræmi við hana.

23. mars 2022

03:30

Úthlutun hlutabréfanna lýkur um kl. 03:30 að morgni 23. mars.

06:17

Bankasýslan tilkynnir um niðurstöðu söluferlisins og að uppgjör viðskiptanna fari fram 28. mars 2022.

Niðurstöður

Bankasýsla ríkisins, með samþykki fjármála- og efnahagsráðherra, seldi 22,5% eignarhlut íslenska ríkisins í Íslandsbanka hf. 22. mars 2022. Salan fór fram með tilboðsfyrirkomulagi en þeirri söluaðferð hafði ekki áður verið beitt við sölu á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki. Um var að ræða sölu á 450 milljón hlutum í bankanum til 207 fjárfesta. Söluverðið var 117 kr. á hlut og nam söluandvirðið 52,7 ma. kr. Níu mánuðum áður seldi ríkið 35% eignarhlut í bankanum í almennu frumútboði til 24 þúsund fjárfesta fyrir 55,3 ma. kr., þ.e. fyrir 79 kr. á hlut. Eignarhlutur ríkisins er nú 42,5%.

Athugun Ríkisendurskoðunar hefur leitt í ljós að misbrestir voru á undirbúningi og framkvæmd sölunnar 22. mars 2022. Meginmarkmið með sölu þess eignarhluta og viðmið varðandi framkvæmd voru á reiki og hugtakanotkun í þeim gögnum sem Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneyti lögðu fyrir þingið var ekki til þess fallin að draga fram skýra mynd af tilhögun söluferlisins. Bankasýslan hafði hvorki yfir að ráða þeirri þekkingu né reynslu sem nauðsynleg mátti teljast til að rækja hlutverk sitt í ferlinu á viðunandi hátt og var afar háð utanaðkomandi ráðgjöf.

Ekki voru gerðar tilhlýðilegar kröfur til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila í því skyni að tryggja hagsmuni ríkisins og ljóst má vera að vegna annmarka á framkvæmdinni var eftirspurn vanmetin við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð. Því er ekki hægt að fullyrða að salan hafi verið ríkissjóði eins hagkvæm og verða mátti. Að auki var hvorki tekið nægjanlegt tillit til mögulegrar orðsporsáhættu né gætt eins vel og mögulegt var að meginreglum um gagnsæi og hlutlægni. Eins og tilboðsfyrirkomulagið var afmarkað og útfært gat það aldrei tryggt fullt jafnræði þeirra fjárfesta sem því var beint að. Sumir stóðu söluaðilunum nær en aðrir og þurftu því ekki að gæta sama frumkvæðis í söluferlinu.

Greining Ríkisendurskoðunar á tilboðabók söluferlisins sýnir að tilboð fjárfesta á sölugenginu 117 kr. á hlut námu 282% af framboði hlutabréfa í sölnni. Tilboð bárust í allan eignarhlutinn á dagslokagengi bankans á söludegi, 122 kr. á hlut, eða hærra. Um var að ræða tilboð í 540 milljónir hluta eða 120% af endanlegu framboði. Hæsta tilboð sem barst var á genginu 124,1 kr. á hlut en lægsta á 110,2 kr. Tilboð á genginu 118 kr. á hlut eða hærra námu 882 milljónum hluta, rétt tæplega tvöfaldri stærð eignarhlutarins sem seldur var.

Tilboðabókin ber þess skýr merki að endanlegt söluverð hafi fyrst og fremst ráðist af eftirspurn erlendra fjárfesta. Ráðgjafar Bankasýslunnar töldu óráðlegt að leiðbeinandi lokaverð, sem gefið var út skömmu áður en sölu lauk, yrði hærra en 117 kr. á hlut af ótta við að erlendir fjárfestar féllu frá þátttöku. Þeir töldu jafnframt að frekari hækkun gæti haft neikvæð áhrif á þróun hlutabréfaverðs bankans að sölu lokinni. Í samræmi við þá ráðgjöf tók Bankasýslan ákvörðun um að leggja til við fjármála- og efnahagsráðherra að eignarhluturinn skyldi seldur á 117 kr. á hlut. Ríkisendurskoðun vekur athygli á að ekkert í kynningargögnum Bankasýslunnar eða fjármála- og efnahagsráðuneytis í aðdraganda sölunnar gaf til kynna að aðkoma erlendra fjárfesta að kaupunum myndi hafa slíkt vægi við ákvörðun um endanlegt söluverð.

Þrátt fyrir ábendingar um ýmsa annmarka á söluferlinu dregur Ríkisendurskoðun ekki í efa að fjárhagsleg niðurstaða söluferlis á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka þann 22. mars 2022 hafi verið ríkissjóði almennt hagfelld. Það á einnig við um þróun á gengi bréfa í bankanum á eftirmarkaði í kjölfar sölunnar. Ríkissjóður Íslands heldur enn á 42,5% hlut í Íslandsbanka og hefur því áfram mikilla hagsmuna að gæta hvað varðar gengi bankans sem stærsti einstaki eigandi hans.

Ekki að fullu í anda meginreglna laga

Í janúar 2022 lagði Bankasýsla ríkisins fram tillögu til ráðherra um að stofnunin fengi heimild til að selja eftirstandandi 65% eignarhlut ríkisins í nokkrum áföngum. Samhliða tillögunni lagði stofnunin fram minnisblað til ráðherra þar sem fram kom að hún teldi einsýnt að sala á frekari hlutum færi fram með almennum útboði. Þrátt fyrir það lagði stofnunin til að við næsta áfanga sölumeðferðarinnar yrði notast við tilboðsfyrirkomulag (e. *accelerated book-build*) sem hún taldi ákjósanlegustu aðferðina til að uppfylla eina af meginreglum laga nr. 155/2012, þ.e. regluna um hagkvæmni eða hæsta verð. Í minnisblaðinu kom fram að helsti ókostur söluaðferðarinnar væri sá að hún gerir ekki ráð fyrir beinni þátttöku almennra fjárfesta. Misræmis gætir því milli minnisblaðs Bankasýslunnar um að einsýnt væri að frekari sala færi fram með almennum útboði og tillögu stofnunarinnar um að ráðast í sölu með tilboðsfyrirkomulagi.

Tilboðsfyrirkomulag felur að jafnaði í sér að fjárfestum er gefinn afsláttur af skráðu dagslokagengi hlutabréfa þess félags sem til sölu er. Um þá mikilvægu staðreynd er einungis fjallað í neðanmálsgrein í framangreindu minnisblaði Bankasýslunnar. Gögn málsins sýna að stofnunin vildi forðast að fjalla um mögulegan afslátt og tilgreina hann í prósentum talið í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í bankanum. Í greinargerð ráðherra mátti hins vegar finna umfjöllun þess efnis að í tilboðsfyrirkomulagi sé veittur lítilsháttar afsláttur af síðasta dagslokagengi og helstu ástæður þess raktar. Þá kemur fram að líklegt sé að söguleg verðþróun hlutabréfanna verði höfð til hliðsjónar við mat á því hvað talist getur hæfilegur afsláttur frá dagslokagengi. Ekki var fjallað um hvað teldist ásættanlegt frávík frá lokaverði bréfanna. Í tölvupósti til fjármála- og efnahagsráðuneytis kvaðst Bankasýslan ætla að fjalla um afsláttinn með almennum hætti á fundum með fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Í kynningarglærum fjármála- og efnahagsráðuneytis og Bankasýslunnar af fundunum er ekki að finna slíka umfjöllun.

Í minnisblaði Bankasýslunnar kom fram um tilboðsfyrirkomulag að slík sala fari fram með lokuðu útboði til hæfra fjárfesta. Bankasýslan var meðvituð um að söluaðferðin væri ekki að fullu í anda meginreglna laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármála-fyrirtækjum en þau kveða m.a. á um opið söluferli og gagnsæi. Það söluferli sem viðhaft var við söluna 22. mars er almennt kallað opið söluferli á fjármálamarkaði. Í lokuðu útboði er aðeins tilteknum aðilum gefinn kostur á að gera tilboð og þeir einir fá boð um að gera tilboð. Svo var ekki í söluferli Íslandsbanka. Þar bauðst þeim sem uppfylltu skilyrði um að teljast hæfir fjárfestar að leggja fram tilboð.

Bankasýslan taldi að meginreglum um dreift eignarhald væri ekki vikið til hliðar þótt sala með tilboðsfyrirkomulagi fæli í sér takmarkanir á beinni þátttöku almennings. Eignarhald Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Því markmiði hafi verið náð með frumútboðinu í júní 2021. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að áhersla á dreift og fjölbreytt eignarhald var ein af röksemdum Bankasýslunnar fyrir háu úthlutunarhlutfalli til hefðbundinna erlendra fagfjárfesta, að loknu söluferlinu í mars 2022.

Vandaða upplýsingagjöf skorti sem og þekkingu

Ríkisendurskoðun telur að upplýsa hefði þurft með afdráttarlausum hætti í minnisblaði Bankasýslunnar, greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra og í kynningum stofnunarinnar fyrir þingnefndum Alþingis, hvað fólst í settum skilyrðum um hæfa fjárfesta þ.e. hver væntanlegur kaupendahópur á eignarhlut ríkisins yrði. Með því að notast við hugtökin „hæfir fjárfestar“ eða „hæfir fagfjárfestar“ varð hætta á að nefndarmenn sem fjölluðu um málið, og aðrir sem vildu kynna sér áform um söluferlið, stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða stofnanafjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum. Sú upplýsingagjöf hefði þó verið þeim takmörkunum háð að þátttaka lítilla einkafjárfesta í söluferlinu kom Bankasýslunni á óvart. Er það athugunarvert í ljósi þess að stofnuninni bar að hafa umsjón með sölu á eignarhlut ríkisins á öllum stigum hennar.

Ríkisendurskoðun telur að mikilvæg umfjöllun og notkun lykilhugtaka í minnisblaði Bankasýslunnar og í kynningargögnum hennar til þingnefnda Alþingis hafi ekki verið nógu vönduð og ítarleg til að upplýsa með skýrum hætti um fyrirætlanir og fyrirkomulag söluferlisins 22. mars. Gagnsæi um söluferlið í aðdraganda sölu hafi af þeim sökum verið ábótavant.

Komið hefur fram að Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneyti voru ósammála þegar kom að upplýsingagjöf að sölu lokinni varðandi þá aðila sem keyptu hluti í söluferlinu. Neitun Bankasýslunnar um að upplýsa um kaupendur var óheppileg enda til þess fallin að auka tortryggni um sölu. Þótt fallast megi á að ákveðin rök standi til þess að virða trúnað um viðskipti einstakra aðila við ríkið hljóta sjónarmið um að upplýsa þurfi um kaupendur eignarhluta ríkisins að vega þyngra, ekki síst þar sem takmarkanir sem settar voru á kaupendahópin gætu haft þá ásynd að þátttaka væri aðeins fyrir stofnanafjárfesta.

Það er niðurstaða Ríkisendurskoðunar að Bankasýslan hafi í aðdraganda söluferlisins ekki sinnt með fullnægjandi hætti hlutverki sínu skv. 3. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009 um stofnunina að tryggja gagnsæi í allri ákvarðanatöku varðandi þátttöku ríkisins í fjármálastarfsemi og tryggja virka upplýsingamiðlun til almennings. Stofnuninni mistókst að miðla upplýsingum um fyrirhugaða sölu með skýrum og árangursríkum hætti. Sama má segja um upplýsingagjöf fjármála- og efnahagsráðuneytis eins og hún birtist 11. febrúar sl. við birtingu greinargerðar ráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka.

Ríkisendurskoðun telur að ráðuneytið og stofnunin hefðu þurft að undirbúa betur skipulagða upplýsingagjöf frá því að tillaga Bankasýslu ríkisins um sölu-meðferðina var lögð fyrir ráðherra. Skipulögð upplýsingagjöf var sérstaklega nauðsynleg í ljósi þess að tilboðsfyrirkomulagi hafði aldrei áður verið beitt sem söluaðferð á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki. Fjármála- og efnahagsráðuneyti mátti vera ljóst að Bankasýslan var vanmáttug í almennri upplýsingagjöf en á umræddum tíma störfuðu þar einungis þrír starfsmenn með enga fyrri reynslu af sölu ríkiseigna með tilboðsfyrirkomulagi. Aukin og bætt upplýsingagjöf til almennings og fjölmiða hefði getað komið í veg fyrir þann mikla óróa sem skapaðist daga og vikur eftir að söluinni lauk.

Gögn málsins sýna þar að auki að Bankasýslan bjó yfir takmarkaðri þekkingu á tilboðsfyrirkomulagi sem söluaðferð þegar minnisblaðið og greinargerð ráðherra voru kynnt. Stofnunin var í sölufurlinu öllu mjög háð utanaðkomandi ráðgjöf og þekkingu. Sem dæmi um vanþekkingu innan stofnunarinnar má nefna að á fundi Ríkisendurskoðunar með einum af þremur stjórnarmönnum hennar í júní 2022 stóð viðkomandi í þeirri trú að salan á eignarhlut ríkisins hefði farið fram með annarri söluaðferð en sölu með tilboðsfyrirkomulagi.

Engin bein fyrirmæli voru gefin

Ekki er til miðlægur gagnagrunnur yfir hæfa fjárfesta. Umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar gátu því ekki flett upp öðrum tilboðsgjöfum en viðskiptavinum sínum til að sannreyna fullyrðingar um að þeir væru í raun hæfir fjárfestar. Flokkun fjárfesta í sölufurlinu var þannig framkvæmd hjá hverju fjármálafyrirtæki fyrir sig.

Samkvæmt Íslandsbanka, einum af þremur umsjónaraðilum Bankasýslunnar í sölufurlinu, höfðu fjárfestar sem voru ekki í viðskiptum við bankann fram að söludeginum möguleika á að sækja um og eftir atvikum fá flokkun hjá honum sem hæfir fjárfestar á meðan á sölunni stóð. Að auki var horft til yfirlýsingar frá fjárfestunum sjálfum um að þeir teldust hæfir fjárfestar en bankinn þurfti að meta upplýsingar þess efnis sjálfstætt. Ríkisendurskoðun kannaði ekki hvaða forsendur lágu að baki hjá öðrum umsjónaraðilum, söluráðgjöfum eða söluaðilum við mat þeirra á hæfum fjárfestum. Sá angi sölufurlisins var í athugun hjá Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands þegar úttekt Ríkisendurskoðunar lauk.

Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar er óvenjulegt að einkafjárfestum sem ekki teljast til eiginlegra fagfjárfesta eða viðurkenndra gagnaðila sé boðin þátttaka í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan voru hins vegar sammála um að gera ráð fyrir þátttöku einkafjárfesta sem uppfylltu skilyrði sem hæfir fjárfestar í sölufurlinu.

Innlendir umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar höfðu takmarkaða ef nokkra reynslu af sölufurli af því tagi sem hér um ræðir. Bankasýsla ríkisins gaf þessum aðilum engin bein fyrirmæli eða leiðbeiningar um framkvæmd sölunnar. Þeim var bent á ákvæði laga nr. 88/2009, laga nr. 155/2012, ákvörðun ráðherra frá 18. mars sl. um meginreglur og markmið með sölumeðferðinni og minnisblað stofnunarinnar frá 20. janúar 2022. Þá var þeim bent á að viðhalda trúnað um þátttöku þeirra í mögulegu sölufurli og að ekki væri haft samband við mögulega fjárfesta fyrr en opinber tilkynning um sölu yrði birt. Ríkisendurskoðun telur að Bankasýsla ríkisins hafi vanrækt að tryggja að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.

Bankasýslan hefur vísað til þess að fjármálafyrirtækjum beri lögum samkvæmt að setja sér innri reglur um ráðstafanir gegn hagsmunaárekstrum. Stofnunin mat það svo að regluverk fjármálamarkaðarins væri með þeim hætti að slíkar innri reglur umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila kæmu í veg fyrir hagsmunaárekstra í sölunni. Ljóst er að innri reglur Íslandsbanka komu ekki í veg fyrir slíkt.

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að fundargerðir stjórnar Bankasýslu ríkisins vegna funda sem haldnir voru kl. 11:00 þann 21. mars og kl. 14:30 þann 22. mars voru ekki undirritaðar rafrænt af fundarmönnum fyrr en 26. apríl sl. Fundargerðirnar voru því undirritaðar 14 dögum eftir að Ríkisendurskoðun óskaði eftir öllum þeim gögnum og upplýsingum sem orðið höfðu til hjá Bankasýslu ríkisins í tengslum við málið.

Þá gerir Ríkisendurskoðun alvarlegar athugasemdir við að í fundargerð þess fundar sem haldinn var 21. mars, kemur fram að honum hafi lokið kl. 11:30 og að á fundinum hafi stjórn Bankasýslunnar veitt heimild fyrir því að tilteknum innlendum og erlendum aðilum yrðu veittar innherjaupplýsingar vegna markaðsþreifinga. Í tölvupósti starfsmanns Bankasýslunnar sem sendur var stjórn hennar kl. 11:40 þennan sama dag vísar hann til umfjöllunar fundarins um markaðsþreifingar en óskar jafnframt eftir samþykki stjórnar fyrir því að hefja þær þrátt fyrir bókað samþykki stjórnarinnar skömmu áður. Ekki verður því annað séð en að í umræddri fundargerð sé ekki greint frá samþykki stjórnar með réttum hætti.

Annmarkar við ákvörðun um leiðbeinandi verð

Skömmu áður en tilkynning var birt 22. mars um að sölufarlið væri hafið sendi Íslandsbanki sniðmát í forritinu Microsoft Excel til innlendra söluráðgjafa og söluaðila Bankasýslunnar með leiðbeiningum um hvernig ætti að fylla það út svo að bankinn sem innlendir umsjónaraðili sölufertilisins hefði yfirsýn yfir þróun eftirspurnar.

Eftir að tilkynning var birt um að tilboð hefðu borist fyrir lágmarksfjölda hluta fóru Bankasýslan, fjármálaráðgjafi hennar og þrír umsjónaraðilar sölufertilisins yfir stöðu tilboðabókarinnar. Tilboð sem borist höfðu umsjónaraðilum, söluráðgjöfum og söluaðilum á þeim tímapunkti höfðu þá verið færð inn í einfaldan töflureikni í Microsoft Excel af Íslandsbanka. Annar hugbúnaður eða upplýsingakerfi til að halda utan um tilboð í tilboðsfyrirkomulagi var ekki til staðar hjá bankanum.

Á fundi Bankasýslunnar, fjármálaráðgjafa hennar og umsjónaraðilanna, sem stóð yfir frá kl. 19:40 til 20:30 á söluveginum, var ákveðið að tilkynna að leiðbeinandi lokaverð sölunnar yrði 117 kr. á hlut og lokamagn til sölu yrði 22,5% eignarhlutur í bankanum. Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar er það ekki almenn regla að gefin séu út leiðbeinandi lokaverð eða magn í sölum með tilboðsfyrirkomulagi. Það var hins vegar mat ráðgjafa Bankasýslunnar að sú aðferð væri heppileg til að fá fjárfesta, aðallega erlenda, til að hækka verð tilboða án þess þó að orsaka atburðarás sem gæti leitt til að þeir myndu falla frá kaupum.

Pegar leiðbeinandi lokaverð og magn voru til umfjöllunar á fundinum var framsetning á upplýsingum um tilboð sem borist höfðu í töfluformi. Taflan innihélt öll tilboð, bæði innlend og erlend. Önnur tafla hafði þá verið unnin sem sýndi eftirspurn fjárfesta eftir mismunandi gengi.

Við athugun Ríkisendurskoðunar á stöðu tilboðabókarinnar um það leyti sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin komu í ljós alvarlegir annmarkar í útreikningum í fyrrnefndu Excel-skjali sem hélt utan um innlend og erlend tilboð í söluferlinu.

Í fyrsta lagi var umframeftirspurn reiknuð með villandi hætti.

Í öðru lagi var vanmat á reiknaðri eftirspurn fjárfesta af þeirri ástæðu að við útreikning á heildareftirspurn voru tilboð verðþega (e. *price takers*) skráð 117 kr. á hlut. Á umræddum tíma var ekki búið að gefa út leiðbeinandi lokaverð og eftirspurn verðþega eftir hlutum á hærra verði en 117 því vanmetin.

Í þriðja lagi var fjöldi færslna í skjalinu, þ.e. færslur sem innihéldu fjárhæð tilboða fjárfesta, ekki færður inn á réttu formi, heldur ýmist með erlendri kommuasetningu eða fjárhæð skilgreindri sem texta. Ástæðan er sú að tveir innlendir söluráðgjafar/söluaðilar sendu Íslandsbanka tilboð sem þeir höfðu safnað saman og skráð niður með þeim hætti að Excel-töflureiknirinn nam þau ekki. Þau birtust því ekki í útreikningi bankans á heildareftirspurn þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Um var að ræða tilboð sem námu samtals um 20 ma. kr. en villurnar voru samtals 116 af 303 færslum í skjalinu.

Í ágúst 2022, þegar Ríkisendurskoðun óskaði skýringa hjá Íslandsbanka varðandi villu tengdri kommuasetningum í Excel-skjalinu kom fram að bankinn hafi vakið athygli á að hluti tilboða hefði verið á röngu formi í vinnuskjalinu. Það hafi bankinn gert í skýringu undir mynd yfir heildareftirspurn í sölnni sem hann útbjó fyrir Bankasýslu ríkisins 24. maí sl. Þrátt fyrir þessi svör er ljóst að Bankasýslan var ekki meðvituð um skekkjuna sem rekja má til rangra kommu-setninga fyrr en 12. ágúst sl. þegar stofnuninni barst fyrirspurn frá Ríkisendurskoðun um málið. Íslandsbanki telur áhrif skekkna í vinnuskjalinu óveruleg þar sem tilboðum hafi jafnframt verið ofaukið við samlagningu í því þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin á söluþegi. Ríkisendurskoðun getur ekki fallist á að frekari ónákvæmni í gögnum sem ákvörðun um verð byggir á geti verið til bóta.

Annmarkar í vinnuskjalinu, einföld framsetning tilboða og takmörkuð yfirsýn um þróun heildareftirspurnar á mismunandi gengi leiddu til þess að Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneyti höfðu ekki fullnægjandi upplýsingar um raunverulegt umfang eftirspurnar fjárfesta þegar stofnunin tók ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn.

Ríkisendurskoðun telur að skortur á upplýsingakerfi til að halda utan um tilboð í söluferlinu og sú staðreynd að skipulag skorti varðandi framkvæmd sölnnar milli umsjónaraðilans Íslandsbanka og innlendu söluráðgjafanna og söluaðilanna hafi átt þátt í hversu flókið og tímafrekt utanumhald um sölu á reyndist. Koma hefði mátt í veg fyrir alvarlega annmarka við mat á heildareftirspurn fjárfesta við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð ef umsjón með tilboðum hefði stuðst við upplýsingakerfi eða hugbúnaðarlausnir.

Ákvörðun ráðherra byggði á ónákvæmum upplýsingum

Stjórn Bankasýslunnar samþykkti á fundi sem hófst kl. 21:00 22. mars að skila til fjármála- og efnahagsráðherra rökstuddu mati á tilboðum í eignarhlutinn sem þá lágu fyrir. Tillaga stofnunarinnar með rökstudda matinu var send ráðherra með tölvupósti kl. 21:40. Þar kom fram að á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar, innlendir og erlendir, hefðu skráð sig fyrir hlutum fyrir samtals meira en 100 ma. kr. Í ljósi þess að tekið var við tilboðum til klukkan 21:30 bjó stjórn Bankasýslunnar ekki yfir endanlegum upplýsingum um eftirspurn fjárfesta þegar hún samþykkti umrætt orðalag. Það útskýrir ónákvæmt orðalag hennar um heildareftirspurn fjárfesta sem var 148,4 ma. kr. miðað við gengið 117 kr. á hlut. Upplýsingar til ráðherra í rökstudda matinu voru ónákvæmar bæði hvað varðar fjölda þeirra fjárfesta sem skráðu sig fyrir hlutum og heildarfjárhæð tilboða.

Í ljósi mikillar umframeftirspurnar á genginu 117 kr. á hlut er eðlilegt að spyrja hvort skynsamlegt hefði verið að selja eignarhlutinn í Íslandsbanka á hærra lokaverði. Greining Ríkisendurskoðunar á tilboðabókinni, áður en ákveðið var að stækka eignarhlutinn sem var til sölu í 450 milljón hluti, sýnir að umtalsverð eftirspurn var einnig við hærra verð. Til dæmis var eftirspurn við 118 kr. á hlut meira en tvöfalt framboð, 162% af framboði við gengið 120 kr. á hlut og 135% af framboði við gengið 122 kr. á hlut, sem var dagslokagengi bankans 22. mars. Eftir á að hyggja virðist hafa verið hægt að selja hlut ríkisins á hærra verði en gert var, ef eingöngu hefði verið litið til markmiðs um hagkvæmni eða hæsta verð. Umframeftirspurn var einnig talsverð miðað við endanlega sölustærð. Hún var t.d. 196% af framboði við gengið 118 og 120% við gengið 122. Fullyrðing stjórnar Bankasýslu ríkisins í rökstuddu mati sínu til ráðherra um að stofnunin hafi tryggt hæsta mögulega verð fyrir hlutina miðað við útboðsstærð, fær því vart staðist.

Bankasýslan og ráðgjafar hennar töldu þátttöku erlendra fjárfesta mikilvæga til að auka fjölbreytni í eigendahópnum og sýna viðtækara traust á verðlagningu bankans. Slíkt hefði jákvæð áhrif á verðmæti og seljanleika þess hlutar sem ríkissjóður á enn í bankanum. Mat á áhrifum sölunnar á eftirstandandi hlut ríkissjóðs byggði á huglægu mati umsjónaraðila sem erfitt er að sannreyna eða hrekja. Erfitt er að meta hvort að minni afsláttur á kostnað dræmari þátttöku erlendra fjárfesta hefði haft jákvæð eða neikvæð áhrif á seljanleika bréfa í Íslandsbanka í kjölfar söluferlisins. Í þessu ljósi kann vanmat á eftirspurn, vegna takmarkaðrar og gallaðrar greiningar á tilboðabókinni, að hafa haft áhrif á niðurstöðuna og skaðað hagsmuni ríkissjóðs.

Bankasýsla ríkisins telur að samanburður á fjárhagslegri niðurstöðu söluferlisins, miðað við samþæfilegar sölu, sýni að markmið um hagkvæmni hafi náðst. Stofnunin hafi tryggt hæsta mögulega verð fyrir hlutina miðað við stærð eignarhlutarins og að frávík frá dagslokagengi hlutabréfanna hafi verið innan eðlilegra marka miðað við sambærileg viðskipti. Þá beri einnig að hafa til hliðsjónar áhrif sölunnar á þróun verðs hlutabréfa í Íslandsbanka á eftirmarkaði þar sem ríkið heldur enn á 42,5% hlut í bankanum. Í svörum stofnunarinnar til Ríkisendurskoðunar kom fram að hluti tilboða sem bárust á gengi hærra en 117 kr. á hlut hafi verið umfram fjárfestingargetu viðkomandi tilboðsgjafa eða fjármögnuð með skuldsetningu af skammtímafjárfestum. Að mati stofnunarinnar hafi tilboðsgjafar í ákveðnum tilfellum lagt fram mun hærri tilboð en þeir hafi gert sér vonir um að fá úthlutað á endanum. Því beri að taka sumum hærri tilboðum en 117 kr. á hlut með fyrirvara.

Ríkisendurskoðun tekur undir með Bankasýslunni að í tilvikum þar sem selt er á verði sem myndast í útboði á hlutabréfum er ekki um hefðbundinn afslátt að ræða. Aftur á móti er ljóst að lokaverðið var ekki það verð sem myndaðist í söluferlinu eins og rakið er hér að framan. Stofnunin tók þá ákvörðun, að ráði ráðgjafa sinna, að leggja til við ráðherra að eignarhluturinn skyldi seldur á lægra verði að því er virðist til að ná fram öðrum markmiðum en yfirlýstu forgangs-markmiði sínu og meginreglu laga nr. 155/2012 um hagkvæmni eða hæsta verð.

Óljóst hvernig tilboð voru metin

Þar sem markmið um að ná fram umframeftirspurn í söluferlinu náðist varð að skerða hlut einstakra tilboðsgjafa við úthlutun hlutabréfanna. Tilboð um kaup á genginu 117 kr. á hlut eða hærra námu 148,4 ma. kr. sem var tæplega þrefalt framboð bréfa sem var að fjárhæð 52,7 ma. kr. á umræddu sölugengi. Vegið meðaltal skerðinga var 65,3% en úthlutun til einstakra tilboðsgjafa var skert á bilinu 38–98%.

Samkvæmt Bankasýslunni reyndu stofnunin og ráðgjafar hennar að ákvarða „eftir bestu getu“ hvaða fjárfesta mætti annars vegar flokka sem langtímafjárfesta og hins vegar skammtímafjárfesta. Um var að ræða eitt af sex viðmiðum sem Bankasýslan lagði til í rökstudda mati sínu til ráðherra að höfð yrðu að leiðarljósi við úthlutun til tilboðsgjafa. Ekki fór fram ítarlegri kynning á því hvernig til stóð að beita viðmiðunum við úthlutun eða skerðingu hlutabréfa til einstakra tilboðsgjafa eða flokka áður en fjármála- og efnahagsráðherra féllst fyrir hönd ráðuneytis síns á tillöguna og veitti stofnuninni heimild til að ljúka söluferlinu í samræmi við hana.

Vægi hvers og eins af viðmiðunum sex lá ekki fyrir þegar ákvörðun um skerðingu tilboða var tekin og hvorki hafa fengist fullnægjandi svör frá Bankasýslunni um það, né hvernig viðmiðunum var beitt við úthlutunina. Þar af leiðandi liggur ekki fyrir með skýrum hætti hvernig tilboðin voru metin. Þá er ekki fyllilega ljóst hvað réð flokkun fjárfesta í langtíma- og skammtímafjárfesta. Það er því niðurstaða Ríkisendurskoðunar að ákvarðanir Bankasýslunnar um niðurskurð á tilboðum hafi að miklu leyti byggt á huglægum forsendum.

Bankasýslan hefði þurft að ákveða áður en söluferlið hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða. Undirbúningur af því tagi var nauðsynlegur í ljósi fjölbreytileika þeirra viðmiða sem stofnuninni var falið að taka tillit til, fjölda tilboðsgjafa í söluferlinu og þess skamma tíma sem gafst við úthlutun hlutabréfa eftir að söfnun tilboða lauk klukkan 21:30 þann 22. mars.

Skjalfesting Bankasýslunnar á mati tilboða með tilliti til skerðingar gagnvart einstökum tilboðsgjöfum liggur ekki fyrir. Í svari stofnunarinnar kom fram að lítill tími hafi gefist frá því að söluferlið hófst og þangað til að tilkynna þurfti um niðurstöður þess, þ.e. fyrir opnun markaða 23. mars. Þá hafi tíminn verið of skammur á milli þess að söfnun tilboða lauk og þangað til að tilboðabókin lá endanlega fyrir, eftir að m.a. tvítekin tilboð voru fjarlægð, og þangað til að ljúka þurfti úthlutun.

Um 54% úthlutunarinnar rann til skilgreindra langtímafjárfesta, þ.e. innlendra lífeyrissjóða, hefðbundinna hlutabréfafjárfesta, innlendra sem erlendra, auk váttryggingafélaga. Í ljósi umfjöllunar hér að framan um ákvörðun um endanlegt söluverð í ferlinu er vert að skoða hvort að hægt hefði verið að fá hærra verð fyrir 22,5% hlut ríkisins í Íslandsbanka án þess að það hefði orðið á kostnað hlutdeildar langtímafjárfesta. Greining Ríkisendurskoðunar á tilboðabókinni leiðir í ljós að verðið hefði getað verið allt að 120,5 kr. á hlut án þess að lækka hlutdeild langtímafjárfesta. Heildareftirspurn við það verð var um 32% umfram framboð. Að mati ráðgjafa Bankasýslunnar hefði verið afar óhefðbundið og áhættusamt að víkja frá leiðbeinandi lokaverði við endanlega ákvörðun söluverðs. Þessi samanburður dregur engu að síður fram að betri framkvæmd á sölunni og áreiðanlegri greining á eftirspurn þegar leiðbeinandi lokaverð var ákvarðað hefði getað skilað allt að 1,5 ma. kr. meiri tekjum í ríkissjóð.

Á meðal innlendra fjárfesta var skerðing almennt svipuð innan hvers skilgreinds hóps þeirra. Annað má segja um skerðingar erlendra fjárfesta þar sem engir tveir innan tiltekins fjárfestahóps voru skertir með sama hætti.

Þegar fjármálaráðuneyti birti 6. apríl 2022 yfirlit yfir kaupendur eignarhlutarins mátti sjá að samþykkt voru tilboð frá eignastýringardeildum fjármálafyrirtækja án þess að nöfn þeirra aðila sem raunverulega voru að baki kaupunum hafi verið gefin upp til söluaðila Bankasýslunnar. Af þeim sökum gat Bankasýslan vart metið áhrif af sölunni með tilliti til annarra ofangreindra markmiða en forgangsmeginreglu söluferlisins um hagkvæmni eða hæsta verð. Ómögulegt var fyrir stofnunina að meta sölu til umræddra aðila með tilliti til fyrrnefndra sex viðmiða við úthlutun.

Annmarkar söluferlisins sem Ríkisendurskoðun fjallar um í þessari úttekt eru sérstaklega bagalegir í ljósi þess vantrausts og trúnaðarbrests í garð stjórnvalda og fjármálastofnana sem tengist fyrri einkavæðingu ríkisbankanna og hruni bankakerfisins árið 2008. Ljóst má vera að orðsporðsáhætta við sölu opinberra eigna var vanmetin fyrir söluferlið 22. mars af Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti og þingnefndum sem um málið fjölluðu í aðdraganda sölunnar.

Ábendingar

1

Öflugan ríkisaðila þarf til að fylgja eftir eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki

Tryggja verður að sá ríkisaðili sem lögum samkvæmt fer með sölu á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtækjum búi yfir nauðsynlegum mannauði til að rækja hlutverk sitt, sem og grunnþekkingu á þeirri söluaðferð sem ákveðið er að beita hverju sinni. Þá er brýnt að hann gefi þeim sem ráðnir eru til að annast söluferlið skýr fyrirmæli og leiðbeiningar um framkvæmd þess.

2

Tryggja þarf fullnægjandi upplýsingagjöf og gagnsæi

Mikilvægt er að þær þingnefndir sem fjalla um fyrirhugaðar sölar á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum séu upplýstar með fullnægjandi hætti um eðli þeirrar söluaðferðar sem notast á við og hvaða meginreglur og markmið verði í forgrunni hverju sinni.

Tryggja verður, líkt og fram kemur í greinargerð með lögum nr. 155/2012, að markmið með sölu hvers eignarhlutar sem ætlunin er að selja komi fram í greinargerð ráðherra til nefnda Alþingis.

3

Setja þarf skýr viðmið um matskennda þætti

Tryggja þarf eftir fremsta megni að hlutlægni sé gætt við ákvarðanatöku við sölu á eignarhlutum ríkisins og að mat við úrlausn söluferla hvíli sem minnst á huglægum forsendum. Í því sambandi þarf að gæta þess að viðmið um matskennda þætti séu skýr frá upphafi og eigi tilhlýðilega lagastoð.

4

Fyrirbyggja verður hagsmunaárekstra og orðspors-áhættu

Við sölu á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki getur sú tilhögun að viðkomandi fyrirtæki komi með beinum hætti að söluinni (sem umsjónaraðili, söluráðgjafi eða söluaðili) verið til þess fallin að grafa undan vægi lögbundinna sjónarmiða um jafnræði og hlutlægni. Áhætta vegna hagsmunaárekstra eykst sem og orðsporsáhætta ríkisins.

Umsagnir og viðbrögð

Viðbrögð fjármála- og efnahagsráðuneytis

Viðbrögð stjórnar Bankasýslu ríkisins

Viðbrögð Bankasýslu ríkisins

DRÖG til BR

1 Aðdragandi að söluferli Íslandsbanka

Íslenska ríkið eignaðist Íslandsbanka hf. að fullu í mars 2016 eftir að kröfuhafar slitabús Glitnis höfðu samþykkt að framselja 95% eignarhlut í bankanum til ríkisins. Framsalið var gert í tengslum við nauðasamning slitabúsins við kröfuhafa og var forsenda þess að samningurinn uppfyllti skilgreind stöðugleikaskilyrði stjórnvalda.

Í endurskoðaðri [eigandastefnu](#) ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki (2020) kom fram að stjórnvöld stefndu að því að selja allan eignarhlut sinn í bankanum þegar hagfelld og æskileg skilyrði yrðu fyrir hendi. Fyrsta skrefið í þá átt var tekið í júní 2021 með sölu á 35% eignarhlut ríkisins í frumútboði Bankasýslu ríkisins. Tæplega 24.000 nýir hluthafar eignuðust þá hlut í bankanum og varð hann þar með fjölmennasta almenningshlutafélag landsins. Söluverðið var 79 kr. á hlut og nam söluandvirðið 55,3 ma. kr. Um var að ræða stærsta frumútboð og næst stærsta hlutafjárútboð íslensks félags frá upphafi. Hlutabréf í Íslandsbanka voru í kjölfarið tekin til viðskipta á aðalmarkaði Kauphallar Íslands 22. júní 2021.



Eignarhlutir ríkissjóðs í fjármálafyrirtækjum eru á forræði Bankasýslu ríkisins sem er ríkisstofnun með sjálfstæða stjórn og heyrir undir fjármála- og efnahagsráðherra. Um stofnunina gilda lög [nr. 88/2009](#) og verkefni hennar eru skilgreind í 4. gr. þeirra. Þar segir m.a. að stofnunin geri tillögur til ráðherra um hvort og hvenær tilteknið eignarhlutir í fjármálafyrirtækjum verði boðnir til sölu á almennum markaði með hliðsjón af markmiðum stofnunarinnar og í samræmi við gildandi lög og markmið um dreifða eignaraðild.

Í lögum [nr. 155/2012](#) um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum er nánar kveðið á um hlutverk Bankasýslunnar við undirbúning og sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Í greinargerð með frumvarpi því sem varð að framangreindum lögum kemur fram að gert sé ráð fyrir að Bankasýslan gegni lykilhlutverki við sölumeðferðina en henni er falið að annast söluferlið þegar ákvörðun ráðherra um sölu liggur fyrir. Með því að fela sérstakri og sérhæfðri ríkisstofnun á sviði banka- og fjármála að annast söluna sé betur tryggt en ella að sala eignarhluta fari fram með hlutlægum hætti í stað þess að sá aðili sem á endanum afsalar eignarhlutum annist söluna sjálfur. Bankasýslunni er samkvæmt lögnum falið að undirbúa sölu, leita tilboða í eignarhlut, meta tilboð, skipuleggja samskipti við bjóðendur, annast samningaviðræður við utanaðkomandi ráðgjafa og væntanlega kaupendur og annast samningagerð.

Í samræmi við fyrirmæli laganna um að skilja á milli ákvörðunar um sölu og framkvæmdar hennar gera lögin ekki ráð fyrir beinni aðkomu fjármála- og efnahagsráðherra að sölumeðferðinni eftir að hann hefur falið Bankasýslu ríkisins framkvæmd hennar. Hlutverk ráðherra afmarkast í raun annars vegar við töku ákvörðunar um sölumeðferð að vissum skilyrðum uppfylltum og hins vegar við ákvörðun um hvort tilboð skuli samþykkt eða þeim hafnað og undirritun samninga. Samkvæmt lögum nr. 155/2012 skal ráðherra útbúa greinargerð um ráðgerða sölumeðferð og leggja fyrir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Í greinar-

gerðinni skulu m.a. koma fram upplýsingar um helstu markmið með sölu eignarhlutarins, hvaða söluaðferð verði beitt og hvernig sölumeðferð verði háttað að öðru leyti. Í almennum athugasemdum með frumvarpinu kemur fram að gert sé ráð fyrir að markmið með sölu hvers og eins eignarhlutar sem ætlunin er að selja komi fram í greinargerðinni, að markmið stjórnvalda með hverri sölu kunni að vera nokkur og það sé hlutverk þeirra sem undirbúa sölu að tryggja að þau myndi eina heild. Þá segir að almenna reglan ætti að vera sú að gengið sé út frá því að hæsta söluverð sé það sem ráði sölu, þótt ljóst sé að í sumum tilfellum þurfi að horfa til annarra þátta. Því skýrari sem markmið með sölu tiltekinna eignarhluta eru því auðveldara verði að vinna sölulýsingu og velja hvaða söluaðferð hentar best í hverju tilviki. Þrátt fyrir að ekki sé gert ráð fyrir aðkomu ráðherra að framkvæmd sölunnar ber hann engu að síður ábyrgð á því að söluferlið hafi verið í samræmi við þær forsendur og þau skilyrði sem lögð voru til grundvallar í greinargerð hans. Honum ber því að hafa eftirlit með söluferlinu og ganga úr skugga um að það hafi verið í samræmi við greinargerðina áður en hann tekur ákvörðun um sölu.

Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá 19. apríl 2022 kom fram að hún muni leggja til að Bankasýsla ríkisins verði lögð niður og nýtt fyrirkomulag innleitt til að halda utan um eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtækjum.

1.1 Áform um áframhaldandi sölu

Fjármála- og efnahagsráðherra greindi í [frumvarpi](#) til fjárlaga fyrir árið 2022 frá áformum stjórnvalda um að selja allan eignarhlut ríkissjóðs í Íslandsbanka á árunum 2022 og 2023, ef markaðsaðstæður yrðu ákjósanlegar. Þann 20. janúar 2022 lagði Bankasýsla ríkisins fram [tillögu](#) til ráðherra um að stofnunin fengi heimild til að selja eftirstandandi 65% eignarhlut ríkisins í nokkrum áföngum, að höfðu samráði um skiptingu þeirra og tímasetningar. Bankasýslan óskaði eftir að heimildin gildi í tvö ár eða til og með 31. desember 2023. Tillaga Bankasýslunnar var í samræmi við ákvæði i- og j-liða 4. gr. laga nr. 88/2009 um stofnunina og ákvæði 1. mgr. 1. gr. laga nr. 155/2012. Þá var hún í samræmi við [stjórnarsáttmála](#) ríkisstjórnarinnar og [fjárlög](#) fyrir árið 2022.

Samhliða tillögu sinni lagði Bankasýsla ríkisins fram [minnisblað](#) til ráðherra. Þar kom fram að stofnunin teldi einsýnt að sala á frekari hlutum færi, líkt og frumútboðið í júní 2021, fram með almennum útboði í ljósi þess að hlutir í bankanum væru þegar skráðir á skipulegum markaði. Þar sem síbreytilegar markaðsaðstæður réðu því að mestu hvenær tímasetning hvernar sölu yrði ákveðin taldi Bankasýslan rétt að ráðherra aflaði víðtækra heimilda til sölu. Hann yrði upplýstur að fullu leyti um hverja sölu, enda þyrfti samþykki hans fyrir söluverði og sölumagni í hvert skipti sem eignarhlutir ríkisins í bankanum væru framseldir til annarra eigenda.

Í minnisblaði Bankasýslunnar kemur fram að hún líti á sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka sem eina samfellda sölumeðferð. Framkvæma þurfi sölu á eftirstandandi hlut í mörgum skrefum og notast við nokkrar söluaðferðir.

Ekki er í greinargerð ráðherra að finna sundurliðuð markmið með sölu hvers og eins eignarhlutar heldur eru sett fram markmið sem gilda um söluferlið í heild.

1.2 Val á söluaðferð

Í minnisblaðinu til ráðherra lagði Bankasýsla ríkisins til að horft yrði til fjögurra söluaðferða við sölumeðferðina, m.a. með hliðsjón af meginreglum við sölumeðferð, sbr. ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012, markmiðum stofnunarinnar sbr. ákvæði 3. mgr. 1. gr. og i-liðar 4. gr. laga nr. 88/2009, og viðteknum venjum á hlutabréfamarkaði. Í fyrsta lagi sölu með tilboðsfyrirkomulagi (e. *accelerated book build*), í öðru lagi sölu með full markaðssettu útboði (e. *fully marketed offering*), í þriðja lagi með miðlunaráætlun (e. *trading plan*) og í fjórða lagi með útgáfu skiptanlegra skulda-bréfa (e. *exchangeable bonds*).

Síðastnefnda söluaðferðin fékk ólíkt hinum þremur ekki frekari umfjöllun í minnisblaðinu og var ekki getið í [greinargerð](#) fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka sem birt var 11. febrúar og send fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis til umsagnar. Samkvæmt Bankasýslunni komust stofnunin og ráðuneytið að niðurstöðu um að söluaðferðin væri óframkvæmanleg áður en minnisblaðið var birt. Það hafi hins vegar misfarist að fjarlægja hana úr fyrrnefndri upptalningu.

Samkvæmt 1. mgr. 3. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum skal leggja áherslu á hagkvæmni, opið sölufurli, gagnsæi og hlutlægni þegar ákvörðun er tekin um undirbúning og framkvæmd sölumeðferðar og kappkosta að efla virka og eðlilega samkeppni á fjármálamarkaði. Með hagkvæmni er átt við að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti. Þess skal jafnframt gætt að skilyrði sem tilboðsgjöfum eru sett séu sanngjörn og að þeir njóti jafnræðis.

1.3 Sala með tilboðsfyrirkomulagi

Í minnisblaði Bankasýslunnar kemur fram að sala með tilboðsfyrirkomulagi sé langalgengasta söluaðferð á evrópskum hlutabréfamarkaði við sölu á hlutum ráðandi hluthafa í skráðum félögum. Stofnunin taldi að söluaðferðin myndi tryggja ríkinu hæsta verð fyrir eignarhlutinn, stytta tímann sem sala stæði yfir og þ.a.l. draga úr áhættu sem seljandi tæki gagnvart sveiflum á hlutabréfamörkuðum á meðan sölufurli stæði yfir. Helsti ókostur hennar væri sá að söluaðferðin gerir ekki ráð fyrir beinni þátttöku almennra fjárfesta. Við það má bæta að tilboðsfyrirkomulag felur að jafnaði í sér að fjárfestum er gefinn afsláttur af skráðu dagslokagengi hlutabréfa í kauphöll vegna þess að verið er að auka framboð bréfa í fyrirtæki á markaði. Um þá mikilvægu staðreynd var einungis fjallað á einum stað í minnisblaðinu, í neðanmálsgrein.

Í tölvupósti forstjóra Bankasýslunnar til fjármála- og efnahagsráðuneytis 7. febrúar 2022, fjórum dögum áður en greinargerð ráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka var birt, kom fram að stofnunin vildi forðast að ræða mögulegan afslátt af dagslokagengi bankans eða tilgreina hann í prósentum talið í umfjöllun greinargerðarinnar um tilboðsfyrirkomulag. Fram kom að stofnunin ætlaði að fjalla um afsláttinn með almennum hætti á fundum með annars vegar fjárlaganefnd Alþingis og hins vegar efnahags- og viðskiptanefnd. Fundirnir fóru fram síðar í sama mánuði.

Í greinargerð ráðherra mátti finna umfjöllun þess efnis að í tilboðsfyrirkomulagi sé veittur lítilsháttar afsláttur af síðasta dagslokagengi og helstu ástæður þess raktar. Þá kemur fram að líklegt sé að söguleg verðþróun hlutabréfanna verði höfð til hliðsjónar við mat á því hvað talist

getur hæfilegur afsláttur frá dagslokagengi. Ekki var fjallað um hvað teldist ásættanlegt frávik frá lokaverði bréfanna. Í kynningarglærum sem fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan notuðu við kynningu á söluáformunum fyrir þingnefndunum tveimur var ekki að finna neina umfjöllun um að tilboðsfyrirkomulag fæli í sér að söluverð yrði lægra en dagslokagengi bréfanna á söluðegi.

Í umfjöllun Bankasýslunnar um tilboðsfyrirkomulag í minnisblaðinu kemur fram að slík sala fari fram með lokuðu útboði til „hæfra fjárfesta“ á einum til tveimur dögum. Ekki var fjallað um skilyrði eða frekari skilgreiningu á mögulegum kaupendahópi. Greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka inniheldur sömuleiðis enga frekari skilgreiningu á mögulegum kaupendahópi. Á einum stað er þó vísað til hans sem „hæfra fagfjárfesta“. Hugtakið hæfur fagfjárfestir er hvergi að finna í lögum en fjallað er nánar um skilgreiningu á hæfum fjárfestum í kafla 1.4.

Bankasýslan taldi sölu með tilboðsfyrirkomulagi vera ákjósanlegustu söluaðferðina til að uppfylla meginreglu laga nr. 155/2012 um hagkvæmni, sem og önnur markmið. Ráðlegast væri að ráðast fyrst í sölu á eignarhlutum í bankanum með slíku fyrirkomulagi og síðar með blöndu af því og miðlunaráætlun. Síðarnefnda aðferðin felur í sér að verðbréfafyrirtæki fá fyrirmæli um að selja ákveðinn fjölda hluta yfir visst tímabil, háð framboði og eftirspurn hverju sinni.

Hagkvæmni

þýðir að leitað sé hæsta verðs
eða markaðsverðs fyrir
eignarhluti ríkisins

Meginreglan um hagkvæmni er bæði kölluð forgangsmeginregla og forgangsmarkmið í minnisblaði Bankasýslunnar til ráðherra. Af því má ráða að stofnunin hafi talið hana hafa meira vægi en önnur markmið og meginreglur laga nr. 155/2012. Það er í samræmi við þann áskilnað í athugasemdum með frumvarpi laganna að sérstaklega þurfi að rökstyðja ef önnur sjónarmið en hagkvæmni skulu gilda. Jafnframt verður það að teljast eðlileg krafa að hagkvæmni sé höfð í forgrunni við sölu ríkiseigna enda er slíkt í samræmi við ákvæði laga nr. 123/2015 um opinber fjármál er lúta að sölu ríkiseigna.

Í minnisblaðinu kom fram að full markaðssett útboð, sem fram fer með opnu útboði til almennra fjárfesta og fagfjárfesta, sé opnari og gagnsærri söluaðferð en tilboðsfyrirkomulag. Bankasýslan taldi þó að gallar hennar væru fleiri og veigameiri:

Þannig gæti slík sala krafist gerðar á uppfærðri [skráningar]lýsingu og myndi auka áhættu seljanda á áskriftartímabilinu, sem er mun lengra en í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Þannig er hætta á því að verðþróun á hluta-bréfamörkuðum geti orðið neikvæð og að hverfa þurfi frá söluhlutum með tilheyrandi orðsporshnekki fyrir seljanda. Þá liggur fyrir að kostnaður verður meiri og sveigjanleiki seljanda minni vegna útboðs með slíku fyrirkomulagi.

Með öðrum orðum taldi Bankasýslan að full markaðssett útboð væri ólíklegra til að ná markmiði um hagkvæmni en útboð með tilboðsfyrirkomulagi á meðan íslenska ríkið ætti enn svo stóran eignarhlut í bankanum. Samkvæmt minnisblaðinu var aukin áhætta falin í söluverðferð fyrir íslenska ríkið þar sem verðmyndun væri virk og kvik. Nákvæm skilaboð um tímasetningar og

magn eignarhluta, sem sala með full markaðssettu útboði myndi fela í sér, gætu haft neikvæð áhrif á markaðinn og gert verðmyndun óstöðuga. Þrátt fyrir það væri nauðsynlegt að uppfylla skilyrði og formreglur laga nr. 155/2012. Í greinargerð laganna segir að rökstyðja þurfi sérstaklega ef ekki á að bjóða hlut til sölu í opnu söluferli þótt slíkt fyrirkomulag kunni í undan-tekningartilvikum að koma til greina. Í minnisblaði Bankasýslunnar segir um þetta:

Af framangreindu má sjá að vilji löggjafans var sá að gera mætti undantekningar, m.a. ef um sölu á minni eignarhlutum ríkisins væri að ræða eða aðrar sérstakar aðstæður kalli á slíkt. Ljóst er að með tilboðsfyrirkomulagi er yfirleitt seldur minni eignarhlutur en við almennt útboð eða beinni sölu ásamt því að sú áhætta sem felst í virkum og kvikum markaði með hlutabréf í Íslandsbanka mætti telja sem „sérstakar aðstæður“. Þá er forgangsmeginregla laga nr. 155/2012 mjög skýr um hagkvæmni en með því er átt við að leita eigi eftir hæsta verði. Það er samdóma álit allra ráðgjafa og Bankasýslu ríkisins að tilboðsfyrirkomulag sé ákjósanlegasta leiðin að því markmiði.

Bankasýslan taldi að ekki væri verið að víkja til hliðar meginreglum um dreift eignarhald þótt tilboðsfyrirkomulag feli í sér takmarkanir á beinni þátttöku almennings. Í minnisblaðinu var bent á að eignarhald á Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Þá yrði að horfa til þess að almennir fjárfestar gætu þá þegar keypt hluti í bankanum á markaði og að stofnunin myndi við frekari sölu leggja áherslu á að sem fjölbreyttastur hópur fjárfesta tæki þátt.

Í kynningum Bankasýslunnar á sölumeðferðinni fyrir þingnefndum Alþingis í febrúar 2022 kom fram að markmiði um dreift eignarhald hefði verið náð með frumútboðinu í júní 2021. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að dreift og fjölbreytt eignarhald var ein af röksemdum Bankasýslunnar að sölu lokinni fyrir háu úthlutunarhlutfalli til hefðbundinna erlendra fagfjárfesta í sölnni (sjá kafla 3.10).

Að mati Ríkisendurskoðunar ber minnisblað Bankasýslunnar þess skýr merki að stofnunin hafi við ritun þess verið þeirrar skoðunar að tilboðsfyrirkomulag væri ákjósanlegasti valkosturinn við umrædda sölu. Bankasýsla ríkisins var meðvituð um að fyrirkomulagið væri ekki að fullu í anda meginreglna laga nr. 155/2012 um opið söluferli og gagnsæi, en í minnisblaðinu kom fram að ákveðnir fjárfestar nytu betri réttinda umfram aðra auk þess sem almenningur gæti ekki tekið beinan þátt. Þar með væri fullt jafnræði bjóðenda ekki tryggt.

Misræmis gætir í minnisblaði Bankasýslunnar til ráðherra í umfjöllun í inngangskafli um fyrirætlanir um almennt útboð og þeirrar tillögu stofnunarinnar að ráðast fyrst í sölu með tilboðsfyrirkomulagi og síðar blöndu þess og miðlunaráætlunar. Í minnisblaðinu segir að stofnunin telji einsýnt að sala á frekari hlutum fari fram með almennu útboði. Á öðrum stað segir: „Þegar áhugi þeirra [hæfra fjárfesta] liggur fyrir um verð og magn er svo tekin ákvörðun af hálfu seljanda og ráðgjafa hans að tilkynna um almennt útboð á hlutum eftir lokun markaða til hæfra fjárfesta“. Almennt útboð án skilyrða, sem er opið öllum fjárfestum og háð því að skráningarlýsing hafi verið gefin út, er opnasta söluferli hlutabréfa, eða það sem Bankasýslan kallar í

minnisblaðinu „full markaðssett útboð“. Tilboðsfyrirkomulag felur ekki í sér almennt útboð hlutabréfa.

Ríkisendurskoðun vekur einnig athygli á að í minnisblaði Bankasýslunnar segir: „Sala með tilboðsfyrirkomulagi fer fram með lokuðu útboði til hæfra fjárfesta“. Samkvæmt því taldi stofnunin söluaðferðina vera lokað sölufarli en í svari til Ríkisendurskoðunar í maí 2022 fullyrkti hún aftur á móti að sala með tilboðsfyrirkomulagi væri opið sölufarli sem beinist að öllum hæfum fjárfestum. Það svar er í mótsögn við ofangreinda umfjöllun minnisblaðsins.

Ríkisendurskoðun telur að gagnsæi um sölufarlið í aðdraganda sölunnar sem fram fór 22. mars sl. hafi verið ábótavant. Notkun lykilhugtaka og mikilvæg umfjöllun í minnisblaði stofnunarinnar og kynningargögnum til þingnefnda var ekki nógu vönduð og ítarleg til að upplýsa með skýrum hætti um fyrirætlanir stofnunarinnar og fyrirkomulag sölufarlis með tilboðsfyrirkomulagi. Á fundi Ríkisendurskoðunar með fjármála- og efnahagsráðuneyti í maí 2022 voru gerðar athugasemdir við hugtakanotkun Bankasýslunnar úr tillögu stofnunarinnar og minnisblaði 20. janúar. Í [yfirlýsingu](#) ríkisstjórnarinnar 19. apríl 2022 kom jafnframt fram að framkvæmd sölunnar hafi ekki staðið að öllu leyti undir væntingum stjórnvalda, m.a. um gagnsæi og skýra upplýsingagjöf.

Af gögnum sem Ríkisendurskoðun aflaði við vinnslu þessarar úttektar má ljóst vera að Bankasýsla ríkisins bjó yfir takmarkaðri þekkingu á tilboðsfyrirkomulaginu þegar minnisblaðið og greinargerð ráðherra voru kynnt. Stofnunin treysti nær alfarið á þekkingu fjármálaráðgjafa síns í sölufarlinu, sem mælti eindregið með því að umræddur eignarhlutur yrði seldur með tilboðsfyrirkomulagi, og þriggja umsjónaraðila sölunnar.

Í athugasemdum frumvarps til laga nr. 155/2012 er ekki sett skilyrði um að eignarhlutir skuli boðnir til sölu með almennu útboði heldur einungis að sölufarlið skuli vera opið. Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar er það sölufarli sem viðhaft var við sölu 22. mars 2022 almennt kallað opið sölufarli á fjármálamarkaði. Í lokuðu útboði er aðeins tilteknum aðilum gefinn kostur á að gera tilboð og þeir einir fá boð um að gera tilboð. Svo var ekki í sölufarli Íslandsbanka. Þar bauðst öllum sem uppfylltu skilyrði um að teljast hæfir fjárfestar að gera tilboð.

Að mati Ríkisendurskoðunar er það eðlileg og skiljanleg krafa að eignarhlutir ríkisins í skráðum hlutafélögum séu seldir í almennu útboði, ef þess er kostur. Þótt færa megi rök fyrir að sölufarlið hafi verið opið er eðlilegt að rökstyðja einnig sérstaklega hvers vegna ekki var ráðist í almennt útboð. Bankasýslan setti fram tvenn rök fyrir því í minnisblaðinu. Annars vegar að almennt útboð krefjist uppfærðar skráningarlýsingar og hins vegar aukin áhætta seljanda í sölufarlinu sjálfu sem stendur lengur yfir en í tilboðsfyrirkomulagi.

Skráningarlýsing er samheiti yfir skjal eða skjöl sem gefa þarf út vegna almenns útboðs verðbréfa eða töku verðbréfa til viðskipta á skipulegum verðbréfa-markaði. Lýsing var gefin út við skráningu Íslandsbanka á markað í júní 2021. Almennur gildistími lýsingar er 12 mánuðir frá staðfestingu og er heimilt að reiða sig á slíka lýsingu við endursölu með samþykki útgefanda og að viðbættum viðbótarupplýsingum.

Í ljósi þess að í frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2022 var stefnt að sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka fyrir árslok 2023 kannaði Ríkisendurskoðun ástæðu þess að Bankasýslan taldi ekki koma til greina að notast við uppfærða skráningarlýsingu sem gerð var í tengslum við frumútboðið. Í svari hennar kom fram að útbúa hefði þurft umfangsmiklar viðbætur við lýsinguna eða nýja lýsingu í ljósi þess tíma sem liðinn var frá útgáfu hennar og að teknu tilliti til þeirrar ábyrgðar sem fylgir slíkri útgáfu. Stofnunin nefndi sem dæmi að uppfæra hefði þurft allar fjárhagslegar upplýsingar og umfjöllun um afkomu og stöðu bankans. Þá hefði þurft að endurskrifa og bæta við umfjöllun um áhættuþætti (e. *risk factors*), t.d. vegna áhrifa innrásar Rússlands í Úkraínu. Bankasýslan kannaði ekki hver áætlaður kostnaður við nýja eða uppfærða skráningarlýsingu var áður en ákveðið var að selja eignarhlut ríkisins með tilboðsfyrirkomulagi.

Komið hefur fram að ekki var samhljómur milli stofnunarinnar og fjármála- og efnahagsráðuneytis um upplýsingagjöf að sölu lokinni, þ.e. varðandi upplýsingar um þá aðila sem keyptu hluti af íslenska ríkinu í söluferlinu. Bankasýslan taldi að vegna lagaákvæða um þagnarskyldu væri óvarlegt að gera yfirlitið aðgengilegt almenningi en að mati ráðuneytisins falla upplýsingar um viðskipti á milli ríkissjóðs og fjárfesta ekki undir bankaleynd. Með hliðsjón af mikilvægi þess að gagnsæi ríki um ráðstöfun opinberra hagsmuna birti ráðuneytið yfirlitið 6. apríl sl. Neitun Bankasýslunnar um að upplýsa um kaupendur var óheppileg enda til þess fallin að skapa aukna tortryggni um sölu. Þótt fallast megi á að ákveðin rök standi til þess að virða trúnað um viðskipti einstakra aðila við ríkið hljóta sjónarmið um hverjir keyptu eignarhlutinn að vega þyngra, ekki síst þar sem takmarkanir sem settar voru á kaupendahópinn gátu haft þá ásynd að þátttaka væri aðeins fyrir stofnanafjárfesta. Til að tryggja fulla sanngirni gagnvart tilboðsgjöfum hefði mátt kveða á um slíka upplýsingagjöf í útboðsskilmálum.

Bankasýslan hefur viðurkennt að betur hefði mátt standa að kynningu til almennings á þeim söluaðferðum og mismunandi markmiðum með sölu sem birtust í minnisblaðinu, og þá sérstaklega á framkvæmd sölu með tilboðsfyrirkomulagi og þar með talið hverjir gætu tekið þátt. Starfsfólk og stjórn stofnunarinnar hafi unnið að undirbúningi og framkvæmd sölunnar af heilindum. Það hafi verið stofnuninni mikil vonbrigði að strax í kjölfar sölunnar hefðu vaknað spurningar um mögulega bresti í framkvæmd hennar, m.a. hugsanlega hagsmunaárekstra hjá umsjónaraðilum, söluráðgjöfum eða söluaðilum og mögulega ófullnægjandi athugun á hæfi fjárfesta sem töku þátt í sölnni. Þessi tilteknu vafaatriði eru nú til skoðunar hjá Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands.

1.4 Hæfir fjárfestar

Lagalegri skilgreiningu hugtaksins um hæfa fjárfesta var ætlað að aðgreina fjárfesta sem taldir eru búa yfir nægri reynslu og þekkingu til að geta tekið þátt í sölum án þess að gefin sé út skráningarlýsing. Hugtakið á rætur sínar að rekja til reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) 2017/1129 um lýsingu sem birta skal þegar verðbréf eru boðin í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði með breytingum (hér eftir „lýsingarreglugerðin“). Í e-lið 2. gr. reglugerðarinnar segir:

Í reglugerð þessari er merking eftirfarandi hugtaka sem hér segir: hæfir fjárfestar: einstaklingar eða aðilar sem taldir eru upp í 1.–4. lið I. þáttar II. viðauka tilskipunar 2014/65/ESB og einstaklingar eða aðilar sem eru, samkvæmt beiðni, meðhöndlaðir sem fagfjárfestar [...], eða teljast viðurkenndir gagnaðilar...]

Í tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2014/65/ESB um markaði fyrir fjármálagerninga er að finna skilgreiningu á þeim sem teljast fagfjárfestar og hefur hún verið tekin upp í lög nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga hér á landi. Fyrir setningu þeirra var í þágildandi lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti fjallað um hugtakið „hæfir fjárfestar“ og vísaði það til þeirra sem skilgreindir hafa verið sem fagfjárfestar eða viðurkenndir gagnaðilar. Í greinargerð með frumvarpi að þeim lögum segir:

Hugtakið hæfir fjárfestar [...] er samræmt með vísan til hugtaksins fagfjárfestir og viðurkenndur gagnaðili [...]. Samræming hugtaka á að draga úr flækjum fyrir útgefendur ef til lokaðs útboðs kemur, þar sem útgefendur geta skilgreint einstaklingana eða aðilana sem útboðinu er beint að með því að reiða sig á skrár fjármálafyrirtækja yfir fagfjárfesta og viðurkennda gagnaðila. Skilgreining á hæfum fjárfesti er því útvíkkuð svo hún taki til þessara einstaklinga eða aðila.

Fagfjárfestir er samkvæmt lögum [nr. 115/2021](#) viðskiptavinur sem býr yfir reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu til að taka sjálfur ákvarðanir um fjárfestingar og meta áhættu sem þeim fylgir. Eftirfarandi aðilar teljast fagfjárfestar:

- ✓ Aðilar, hér á landi eða erlendis, sem hafa starfsleyfi eða sinna lögbundinni starfsemi á fjármálamörkuðum, þ.m.t. lánastofnanir, verðbréfafyrirtæki, fjármálastofnanir, váttryggingafélög, sjóðir um sameiginlega fjárfestingu og rekstrarfélög þeirra, lífeyrissjóðir og rekstrarfélög þeirra eftir því sem við á, seljendur hrávöru og hrávöruafleiðna, staðbundnir aðilar og aðrir stofnanafjárfestar.
- ✓ Stór fyrirtæki sem uppfylla a.m.k. tvö eftirfarandi skilyrða hvað varðar fjárhæðir, sem miða skal við opinbert viðmiðunargengi eins og það er skráð hverju sinni, þ.e. að heildartala efnahagsreiknings sé að jafnvirði 20 m.evra í ísl. krónum eða hærri; hrein ársvelta sé að jafnvirði 40 m.evra í ísl. krónum eða meiri; að eigið fé sé jafnvirði 2 m.evra í ísl. krónum eða meira.
- ✓ Ríkisstjórnir, héraðsstjórnir, seðlabankar og alþjóðastofnanir, s.s. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Evrópu, Fjárfestingarbanki Evrópu og aðrar sambærilegar alþjóðastofnanir.

Trúnaðarskjal - vinnuskjal sbr. 3. mgr. 15. gr. laga nr. 46/2016

- ✓ Aðrir stofnanafjárfestar sem hafa það að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum, þ.m.t. aðilar sem fást við verðbréfun eigna eða önnur fjármögnunarviðskipti.
- ✓ Aðilar sem samþykktir hafa verið sem fagfjárfestar skv. 54. gr. laganna.

Hvað síðastnefnda liðinn varðar þá geta aðilar sem ekki teljast fagfjárfestar óskað eftir því að verðbréfafyrirtæki flokki þá sem slíka. Verðbréfafyrirtæki skal leggja mat á sérfræðikunnáttu, þekkingu og reynslu viðskiptavinar og hvort hún veiti nægilega vissu fyrir því að hann geti sjálfur tekið ákvarðanir um fjárfestingar og skilji áhættuna sem í þeim felst. Til að farið verði með viðskiptavin sem fagfjárfesti þarf viðkomandi að uppfylla a.m.k. tvö af eftirfarandi skilyrðum

- ✓ Að hafa átt umtalsverð viðskipti á viðeigandi markaði næstliðna fjóra ársfjórðunga, að meðaltali a.m.k. tíu sinnum á hverjum ársfjórðungi.
- ✓ Að verðgildi fjármálagerninga og innstæðna fjárfestis nemi samanlagt meira en jafnvirði 500.000 evra, miðað við opinbert viðmiðunargengi eins og það er skráð hverju sinni.
- ✓ Að fjárfestir gegni eða hafi gegnt, í a.m.k. eitt ár, stöðu í fjármálageiranum sem krefst þekkingar á fyrirhuguðum viðskiptum eða þjónustu.

Hugtakið „hæfur fjárfestir“ hefur nánast eingöngu verið notað hér á landi í tengslum við reglur um útboð hlutabréfa. Hugtakið virðist hafa valdið nokkrum misskilningi meðal þingmanna og almennings í kjölfar sölu Bankasýslunnar 22. mars og ýmsir talið að þar væri verið að vísa til góðra og æskilegra fjárfesta. Er þetta ekki síst vegna þess að í lögum nr. 161/2002 um fjármála-fyrirtæki er í svipuðu samhengi fjallað um hæfi aðila til að fara með virka eignarhluti.

Í [tilkynningu](#) Bankasýslu ríkisins til Kauphallar Íslands 22. mars um upphaf sölumeðferðar á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka var vísað til áðurnefndar skilgreiningar á hæfum fjárfestum í lýsinga-reglugerðinni sem var ætlað að aðgreina þá fjárfesta sem taldir voru búa yfir nægri reynslu og þekkingu til að geta tekið þátt í útboðinu án sérstakrar skráningarlýsingar. Tilkynningunni var þannig eingöngu beint að „hæfum fjárfestum“.

Ríkisendurskoðun telur að upplýsa hefði þurft með afdráttarlausum hætti í minnisblaði Bankasýslunnar frá 20. janúar 2022, greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka, og í kynningum fyrir þeim þingnefndum Alþingis sem veittu greinargerðinni umsögn, hvað fólst í settum skilyrðum um hæfa fjárfesta, þ.e. hver væntanlegur kaupendahópur á eignarhlut ríkisins yrði.

Með því að notast við hugtökin „hæfir fjárfestar“ eða „hæfir fagfjárfestar“ varð hætta á að meðlimir þingnefndanna tveggja sem fjölluðu um málið, og aðrir sem vildu kynna sér áform um söluferlið, stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða stofnanafjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum. Ríkisendurskoðun vekur í því sambandi athygli á að á fundi embættisins með sérfræðingi á sviði verðbréfamiðlunar kom fram að þegar áform Bankasýslunnar um sölu til „hæfra fjárfesta“ voru fyrst kynnt í janúar sl. hafi hann sjálfur talið að þar væri eingöngu um að ræða stofnanafjárfesta.

Þá hefði mátt takmarka söluferlið við þá sem uppfylltu skilyrði sem hæfir fjárfestar við lokun markaða á söludegi. Hafi aðilar verið metnir sem hæfir fjárfestar á meðan söluferlið stóð yfir verða spurningar um jafnræði fjárfesta enn áleitnari. Ríkisendurskoðun hefur ekki staðfestar upplýsingar um að svo hafi verið raunin en yfirstandandi athugun Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands gæti varpað ljósi á þetta atriði.

DRÖG

2 Söluáform kynnt ríkisstjórn og Alþingi

Skrifstofa stjórnunar og umbóta í fjármála- og efnahagsráðuneyti sendi fjármála- og efnahagsráðherra minnisblað 2. febrúar 2022 um áform Bankasýslu ríkisins. Þar kom fram að horft yrði til þess að fyrsti áfangi áframhaldandi sölumeðferðar á eftirstandandi hlut ríkisins í Íslandsbanka færi fram með tilboðsfyrirkomulagi. Stór eignarhlutur ríkisins í bankanum, allt að 25%, yrði seldur með þeim hætti fyrir lok febrúar eða í byrjun mars sama ár. Annar söluáfangi yrði eftir 90 daga biðtíma frá lokum fyrsta áfanga, í lok maí eða byrjun júní, og þriðji áfangi um haust 2022.

Fjármála- og efnahagsráðherra lagði fram sambærilegt minnisblað fyrir ríkisstjórn á fundi 8. febrúar. Þar kom fram að ráðherra hygðist fallast á tillögu Bankasýslunnar og hefja þannig ofangreint ferli sem myndi leiða til ákvörðunar hans um framhald sölumeðferðar á öllum eignarhlut ríkisins í bankanum.

Samkvæmt minnisblöðunum var eitt helsta álitamálið varðandi tilboðsfyrirkomulagið hversu mikinn afslátt af dagslokagengi hlutabréfa í bankanum ríkið væri tilbúið að setta sig við. Í samtölum við Bankasýsluna hefði komið fram að afslátturinn gæti orðið á bilinu 3–5%, jafnvel allt að 10%. Erlendir fjárfestar myndu að líkindum knýja á um hærri afslátt en innlendir, t.d. vegna aukinnar gengisáhættu. Stærð eignarhlutarins sem selja átti í söluferlinu var annað atriði sem þurfti að ákveða. Í minnisblöðunum var spurt hvort ríkið legði áherslu á að selja sem mest í fyrsta áfanga í ljósi þess að sjóðspörf ríkissjóðs væri há. Þá var því velt upp hversu mikla áherslu ætti að leggja á sölu til almennings í sölumeðferðinni allri. Þar kom fram að ríkið hefði forgangsraðað í þágu almennings í frumútboðinu og bent á að hlutabréf í bankanum væru til sölu á markaði. Með notkun miðlunaráætlunar síðar í sölumeðferðinni myndi almenningur eiga jafnan rétt á við fagfjárfesta að kaupa bréf. Því mætti segja að tryggt yrði að almenningur hefði fengið og fengi síðar góð tækifæri til að kaupa bréf í bankanum.

Í minnisblaði skrifstofu stjórnunar og umbóta kom fram að ráðuneytið hafði heimilað Bankasýslunni að ráða fjármálaráðgjafa til að aðstoða við söluferlið og að ráðning söluráðgjafa og lögfræðinga yrði lokið í kjölfarið.

Bankasýslan réð 27. janúar 2022 breska ráðgjafafyrirtækið STJ Advisors Group Limited (STJ Advisors) sem fjármálaráðgjafa. Fyrirtækið hafði gegnt sams konar hlutverki í frumútboðinu í júní 2021 og var Bankasýslunni m.a. innan handar með skipulag, ráðningu og samskipti við sölu- og lögfræðilega ráðgjafa og við mat á eftirspurn og verði í sölunni. STJ Advisors óskaði 1. febrúar 2022, fyrir hönd stofnunarinnar, eftir upplýsingum frá sjö söluráðgjöfum og söluaðilum úr frumútboðinu, m.a. um áætlaða eftirspurn fjárfesta ef ráðist yrði í frekari sölu á eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka.

2.1 Ráðherra fellst á tillögunu

Fjármála- og efnahagsráðherra tilkynnti fjárlaganefnd Alþingis, efnahags- og viðskiptanefnd og Seðlabanka Íslands 10. febrúar 2022 að hann hefði fallist á tillögu Bankasýslunnar um sölu á frekari eignarhluta í Íslandsbanka. Greinargerð ráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka og fylgigögn um áformin voru þá send nefndunum og óskað eftir umsögnum þeirra ekki síðar en 2. mars. Þá var óskað eftir formlegri umsögn Seðlabankans um jafnræði bjóðenda, líkleg áhrif sölu á gjaldeyrismarkað, gjaldeyrisforða og laust fé í umferð.

Í [tilkynningu](#) fjármála- og efnahagsráðuneytis 11. febrúar kom fram að endanleg ákvörðun um sölumeðferð eignarhlutarins yrði tekin þegar umræddar umsagnir lægju fyrir. Ráðherra gat í ákvörðun sinni gert breytingar á einstökum þáttum í fyrirhugaðri sölumeðferð, m.a. að teknu tilliti til athugasemda þingnefnda Alþingis. Í tilkynningunni sagði jafnframt að helstu markmið með áframhaldandi sölu væru eftirfarandi:

- ✓ að minnka áhættu ríkisins af svo stórum eignarhlut í fjármálakerfinu;
- ✓ að efla virka samkeppni á fjármálamarkaði;
- ✓ að hámarka endurheimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu og sölu á hlutum;
- ✓ að stuðla að fjölbreyttu, heilbrigðu og dreifðu eignarhaldi til lengri tíma;
- ✓ að auka fjárfestingarmöguleika fyrir einstaklinga og fagfjárfesta; og ekki síst:
- ✓ að minnka skuldsetningu eða auka svigrúm ríkisins til samfélagslega arðbærra fjárfestinga.

Upplýsingar um helstu markmið með sölu eignarhlutarins og hvaða söluaðferðum yrði beitt komu fram í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra. Ítarlega umfjöllun um hvernig söluverð yrði ákvarðað með tilboðsfyrirkomulaginu var ekki að finna. Verð seldra hluta yrði ákveðið með hliðsjón af síðasta dagslokagengi bankans og yrði þá veittur lítilsháttar afsláttur af því. Ekki var að finna frekari skilyrði eða skilgreiningu á mögulegum kaupendahópi að öðru leyti en að um „hæfa fjárfesta“ eða „hæfa fagfjárfesta“ yrði að ræða.



Fundir í þinginu og ráðgjafar ráðnir

18. feb.

Bankasýsla ríkisins ræður LOGOS slf. og White & Case LLC sem lögmenn stofnunarinnar í tengslum við sölumeðferðina, með takmörkuðum skuldbindingum nema ef af sölu yrði.

21. feb.

Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan funda með fjárlaganefnd Alþingis.

24. feb.

Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan funda með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Sama dag réðst rússneski herinn inn í Úkraínu. Í kjölfarið óskar Bankasýslan eftir uppfærðu mati á eftirspurn, ef af sölu yrði í samræmi við tillögu hennar.

4. mars

Bankasýslan ræður þrjá umsjónaraðila sölunnar, þ.e. Citigroup Global Markets Europe AG, J.P. Morgan SE og fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfa-miðlun Íslandsbanka, vegna mögulegrar sölu, án nokkurrar skuldbindingar nema ef af sölu yrði.

8. mars

Bankasýslan fundar aftur með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis.

Í greinargerðinni var, ólíkt því sem lagt var upp með í minnisblaði Bankasýslunnar 20. janúar, lagt til að horft yrði til þess að við seinni áfanga sölumeðferðar færi fram sala með markaðssettu útboði þar sem almenningur ætti kost á þátttöku ásamt hæfum fjárfestum. Ákvarðanir um slíkt myndu m.a. ráðast af því hvernig til tækist við framkvæmd tilboðsfyrirkomulags og eftir atvikum sölu með miðlunaráætlun.

2.2 Kynning á söluferlinu og umsagnir þingnefnda

Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis [fjallaði](#) um framhald sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka á fjórum fundum og fékk m.a. til sín gesti frá fjármála- og efnahagsráðuneyti, Bankasýslu ríkisins, Samkeppniseftirlitinu og Seðlabanka Íslands.

Fjármála- og efnahagsráðuneyti kynnti greinargerð sína fyrir fjárlaganefnd Alþingis 21. febrúar og efnahags- og viðskiptanefnd þann 24. febrúar. Þar var lýst með almennum hætti áformum og markmiðum stjórnvalda um áframhaldandi sölu á hlut ríkisins í Íslandsbanka á árunum 2022–23.

Í kynningum Bankasýslunnar á sömu fundum kom fram að lagt væri til að næsta sala færi fram með tilboðsfyrirkomulagi og því ferli lýst lauslega. Þar kom einnig fram að ekki væri útilokað að ráðist yrði í sölu með markaðssettu útboði og útgáfu skráningarlýsingar á síðari stigum sölumeðferðarinnar með beinni þátttöku almennings. Bankasýslan lagði áherslu á að afla ætti hámarksverðs en fjallaði ekkert um það í kynningum sínum hvernig verð yrði ákvarðað í söluferlinu, hvað væri ásættanlegt verð eða hvernig úthlutun til fjárfesta yrði háttað. Ekki var fjallað um þá ríku áherslu sem Bankasýslan lagði síðar á aðkomu erlendra fjárfesta að kaupum

á eignarhlutnum. Á umræddum tímapunkti höfðu þingnefndirnar og almenningur ekki upplýsingar um hversu stóran eignarhlut selja átti í þessum áfanga sölumeðferðarinnar.

Meirihluti efnahags- og viðskiptanefndar taldi sölufyrirkomulagið sem lýst var í greinargerð ráðherra til þess fallið að ná markmiðum sem að var stefnt. Við umfjöllun nefndarinnar komu fram ýmis sjónarmið varðandi tímasetningu sölunnar en nákvæm tímasetning hafði þá ekki verið ákveðin. Meirihlutinn lagði áherslu á að ráðherra og Bankasýslan fylgdust grannt með þróun mála og tímasettu söluna þannig að hámarka mætti endurheimtur ríkissjóðs af sölunni:

Meirihlutinn telur að með frumútboði á hlutum í bankanum á árinu 2021 hafi gengið vel að ná því markmiði að leggja grunn að fjölbreyttu og dreifðu eignarhaldi. Meirihlutinn samsinnir því sem fram kemur í greinargerðinni að með því blandaða fyrirkomulagi sölumeðferðar sem þar er lagt til sé ekki vikið frá því markmiði þar sem eignarhald í bankanum er þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Einnig geta almennir fjárfestar þegar keypt hluti í bankanum á markaði og stofnunin mun við frekari sölu leggja áherslu á að ná fram þátttöku sem fjölbreyttasta hópi fjárfesta.

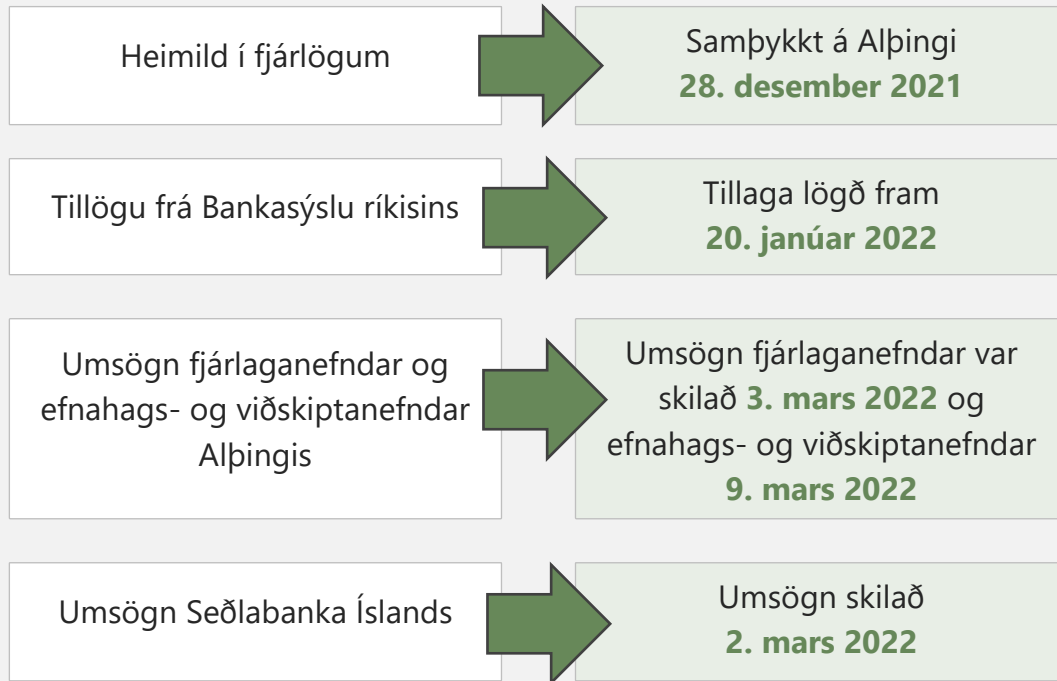
Fjárlaganefnd Alþingis fjallaði um söluna á fimm fundum. Nefndin fékk m.a. til sín Gylfa Magnússon, prófessor við viðskiptafræðideild Háskóla Íslands, Jón Þór Sturluson, forseta viðskiptafræðideildar Háskólans í Reykjavík og Jón Daníelsson, prófessor við London School of Economics. Þeir viðruðu sjónarmið sín gagnvart fyrirætlunum um frekari sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka, eins og þau birtust í greinargerð ráðherra, og svöruðu spurningum nefndarmanna. Meðal annars komu fram sjónarmið um áhrif sölunnar á samkeppni á bankamarkaði og áhrif samþjöppunar í eigendahópi. Einnig var fjallað um sölufyrirkomulagið, kosti þess og galla.

Meirihluti fjárlaganefndar taldi tilboðsfyrirkomulag vera „eðlilega söluaðferð“ í ljósi þess að frumútboð hafði þegar farið fram og eignarhald bankans var þá þegar fjölbreytt og dreift. Almennigur gæti þar að auki keypt hlutabréf í bankanum á markaði. Meirihlutinn tók undir þau rök sem hnigu að hámarkun á verði eignarhlutarins og að dregið yrði úr áhættu ríkissjóðs eins og frekast væri unnt. Meirihlutinn mælti því með að sala á eignarhluta ríkisins færi fram í samræmi við tillögu Bankasýslunnar og í samræmi við þau markmið sem fram koma í greinargerð ráðherra um málið.

Í athugasemdum 1. minnihluta fjárlaganefndar var því hafnað að sérstök áhætta væri vegna 65% eignarhlutar ríkisins í bankanum. Nauðsynlegt væri m.a. að tryggja gæði nýrra eigenda umfram lögbundin lágmarksskilyrði.



Með lögum nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum er settur rammi um hvernig sölumeðferð skuli háttað. Samkvæmt þeim er ráðherra heimilt að taka ákvörðun um sölumeðferð að undangengnum m.a. þessum skilyrðum:



Í athugasemdum 2. minnihluta nefndarinnar kom fram að óráð væri að hefja frekari sölu á hlutum í bankanum á tímum „gríðarlegrar óvissu“ í heimsmálum vegna heimsfaraldurs kórónuveiru, án þess að huga heildstætt að framtíðareignarhaldi bankanna og án nauðsynlegrar umræðu í samfélaginu um þróun bankakerfisins. Þar var m.a. bent á að samkeppnisleg vandamál gætu skapast ef íslenskir lífeyrissjóðir yrðu enn stærri eigendur bankakerfisins. Ef ákvörðun um að selja hlut ríkisins í bankanum yrði tekin væri nauðsynlegt að leggja aukna áherslu á að fá fjölbreyttari fjárfesta að borðinu og fleiri alþjóðlega fjárfesta. Að mati 2. minnihluta nefndarinnar gat tilboðsfyrirkomulag verið betur til þess fallið að laða að langtímafjárfesta með reynslu. Ef markmiðið væri að hámarka heimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu væri tilboðsfyrirkomulag ekki heppilegt því að söluaðferðin fæli í sér að fjárfestum væri yfirleitt boðið að kaupa á „afslætti“ eða á gengi undir síðasta dagslokagengi bankans.

Í athugasemdum 3. minnihluta kom fram að fjármála- og efnahagsráðherra ætti ekki að fá leyfi til að selja eftirstandandi hlut ríkisins í bankanum þar sem hann hefði sýnt fram á að hann stæði ekki undir þeirri ábyrgð sem því fylgir. Tilboðsfyrirkomulag væri ekki heppileg söluaðferð ef hámarka ætti heimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu í Íslandsbanka því þar væri yfirleitt veittur afsláttur. Vert er að nefna að athugasemdir 3. minnihluta lágu fyrir 13 dögum eftir að fjárlaganefnd hafði skilað umsögn sinni.

Seðlabanki Íslands skilaði lögbundinni umsögn sinni 2. mars en tók í tengslum við hana ekki til skoðunar hvort tilboðsfyrirkomulag uppfyllti meginreglur sölumeðferðar laga nr. 155/2012, s.s. varðandi jafnræði bjóðenda. Þegar lögin voru sett réktu gjaldeyrishöft hér á landi en eftir afnám þeirra gerir núverandi regluverk ekki greinarmun á innlendum og erlendum fjárfestum og því ríkir fullt jafnræði milli þeirra. Af þeim sökum kom ákvæði um jafnræði skv. lögum nr. 155/2012 í raun ekki til sérstakrar skoðunar hjá Seðlabankanum.

Það er niðurstaða Ríkisendurskoðunar að Bankasýslan hafi í aðdraganda sölunnar 22. mars ekki sinnt nægjanlega vel hlutverki sínu, skv. 3. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, að tryggja gagnsæi í allri ákvarðanatöku varðandi þátttöku ríkisins í fjármálastarfsemi og tryggja virka upplýsingamiðlun til almennings. Stofnuninni mistókst að miðla upplýsingum um fyrirhugaða sölu til þingnefnda og almennings með skýrum og árangursríkum hætti. Sama má segja um upplýsingagjöf fjármála- og efnahagsráðuneytis eins og hún birtist 11. febrúar við birtingu greinargerðar fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka.

Ríkisendurskoðun telur að ráðuneytið og stofnunin hefðu þurft að undirbúa betur skipulagða upplýsingagjöf til þingnefnda og almennings frá því að tillaga Bankasýslunnar um sölumeðferðina var lögð fyrir ráðherra. Skipulögð upplýsingagjöf var sérstaklega nauðsynleg í ljósi þess að tilboðsfyrirkomulagi hafði aldrei áður verið beitt sem söluaðferð á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki. Fjármála- og efnahagsráðuneyti mátti vera ljóst að Bankasýsla ríkisins var vanmáttug í almennri upplýsingagjöf en þar störfuðu einungis þrír starfsmenn með enga reynslu af sölu ríkiseigna með tilboðsfyrirkomulagi. Aukin upplýsingagjöf hefði getað komið í veg fyrir þann mikla óróa sem skapaðist daga og vikur eftir að sölunni lauk.

3 Salan á 22,5% eignarhlut ríkisins

Fjármála- og efnahagsráðuneyti [tilkynnti](#) 18. mars 2022 að ráðherra hefði ákveðið að hefja framhald sölumeðferðar á hlutum í Íslandsbanka í samræmi við tillögu Bankasýslu ríkisins. Ákvörðunin byggði á fyrirliggjandi greinargerð ráðherra og fól sem áður segir í sér að bankinn skyldi seldur í áföngum fyrir árslok 2023. Samkvæmt tilkynningunni var framhald sölu háð því að markaðsaðstæður yrðu hagfelldar. Þótt stríð í Úkraínu hefði áhrif á eigna- og fjármálamarkaði á heimsvísu taldi Bankasýslan það ekki hafa raskað meginforsendum söluáformanna. Hluta-bréfaferð bankans hefði ekki verið hærra frá skráningu hans á markað.

Fjármála- og efnahagsráðherra sendi Bankasýslunni [bréf](#) um ákvörðun sína sama dag og fól henni að tryggja, svo sem framast væri kostur, að útfærslur á útboðs- og úthlutunarskilmálum yrðu í samræmi við áður nefnda greinargerð og meginmarkmið eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki, og eins og mögulegt væri:

- ✓ að áfram yrði stuðlað að aukinni samkeppni á fjármálamarkaði.
- ✓ að áfram yrði horft til þess að viðhalda dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka.
- ✓ að horft yrði til þess við útfærslu og úthlutun í kjölfar tilboðsfyrirkomulags, og ef nægjanleg umframeftirspurn yrði í slíkum útboðum, að fjárfestar sem horfðu til lengri tíma fjárfestinga yrðu fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.

Ríkisendurskoðun bendir á að þessar áherslur ráðherra vörðuðu sölumeðferðina alla en ekki einungis fyrirhugaða sölu með tilboðsfyrirkomulagi.

3.1 Markaðspreifingar

Að morgni mánudags 21. mars var haldinn símafundur Bankasýslu ríkisins, fjármálaráðgjafa stofnunarinnar STJ Advisors, og umsjónaraðila söluferlisins, þ.e. Citigroup Global Markets Europe AG, J.P. Morgan SE og fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfamiðlun Íslandsbanka, varðandi hugsanlega sölu á hlutum í Íslandsbanka. Farið var yfir stöðu fjármálamarkaða og tillögur umsjónaraðilanna um að hefja markaðspreifingar meðal innlendra fjárfesta. Tilgangur þreifinganna var að byggja upp magneftirspurn eftir hlutum. Í kjölfar fundarins átti stofnunin annan símafund með STJ Advisors sem samsinnti tillögum um að hefja markaðspreifingar.

Þegar stuðst er við tilboðsfyrirkomulag er áhugi fjárfesta kannaður með svokölluðum markaðspreifingum (e. *market sounding/wall crossing*), sbr. lög nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum. Er það gert áður en endanleg ákvörðun um tímasetningu sölu hlutabréfa er tekin. Skilgreining 11. gr. reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 596/2015 er að markaðspreifing feli í sér veitingu upplýsinga, áður en tilkynnt er um viðskipti, til eins eða fleiri mögulegra fjárfesta í þeim tilgangi að kanna áhuga á mögulegum viðskiptum og skilyrði sem varða þau, s.s. mögulegt umfang þeirra eða verðlagningu. Um er að ræða formleg samskipti milli seljanda/útgefanda hlutabréfa, eða ráðgjafa hans, og hugsanlegra fjárfesta.

Stjórn Bankasýslu ríkisins fundaði kl. 11:00 sama dag og samþykkti að tilteknum innlendum og erlendum aðilum yrðu veittar innherjaupplýsingar um mögulega sölu að því gefnu að þeir undirgengust ákveðin skilyrði, þ.e. að þeir ættu ekki í viðskiptum með hluti í félaginu á meðan þreifingar stæðu yfir og gættu viðeigandi trúnaðar. Bankasýslan sendi fjármála- og efnahagsráðuneyti tölvupóst í kjölfarið þar sem greint var frá framvindu málsins og nefndi þar fimm grunnforsendur sem Bankasýslan lagði upp með við upphaf markaðspreifinga:

- ✓ Markaðir væru tiltölulega stöðugir og hagfelldir, þótt innrásin í Úkraínu hefði enn áhrif á stöðugleika.
- ✓ Lágmarksstærð útboðsins yrði 15% af útgefnu hlutafé, en möguleiki yrði að stækka eftirspurn yrði næg.
- ✓ Verðlagning gæti verið um og í kringum 5–7% lægri en dagslokagengi bankans á útboðsdegi, að því gefnu að það héldist um og í kringum gengið 122 kr. á hlut.
- ✓ Þann 21. mars yrði 5–7 innlendum aðilum veittar innherjaupplýsingar að því gefnu að þeir myndu undirgangast ákveðin skilyrði.
- ✓ Ef innlend eftirspurn yrði jákvæð fengju 15–20 erlendir aðilar sama erindi/sömu upplýsingar daginn eftir.

Ef (a) aðstæður yrðu hagfelldar og (b) eftirspurn frá framangreindum aðilum yrði nægjanleg til að útboðsstærð yrði um það bil náð myndi Bankasýslan, mögulega eftir lokun markaða 22. mars, senda út fréttatilkynningu um að útboð væri hafið á eignarhlutum ríkisins í Íslandsbanka.

Markaðspreifingar dagana 21. og 22. mars 2022 voru á hendi umsjónaraðilanna þriggja, Citigroup Global Markets Europe AG, J.P. Morgan SE og Íslandsbanka hf. (fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfamiðlun). Bankasýslan hafði fram að því enga reynslu af markaðspreifingum í tilboðsfyrirkomulagi og var þekking hennar á ferlinu mjög takmörkuð. Gögn málsins sýna að vikurnar fyrir sölu þurfti Bankasýslan að leita skýringa hjá fjármálaráðgjafa sínum sem vörðuðu ýmis grundvallaratriði sem felast í söluaðferðinni, þ.m.t. um markaðspreifingar. Þekk-ingarskortur Bankasýslunnar á umræddum tímapunkti er athyglisverður í ljósi þeirrar miklu áherslu sem stofnunin lagði á að söluaðferðinni yrði beitt þegar áform hennar voru fyrst kynnt sl. janúar. Gögn sem Ríkisendurskoðun aflaði við úttekt þessa sýna að Bankasýslan var mjög háð utanaðkomandi ráðgjöf í sölu-ferlinu öllu.

Við upphaf markaðspreifinga lá ekki fyrir hversu stór eignarhlutur í bankanum yrði seldur. Af gögnum sem Ríkisendurskoðun aflaði er ljóst að fjármála- og efnahags-ráðuneyti lagði mikla áherslu á að afsláttur af dagsloka-gengi hlutabréfanna við lokun markaða á söluþegi yrði ekki hærri en 5%. Ráðuneytið taldi litla óvissu ríkja um markaðsverð bréfanna þar sem verð þeirra hefði verið nokkuð stöðugt í aðdraganda markaðspreifinga.

5% afsláttur

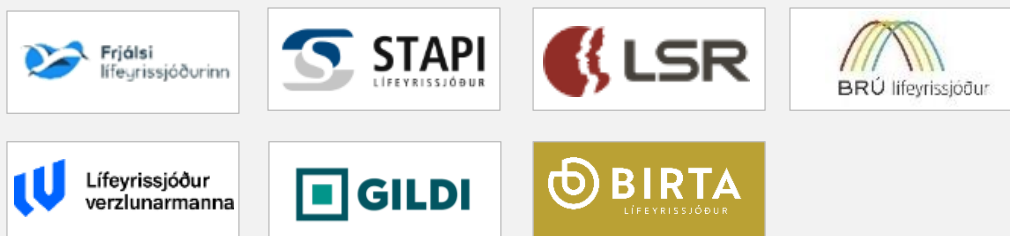
eða lægri af dagslokagengi
hlutabréfanna á söluþegi
var ásættanleg niðurstaða
að mati ráðuneytisins.

Í fundargerð stjórnar Bankasýslunnar 21. mars kl. 11:00 kemur fram að einn af þremur stjórnar-mönnum gerði fyrirvara um afslátt þegar hann samþykkti að ráðist yrði í markaðspreifingar og að innherjaupplýsingar yrðu veittar tilteknum aðilum. Á fundi Ríkisendurskoðunar með viðkom-andi útskýrði hann að fyrirvarinn hefði lotið að því að afsláttur á söluþegi yrði ekki meiri en 3–5% af dagslokagengi bréfanna.

Á fundi Ríkisendurskoðunar með umræddum stjórnarmanni Bankasýslu ríkisins kom fram að hann stóð í þeirri trú að salan á 22,5% eignarhlut ríkisins í bankanum 22. mars hefði farið fram með annarri söluaðferð en raunin var. Af orðum hans mátti skilja að hann teldi að notast hafi verið við söluaðferð sem nefnd er á ensku „Dutch auction“ eða „uniform price auction“. Hér á landi hefur sú aðferð verið kölluð hollenskt uppboð á fjármálamarkaði. Þar er um að ræða uppboð þar sem allir bjóðendur greiða sama hæsta verð sem nægir til að selja fyrirliggjandi framboð. Eignarhlutur ríkisins í söluferli Bankasýslunnar var ekki seldur með þeim hætti.

Ríkisendurskoðun óskaði eftir upplýsingum frá Bankasýslu ríkisins um þá fjárfesta sem leitað var til við markaðspreifingar og hvernig þeir voru valdir, trúnaðaryfirlýsingar þeirra og samskipti við þá. Athygli vakti að Bankasýslan þurfti að óska eftir umræddum upplýsingum frá umsjónaraðilum söluferlisins en var ekki sjálf með þær hjá sér. Alls var um að ræða 26 fjárfesta.

Innlendar markaðspreifingar



Ákveðið var að hefja innlendar þreifingar meðal sjö lífeyrissjóða og höfðu fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfamiðlun Íslandsbanka umsjón með þeim. Þessir aðilar fengu staðlaðan tölvupóst frá bankanum og í kjölfarið innherjaupplýsingar sem byggðu á fyrir fram samþykktu verklagi. Lífeyrissjóðirnir voru valdir á grundvelli stærðar og fjárfestingargetu og vegna þess að þeir voru taldir njóta mikils traust á innlendum fjármálamarkaði og fulltrúar þeirra búa yfir mikilli reynslu af fjárfestingum. Til að lágmarka líkur á upplýsingaleka innanlands var ákveðið að nálgast fremur lítinn hóp af stórum fjárfestum.

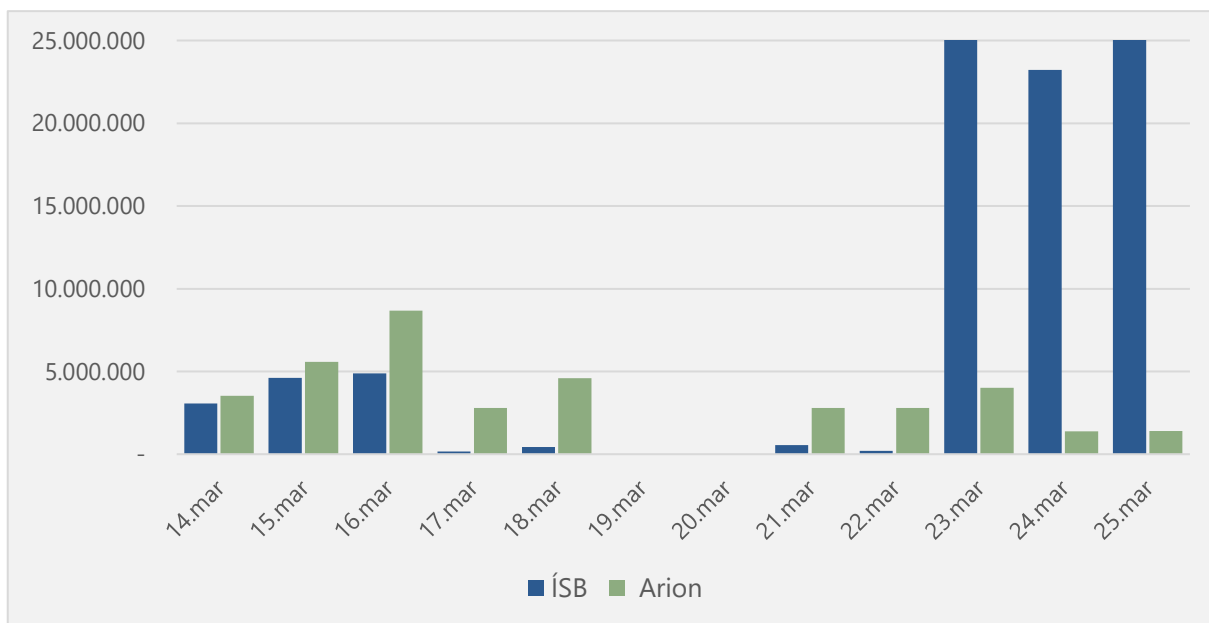
Um kl. 18:00 þann 21. mars var haldinn símafundur Bankasýslu ríkisins, umsjónaraðilanna þriggja og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og farið yfir endursvörun innlendra fjárfesta. Starfsmenn Íslandsbanka fjölluðu þar um vænta eftirspurn fjögurra þeirra. Einungis einn fjárfestir hafði þá lýst yfir áhuga á að kaupa hluti í bankanum á genginu 120–123 kr. á hlut. Annar hafði áhuga á að kaupa á 119 kr. á hlut og enn annar fjárfestir á 118 kr. Upplýsingar úr markaðspreifingum gáfu til kynna að það frávik eða afsláttur frá dagslokagengi hlutabréfanna á sölu-degi sem fjárfestarnir myndu sætta sig við væri almennt lægra en áður hafði verið talið. Á umræddum tímapunkti lá ekki fyrir endursvörun allra fjárfestanna og var þreifingum innanlands því haldið áfram daginn eftir.

Eftir að markaðspreifingar hófust var sú hættu fyrir hendi að upplýsingar um áform Bankasýslunnar myndu leka út á markað áður en endanleg ákvörðun um sölu væri tekin. Í svörum stofnunarinnar kom fram að af þeim sökum hafi einungis verið ráðist í þreifingar meðal stórra innlendra eftirlitsskyldra aðila. Hefðu þær náð til fleiri aðila hefði hættu á leka aukist en einnig var sú hættu fyrir hendi að seljanleiki hlutabréfa á markaði hefði raskast ef margir og stórir þátttakendur á markaði hefðu samþykkt að undirgangast skilyrði um að eiga ekki viðskipti með bréfin á meðan á þessu ferli stóð.

Bankasýsla ríkisins hefur fullyrt að engar upplýsingar um fyrirætlanir hennar hafi lekið út fyrir opinbera tilkynningu stofnunarinnar til Kauphallar Íslands um sölu 22. mars. Sá angi málsins er í athugun hjá Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands. Ríkisendurskoðun vakti athygli á eftirfarandi mynd á fundi með Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands í ágúst sl. en hún sýnir að velta

með bréf Íslandsbanka dróst verulega saman í aðdraganda markaðspreifinga samanbórið við veltu með hlutabréf Arion banka.

Mynd 3.1 Heildarvelta með hlutabréf í Íslandsbanka og Arion banka í mars 2022



Heimild: Veltutölur af vef Kauphallar Íslands (Nasdaq Iceland)

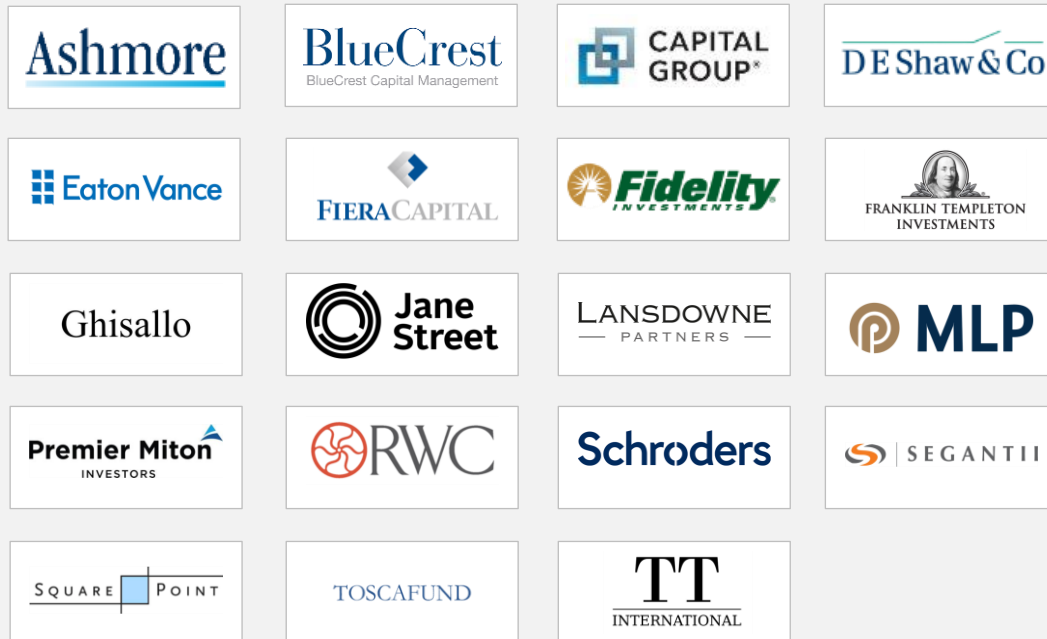
3.2 Markaðspreifingar erlendis

Umsjónaraðilar söluferlisins töldu rétt, á grundvelli innlendar endursvörunar, að ráðast í markaðspreifingar meðal erlendra fjárfesta þriðjudaginn 22. mars. Citigroup Global Markets Europe AG og J.P. Morgan SE leituðu til 19 aðila sem allir höfðu tekið þátt í frumútboði bankans í júní 2021 og voru þegar hluthafar í honum. Bankasýslan og STJ Advisors tóku undir með þeim og töldu jafnframt rétt að kanna áhuga fjárfesta á kaupum á allt að 17,5% hlut í bankanum.

Þar sem Bankasýslan og fjármálaráðgjafinn STJ Advisors töldu líkur hafa aukist á að salan færi fram voru fleiri söluráðgjafar/söluaðilar ráðnir að morgni 22. mars, með fyrirvara um að ráðist yrði í sölu. STJ Advisors hafði fyrir hönd Bankasýslunnar leitað til þessara fyrirtækja í byrjun febrúar 2022 og óskað eftir mögulegum fjárfestalista frá hverju og einu þeirra svo hægt væri að meta fyrirfram mögulegt framlag þeirra til söluferlisins. Um var að ræða söluráðgjafana (e. *joint bookrunners*) Fossa markaði hf. og HSBC Continental Europe og söluaðilana (e. *joint lead managers of the transaction*) Acro verðbréf hf., Íslensk verðbréf hf. og Landsbankinn hf.

Ráðningarferli söluráðgjafanna og söluaðilanna hófst með símafundum sem stýrt var af STJ Advisors og stóðu yfir frá kl. 09:00 til um kl. 10:30. Viðkomandi fyrirtæki staðfestu þátttöku með tölvupóstum til Bankasýslunnar og STJ Advisors síðar um daginn.

Markaðspreifingar erlendis



Á fundi Bankasýslunnar, STJ Advisors og umsjónaraðilanna þriggja þriðjudaginn 22. mars, kl. 12:30, lá fyrir að heildareftirspurn í söluferlinu frá innlendum og erlendum fjárfestum gæti numið um 43 ma. kr.

3.3 Val á söluráðgjöfum

Bankasýslan réðst í samvinnu við Ríkiskaup í val á söluráðgjöfum með opinberri auglýsingu á Evrópska efnahagssvæðinu (EES) áður en ráðist var í frumútboð Íslandsbanka í júní 2021. Úr þeim hópi voru valdir ellefu söluráðgjafar, þar af sjö innlendir, og fjármálaráðgjafi ráðinn á grundvelli sömu viðmiða og verðs. Þeir sem ráðnir voru til að hafa umsjón með sölunni í mars 2022, þ.e. umsjónaraðilarnir, söluráðgjafarnir og söluaðilarnir, voru valdir úr þeim hópi á grundvelli framlags þeirra til frumútboðsins. Að sögn Bankasýslunnar var fjöldi innlendra fjármála-fyrirtækja í söluferlinu, þ.e.a.s. fimm, ákveðinn m.a. til að fá betri sýn á vænt markaðsverð og til að tryggja þátttöku hjá fjölbreyttum og breiðum hópi hæfra fjárfesta.

Innlendir umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar höfðu takmarkaða ef nokkra reynslu af söluferli af því tagi sem hér um ræðir, þ.e. sölu með tilboðsfyrirkomulagi til hæfra fjárfesta. Bankasýslan gaf þeim engin bein fyrirmæli eða leiðbeiningar um framkvæmd sölunnar. Í svari stofnunarinnar til Ríkisendurskoðunar kom fram að þeim hafi verið bent á ákvæði laga nr. 88/2009, laga nr. 155/2012, ákvörðun ráðherra frá 18. mars sl. um meginreglur og markmið með sölumeðferðinni og minnisblað stofnunarinnar frá 20. janúar. Þá var þeim bent á að viðhalda trúnaði um þátttöku þeirra í mögulegu söluferli. Innan hvers fjármálafyrirtækis væri vitneskja um þátttöku þess sem mögulegs söluráðgjafa haldið meðal eins fárra einstaklinga og unnt væri og að ekki væri haft samband við hugsanlega fjárfesta fyrr en að opinber tilkynning um söluu yrði birt. Ríkisendurskoðun telur að Bankasýsla ríkisins hafi vanrækt að tryggja að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.

Á fundi Bankasýslunnar með fjárlaganefnd Alþingis 27. apríl 2022 kom fram að stofnunin kannaði ekki reglur umsjónaraðila söluferlisins, þ. á m. Íslandsbanka, um verðbréfavíðskipti starfsmanna þeirra. Kaup starfsmanna bankans í sölunni voru harðlega gagnrýnd eftir að í ljós kom að átta starfsmenn hans eða einstaklingar nátengdir þeim keyptu hlut í sölunni 22. mars. Í kjölfarið tilkynnti Íslandsbanki að reglum hans um verðbréfavíðskipti starfsmanna yrði breytt.

Bankasýslan hefur vísað til þess að fjármálafyrirtækjum beri lögum samkvæmt að setja sér innri reglur um ráðstafanir gegn hagsmunaárekstrum. Stofnunin mat það svo að regluverk fjármálamarkaðarins væri með þeim hætti að slíkar innri reglur umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila kæmu í veg fyrir hagsmunaárekstra í sölunni. Ljóst er hins vegar að innri reglur Íslandsbanka komu ekki í veg fyrir slíkt. Bankasýslan hefur sagt að stofnunin hafi ekki fengið ráðgjöf af hálfu lögfræðinga eða fjármálaráðgjafa hennar um að nauðsynlegt væri að setja slíka skilmála í sölusamninga. Þá kom ekki til álita hjá stofnuninni í aðdraganda sölunnar að banna söluráðgjöfum eða starfsmönnum þeirra að taka þátt. Bankasýslan vísaði til þess að sölusamningurinn væri byggður á stöðluðu formi sem almennt sé notað í víðskiptum sem þessum frá samtökunum Association for Financial Markets in Europe (AFME).

Í svari fjármála- og efnahagsráðuneytis til Ríkisendurskoðunar kom fram að rætt hafi verið um mögulega árekstra tengdum aðkomu Íslandsbanka að söluráðgjöf, bæði fyrir frumútboð bankans í júní 2021 og sölu 22. mars sl. Þau sjónarmið hafi verið rædd við Bankasýsluna án frekari eftirfylgni af hálfu ráðuneytisins. Í svarinu var ítrekað að það falli innan lögbundins hlutverks Bankasýslunnar að framkvæma söluu, þ.m.t. að velja og semja við söluráðgjafa.

Í gögnum sem Ríkisendurskoðun aflaði kemur fram að fjármála- og efnahagsráðuneyti fór í mars sl. fram á að sölusamningar Bankasýslunnar við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila tækju mið af íslenskum lögum svo að innlendir dómstólar hefðu lögsögu í málum sem gætu komið upp í kjölfar sölunnar. Mörg fordæmi væru fyrir slíku, enda væri íslenska ríkið bæði verkkaupi og eigandi hlutabréfanna. Það hefði því hagsmuna að gæta. Bankasýslan hafði aftur á móti fengið lögfræðiráðgjöf þess efnis að ef samningar tækju mið af íslenskum lögum gætu erlendir umsjónaraðilar eða söluráðgjafar brugðist illa við. Það gæti flækt undirbúning sölunnar og mögulega seinkað henni. Bankasýslan tók undir með ráðgjöfum sínum og að endingu tóku samningarnir mið af breskum lögum.

Í b-lið 4. gr. 3. viðauka við sölusamning Bankasýslunnar við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila (e. *secondary block trading agreement*) má finna ákvæði sem fela í sér yfirlýsingar, ábyrgðir og skuldbindingar (e. *representations, warranties and undertakings*) af hálfu þeirra gagnvart seljanda. Það vakti athygli Ríkisendurskoðunar við yfirferð á sölusamningnum að viðaukinn inniheldur tilvísun í 4. mgr. 1. gr. reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) 2017/1129 frá 14. júní 2017 um lýsingu sem birta skal þegar verðbréf eru boðin í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði. Reglugerðin hefur lagagildi á Íslandi, sbr. lög nr. 14/2020 um sama efni.

Í 1. mgr. 3. gr. lýsingarreglugerðarinnar segir að með fyrirvara um 4. mgr. 1. gr. skuli aðeins bjóða verðbréf í almennu útboði að undangenginni birtingu á skráningarlýsingu í samræmi við reglugerðina. Umrædd 4. mgr. kveður á um að skyldan til að birta slíka lýsingu gildi ekki um ákveðnar tegundir almennra útboða, þ. á m. útboð verðbréfa sem beint er eingöngu til hæfra fjárfesta og útboð verðbréfa sem beint er til færri en 150 einstaklinga eða lögaðila í hverju aðildarríki, annarra en hæfra fjárfesta. Bæði undanþáguaðir eru tilgreind í sölusamningnum.

Ljóst er að skyldan til að birta lýsingu samkvæmt reglugerðinni nær ekki til útboða til hæfra fjárfesta, sbr. framangreint. Undanþáguákvæði þar að lútandi á sér hliðstæðu í a-lið 4. gr. viðauka 3 við sölusamninginn. Ríkisendurskoðun telur aftur á móti sérstakt að styðjast við önnur undanþáguákvæði lýsingarreglugerðarinnar þar sem sölufarlið einskorðaðist við hæfa fjárfesta. Tilgangur ákvæðis sem vísar til undanþágu vegna útboða sem beint er að færri en 150 einstaklingum eða lögaðilum hvers aðildarríkis, annarra en hæfra fjárfesta er ekki augljós og kann, samkvæmt orðanna hljóðan, að vinna gegn því að salan einskorðist við hæfa fjárfesta.

Í svörum Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar kemur fram að þau ákvæði sölusamningsins sem hér um ræðir feli efnislega í sér yfirlýsingar, ábyrgðir og skuldbindingar af hálfu söluráðgjafa gagnvart seljanda sem saman miða að því að tryggja að söluráðgjafar aðhefðust ekkert sem gæti haft þau áhrif að seljandi gerðist brotlegur við lög með því að gefa ekki út lýsingu í tengslum við útboðið. Ákvæðin væru ekki heimildarákvæði heldur reistu þau skorður við tilteknum ráðstöfunum söluráðgjafa í tengslum við útboðið. Er það skoðun Bankasýslunnar að þótt vísun til undanþáguákvæða í 4. gr. viðauka 3 við sölusamninginn hefði verið sleppt, verði ekki séð að það hefði haft áhrif á sölufarlið. Hvers kyns markaðssetning útboðsins af hálfu söluráðgjafa til almennings innan skilgreindra marka eða á grundvelli annarra undanþága frá birtingu lýsingar hefði í raun verið tilgangslaus með öllu, enda lá skýrt fyrir að útboðið einskorðaðist við hæfa fjárfesta og að aðeins slíkir fjárfestar kæmu til álita við sölu hlutanna.

Ríkisendurskoðun spurði einnig fjármála- og efnahagsráðuneyti hvaða skilning það hefði lagt í b-lið 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn og hvaða tilgangi ákvæðið hafi átt að þjóna í söluferli sem beint er að hæfum fjárfestum en ekki almennum. Í svari ráðuneytisins kemur fram að yfirferð þess yfir samningsdrögin hafi ekki verið ítarleg, enda hlutverk Bankasýslunnar að annast framkvæmdaratriði og hafði stofnunin ráðið innlenda og erlenda lögfræðinga til ráðgjafar. Þeir starfsmenn ráðuneytisins sem fóru yfir samningsdrögin stöldruðu ekki sérstaklega við þetta ákvæði. Er það skoðun ráðuneytisins að þar sem engum vafa gat verið undirorpið að söluferlið fól í sér sölu til innlendra og erlendra hæfra fjárfesta megi fullyrða að ákvæðið hafi líklega engum tilgangi þjónað.

Samkvæmt svörum við spurningum Ríkisendurskoðunar er Bankasýsla ríkisins ekki kunnugt um að öðrum en hæfum fjárfestum hafi verið seldir hlutir í útboðinu enda lá skýrt fyrir að salan einskorðaðist við slíka fjárfesta og beindist ekki að almenningi. Bankasýsla ríkisins kveðst engin samskipti hafa átt við umsjónaraðila, söluráðgjafa eða söluaðila um þetta ákvæði.

Ríkisendurskoðun telur að ekki hafi verið nægilega vel vandað til gerðar sölu-samnings þess sem Bankasýslan gerði við umsjónaraðila, söluráðgjafa og sölu-aðila sína. Samningurinn byggir vissulega á stöðluðu formi en þó ekki svo að ákvæði geti ekki tekið breytingum eftir tilefni í ljósi aðstæðna hvernar sölu fyrir sig. Ríkisendurskoðun telur umrædda tilvísun við sölusamninginn ónauðsynlega og óvarlega í ljósi þess að túlkun og/eða beiting ákvæðisins var látin eftir söluráðgjöfunum sjálfum. Ríkisendurskoðun er ekki kunnugt um hvort sölu-ráðgjafar Bankasýslunnar beittu þessu undanþáguákvæði en hafi það verið raunin mun athugun Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands á tilteknum þáttum hvað varðar sölu ríkisins á hlut í Íslandsbanka væntanlega varpa ljósi á slíkt.

3.4 Ákvörðun um sölu

Stjórn Bankasýslunnar ákvað á fundi 22. mars kl. 14:30 að hefja það sem stofnunin kallaði lokað útboð með tilboðsfyrirkomulagi til hæfra fjárfesta. Stjórnin taldi upplýsingar úr markaðspreif-ingum staðfesta að næg eftirspurn væri til staðar svo að réttlætanlegt væri að hefja söluferlið. Forstjóri Bankasýslunnar fór yfir upplýsingar sem borist höfðu frá umsjónaraðilum söluferlisins en staðan var sú að erlendir aðilar vildu að jafnaði greiða lægra verð (5–7% frávík frá dagsloka-gengi) fyrir bréfin en innlendir (3–5%). Eftirspurn innlendra fjárfesta var þá áætluð á bilinu 40–48 ma. kr. en erlendra fjárfesta 70–80 m.USD, eða um 9–10 ma. kr. miðað við þáverandi gengi.

Þátttaka erlendra fjárfesta var að mati umsjónaraðila söluferlisins afar mikilvæg til að tryggja fjölbreytni í eignarhaldi. Þeir töldu mögulegt að innlendir lífeyris-sjóðir gætu eignast svo stóran hlut (og nálægt 10% marki um virkan eignarhlut í bankanum) að ekki yrði um frekari þátttöku af þeirra hálfu að ræða í seinni áföngum sölumeðferðarinnar. Því væri jafnframt mikilvægt að viðhalda erlendri þátttöku upp á frekari sölur á eftirstandandi eignarhlut ríkisins.

Tímalína söludagsins var lögð fram á fundinum og hófst hún á áðurnefndu samþykki stjórnar um að birta tilkynningu um sölu, að því gefnu að söluráðgjafar og STJ Advisors ráðlegðu svo að loknum fundi með þeim kl. 15:00. Í kjölfar fundarins hófst áreiðanleikakönnun af hálfu allra

söluráðgjafa stofnunarinnar kl. 15:20. Þar bar forstjóra Bankasýslunnar að svara spurningum um vitneskju sína um málefni Íslandsbanka. Símafundinum lauk um kl. 15:30 eða um það leyti sem fyrrnefndur sölusamningur við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila var undirritaður af hálfu Bankasýslunnar. Um kl. 15:55 var endanleg útgáfa samningsins send með fyrirvara um undirritun sem lauk kl. 17:26 þegar hver og einn aðili hafði veitt samþykki sitt. Undirritun var því ekki lokið þegar tilkynning um að söluferlið væri hafið var birt kl. 16:11 og söfnun tilboða hófst af hálfu umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila.

Bankasýslan tilkynnti fjármála- og efnahagsráðuneyti kl. 15:30 sama dag að umsjónaraðilarnir hefðu ráðlagt stofnuninni að hefja eftir lokun markaða „lokað útboð“ Íslandsbanka til hæfra fjárfesta. STJ Advisors hafði einnig veitt stofnuninni sömu ráðgjöf.

Markaðspreifingar á þeim tímapunkti gáfu til kynna að innlend eftirspurn á genginu 114–117 kr. á hlut væri 300–350 m.USD, eða um 39–45 ma. kr. á þáverandi gengi. Erlend eftirspurn á genginu 114–115 kr. á hlut væri 90–125 m.USD, eða 12–16 ma. kr. Samkvæmt niðurstöðu markaðspreifinga gaf vænt eftirspurn til kynna að afsláttur af lokaverði hlutabréfanna í Kauphöll Íslands 22. mars gæti endað um og í kringum 5%. Þá kom fram að Bankasýslan myndi tilkynna um sölu fyrir að lágmarki 20% hlutfé í bankanum. Önnur atriði eins og endanlegt söluverð eða stærð sölnnar lágu ekki fyrir fyrir en lengra var liðið á söluferlið.

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að fundargerðir stjórnar Bankasýslu ríkisins vegna funda sem haldnir voru kl. 11:00 þann 21. mars og kl. 14:30 þann 22. mars voru ekki undirritaðar rafrænt af fundarmönnum fyrir en 26. apríl sl. Fundargerðirnar voru því undirritaðar 14 dögum eftir að Ríkisendurskoðun óskaði eftir öllum þeim gögnum og upplýsingum sem orðið höfðu til hjá Bankasýslu ríkisins í tengslum við málið.

Þá gerir Ríkisendurskoðun alvarlegar athugasemdir við að í fundargerð þess fundar sem haldinn var 21. mars, kemur fram að honum hafi lokið kl. 11:30 og að á fundinum hafi stjórn Bankasýslunnar veitt heimild fyrir því að tilteknum innlendum og erlendum aðilum yrðu veittar innherjaupplýsingar vegna markaðspreifinga. Í tölvupósti starfsmanns Bankasýslunnar sem sendur var stjórn hennar kl. 11:40 þennan sama dag vísar hann til umfjöllunar fundarins um markaðspreifingar en óskar jafnframt eftir samþykki stjórnar fyrir því að hefja þær þrátt fyrir bókað samþykki stjórnarinnar skömmu áður. Ekki verður annað séð en að í umræddri fundargerð sé ekki greint frá samþykki stjórnar með réttum hætti.

3.5 Sala hlutabréfanna og úthlutun til fjárfesta

Bankasýslan [tilkynnti](#) kl. 16:11 22. mars að söluferli með tilboðsfyrirkomulagi væri hafið á þegar útgefnum hlutum í Íslandsbanka til innlendra og erlendra hæfra fjárfesta (fagfjárfesta og viðurkenndra gagnaðila, s.s. lífeyrissjóða, fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga). Því gæti lokið hvenær sem væri með skömmum fyrirvara. Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar er óvenjulegt að einkafjárfestum sem ekki teljast til eiginlegra fagfjárfesta eða viðurkenndra gagnaðila sé boðin þátttaka í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan voru hins vegar sammála um að gera ráð fyrir þátttöku einkafjárfesta sem uppfylltu skilyrði sem hæfir fjárfestar í söluferlinu.

Í tilkynningunni kom fram að Bankasýslan hygðist bjóða til sölu, fyrir hönd íslenska ríkisins, að minnsta kosti 20% af útistandandi hlutafé ríkisins í Íslandsbanka sem jafngilti 400 milljónum hluta. Mögulegt yrði að auka við fjölda seldra hluta. Auk nafna þriggja umsjónaraðila sölnnar komu nöfn tveggja söluráðgjafa stofnunarinnar og þriggja söluaðila fram í tilkynningunni. Að öðru leyti kom lítið fram um sjálft söluferlið.

Hlutabréfaverð Íslandsbanka var 122 kr. á hlut við lokun markaða 22. mars. Tilkynning Bankasýslunnar innihélt ekki leiðbeinandi verð heldur kom fram að verð yrði ákvarðað í tilboðsferlinu. Ákvörðun um sölugengi og endanlegan fjölda seldra hluta yrði rökstudd af stofnuninni en endanleg ákvörðun yrði í höndum fjármála- og efnahagsráðherra.

Samkvæmt fylgigögnum með fundargerð af fundi stjórnar Bankasýslunnar kl. 14:30 á söludegnum átti að birta tilkynninguna ekki síðar en kl. 15:45. Þar kom fram að engar tafir mættu verða á birtingu hennar, annars yrði söluferlið í hættu. Á fundi Ríkisendurskoðunar með STJ Advisors kom fram að mikilvægt hafi verið að ná athygli markaðsaðila áður en þeir færu úr vinnu. Einkum var þetta mikilvægt erlendis vegna tímamismunar.

Tilkynningin barst Kauphöll Íslands eins og áður segir kl. 16:11. Fyrstu drög að henni voru útbúin af lögfræðiráðgjöfum Bankasýslunnar fimmtudaginn 17. mars, þ.e. áður en ákvörðun um sölu hafði verið tekin. Í svari hennar kom fram að viðtekin venja sé að hefja undirbúning eins fljótt og unnt er vegna þeirrar miklu tímapressu sem einkennir sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Ritun tilkynningarinnar var á ábyrgð lögfræðiráðgjafa og umsjónaraðilans Íslandsbanka en Bankasýslan og STJ Advisors gerðu athugasemdir við drög hennar fyrir lokaútgáfu.

Þegar ákveðið var eftir fund Bankasýslunnar með umsjónaraðilum kl. 15:00 að tilkynna um sölu á að lágmarki 20% hlut í bankanum, en ekki 17,5% eins og áður hafði verið rætt um, þurfti að breyta fyrirliggjandi drögum á bæði ensku og íslensku í samræmi við það. Það leiddi til seinkunar á birtingu tilkynningarinnar. Jafnframt þurftu umsjónaraðilar að framkvæma áðurnefnda áreiðanleikakönnun, sem hófst með símafundi um kl. 15:20. Af þeim sökum tafðist birtingin enn frekar.

Bankasýslan telur að umrædd seinkun hafi engin áhrif haft á niðurstöðu sölnnar en að mati Ríkisendurskoðunar skiptir hver mínúta máli í jafn flóknu söluferli og tilboðsfyrirkomulag er. Á það ekki síst við þar sem Bankasýslan hafði enga fyrri reynslu af slíku ferli, sölutímabilið var stutt og safna þurfti tilboðum innanlands og erlendis og ákveða lokaverð hlutabréfanna.

Úthlutun hlutabréfa átti samkvæmt tilkynningu Bankasýslunnar að fara fram að viðskiptum loknum og ákveðin af stofnuninni í samráði við umsjónaraðilana. Fram að tilkynningunni höfðu sem næst allir fundir Bankasýslunnar og ráðgjafa hennar verið fjarfundir en eftir að söluferlið hófst fóru starfsmenn stofnunarinnar og sérfræðingar STJ Advisors í höfuðstöðvar Íslandsbanka í Kópavogi þar sem nauðsynlegt þótti að samhæfa framkvæmd sölnnar með fyrirtækjaráðgjöf bankans. Erlendir umsjónaraðilar tóku áfram þátt í gegnum fjarfundabúnað.

3.6 Söfnun tilboða

Eftir að tilkynningin var birt höfðu umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar samband við viðskiptavinina sína til að kanna áhuga á þátttöku og safna tilboðum. Tilboðsgjafar gátu gert mörg tilboð, uppfært þau (verð og magn) og einnig fallið frá þeim á meðan á söluferlinu stóð.

Salan var ekki auglýst á vef Íslandsbanka þar sem markmiðið var að ná til fagfjárfesta en ekki almennra fjárfesta. Að sögn Bankasýslunnar veittu stofnunin eða aðrir sem að söluferlinu komu fjárfestum engar upplýsingar um hvernig endanlegt sölugengi yrði ákvarðað. Eina skilyrðið fyrir þátttöku var að tilboðsgjafi teldist „hæfur fjárfestir“.

Í tilviki fyrirtækjaráðgjafar og verðbréfamiðlunar Íslandsbanka var tölvupóstur sendur til á annað hundrað viðskiptavina bankans og athygli vakin á að salan væri hafin og upplýsingar og leiðbeiningar veittar um hvernig leggja mætti fram tilboð. Þeim skyldi fylgja yfirlýsing eða staðfesting fjárfesta um að þeir hefðu hlotið flokkun, af verðbréfafyrirtæki, sem hæfir fjárfestar. Það vakti athygli Ríkisendurskoðunar að í bréfinu kom fram að öll tilboð væru bindandi en þó er ljóst að þau voru það ekki fyrr en að sölu lokinni.



17:30

Tilkynnt um lágmarksstærð

Bankasýslan, STJ Advisors og umsjónaraðilarnir þrír héldu símafund til að meta stöðu tilboðabókarinnar, þ.e. öll tilboð sem þá höfðu borist. Fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytis sátu fundinn sem áheyrnarfulltrúar í gegnum fjarfundabúnað. Þar var lögð áhersla á að staðfesta tilboð fjárfesta sem fyrst til að unnt væri að birta tilkynningu um að tilboð hefðu borist fyrir lágmarksstærð söluferlisins, 400 milljónum hluta.

18:35

Önnur [kauphallartilkynning](#) birtist þess efnis að tilboð hefðu borist fyrir lágmarksstærðinni. Eftir það hófst önnur umferð samskipta umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila Bankasýslunnar við mögulega fjárfesta eða það sem stofnunin hefur kallað „verðsamkeppniskafla“ söluferlisins.

Ekki er til miðlægur gagnagrunnur um hæfa fjárfesta en hvert og eitt verðbréfafyrirtæki heldur lista um þá viðskiptavinina sína sem uppfylla skilyrði sem slíkir. Umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar gátu því ekki flett upp öðrum tilboðsgjöfum en viðskiptavininum sínum til að fá sannreyndar fullyrðingar um að þeir væru í raun hæfir fjárfestar. Staðfesting á hæfi fjárfesta í söluferlinu átti því að vera framkvæmd hjá hverju fjármálafyrirtæki fyrir sig.

Á fundum Ríkisendurskoðunar með forstöðumönnum fyrirtækjaráðgjafar og verðbréfamiðlunar Íslandsbanka í maí og ágúst 2022 fullyrtu þeir að fjárfestar sem ekki voru í viðskiptum við bankann fram að söludegnum höfðu möguleika á að sækja um og eftir atvikum fá flokkun hjá bankanum sem hæfir fjárfestar á meðan á söluferlinu stóð. Jafnframt var horft til yfirlýsingar frá

fjárfestunum sjálfum um að þeir teldust hæfir fjárfestar. Sá hópur gat sent inn tilboð en bankinn þurfti að meta upplýsingar um hæfi þeirra sjálfstætt áður en uppgjör sölunnar fór fram 28. mars. Að sögn Íslandsbanka barst eitt slíkt tilboð sem var á endanum hafnað áður en uppgjör sölunnar fór fram þar sem viðkomandi tilboðsgjafi gat ekki sýnt fram á að hann uppfyllti skilyrði sem hæfur fjárfestir. Ríkisendurskoðun kannaði ekki hvaða forsendur lágu að baki hjá öðrum umsjónaraðilum, söluaðilum og söluráðgjöfum við mat þeirra á hæfum fjárfestum. Sá angi söluferlisins var í athugun hjá Fjármálaeftirliti Seðlabankans þegar úttekt Ríkisendurskoðunar lauk.

Bankasýsla ríkisins hefur staðfest að stofnunin lagði fyrst og fremst áherslu á að ná til viðskiptavina umsjónaraðilanna, söluráðgjafanna og söluaðilanna. Í svörum kom fram að stofnunin hefði ákveðið að ráða fleiri innlenda söluráðgjafa og söluaðila en almennt gerist til að tryggja aðgengi sem flestra hæfra fjárfesta að sölunni. Stofnunin hafi jafnframt tryggt að upplýsingar um söluferlið væru birtar í tilkynningum til Kauphallar Íslands.

Ríkisendurskoðun gerir athugasemd við að Bankasýslan sem framkvæmdaraðili söluferlisins hafi ekki kannað hvort að umsjónaraðilum, söluráðgjöfum og söluaðilum væri unnt að meta fjárfesta út frá 54. gr. laga nr. 115/2021 innan tilskilins tímaramma. Bankasýslan og eftir atvikum fjármála- og efnahagsráðuneyti hefðu mátt vita að umrætt mat getur alla jafna tekið meiri tíma en gefst í söluferli með tilboðsfyrirkomulagi.

3.7 Ákvörðun um verð og magn

Eftir að tilkynningin um að lágmarksstærð hefði verið náð birtist kl. 18:35 fóru Bankasýslan, STJ Advisors og umsjónaraðilarnir yfir stöðu tilboðabókarinnar. Umræður um innlenda hluta hennar fóru fram í fundaherbergi Íslandsbanka þar sem tilboð, sem borist höfðu umsjónaraðilum, söluráðgjöfum og söluaðilum kl. 19:37, voru færð inn í einfaldan töflureikni í forritinu Microsoft Excel. Annar hugbúnaður eða upplýsingakerfi til að halda utan um tilboð í tilboðsfyrirkomulagi var ekki til staðar.

Á fundi Ríkisendurskoðunar með Íslandsbanka í ágúst sl. kom fram að slíkt kerfi væri ekki aðgengilegt hér á landi enda væri það talið of kostnaðarsamt í ljósi þess hve fáar sölur af samþærilegri stærðargráðu færu fram. Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar hefði verið hægt að nota sama kerfi og notað var í frumútboði Íslandsbanka í júní 2021. Enn fremur er öruggt að ýmis konar erlend upplýsingakerfi hefðu komið að gagni.

Upplýsingar um tilboð erlendra fjárfesta komu fram í tölvupósti frá erlendum umsjónaraðilum sem barst Bankasýslunni kl. 19:45 og sýndi stöðu þeirra kl. 19:15. Þær voru færðar handvirkt inn í töflureikni Íslandsbanka. Innihald tilboðabókarinnar breyttist töluvert eftir því sem leið á kvöldið.

Umsjónaraðilinn Íslandsbanki sendi skömmu áður en salan var tilkynnt til Kauphallar Íslands 22. mars sniðmát í Microsoft Excel til innlendu söluráðgjafanna og söluaðilanna með leiðbeiningum um hvernig átti að fylla það út svo að bankinn hefði yfirsýn yfir þróun eftirspurnar fjárfesta í söluferlinu. Íslandsbanki kynnti sér að öðru leyti ekki hvernig þessir aðilar hugðust safna tilboðum. Framkvæmd sölunnar var ekki samræmd þeirra á milli að öðru leyti en að bankinn ítrekaði við þá að salan næði eingöngu til hæfra fjárfesta.

Að sögn Bankasýslunnar tók töluverðan tíma fyrir umsjónaraðilann Íslandsbanka að halda utan um tilboð vegna fjölda innlendra söluráðgjafa/söluaðila sem tóku við tilboðum og mikillar þátttöku innlendra aðila. Samkvæmt drögum að tímalínu fyrir söludaginn, sem unnin var af Bankasýslunni 21. mars, var gert ráð fyrir að söfnun tilboða lyki kl. 19:00 en henni lauk kl. 21:30.

Ríkisendurskoðun telur að skortur á upplýsingakerfi til að halda utan um tilboð sem bárust og áðurnefnd staðreynd að skipulag skorti varðandi framkvæmd sölunnar milli innlenda umsjónaraðilans og söluráðgjafa og söluaðila hafi átt þátt í hversu flókið og tímafrekt utanumhald um söluna reyndist. Koma hefði mátt í veg fyrir alvarlega annmarka við mat á heildareftirspurn fjárfesta við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð ef stuðst hefði verið við upplýsingakerfi eða hugbúnaðalausnir við utanumhald tilboða í söluferlinu.

Bankasýslan, STJ Advisors og umsjónaraðilarnir funduðu aftur frá kl. 19:40 til 20:30 og var á þeim fundi tekin ákvörðun um að gefa út leiðbeinandi lokaverð og lokamagn sem byggði á sameiginlegri niðurstöðu umsjónaraðilanna. Tilboð innlendra og erlendra fjárfesta voru sameinuð af Íslandsbanka í eina töflu (tilboðabók) í Excel. Kauptilboð hljóðuðu upp á fjárhæð og hámarksverð og var út frá því unnt að reikna áætlaða eftirspurn (fjölda hluta) miðað við mismunandi gengi. Sumir tilboðsgjafar skráðu sig fyrir tilteknum fjölda hluta óháð gengi, en þeir eru nefndir verðþegar (e. *price takers*).

Í sumum tilvikum við sölu hlutabréfa til fagfjárfesta með tilboðsfyrirkomulagi, einkum þegar um stór viðskipti er að ræða, reynir viðkomandi fjárfestingarbanki að leiðbeina bjóðendum um líklegt lokaverð. Það er þó ekki almenn regla.¹ Það var heldur ekki fyrirfram ákveðið að hafa þann háttinn á í söluferli Íslandsbanka samkvæmt fyrrnefndum drögum að tímalínu fyrir söludaginn.

Bankasýslan ákvað, þegar ferlið var hafið, að viðhöfðu samráði við STJ Advisors og umsjónaraðilana þrjá, að gefa út leiðbeinandi lokaverð 117 kr. á hlut og leiðbeinandi lokamagn 22,5% af hlutum í bankanum. Það var mat ráðgjafanna að sú aðferð væri heppileg til að fá fjárfesta, aðallega erlenda, til að hækka verð tilboða án þess þó að valda atburðarrás sem gæti leitt til

117 kr.

**á hlut var leiðbeinandi
lokaverð og lokamagn var
22,5% hlutur í bankanum.**

¹ Bernardo Bortolotti, William Megginson, og Scott B. Smart, „The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwritings“, *Journal of Applied Corporate Finance* 20, tbl. 3 (2008): 35–57, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00192.x>.

Þess að þeir féllu frá kaupum. Áfram var tekið við tilboðum eftir að leiðbeinandi verð var gefið út kl. 21:10.

Umsjónaraðilar sölunnar lögðu til leiðbeinandi lokaverð með hliðsjón af umframeftirspurn og erlendum tilboðum. Í mati fjármálaráðgjafans STJ Advisors kom annars vegar fram það sjónarmið að æskilegt væri að umframeftirspurn væri rífleg, þ.e. í kringum 100%, til að tryggja að úthlutun væri örugg og hlutur skammtímafjárfesta í hóflegum mæli. Hins vegar lagði ráðgjafinn áherslu á að æskilegt væri að erlendir fjárfestar væru meðal kaupenda. Þessir tveir þættir myndu styðja við áframhaldandi viðskipti með hlutabréf í Íslandsbanka sem aftur hefði í för með sér langtímaábata fyrir ríkissjóð. Of stór hluti skammtímafjárfesta myndi skapa söluprýsting í kjölfar ferlisins. Þátttaka erlendra fjárfesta væri til þess fallin að auka tiltrú á bankanum og styrkja væntingar um seljanleika hlutabréfanna á eftirmarkaði.

Samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslunni lögðu erlendu umsjónaraðilarnir Citigroup Global Markets Europe AG og J.P. Morgan SE til að leiðbeinandi magn yrði 20% af hlutafé bankans. Íslandsbanki lagði til að seld yrðu 25%. Niðurstaðan var að selja 22,5%. Þar réðu m.a. sjónarmið um að ekki væri viðtekin venja gagnvart áhugasömum fjárfestum að auka framboð á hlutabréfum til sölu svo mikið frá því sem gefið var út við upphaf sölufelisins. Stækkun upp í 25% hlut hefði, að mati erlendra ráðgjafa Bankasýslunnar, getað leitt til þess að áhugasamir fjárfestar breyttu tilboðum sínum og mögulega dregið þau til baka áður en sölunni lauk.

Þegar leiðbeinandi lokaverð og magn voru til umfjöllunar á umræddum fundi var framsetning á upplýsingum um tilboð sem borist höfðu á töfluformi í Microsoft Excel. Taflan innihélt öll tilboð, bæði innlend og erlend, sem tekin höfðu verið saman af Íslandsbanka. Þá var eftirspurn fjárfesta á umræddum tímapunkti dregin saman í töflu sem sýndi þróun hennar eftir mismunandi gengi.

Á fundinum sem stóð yfir frá 19:40 til 20:30 var tekið fram við fundargesti að tilboðstímabilið væri enn opið og að ekki væri búið að yfirfara vinnuskjalið, m.a. með tilliti til tvítalninga. Til viðbótar var gerður skýr fyrirvari um nákvæmni heildareftirspurnar á umræddum tímapunkti eins og hún birtist í einstökum tilboðum enda gátu fjárfestar breytt tilboðum sínum fram að sölulokum.

Annmarkar við mat á eftirspurn

Við athugun Ríkisendurskoðunar á stöðu tilboða, um það leyti sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn var tekin, komu í ljós annmarkar í útreikningum í fyrrnefndu Excel-skjali sem hélt utan um innlend og erlend tilboð í söluferlinu.

Í **fyrsta lagi** var umframeftirspurn reiknuð með villandi hætti og hún vanmetin. Samkvæmt útreikningum í skjalinu var á umræddum tímapunkti, út frá fyrirliggjandi tilboðum og við gengið 117 kr. á hlut, áætlað að eftirspurn væri 1,7 falt framboð eða sem nemur 70% umframeftirspurn. Sá útreikningur miðaði við að 450 milljón hlutir (22,5% hlutur í bankanum) væru í boði en staðreyndin er sú að í upphafi söfnunar tilboða var miðað við 400 milljón hluti. Á umræddum tímapunkti hafði ekki verið ákveðið að stækka sölna í 450 milljón hluti og í raun var niðurstaða útreiknings á umframeftirspurn notuð til að réttlæta stækkun.

Þá miðast útreikningur á eftirspurnarhlutfalli, þ.e. heildartilboð miðað við viðkomandi verð sem hlutfall af framboði, í öllum tilvikum við gengið 117 en ætti að miðast við viðkomandi gengi, þ.e. það gengi sem fjárfestar voru tilbúnir að kaupa tiltekna hluti á.

Sé miðað við 400 milljón hluti breytist mat á eftirspurnarhlutfalli verulega. Sé horft á gengið 117 hækkar það til að mynda úr 1,7 í 1,9, þ.e. 90% umframeftirspurn, og við gengið 118 hækkar það úr 1,5 í 1,7.

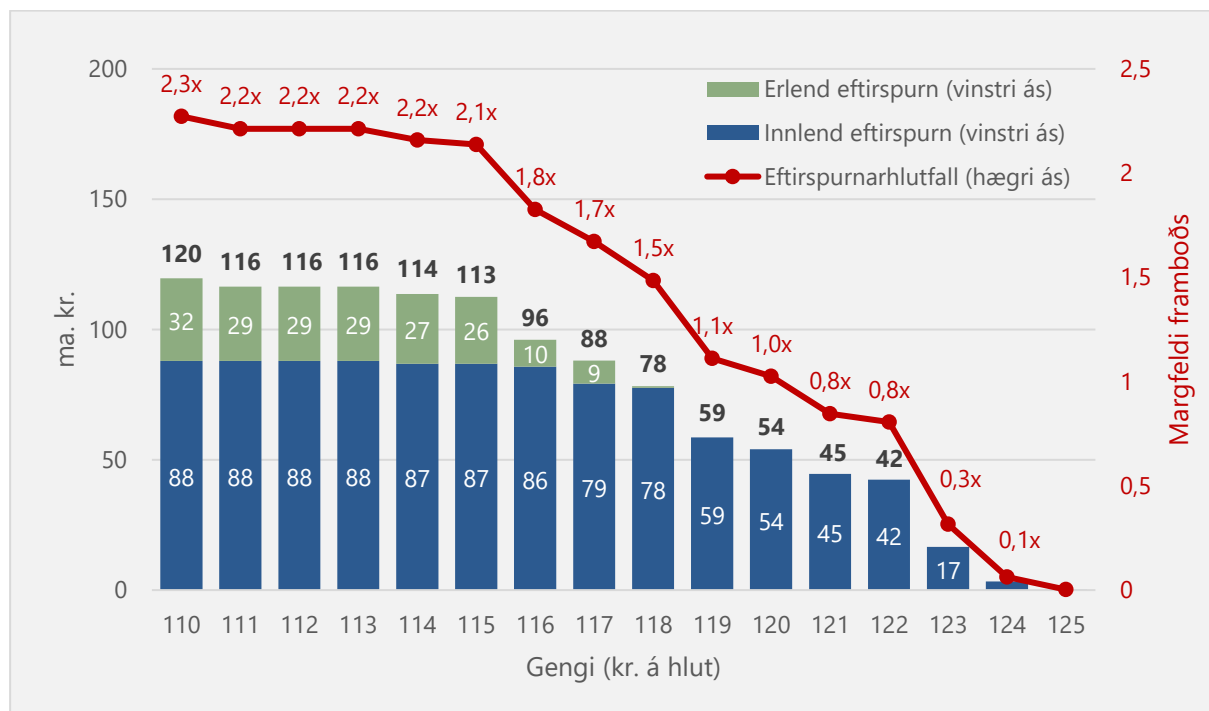
Í **öðru lagi** leiðir greining á stöðu tilboðabókarinnar á þessum tímapunkti einnig í ljós vanmat á reiknaðri eftirspurn af þeirri ástæðu að við útreikning á heildareftirspurn voru tilboð verðþega (e. *price takers*), þ.e. þeirra sem gáfu ekki upp hámarksverð í tilboðum sínum, skráð á genginu 117. Þessir aðilar voru, á þessum tímapunkti, tíu talsins. Á umræddum tíma var ekki búið að gefa út leiðbeinandi lokaverð og eftirspurn verðþega eftir hlutum á hærra verði en 117 því vanmetin. Réttara hefði verið að miða tilboð þeirra við dagslokagengi við lokun markaða.

Í **þriðja lagi** er fjöldi færslna í tilboðabókinni, þ.e. færslur sem innihéldu fjárhæð tilboða fjárfesta, ekki færður inn á réttu formi, heldur ýmist með erlendri kommusetningu eða fjárhæð skilgreindri sem texta. Ástæðan er sú að tveir innlendir söluráðgjafar/söluaðilar sendu Íslandsbanka tilboð sem þeir höfðu safnað saman og skráð niður með þeim hætti að Excel-töflureiknirinn nam þau ekki. Þau birtust því ekki í útreikningi Íslandsbanka á heildareftirspurn þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Um var að ræða tilboð sem námu samtals um 20 ma. kr.

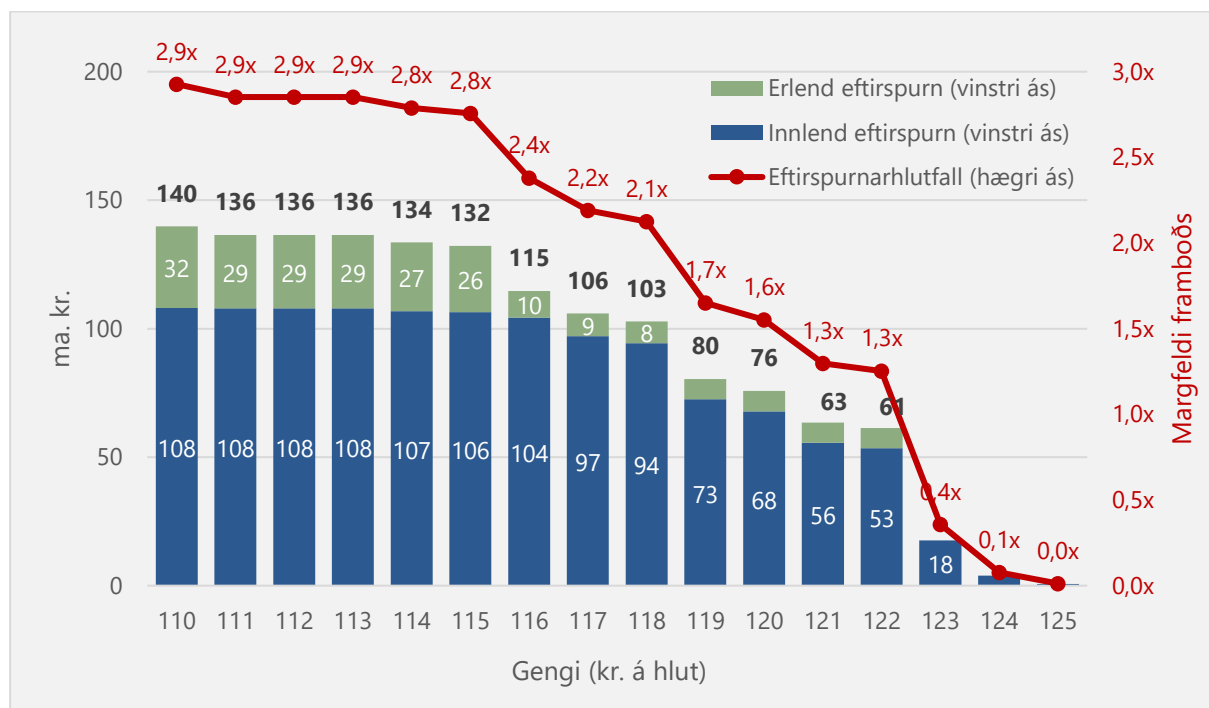
Samtals voru villur í 116 færslum í tilboðabókinni en hún samanstóð þá af 303 færslum.

Mynd 3.2 sýnir heildareftirspurn eftir mismunandi gengi samkvæmt útreikningum Íslandsbanka á þeim tímapunkti sem leiðbeinandi lokaverð var ákveðið. Séu framangreindir annmarkar leiðréttir breytist framsetningin nokkuð (sjá mynd 3.3). Mestur er munur heildareftirspurnar við gengið 118 kr. á hlut eða því sem nemur 24,6 ma. kr.

Mynd 3.2 Heildareftirspurn eftir mismunandi gengi skv. útreikningum Íslandsbanka



Framsetning út frá gögnum Íslandsbanka um heildareftirspurn þegar leiðbeinandi verð og magn voru ákvörðuð. Súlurnar sýna heildarfjárhæð tilboða í ma. kr. miðað við tiltekið gengi sundurliðaða eftir innlendum og erlendum aðilum.

Mynd 3.3 Leiðrétt yfirlit um heildareftirspurn þegar leiðbeinandi verð var ákveðið

Leiðrétt yfirlit um heildareftirspurn þegar leiðbeinandi verð og magn voru ákvörðuð. Súlurnar sýna heildarfjárhæð tilboða í ma. kr. miðað við tiltekið gengi sundurliðaða eftir innlendum og erlendum aðilum. Eftirspurnarhlutfallið er hér reiknað út frá eftirspurn eftir fjölda hluta.

Vert er að taka fram að framangreind mynd 3.2 var ekki tiltæk og því hvorki sýnd Bankasýslunni né fjármála- og efnahagsráðuneyti við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð. Hún lýsir engu að síður þeim gögnum sem þá voru til umfjöllunar og sýnir að framsetning á tilboðum sem borist höfðu á umræddum tímapunkti var byggð á röngu mati á eftirspurn. Það breytir því þó ekki að ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð (117 kr. á hlut) byggði fyrst og fremst á mati erlendra umsjónaraðila sölnnar um að hægt væri að fá erlenda fjárfesta til að hækka tilboð sín upp í það verð en ekki herra (sjá nánar kafla 3.9). Slík ákvörðun getur þó aldrei verið fullkomlega óháð innlendri eftirspurn og því gat vanmat á henni haft áhrif á niðurstöðuna.

Þegar Ríkisendurskoðun óskaði í ágúst 2022 skýringa hjá Íslandsbanka varðandi umrædda villu tengdri kommuþetningum í Excel-skjalinu kom fram að bankinn hafi vakið athygli á að hluti tilboða hefði verið á röngu formi í skjalinu. Það hafi bankinn gert í skýringu undir mynd yfir heildareftirspurn í sölnunni sem hann útbjó fyrir Bankasýslu ríkisins 24. maí sl. Sú mynd var sambærileg mynd 3.2 hér að ofan. Í umræddri skýringu segir að myndin innihaldi ekki öll tilboð þar sem þau gögn sem hún byggir á hafi ekki verið yfirfarin og hreinsuð. Þrátt fyrir þessi svör er ljóst að Bankasýslan var ekki meðvituð um skekkjuna sem rekja má til rangra kommuþetninga fyrr en 12. ágúst sl. þegar stofnuninni barst fyrirspurn frá Ríkisendurskoðun um málið. Íslandsbanki telur áhrif skekkna í vinnuskjalinu óveruleg þar sem tilboðum hafi jafnframt verið ofaukið við samlagningu í því þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin á söludegi. Ríkisendurskoðun getur ekki fallist á að frekari ónákvæmni í gögnum sem ákvörðun um verð byggir á geti verið til bóta.

Vegna umræddra annmarka í tilboðabók söluferlisins höfðu Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneyti hvorki réttar né fullnægjandi upplýsingar um raunverulegt umfang eftirspurnar fjárfesta þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn var tekin.

Áður en leiðbeinandi lokaverð var samþykkt leitaði fjármálaráðgjafinn STJ Advisors til umsjónaraðilanna þriggja um hvort unnt væri að hækka það í 118 kr. á hvern hlut. Samkvæmt svari Bankasýslunnar og STJ Advisors töldu þeir það óráðlegt og allt að því ómögulegt. Hætta væri á að stórir erlendir fjárfestar, sem mikilvægir voru söluferlinu, myndu hætta við þátttöku ef söluverðið myndi hækka. Í svari Bankasýslunnar kom fram að umsjónaraðilarnir hefðu jafnframt metið sem svo að frekari hækkun gæti haft neikvæð áhrif á þróun hlutabréfaverðs bankans að sölunni lokinni (eftirmarkað bréfanna).

Fundur Ríkisendurskoðunar með Bankasýslunni og starfsmönnum fyrirtækja-ráðgjafar og verðbréfamiðlunar Íslandsbanka staðfestu að vilji til að auka hlutdeild erlendra fjárfesta hafi einkum ráðið því að endanlegt söluverð var ákveðið í 117 kr. á hlut. Í máli Bankasýslunnar kom fram að stofnunin og ráðgjafar hennar hefðu lagt mikla áherslu á að fá erlenda fjárfesta að bankanum. Ef þeir hefðu fengið minni úthlutun hefði það mögulega komið í veg fyrir frekari fjárfestingu erlenda aðila í síðari sölum Bankasýslunnar á 42,5% eftirstandandi hlut ríkisins í Íslandsbanka. Þá kom fram á fundi Ríkisendurskoðunar með fjármálaráðgjafanum STJ Advisors að dæmi hafi verið um að innlendir fjárfestar sem tóku þátt í sölunni hafi talið þátttöku erlendra fjárfesta í henni mikilvæga.

Milli kl. 20:41 og 20:53 áttu stjórnarformaður og forstjóri Bankasýslunnar símtal við fjármála- og efnahagsráðherra til að upplýsa hann um að stofnunin teldi rétt að birta leiðbeinandi lokaverð og magn á grundvelli ráðgjafar umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa. Ráðherra gerði engar athugasemdir við áform stofnunarinnar.

Þriðja [tilkynning](#) um söluferli Íslandsbanka birtist á vef Kauphallar Íslands kl. 21:10. Þar kom fram að umsjónaraðilar sölunnar hefðu ráðlagt að leiðbeinandi lokaverð yrði 117 kr. á hvern hlut. Líkur væru á að lægri tilboð yrðu ekki samþykkt. Bankasýslan myndi leggja til að stærð sölunnar yrði 22,5% af heildarhlutafé bankans og söluferlinu myndi ljúka klukkan 21:30. Eftir að tilkynningin var birt höfðu umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar stuttan tíma fyrir frekari samskipti við fjárfesta áður en sölunni lauk kl. 21:30.

Milli kl. 21:00 og 21:30 var haldinn stjórnarfundur Bankasýslunnar í höfuðstöðvum Íslandsbanka. Þar samþykkti stjórnin tillögu til ráðherra sem innihélt bæði rökstutt mat á tilboðum og tillögu um lokaverð og magn. Lagt var fyrir stjórn að samkvæmt upplýsingum frá umsjónaraðilum hefðu á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar skráð sig fyrir hlutum að fjárhæð 100 ma. kr. Sölugengið 117 kr. á hlut, sem jafngildi 4,1% fráviki frá dagslokagengi Íslandsbanka 22. mars, var ásætlanleg niðurstaða af hálfu Bankasýslunnar, ráðgjafa hennar og fjármála- og efnahagsráðuneytis.

Samkvæmt Bankasýslunni tók töluverðan tíma að yfirfara öll innlend tilboð og setja í töflureikni en erlend tilboð voru færri. Þegar þau bárust Bankasýslunni kom í ljós að tveir leiðandi erlendir hluthafar í bankanum höfðu hækkað tilboð sín frá því að tilkynnt var um leiðbeinandi lokaverð og magn. Bankasýslan sendi tölvupóst til fjármála- og efnahagsráðherra kl. 23:17 um tilboð eftir tegund fjárfesta til að upplýsa um stöðu tilboðabókar. Tafla 3.1 veitir upplýsingar um stöðu hennar eftir lokun söluferlisins miðað við leiðbeinandi lokaverð. Á þeim tíma átti enn eftir að yfirfara tilboðabókina m.t.t. tvítalninga á tilboðum.

Tafla 3.1 Upplýsingar til fjármála- og efnahagsráðherra um stöðu tilboðabókar

Tegund	Fjöldi tilboða	Hlutir	Fjárhæð (ma.kr)	Hlutfall
Lífeyrissjóðir	72	372.890.663	43,6	28,6%
Hefðbundnir hlutabréfajárfestar	59	147.901.912	17,3	11,3%
Aðrir fagjárfestar	15	77.455.230	9,1	5,9%
Einkajárfestar	257	395.106.241	46,2	30,3%
Fjármálafyrirtæki	4	29.644.870	3,5	2,3%
Tryggingafyrirtæki	11	14.662.392	1,7	1,1%
Innlendir fjárfestar	418	1.037.661.308	121,4	79,5%
Hefðbundnir hlutabréfajárfestar	7	86.170.213	10,1	6,6%
Aðrir fagjárfestar	12	180.851.064	21,2	13,9%
Erlendir fjárfestar	19	267.021.277	31,2	20,5%
Samtals fjárfestar	437	1.304.682.585	152,6	100,0%

Heimild: Bankasýsla ríkisins



Tilkynningar Bankasýslunnar í sölu

22. mars 2022

16:11

„Bankasýsla ríkisins hefur söluferli á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka“

18:35

„Áskriftir hafa borist fyrir lágmarksfjölda hluta“

21:10

„Leiðbeinandi verð og stærð á útboði“

23. mars 2022

06:17

„Niðurstaða söluferlis á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka“

09:42

Flöggun Bankasýslu ríkisins eftir sölu

Á tvítalningum eru tvær eðlilegar skýringar. Sumir fjárfestar lögðu fram tilboð hjá fleiri en einum umsjónaraðila, söluráðgjafa eða söluaðila. Jafnframt gerðu margir fleiri en eitt tilboð með mismunandi hámarksverði. Skýrir það hvers vegna fjöldi tilboða er 437 í töflu 3.1 þegar einungis 209 fjárfestar sendu inn tilboð. Þar af fengu 207 úthlutað.

Um miðnætti á söluþegi átti sér stað fundur milli Bankasýslunnar og ráðgjafa hennar um tillögu að úthlutun til erlendra fjárfesta, sem voru að baki um 20% af tilboðum miðað við gengið 117 kr. á hlut, og innlendra, sem voru að baki 80%. Niðurstaðan varð sú að úthluta 15% af hlutum í bankanum til erlendra fjárfesta en 85% til innlendra.

Forstjóri og starfsmenn Bankasýslu ríkisins, ásamt fulltrúum STJ Advisors, sátu fundinn þegar tillögur um úthlutun til fjárfesta voru lagðar fram af umsjónaraðilum og samþykktar af stofnuninni með breytingum (sjá nánari umfjöllun í kafla 3.10). Stjórn Bankasýslunnar var einnig viðstödd þegar opnað var fyrir tilboð en fór þegar ráðherra hafði samþykkt lokaverð og magn kl. 23:27. Úthlutun lauk um kl. 03:30 að morgni 23. mars. Í kjölfar þess var birt tilkynning um niðurstöðu söluferlis og flöggun Bankasýslu ríkisins til Kauphallar Íslands.

3.8 Rökstutt mat til ráðherra

Stjórn Bankasýslunnar samþykkti á fundi sem hófst kl. 21:00 að skila til fjármála- og efnahagsráðherra rökstuddu mati á tilboðum í eignarhlutinn sem þá lágu fyrir. Tillaga stofnunarinnar með [rökstudda matinu](#) var send ráðherra með tölvupósti kl. 21:40. Þar kom eins og áður segir fram að samkvæmt upplýsingum frá söluráðgjöfum stofnunarinnar hefðu á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar, innlendir og erlendir, skráð sig fyrir hlutum fyrir samtals meira en 100 ma. kr.

Í ljósi þess að tekið var við tilboðum til klukkan 21:30 liggur fyrir að stjórn Bankasýslunnar bjó ekki yfir endanlegum upplýsingum um eftirspurn fjárfesta þegar hún samþykkti umrætt orðalag. Ríkisendurskoðun telur að það útskýri ónákvæmt orðalag stjórnarinnar um heildareftirspurn fjárfesta sem var í reynd 148,4 ma. kr. miðað við gengið 117 kr. á hlut. Upplýsingar til ráðherra í rökstudda matinu voru ónákvæmar bæði hvað varðar fjölda fjárfesta sem skráðu sig fyrir hlutum og heildarfjárhæð tilboða.

Í rökstudda matinu kom fram að Bankasýslan taldi sig hafa tryggt hæsta mögulega verð fyrir eignarhlutinn miðað við stærð sölnunnar ásamt því að hafa dregið úr þeirri langtímaáhættu sem fylgir eignarhaldi ríkisins á fjármálafyrirtækjum. Á þessum grundvelli, og að virtum tillögum umsjónaraðilanna þriggja og ráðgjöf frá STJ Advisors lagði Bankasýslan til við ráðherra að:

- ✓ Lokaverð í útboðinu yrði 117 kr. á hvern hlut (4,1% frávik frá dagslokagengi bréfanna).
- ✓ 450 milljónum hluta yrði úthlutað, þ.e. 22,5% af heildarhlutafé bankans.



Fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytis voru viðstaddir fund Bankasýslunnar með ráðgjöfum stofnunarinnar kl. 15:00 þar sem ákvörðun var tekin um að ráðast í sölu eignarhlutarins. Til viðbótar fylgdust þeir með sölunni sem áheyrnarfulltrúar á þremur stafrænum fundum Bankasýslunnar. Þar lögðu þeir áherslu á að afsláttur af dagslokagengi hlutabréfanna yrði ekki meiri en 5% og fylgdust með hvernig samsetning kaupendahópsins þróaðist. Lögðu þeir áherslu á að hún yrði ásættanleg með tilliti til markmiða sölunnar um dreift eignarhald og fjölbreytni í hluthafahópi Íslandsbanka.

Á hverjum fundi eftir að söluferlið hófst fengu fundargestir kynningu erlenda ráðgjafa Bankasýslunnar á nýjum erlendum tilboðsgjöfum og þeim sem höfðu dregið sig til baka. Einstaka sviðsmyndir af stöðu mála voru sýndar á umræddum fundum, t.d. tafla sem sýndi eftirspurnarmagn miðað við mismunandi verð. Hugmyndir að úthlutun til einstakra tilboðsgjafa eða flokka voru ekki bornar undir ráðuneytið.

Í svari ráðuneytisins til Ríkisendurskoðunar kom fram að það sem fram fór á fundunum hafi ekki gefið því ástæðu til að grípa inn í söluferlið eða hlutast til um það á nokkurn hátt. Ljóst hafi verið að sú aðferðafræði sem beitt var í söluferlinu leiddi til talsverðrar fjölbreytni í endanlegum kaupendahópi og að þar með myndi stofnunin ná þeim markmiðum í endanlegri úthlutun sem ráðherra setti fram í ákvörðun sinni 18. mars um að hefja sölumeðferðina. Tillaga um leiðbeinandi lokaverð og leiðbeinandi stærð sölunnar hafi verið Bankasýslunnar eftir samráð við ráðgjafa hennar. Hún hafi verið kynnt ráðuneytinu sem gerði ekki athugasemdir við hana.

Rökstutt mat Bankasýslunnar til ráðherra innihélt engan rökstuðning fyrir ákvörðun lokaverðs eða hvernig ákvörðun um það hafði áhrif á samsetningu kaupendahópsins. Ráðuneytið hafði hvorki nákvæmar upplýsingar um endanlega stöðu tilboðabókarinnar né hvernig átti að beita viðmiðum Bankasýslunnar við úthlutun hlutabréfanna sem kynnt voru í rökstudda matinu og fjallað er um í kafla 3.10.

Ráðuneytið óskaði eftir að fá að bíða með endanlega ákvörðun um veitingu heimildar til að ljúka sölunni þar til tafla sem sýndi flokkun fjárfesta, fjölda þeirra og hlutfall tilboða hvers flokks af heildinni hefði borist. Fyrr um kvöldið, um kl. 21:00, hafði ráðuneytið fengið upplýsingar um 10 stærstu innlendu tilboðsgjafana og stærstu erlendu fjárfestana.

Ráðherra svaraði rökstudda matinu með [bréfi](#) til Bankasýslunnar kl. 23:27 á grundvelli framangreindra upplýsinga. Þar kom fram að hann hefði fallist á tillögu hennar og veitti hann stofnuninni umboð til að ljúka sölumeðferðinni í samræmi við hana. Endanlegur frágangur varðandi úthlutun hlutabréfanna til fjárfesta stóð þó yfir langt fram á nótt og kom ráðuneytið

ekki að þeirri vinnu. Í svari Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar í maí 2022 ítrekaði stofnunin að ákvörðun um lokaverð og lokamagn hafi verið ráðherrans:

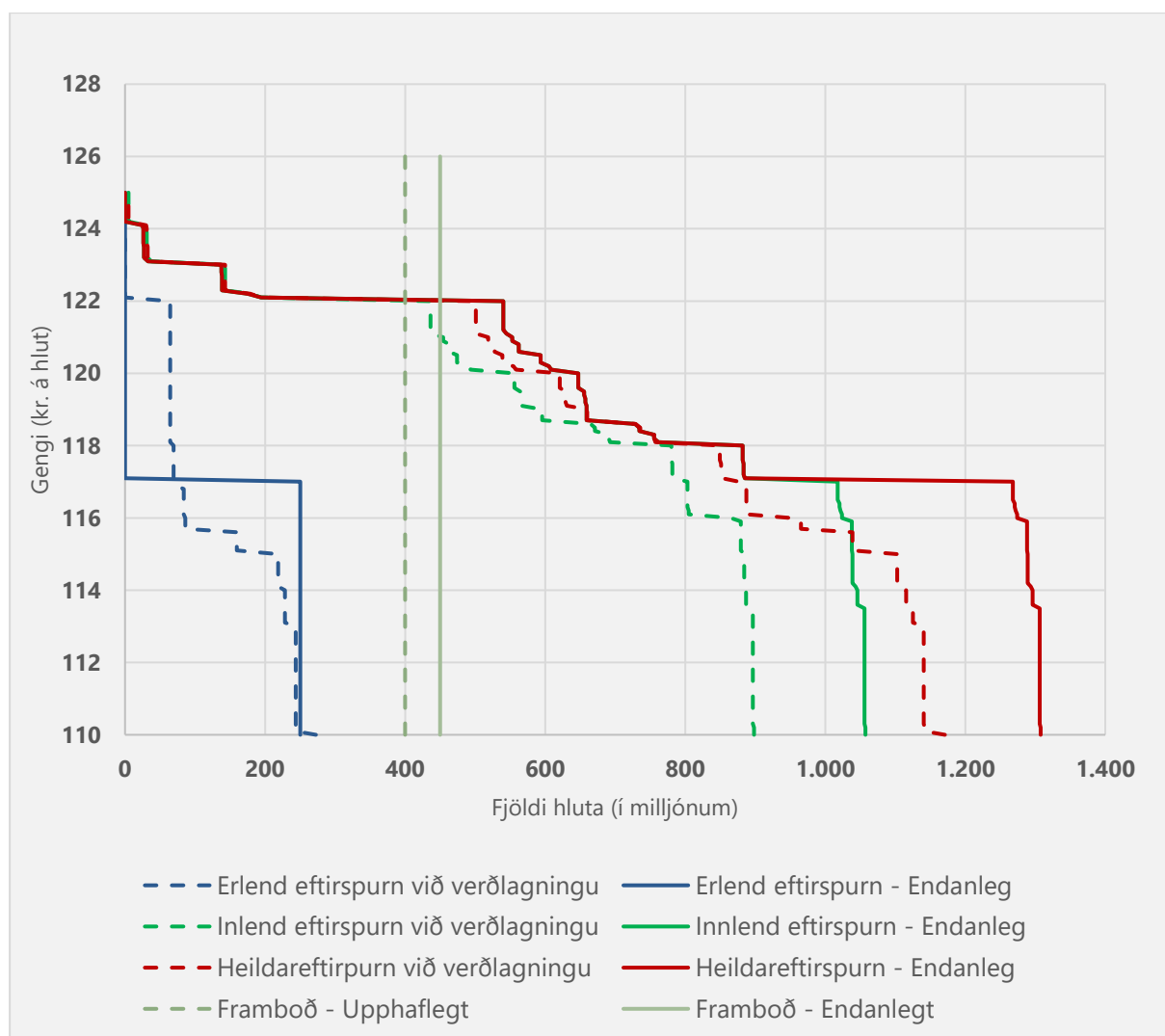
Þessu til viðbótar er það tekið fram að samkvæmt hefðum á hlutabréfa-mörkuðum búast áskrifendur við því að leiðbeinandi verð og magn endi í lok útboðs sem raunverð og magn. Ljóst er hins vegar að leiðbeinandi lokaverð og magn er leiðbeinandi og engin lokaákvörðun í skilningi laga nr. 155/2012 tekin, en verulega mikið hefði þurft að koma til svo forsendur væru til þess að breyta leiðbeiningum. Af þeim sökum var náð samráð við ráðherra og ráðuneyti þegar sú ákvörðun var tekin. Fyrir framangreindu eru ýmsar ástæður, m.a. trúverðugleiki og orðspor umsjónaraðila og seljanda hlutanna, og sjónarmið um sanngirni og jafnræði bjóðenda. Var það mat Bankasýslu ríkisins að ekkert gæfi til kynna þegar ákvörðun um rökstudda matið var tekin, að forsendur væru til að hverfa frá leiðbeiningum og því tekin ákvörðun um að rökstudda matið væri lokaverð upp á 117 kr. per hlut og magn sem samsvaraði 22,5% eignarhlut ríkisins.

3.9 Greining á tilboðabókinni

Athugun Ríkisendurskoðunar á tilboðabók söluferlisins sýnir að tilboð fjárfesta í eignarhlut ríkisins á sölugenginu 117 kr. á hlut námu um 282% af fyrirbyggjandi framboði hlutabréfa í söluferlinu. Tilboð bárust í allan eignarhlutinn á dagslokagengi bankans á söludegi, þ.e. 122 kr. á hlut, eða hærra (sjá mynd 3.4). Alls bárust 140 slík tilboð í samtals 540 milljónir hluta sem jafngildir 120% af framboði. Hefði eignarhluturinn verið seldur á því verði hefði söluandvirði 22,5% hlutar íslenska ríkisins í Íslandsbanka verið 2,25 ma. kr. hærra en raunin varð. Ríkisendurskoðun bendir á að þá hefði einungis verið horft til markmiðsins um hagkvæmni en ekki annarra markmiða söluferlisins.

Mynd 3.4 veitir yfirsýn um tilboðabókina, annars vegar í aðdraganda birtingar á leiðbeinandi lokaverði og hins vegar stöðu hennar í lok söluferlisins. Myndin sýnir annars vegar eftirspurnarferla, þ.e. öll tilboð miðað við tiltekið hámarksverð eða hærra. Hins vegar sýnir myndin lóðréttu framboðsferla, þ.e.a.s. fjölda hluta sem boðnir voru til sölu. Brotnir ferlar tákna stöðuna um klukkan 19:37 þegar útgáfa leiðbeinandi lokaverðs var tekin til skoðunar en óbrotnu ferlarnir sýna lokastöðuna. Myndin sýnir einnig sundurliðun eftirspurnar í innlendan og erlendan hluta.

Mynd 3.4 Tilboð í hluti í Íslandsbanka miðað við hámarksgengi (eftirspurnarferill), við útgáfu leiðbeinandi verðs (við verðlagningu) og við lok tilboðstímabils



Mynd 3.4 dregur fram nokkur áhugaverð atriði. Í fyrsta lagi var talsvert meiri eftirspurn við lok söluferlisins en kl. 19:37. Það getur bæði stafað af áframhaldandi markaðsstarfsemi umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila og áhrifum þess að gefið var út leiðbeinandi verð. Birting leiðbeinandi lokaverðs hafði t.d. afgerandi áhrif á erlenda hluta tilboðabókarinnar. Magn erlendar eftirspurnar breyttist lítið en hámarksverð tilboða breyttist verulega og nær allir erlendu tilboðsgjafarnir gerðu 117 kr. á hlut að hámarkstilboði, ýmist til lækkunar eða hækkunar fyrri tilboða sinna.

Mestu máli skiptir að við gengið 117 jókst erlenda eftirspurnin úr 73 milljónum hluta í 250 milljónir. Innlenda eftirspurnin við gengið 117 jókst einnig umtalsvert og fór úr 803 milljónum hluta í 1.018 milljónir. Eftirspurn við herra gengi styrktist einnig innanlands en þó ekki eins mikið.

Í ljósi mikillar umframeftirspurnar er eðlilegt að spyrja hvort skynsamlegt hefði verið að selja eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka á herra lokaverði en gert var. Greining á tilboðabókinni áður en ákveðið var að stækka eignarhlutinn sem var til sölu í 450 milljón hluti sýnir að umtalsverð

eftirspurn var einnig við hærra verð. Til dæmis var eftirspurn við 118 kr. á hlut meira en tvöfalt framboð. Eftirspurn var 162% af framboði við gengið 120 kr. á hlut og 135% af framboði við 122 kr. á hlut sem var dagslokagengi bankans 22. mars (sjá töflu 3.2).

Svo virðist því sem að hægt hefði verið að selja hlut ríkisins á hærra verði en gert var. Það verður þó ekki tekið úr samhengi við ákvörðun Bankasýslunnar um að auka framboð bréfa í ferlinu úr 400 í 450 milljón hluti. Á þessum markaði sem flestum öðrum gildir eftirspurnarlögmálið um niðurhallandi eftirspurnarferil, þ.e. eftir því sem verð á hvern hlut er hærra er magn eftirspurnar lægra. Endanleg eftirspurn umfram framboð var engu að síður talsverð miðað við aukið framboð upp á 450 milljón hluti, t.d. 196% af framboði við gengið 118 og 120% við gengið 122.

Tafla 3.2 Eftirspurn sem hlutfall af framboði í lok söluferlis og við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð, miðað við upphaflega áætlað framboð (400 m. hluti) og endanlegt framboð (450 m. hluti)

Gengi (kr. á hlut)	Endanleg eftirspurn		Við leiðbeinandi lokaverð	
	400 m. hlutir	450 m. hlutir	400 m. hlutir	450 m. hlutir
117	317%	282%	219%	195%
118	221%	196%	212%	189%
120	162%	144%	155%	138%
122	135%	120%	125%	111%

Heimild: Bankasýsla ríkisins

Miðað við framangreindar upplýsingar fær sú fullyrðing stjórnar Bankasýslu ríkisins, í rökstuddu mati sínu til ráðherra, að stofnunin hafi tryggt hæsta mögulega verð fyrir hlutina miðað við útboðsstærð vart staðist. Þar var t.d. ekki tiltekið að aðkoma erlendra fjárfesta hafði mikil áhrif á ákvörðun um lokaverð. Eins og fjallað var um í kafla 3.8 var rökstutt mat Bankasýslunnar til ráðherra sent einungis fáeinum mínútum eftir að söfnun tilboða lauk. Í kafla 3.6 kemur jafnframt fram að utenumhald með tilboðabókinni, af hálfu fyrirtækjaráðgjafar Íslandsbanka, var mjög ábótavant.

Mikilvægt er að líta til þess að ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og aukið magn seldra hluta var tekin fyrr um kvöldið þegar tilboðabókin var enn í þróun. Tilboðsgjafar máttu ætla að afar ólíklegt væri að vikið yrði frá þeirri leiðsögn á lokastigi ferlisins. Því er ekki hægt að fullyrða að þeir sem lögðu fram tilboð með hærra hámarksverði en 117 kr. á hlut í kjölfar tilkynningarinnar hafi í raun verið tilbúnir til að greiða hærra verð en sem því nemur. Ákvörðun um hærra verð á lokastigi ferlisins hefði mögulega getað leitt til þess að tilboð væru dregin til baka með ófyrirséðum afleiðingum. Af þessum sökum er réttara, við skoðun á niðurstöðu söluferlisins, að miðað sé við stöðu tilboðabókarinnar þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin og eðlilegar væntingar um þróun tilboða.

Síðustu tveir dálkar í töflu 3.2 sýna eftirspurn umfram framboð miðað við stöðu tilboðabókarinnar klukkan 19:37. Taflan sýnir að þá þegar var tvöföld eftirspurn miðað við fyrirhugað framboð við verðið 117 kr. á hlut og mikil eftirspurn, jafnvel við hærra verð, til dæmis 212% af fyrirhuguðu framboði við verðið 118 og 120% við verðið 122 kr. á hlut. Fleiri sjónarmið en heildareftirspurn skipta auðvitað máli. Til dæmis getur verið mikilvægt að eftirspurn sé rífleg

svo að hægt sé að takmarka úthlutun til skammtíma fjárfesta, sem líklegir eru til að endurselja fljótlega. Einnig getur verið hvati í ferli sem þessu að tilboð séu stærri, að magni til, en efni standa til í ljósi væntinga um skerðingu tilboða. Á hinn bóginn var tekið á móti tilboðum í næstum tvær klukkustundir frá því að þessi mynd var dregin upp og því líklegt að tilboðabókin styrktist enn frekar.

Fyrir liggur að eignarhluturinn var ekki seldur á hæsta mögulega verði þótt Bankasýslan hafi í minnisblaði til ráðherra 20. janúar og kynningum fyrir þingnefndum Alþingis í aðdraganda sölnunnar lagt mikla áherslu á meginreglu laga nr. 155/2012 um hagkvæmni. Því er ljóst að önnur sjónarmið voru látin ráða við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og tillögu til ráðherra um endanlegt söluverð.

Í svari Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar var áréttað að hagkvæmni hafi verið forgangsmeginregla við sölumeðferðina. Aftur á móti hafi komið fram sjónarmið í greinargerð ráðherra frá 10. febrúar og í ákvörðun hans 18. mars um að stuðlað skyldi áfram að dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi hans. Voru þau því einnig höfð til hliðsjónar.

Tilboðabókin ber þess skýr merki að endanlegt söluverð eignarhlutarins hafi tekið mið af eftirspurn erlendra fjárfesta. Erlendir umsjónaraðilar Bankasýslunnar töldu ekki ráðlegt að leiðbeinandi lokaverð yrði hærra en 117 kr. á hlut af ótta við að erlendir fjárfestar myndu falla frá þátttöku. Að hækka verð í kjölfar slíkrar tilkynningar hefði talist afar óhefðbundið og væntanlega sett söluferlið í nokkuð uppnám. Hafa verður í huga að tilboð voru ekki bindandi fyrr en við lok sölnunnar og því líklegt að einhver tilboð hefðu verið dregin til baka ef lokaverð hefði hækkað frá leiðbeinandi lokaverði. Ljóst er að Bankasýslan tók undir áherslur erlendu umsjónaraðilanna og STJ Advisors um að þátttaka erlendra fjárfesta væri söluferlinu mikilvæg sem og allri sölumeðferðinni á eftirstandandi eignarhlut ríkisins í bankanum.

Þátttaka erlendra fjárfesta var talin mikilvæg til að stuðla að frekari fjölbreytni í eigendahópnum og sýna breiðara traust á verðlagningu bankans sem hefði jákvæð áhrif á seljanleika eftirstandandi bréfa ríkissjóðs í bankanum. Síðarnefnda röksemdin byggir á huglægu mati umsjónaraðilanna sem erfitt er að sannreyna eða hrekja. Rannsóknir á söluferli með tilboðsfyrirkomulagi benda þó til þess að seljanleiki hlutabréfa á eftirmarkaði sé almennt í neikvæðu samhengi við afslátt frá síðasta skráða gengi, þó svo að afar erfitt sé að draga ályktanir um orsakasamhengi. Á heildina litið er erfitt að meta hvort að minni afsláttur á kostnað dræmari þátttöku erlendra fjárfesta hefði haft jákvæð eða neikvæð áhrif á seljanleika bréfa í Íslandsbanka í kjölfar söluferlisins. Í þessu ljósi kann vanmat á eftirspurn, vegna takmarkaðrar og gallaðrar greiningar á tilboðabókinni, að hafa haft áhrif á niðurstöðuna og skaðað hagsmuni ríkissjóðs.

Í ákvörðun fjármála- og efnahagsráðherra og greinargerð hans var ekkert fjallað um að söluverðið ætti að taka mið af þátttöku erlendra fjárfesta. Ráðuneyti hans hefur staðfest við Ríkisendurskoðun að það hafi ekki gert sérstaka kröfu um þátttöku þeirra en lagt þeim mun meiri áherslu á að sambærilegir fjárfestar fengju sambærilega meðferð. Á hinn bóginn var litið svo á

að aðkoma erlendra fjárfesta gæti verið þáttur í því að stuðla að markmiðum um heilbrigt, dreift og fjölbreytt eignarhald.

Ekkert í kynningargögnum fjármála- og efnahagsráðuneytis eða Bankasýslunnar áður en salan fór fram gaf heldur til kynna að söluverð eignarhlutarins myndi ráðast af erlendri eftirspurn. Eins og kom fram í kafla 1.2 taldi stofnunarinn að með notkun tilboðsfyrirkomulags væri meginreglum um dreift eignarhald ekki ýtt til hliðar þrátt fyrir að söluaðferðin fæli í sér takmarkanir á beinni þátttöku almennings. Eignarhald Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum skráðum félögum á Íslandi.

Bankasýslan telur að samanburður á fjárhagslegri niðurstöðu söluferlisins, miðað við sambærilegar sölu, sýni að markmið um hagkvæmni hafi náðst. Stofnunarinn hafi tryggt hæsta mögulega verð fyrir hlutina miðað við stærð eignarhlutarins og að frávík frá dagslokagengi hlutabréfanna hafi verið innan eðlilegra marka miðað við sambærileg viðskipti. Þá beri einnig að hafa til hliðsjónar áhrif sölnunnar á þróun verðs hlutabréfa í Íslandsbanka á eftirmarkaði þar sem ríkið heldur enn á 42,5% hlut í bankanum. Í svörum stofnunarinnar til Ríkisendurskoðunar kom fram að hluti tilboða sem bárust á gengi hærra en 117 kr. á hlut hafi verið umfram fjárfestingargetu viðkomandi tilboðsgjafa eða fjármögnuð með skuldsetningu af skammtímafjárfestum. Að mati stofnunarinnar hafi tilboðsgjafar í öðrum tilfellum lagt fram mun hærri tilboð en þeir hafi gert sér vonir um að fá úthlutað á endanum. Því beri að taka sumum tilboðum hærri en 117 kr. á hlut með fyrirvara.

Í minnisblaði Bankasýslu ríkisins til fjárlaganefndar 26. apríl 2022 var ítrekuð sú afstaða stofnunarinnar að ekki hafi verið um afslátt að ræða í neinum hefðbundnum skilningi þegar 22,5% eignarhluturinn var seldur á gengi sem var 4,1% undir dagslokagengi Íslandsbanka. Sölugengið hafi einfaldlega myndast þegar selt var meira magn heldur en markaðsverð hafði ákvarðast af. Ríkisendurskoðun tekur undir með Bankasýslunni að í þeim tilfellum þar sem selt er á verði sem myndast í útboði á hlutabréfum er ekki um hefðbundinn afslátt að ræða. Aftur á móti er ljóst að lokaverð söluferlisins var ekki það verð sem myndaðist, eins og rakið er hér að framan. Stofnunarinn tók þá ákvörðun, að ráði ráðgjafa sinna, að leggja til við ráðherra að eignarhluturinn skyldi seldur á lægra verði að því er virðist til að ná fram öðrum markmiðum en yfirlýstu forgangsmarkmiði sínu og meginreglu laga nr. 155/2012 um hagkvæmni eða hæsta verð.

3.10 Úthlutun hlutabréfanna

Þar sem markmið um að ná fram umframeftirspurn í söluferlinu náðist varð að skerða hlut einstakra tilboðsgjafa við úthlutun hlutabréfanna. Tilboð um kaup á genginu 117 kr. á hlut eða hærra námu 148,4 ma. kr. sem var tæplega þrefalt framboð bréfa sem var að fjárhæð 52,7 ma. kr. á umræddu sölugengi. Vegið meðaltal skerðinga var 64,5% en úthlutun til einstakra tilboðsgjafa var skert á bilinu 38–98%. Jafnframt var tveimur tilboðum á genginu 117 kr. á hlut eða hærra hafnað að fullu. Bankasýslan lagði til í rökstudda mati sínu til fjármála- og efnahagsráðherra að eftirfarandi atriði yrðu einkum höfð að leiðarljósi við úthlutun. Því til viðbótar yrði tekið mið af viðteknum venjum á hlutabréfamörkuðum:

- ✓ Dreift eignarhald og fjölbreytileiki í eigendahópi.

- ✓ Efling innlendra fjármálamarkaða.
- ✓ Aukin virk samkeppni á fjármálamarkaði.
- ✓ Að fjárfestar sem horfi til lengri tíma fjárfestinga verði fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.
- ✓ Langtímahagsmunir ríkissjóðs með tilliti til áhættu.
- ✓ Áhrif á eftirmarkað.

Ekki fór fram ítarlegri kynning á hvernig Bankasýslan ætlaði að beita viðmiðunum sex við úthlutun til einstakra tilboðsgjafa eða flokka fjárfesta áður en fjármála- og efnahagsráðherra féllst á tillöguna með bréfi kl. 23:37 og veitti stofnuninni heimild til að ljúka sölumeðferð.

Flokkun fjárfesta

Starfsmenn umsjónaraðilans Íslandsbanka, STJ Advisors og Bankasýslu ríkisins funduðu líkt og áður segir í höfuðstöðvum bankans þegar söfnun tilboða lauk. Þá var útbúin í grófum dráttum hugmynd að úthlutun til fjárfesta samkvæmt flokkun Íslandsbanka á innlendum fjárfestum og flokkun erlendu umsjónaraðilanna á erlendum fjárfestum. Voru þeir flokkaðir á eftirfarandi hátt:

- ✓ Innlendir lífeyrissjóðir (e. *domestic pension funds*)
- ✓ Innlendir hefðbundnir hlutabréfafjárfestar (e. *domestic long only funds*)
- ✓ Aðrir innlendir fagfjárfestar (e. *domestic hedge funds and proprietary desks*)
- ✓ Innlendir einkafjárfestar (e. *domestic private investors*)
- ✓ Erlendir hefðbundnir hlutabréfafjárfestar (e. *international long only funds*)
- ✓ Aðrir erlendir fagfjárfestar (e. *international hedge funds*)

Eftir að frumflokkun lauk áttu stofnunin og ráðgjafar hennar símafund um úthlutun milli erlendra og innlendra fjárfesta. Ákveðið var að úthluta 15% af hlutum til erlendra aðila en 85% til innlendra. Eins og komið hefur fram voru um 20% tilboða, á genginu 117 eða hærra, frá erlendum aðilum.

Samkvæmt Bankasýslunni reyndu stofnunin og ráðgjafar hennar að ákvarða „eftir bestu getu“ hvaða fjárfesta mætti annars vegar flokka sem langtímafjárfesta og hins vegar skammtímafjárfesta. Hegðun þeirra á markaði fram að sölu hafi gefið sterkar vísbendingar um hvort um langtímafjárfesta var að ræða, þ.e. innlendir lífeyrissjóðir, innlendir hefðbundnir hlutabréfafjárfestar og erlendir hefðbundnir hlutabréfafjárfestar. Að sama skapi hafi verið unnt að meta að aðrir fagfjárfestar, innlendir sem erlendir, t.d. sumir fagfjárfestasjóðir og vogunarsjóðir, gætu verið kvikir fjárfestar, m.a. á grundvelli skuldsetningar. Í svari Bankasýslunnar segir:

Aftur á móti getur verið erfitt að flokka innlenda einkafjárfesta sem langtíma eða skammtíma fjárfesta, enda liggja ekki endilega fyrir [með] vissu upplýsingar um kaup- og söluhegðun þeirra. Þannig voru nokkrar vísbendingar um það að innlendir einkafjárfestar hefðu í raun verið langtímafjárfestar í Íslandsbanka og aukið við fjárfestingu sína í bankanum frá frumútboði. Þá má einnig segja að þeir sem voru hornsteinsfjárfestar í frumútboðinu og hafa aukið við fjárfestingu sína í bankanum ættu tilkall til að vera flokkaðir sem langtímafjárfestar. Segja má að þessi sjónarmið hafi verið nokkuð ráðandi við skerðingu áskrifta.

Bankasýslan yfirfór fyrstu tillögur umsjónaraðila söluferlisins um skerðingu og ákvað í kjölfarið, í samráði við STJ Advisors, endanlegar útfærslur á henni. Samkvæmt Bankasýslunni þurftu fjárfestar í sama flokki að sæta svipaðri skerðingu að teknu tilliti til viðtekinna viðmiða eins og fjárhæða og gæða tilboðs. Öll frávik þar að lútandi hafi verið sérstaklega rökstudd í samræmi við meginreglu um hlutlægni. Innan flokks fjárfesta hafi verið metið hvort tilboð væru umfram fjárfestingargetu og þyrftu þ.a.l. mögulega að vera fjármagnaðar með lántöku, eða ekki í samræmi við tilboð svipaðra fjárfesta. Þurftu slíkir tilboðsgjafar í sumum tilfellum að sæta hlutfallslega meiri skerðingu en fengu engu að síður fleiri hlutum úthlutað en aðrir sambærilegir fjárfestar. Tvítalin tilboð voru ekki fjarlægð úr tilboðabókinni fyrr en um kl. 23:30 og úthlutun lauk kl. 03:30 aðfaranótt 23. mars sl.

Vægi hvers og eins af viðmiðunum sex sem Bankasýslan nefndi í rökstudda mati sínu til ráðherra lá ekki fyrir þegar ákvörðun um skerðingu tilboða var tekin. Ekki hafa fengist fullnægjandi svör frá Bankasýslunni um vægi þeirra, hvernig viðmiðum var beitt við úthlutunina og þ.a.l. ekki hvernig tilboðin voru metin. Sér í lagi er óljóst hvað réð flokkun fjárfesta í langtíma- og skammtímafjárfesta.

Það er niðurstaða Ríkisendurskoðunar að ákvarðanir Bankasýslan um niðurskurð á tilboðum hafi að miklu leyti byggð á huglægum forsendum og að hlutlægni hafi þ.a.l. ekki verið tryggð. Beiting framangreindra viðmiða við úthlutunina virðist ekki hafa verið skjalfest með kerfisbundnum hætti og er því verulegur skortur á gagnsæi ferlisins.

Bankasýslan hefði þurft að ákveða áður en söluferlið hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða. Undirbúningur af því tagi var nauðsynlegur í ljósi fjölbreytileika þeirra viðmiða sem stofnuninni var falið að taka tillit til, fjölda tilboðsgjafa í söluferlinu og þess skamma tíma sem gafst við úthlutun hlutabréfanna eftir að söfnun tilboða lauk klukkan 21:30 þann 22. mars.

Skerðing eftir flokkum

Í svari Bankasýslunnar kom fram að ómögulegt hafi verið að vita fyrir fram hvernig tilboðabókin og eftirspurn myndu þróast og því hafi hlutfallsleg skerðing fjárfestaflokka (vægi) ekki verið ákveðin að fullu fyrr en í lok söluferlisins við úthlutun.

Skjalfesting Bankasýslunnar á mati tilboða með tilliti til skerðingar gagnvart einstökum tilboðsgjöfum liggur ekki fyrir. Í svari stofnunarinnar kom fram að afar lítill tími hafi gefist frá því að

söluferlið hófst og þangað til að tilkynna þurfti um niðurstöður þess fyrir opnun markaða 23. mars. Þá hafi tíminn verið of skammur á milli þess að söfnun tilboða lauk og þangað til að tilboðabókin lá endanlega fyrir, eftir að m.a. tvítekin tilboð voru fjarlægð, og þangað til að ljúka þurfti úthlutun.

Tafla 3.3 Tegundir fjárfesta í sölunni, tilboð þeirra og úthlutun (fjárhæðir í ma.kr.)

	Tilboð		Úthlutun		Hlutfallsleg skerðing		
	ma. kr.	%	ma. kr.	%	Meðaltal	Lágmark	Hámark
Innlendir							
Lífeyrissjóðir	49,2	33,1%	19,5	37,1%	60,3%	55%	71%
Einkafjárfestar	47,3	31,9%	18,6	35,2%	60,8%	55%	81%
Hefðbundnir hlutabréfafjárfestar	12,2	8,2%	5,1	9,7%	58,4%	55%	85%
Aðrir fjárfestar (skammtíamafjárfestar)	10,4	7,0%	1,6	3,0%	84,7%	55%	87%
Innlendir samtals	119,1	80,3%	44,8	85,0%	62,4%	55%	87%
Erlendir							
Hefðbundnir hlutabréfafjárfestar	9,5	6,4%	4,4	8,3%	54,2%	38%	87%
Aðrir fjárfestar (skammtíamafjárfestar)	19,8	13,3%	3,5	6,7%	82,1%	56%	98%
Erlendir samtals	29,3	19,7%	7,9	15,0%	73,0%	38%	98%
Allir fjárfestar	148,4		52,7		64,5%	38%	98%

Í töflu 3.3 kemur fram að þeir hópar fjárfesta sem oftast eru flokkaðir sem langtíamafjárfestar, þ.e. hefðbundnir erlendir (54,2%) og innlendir hlutabréfafjárfestar (58,4%) og innlendir lífeyrissjóðir (60,3%), fengu að jafnaði minnstu skerðinguna. Þá fengu aðrir fagfjárfestar lægri úthlutun, þ.e. þurftu að sæta meiri skerðingu. Einkafjárfestar voru að jafnaði skertir meira en langtíamafjárfestar en ekki svo miklu nemi. Hlutfallsleg skerðing þeirra nam 60,8% að meðaltali. Á grundvelli vilja ráðherra um dreift og fjölbreytt eignarhald og afstöðu Bankasýslunnar um að þeir hafi verið skertir umfram almenna fjárfesta í frumútboðinu í júní 2021 nam skerðing þó ekki meiru en raun bar vitni.

Nokkrir erlendir fjárfestar voru skertir minnst, þá hefðbundnir innlendir hlutabréfafjárfestar, síðan lífeyrissjóðir, þar á eftir innlendir langtíma einkafjárfestar og loks erlendir og innlendir skammtíamafjárfestar sem skertir voru mest, sumir yfir 90%. Af þessu má ráða að eitt af markmiðunum var að takmarka sölu til skammtíamafjárfesta verulega, nema í tilviki einkafjárfesta.

Um 55% úthlutunarinnar rann til skilgreindra langtíamafjárfesta, þ.e. innlendra lífeyrissjóða, hefðbundinna hlutabréfafjárfesta, innlendra sem erlendra, auk váttryggingafélaga. Í ljósi umfjöllunar hér að framan um ákvörðun um endanlegt söluverð í ferlinu er vert að skoða hvort hægt hefði verið að fá hærra verð fyrir 22,5% hlut ríkisins í Íslandsbanka án þess að það væri á kostnaði minni hlutdeildar langtíamafjárfesta.

Greining Ríkisendurskoðunar á tilboðabókinni leiðir í ljós að verðið hefði getað verið allt að 120,5 kr. á hlut án þess að lækka hlutdeild langtíamafjárfesta. Heildar-eftirspurn við það verð var um 32% umfram framboð.

Eins og rakið var hér að framan var fyrr í ferlinu gefið út leiðbeinandi lokaverð, 117 kr. á hlut og hefði verið bæði óhefðbundið og áhættusamt að víkja frá því við endanlega ákvörðun söluverðs, enda kynni það að hafa áhrif á samsetningu kaupendahópsins. Engu að síður dregur þessi samanburður fram í dagsljósið að betri framkvæmd á sölunni og áreiðanlegri greining á eftirspurn þegar leiðbeinandi lokaverð var ákvarðað hefði getað skilað allt að 1,5 ma. kr. meiri tekjum í ríkissjóð.

Komið hefur fram opinberlega að Bankasýslan átti ekki von á að tilboðabókin myndi innihalda tilboð frá litlum einkafjárfestum að fjárhæð niður í 2,5 m.kr. Fjöldi lágra tilboða frá þeim hópi fjárfesta kom stofnuninni á óvart sem er athugunarvert í ljósi þess að stofnuninni bar að hafa umsjón með sölunni á eignarhlut ríkisins á öllum stigum hennar. Að hennar mati hafði stofnunin engar heimildir til að úthluta til þess hóps með öðrum hætti en til annarra sambærilegra fjárfesta með hliðsjón af meginreglu laga nr. 155/2012 um jafnræði bjóðenda.

Á meðal innlendra fjárfesta var skerðing almennt svipuð innan hvers hóps þeirra. Annað má segja um skerðingar erlendra fjárfesta. Þar voru engir tveir innan tiltekins fjárfestahóps skertir með sama hætti. Þrjú tilboð voru skert um lægra hlutfall en 55%, eða á bilinu 37,6% til 49,3%. Tilboðin komu frá þremur erlendum fjárfestum sem Bankasýslan og ráðgjafar hennar flokkuðu sem langtímafjárfesta (sjá töflu 3.4). Hátt úthlutunarhlutfall endurspeglar að sögn Bankasýslunnar af sjónarmiðum ráðherra í ákvörðun hans 18. mars um fjölbreytileika í eignarhaldi og lægri skerðingu á tilboðum langtímafjárfesta.

Tafla 3.4 Tilboð erlendra fjárfesta sem voru skert um lægra hlutfall en 55%

Nafn	Áskriftir	Úthlutun	Hlutfall
Capital Group	1.687.140.000	1.053.000.000	37,6%
Ashmore	79.560.000	46.800.000	41,2%
Allianz Global Investors	392.000.310	198.900.000	49,3%

Heimild: Bankasýsla ríkisins

Þegar fjármálaráðuneyti birti 6. apríl 2022 [yfirlit](#) yfir kaupendur eignarhlutarins mátti sjá að samþykkt voru tilboð frá eignastýringardeildum fjármálafyrirtækja án þess að nöfn þeirra aðila sem raunverulega voru að baki kaupunum hafi verið gefin upp til söluaðila Bankasýslunnar svo að hún gæti metið áhrif af sölunni með tilliti til annarra ofangreindra markmiða en forgangsmeginreglu söluferlisins um hagkvæmni eða hæsta verð. Ómögulegt var fyrir stofnunina að meta sölu til umræddra aðila með tilliti til fyrrnefndra sex viðmiða við úthlutun.

Á fundi Ríkisendurskoðunar með STJ Advisors og forstjóra Bankasýslunnar kom fram að viðteknar venjur á hlutabréfamörkuðum, hvað varðar úthlutun og skerðingar í söluferli með tilboðsfyrirkomulagi, geta falið í sér að þeir tilboðsgjafar sem stutt hafa við væntingar seljanda um verð og magn í ferlinu eru verðlaunaðir á meðan þeir sem taldir eru hafa verið óhjálplegir, t.d. með tilboðum undir væntingum seljanda er refsað. Ríkisendurskoðun telur þetta athyglisvert í ljósi þess að nokkrir erlendir fjárfestar voru skertir minnst allra í söluferlinu. Í einu þessara tilfella endurspeglaði lágt skerðingarhlutfall ekki framlag þeirra til hagfelldrar þróunar söluferlisins en leiðbeinandi lokaverð tók fyrst og fremst mið af því hæsta verði sem Bankasýslan, ráðgjafar hennar og umsjónaraðilar töldu viðkomandi vera reiðubúna til að greiða í söluferlinu.

Fjármála- og efnahagsráðuneyti lagði áherslu á að fjárfestar af sambærilegum toga myndu sæta sambærilegri meðferð. Með öðrum orðum að jafnræðis yrði gætt í söluferlinu. Samkvæmt kynningu sem ráðuneytið fékk að söluferlinu loknu, þann 4. apríl sl., kom fram að aðilar í sama fjárfestaflokki hafi sætt sambærilegri meðferð hvað tilboð varðar. Þannig hafi jafnræðis milli hæfra fjárfesta söluferlisins verið gætt í samræmi við meginreglur í 3. gr. laga nr. 155/2012 um sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Athugun Ríkisendurskoðunar sýnir að þokkalegt jafnræði hafi verið á skerðingum tilboða frá innlendum fjárfestum en alls ekki hvað varðar erlenda fjárfesta. Einnig vekur sérstaka athygli að hlutfallsleg úthlutun til innlendra og erlendra aðila var ákveðin í fyrsta skrefi úthlutunarferlisins og virðist því lítið sem ekkert hugað að jafnræði milli sambærilegra fjárfesta með mismunandi ríkisfangi.

Annmarkar söluferlisins sem Ríkisendurskoðun hefur fjallað um í þessari úttekt eru sérstaklega bagalegir í ljósi þess vantrausts og trúnaðarbrests í garð stjórnvalda og fjármálastofnana sem tengist fyrri einkavæðingu ríkisbankanna og hruni bankakerfisins árið 2008. Ljóst má vera að orðsporðsáhætta við sölu opinberra eigna var vanmetin fyrir söluferlið 22. mars af Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti og þingnefndum sem um málið fjölluðu í aðdraganda sölunnar.

DRÖG til BR



Ríkisendurskoðun
Bríetartúni 7 – 105 Reykjavík
Sími 448-8800

postur@rikisendurskodun.is – www.rikisendurskodun.is