

Skýrsla Ríkisendurskoðunar um sölu á hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022

Stjórnsýsluúttekt

Athugasemdir Bankasýslu ríkisins

15. nóvember 2022

Efnisyfirlit

1	Inngangur	3
2	Fjárhagsleg niðurstaða ríkissjóði hagfelld.....	4
2.1	Meginniðurstaðan	4
2.2	Alþjóðlegur samanburður	5
2.3	Önnur markmið stjórnvalda.....	6
3	Athugasemdir við stjórnsýsluúttekt Ríkisendurskoðunar	7
3.1	Hlutverk Bankasýslu ríkisins og svigrúm við matskennda ákvarðanatöku	7
3.2	Val á söluaðferð (kafli 1.1.1 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)	9
3.3	Gagnsæi í aðdraganda sölunnar (kafli 1.2 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)	12
3.3.1	Almennt	12
3.3.2	Tilboðsfyrirkomulag er almennt útboð samkvæmt lögum.....	13
3.3.3	Frávik frá dagslokagengi („afsláttur“)	14
3.3.4	Hæfir fjárfestar	15
3.4	Þekking og reynsla innan Bankasýslu ríkisins	16
3.5	Aðkoma ráðgjafa og sérfræðinga að söluferlinu (kafli 3.1 í skýrslu Ríkisendurskoðunar).....	17
3.5.1	Staða Bankasýslu ríkisins gagnvart ráðgjöfum	17
3.5.2	Reynsla innlendra umsjónaraðila, sölu ráðgjafa og söluaðila	18
3.5.3	Fyrirmæli og leiðbeiningar.....	20
3.5.4	Samstillt og skilvirk vinna.....	21
3.6	Ákvæði sölusamningsins	22
3.6.1	Lagaval og lögsaga	22
3.6.2	Ákvæði b-liðar 4. gr. 3. viðauka	23
3.7	Ákvörðun um sölu (kafli 3.3 í skýrslu Ríkisendurskoðunar).....	23
3.8	Ákvarðanir um magn og verð	25
3.8.1	Upplýsingar um heildareftirspurn.....	25
3.8.2	Ætlað vanmat á reiknaðri eftirspurn.....	25
3.8.3	Heildarmat - þýðing erlendra fjárfesta	26
3.8.4	Hefði verið unnt að selja á hærra verði?	27

3.9	Úthlutun hlutabréfanna (kafli 3.9 í skýrslu Ríkisendurskoðunar).....	29
3.9.1	Almennt	29
3.9.2	Viðmið við úthlutun	31
3.9.3	Jafnræði fjárfesta	33
3.9.4	Niðurstaða	33
3.10	Rökstutt mat til ráðherra og nán samvinna við ráðuneyti	34
3.11	Orðsporsáhætta	38
4	Samantekt helstu athugasemda Bankasýslu ríkisins við skýrslu Ríkisendurskoðunar	39

1 Inngangur

Bankasýsla ríkisins hefur yfirfarið skýrslu Ríkisendurskoðunar og telur af því tilefni ástæðu til að koma eftirfarandi sjónarmiðum og athugasemdum á framfæri.

Áður en vikið verður að efni skýrslunnar telur Bankasýsla ríkisins tilefni til að vekja athygli á eftirfarandi atriðum.

Í efnisafmörkun Ríkisendurskoðunar er m.a. lagt upp með að svara eftirfarandi spurningu:

„Hvernig samræmdist framkvæmd sölu á 22,5% hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022 ákvæðum laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum og laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins?“

Í fréttamiðlum hefur ríkisendurskoðandi lýst því yfir og verið skýr um að athugun Ríkisendurskoðunar hafi ekki leitt í ljós nein lögbrot í söluferlinu og engar athugasemdir þess efnis séu í skýrslunni.¹ Rétt hefði verið þetta kæmi jafn fortakslaust fram í skýrslu Ríkisendurskoðunar. Þótt vissulega megi ráða af lestri skýrslunnar í heild að hún feli ekki í sér niðurstöðu um lögbrot af hálfu Bankasýslu ríkisins eða ráðherra, er það ekki beinlínis sagt berum orðum; á nokkrum stöðum er jafnvel látið að því liggja að önnur sé raunin. Það er óheppilegt og síst til þess fallið að stuðla að upplýstri umræðu um málið. Þannig hefur þetta atriði þegar valdið misskilningi meðal ýmissa fréttamanna og stjórnámálamanna. Það er miður.

Bankasýsla ríkisins hefur áður yfirfarið uppkast að skýrslu Ríkisendurskoðunar og skilað stofnuninni ítarlegum athugasemdum 25. október sl. Þar lá fyrst fyrir hvernig Ríkisendurskoðun hefði afmarkað úttekt sína, að hvaða atriðum hún beindist og hvaða gögn og upplýsingar lægju henni til grundvallar. Við yfirferðina kom í ljós að verulega skorti á að Ríkisendurskoðun hefði óskað eftir og byggt vinnu sína á fullnægjandi upplýsingum og gögnum og kom Bankasýsla ríkisins ítarlegum athugasemdum á framfæri af þessu tilefni.

Þótt tekið hafi verið mið af ýmsum ábendingum í endanlegri skýrslu Ríkisendurskoðunar og áferð skýrslunnar tekið merkjanlegum breytingum er þar enn að finna hugleiðingar og ýmsar illa rökstuddar ályktanir sem ekki verður séð að eigi sér stoð í því lagaumhverfi sem Bankasýsla ríkisins starfar samkvæmt. Því er óheppilegt, og varla í samræmi við hlutverk Ríkisendurskoðunar og þær kröfur sem leiða má af lögum, að slík eftirlitsstofnun skuli ekki betur gera grein fyrir sjónarmiðum Bankasýslu ríkisins um einstök atriði en raun ber vitni.

Jafnframt er umhugsunarefni í þessu sambandi hvort ályktanir Ríkisendurskoðunar, sem eftir standa þrátt fyrir ítarlegar athugasemdir Bankasýslu ríkisins, megi að einhverju leyti rekja til þess að haft var eftir ríkisendurskoðanda, áður en Bankasýsla ríkisins gafst kostur á að gera athugasemdir við skýrsludrög, að skýrslan muni „vekja athygli“.² Þar með skapaði ríkisendurskoðandi væntingar meðal almennings og stjórnámálamanna um „athyglisverðar“

¹ Sjá t.d. kvöldfréttatíma RÚV, 14. nóvember 2022 og frétt á mbl.is 15. nóvember:

https://www.mbl.is/frettir/innlent/2022/11/15/stofnunin_ekki_ordid_askynja_um_logbrot/

² <https://www.visir.is/g/20222307717d/stjornsysluuttekta-lokametrunum-sem-muni-vekja-athygli->

niðurstöður stjórnýsluúttektarinnar áður en vinnu hans var lokið og að óséðum athugasemdum Bankasýslu ríkisins.

Að mati Bankasýslu ríkisins eru síðarnefnd ummæli ríkisendurskoðanda, sem er trúnaðarmaður Alþingis, ekki aðeins ófagleg og til þess fallin að grafa undan trausti á honum og þeirri vinnu sem nú liggur fyrir, heldur vekja þau spurningar um hvort til staðar séu slíkar aðstæður að með réttu megi draga óhlutdrægni hans í efa, sbr. b-lið, 1. mgr. 13. gr. laga nr. 46/2016 um ríkisendurskoðanda og endurskoðun ríkisreikninga. Við blasir, að hefði Ríkisendurskoðun við gerð lokaeintaks af skýrslu um stjórnýsluúttekt stofnunarinnar tekið mið af ítarlegum athugasemdum Bankasýslu ríkisins við uppkast að skýrslunni, hefði skýrslan litla sem enga athygli vakið og varla staðið undir þeim væntingum sem ríkisendurskoðandi hafði sjálfur skapað með ummælum sínum. Er full ástæða til að virða skýrslu Ríkisendurskoðunar og þær ályktanir sem þar koma fram í því ljósi.

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar eru ábendingar um atriði í undirbúningi og framkvæmd sölunnar sem að mati stofnunarinnar hefðu betur mátt fara. Bankasýsla ríkisins er ósammála Ríkisendurskoðun um flest þessi atriði og telur að afstaða stofnunarinnar til ýmissa þátta endurspegli, auk þess sem áður er rakið, takmarkaða þekkingu og reynsluleysi á viðfangsefninu.

Athugasemdir Bankasýslu ríkisins fara hér á eftir. Með opinberri birtingu athugasemdanna er leitast við að stuðla að upplýstri umfjöllun um málið.

Tekið skal fram að í ljósi þess skamma tíma sem liðinn er síðan skýrsla Ríkisendurskoðunar var gerð opinber ber ekki að líta svo á að athugasemdir Bankasýslu ríkisins séu endanlegar eða tæmandi. Áskilinn er réttur til hvers kyns breytinga og viðbóta í framtíðinni gefist tilefni til.

2 Fjárhagsleg niðurstaða ríkissjóði hagfelld

2.1 Meginniðurstaðan

Ein ályktun Ríkisendurskoðunar vegur þyngra en aðrar. Hún er sú að:

„fjárhagsleg niðurstaða sölufarlis á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka þann 22. mars 2022 hafi verið ríkissjóði almennt hagfelld. Það [eigi] einnig við um þróun á gengi bréfa í bankanum á eftirmarkaði í kjölfar sölunnar.“

Á þetta hefur ítrekað verið bent. Sala á 22,5% eignarhlut í Íslandsbanka með tilboðsfyrirkomulagi var afar farsæl fyrir íslenska ríkið. Útboðið reyndist vel tímasett í ljósi síðari þróunar efnahagsmála og á fjármálamörkuðum. Söluverð hlutanna var ríkinu ákaflega hagstætt auk þess sem við framkvæmd útboðsins tókst, þrátt fyrir umfangið, að koma í veg fyrir merkjanlega röskun á jafnvægi með verðmyndun á hlutum í Íslandsbanka eða öðrum skráðum félögum. Þannig má benda á að frá 23. mars sl. til 11. nóvember sl. höfðu hlutabréf í Íslandsbanka aðeins lækkað um 2,9%, á meðan hlutabréf í Arion banka hf. („Arion banki“) höfðu lækkað um 4,0%, hlutabréf í Kviku banka hf. um 10,3% og aðalvísitala kauphallar um 16,5%. Í lok þess dags var Íslandsbanki með hæsta markaðsvirði fjármálafyrirtækja á Íslandi.

2.2 Alþjóðlegur samanburður

Alþjóðlegur samanburður styður þá meginályktun Ríkisendurskoðunar að salan hafi verið íslenska ríkinu hagfelld eins og sjá má hér á eftir. Af samanburðinum má ráða að frávik frá dagslokagengi var næstlægst við sölu á Íslandsbanka þrátt fyrir að selt magn hafi verið umtalsvert meira en í öðrum útboðum. Þá var þróun á eftirmarkaði hagstæðust í tilviki sölunnar á Íslandsbanka, útboðið skilaði nettó fjárhagsábata fyrir ríkissjóð daginn eftir það. Þessu til skýringar má benda á eftirfarandi atriði.

Í töflu 1 er samanburður á fyrsta útboði með tilboðsfyrirkomulagi í kjölfar frumútboðs á hlutum í sex bönkum, þ.e. ABN AMRO Group N.V. („ABN AMRO“), Arion banka, BAWAG Group AG („BAWAG“), Nova Ljubljanska Banka dd („NLB“), Íslandsbanka og AIB Group plc („AIB“), sem áttu sér stað á árunum 2016 til 2022.³ Samanburður á milli útboða með tilboðsfyrirkomulagi sem koma í kjölfar frumútboða verður alltaf nákvæmari þar sem um er að ræða útboð af nákvæmlega sama meiði. Þá er einnig rétt að geta þess að í fjórum tilfellum, ABN AMRO, NLB, Íslandsbanka og AIB, var um að ræða sölur af hálfu ríkissjóða.

Tafla 1: Samanburður á fyrstu sölu með tilboðsfyrirkomulagi eftir frumútboð á hlutum í evrópskum bönkum 2016-2022⁴

	ABN AMRO	Arion banki	BAWAG	NLB	Íslands- banki	AIB
Land	Holland	Ísland	Austurríki	Slóvenía	Ísland	Írland
Tilkynning dags.	16.11.2016	2.4.2019	18.6.2019	18.6.2019	22.3.2022	27.6.2022
Mynt heimalands	Evrur	Krónur	Evrur	Evrur	Krónur	Evrur
Lokagengi á hlut	20,9	76,7	40,2	58,2	122,0	2,4
Útboðsgengi á hlut	<u>20,4</u>	<u>70,0</u>	<u>36,0</u>	<u>54,8</u>	<u>117,0</u>	<u>2,3</u>
Frávik	2,4%	8,7%	10,4%	5,9%	4,1%	6,6%
<i>Útboðsstærð</i>						
Magn hluta	65,0	200,0	9,3	2,0	450,0	133,7
Fjöldi viðskiptadaga	47,6x	163,8x	169,5x	145,9x	273,9x	44,6x
Hlutfall	6,9%	10,0%	9,3%	10,0%	22,5%	5,0%
Fjárhæð (heimaland)	1.326	14.000	335	110	52.650	305
Fjárhæð (evrur)	€ 1.326	€ 102	€ 335	€ 110	€ 369	€ 305
<i>Þróun á eftirmarkaði</i>						
Lokaverð eftir sölu	20,4	71,2	37,1	59,2	124,6	2,4
Frávik m.v. útboð	0,0%	1,7%	3,1%	8,1%	6,5%	3,7%
Frávik m.v. lokagengi	-2,4%	-7,2%	-7,6%	1,7%	2,1%	-3,1%

³ Þá ber þess að geta að ekki var um neina aðra sölu eða útboð að ræða á milli frumútboðs og sölu með tilboðsfyrirkomulagi.

⁴ Heimild: Bloomberg, Bankasýsla ríkisins. Magn hluta og fjárhæðir í milljónum, nema verð á hvern hlut. Fjöldi viðskiptadaga er margfeldi af daglegri veltu hluta síðustu 90 daga (á aðalmarkaði í tilfelli tvískráðra félaga) og hlutfall samsvarar seldum hlutum sem hlutfalli af útgefnum hlutum. Þróun á eftirmarkaði sýnir verð á hvern hlut m.v. lokagengi. Verð á hvern hlut námundað við einn aukastaf.

Tafla 1 sýnir helstu fjárhagsstærðir vegna fyrrgreindra útboða. Annars vegar sýnir taflan lokagengi, útboðsgengi og frávik á hvern hlut. Hins vegar sýnir hún útboðsstærð. Þar eru teknar saman upplýsingar um magn hluta, annars vegar hversu mörgum viðskiptadögum það samsvari og hins vegar hversu háu hlutfalli af útgefnum hlutum það nemi. Þessar breytur eru mikilvægar til að meta frávik á milli jafnvægisverðs, þ.e. útboðsgengis, og lokagengis. Þá sýnir taflan einnig þróun á eftirmarkaði, þ.e. samanburð á dagslokagengi eftir sölu, þ.e. þann 23. mars sl. í tilfelli Íslandsbanka, og frávik þess m.v. útboðsgengi og lokagengi frá deginum áður, þ.e. þann 22. mars sl.

Taflan sýnir að frávik á tilfelli Íslandsbanka, þ.e. 4,1%, var það næstlægsta í þessum samanburði og einnig að útboði á Íslandsbanka, hvort sem umfang þess er mælt í samanburði við margfeldi af viðskiptadögum, þ.e. 273,9x, eða sem hlutfall af útgefnum bréfum, þ.e. 22,5%, var mun stærra heldur en hin útboðin. Samanburðurinn við útboð á Arion banka er sérstaklega athyglisverður, þar sem frávik var rúmlega tvöfalt meira en hjá Íslandsbanka, en útboðsstærðin m.v. hlutfall útgefins hlutafjár helmingi minni. Þá er samanburðurinn á stærð útboðs á Íslandsbanka að fjárhæð einnig athyglisverður, en í evrum var útboðið það næststærsta í samanburðinum, þ.e. 369 milljónir evra, og á eftir útboðinu á ABN AMRO, sem nam 1.326 milljónum evra. Var fjárhæð útboðsins á Íslandsbanka t.d. hærri heldur en í útboðinu á AIB um þremur mánuðum síðar. Ef svo er litið til samanburðar á þróun verðs á eftirmarkaði er einn mælikvarðinn frávik dagslokagengis fyrsta viðskiptadags eftir sölu m.v. dagslokagengi á útboðsdegi. Segir það sérstaklega til um áhrif útboðsins, m.a. á virði eftirstandandi hlutar seljanda. Er athyglisvert í þessu sambandi að í fjórum tilfellum af sex var um lækkun að ræða, þ.e. líkur eru á því að útboðið hafi sett seljanda í verri fjárhagslega stöðu en fyrir útboð. Í tveimur tilfellum var frávik jákvætt og hæsta gildi þess 2,1%, í tilfelli sölunnar á Íslandsbanka. Framangreint sýnir að útboðið skilaði nettó fjárhagsábata fyrir ríkissjóð. Að mati Bankasýslu ríkisins var útboðið því ríkissjóði afar hagfelld.

2.3 Önnur markmið stjórnvalda

Að teknu tilliti til frumútboðs með hluti í Íslandsbanka í júní 2021 og samhliða skráningu hlutabréfa bankans í kauphöll er ljóst að markmið stjórnvalda með sölunni í mars 2022, eins og þau birtast í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra til Alþingis, dags. 10. febrúar 2022, hafi að öllu leyti náðst með því að:

- (i) fjárhagsleg áhætta ríkisins af eignarhaldinu hefur minnkað,
- (ii) virk samkeppni á fjármálamarkaði hefur verið eflað,
- (iii) endurheimtur af fjárfestingu ríkisins í bankanum hafa verið hámarkaðar,
- (iv) eignarhald bankans hefur orðið fjölbreyttara og dreifðara hjá mörg þúsund hluthöfum,
- (v) fjárfestingarkostum fyrir einstaklinga og fagfjárfesta hefur fjölgað, og
- (vi) skuldsetning ríkisins hefur minnkað og svigrúm þess til samfélagslega arðbærra fjárfestinga aukist.

Framkvæmd sölunnar, sem lauk 23. mars sl., var í fullu samræmi við (i) ákvæði laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum og ákvæði laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, (ii) greinargerð fjármála- og efnahagsráðuneytis vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka frá febrúar sl., (iii) ákvörðun ráðherra um framhald sölumeðferðar í Íslandsbanka frá 18. mars sl., (iv) lýsingu þar að lútandi í minnisblaði Bankasýslu ríkisins til ráðherra frá 20. janúar sl. og í kynningum stofnunarinnar fyrir fjárlaganefnd 21. febrúar og efnahags- og viðskiptanefnd 24. febrúar á þessu ári og (v) ákvæði eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki frá febrúar 2020.

Þannig er það mat Bankasýslu ríkisins að við undirbúning og framkvæmd sölumeðferðarinnar hafi meginreglum 3. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum verið fylgt í hvívetna með opnu söluferli, gagnsæi, hlutlægni og hagkvæmni, svo og sanngjörnum skilyrðum og jafnræði meðal tilboðsgjafa.

Ekkert í skýrslu Ríkisendurskoðunar fær hnekk't því mati eða leiðir til annarrar niðurstöðu. Þá stuðlaði tímasetning og stærð útboðsins að framgangi markmiðs fjárlaga fyrir árið 2022 um að afla 75 ma.kr. á árinu með sölu á hlutum í Íslandsbanka. Þannig aflaði Bankasýsla ríkisins 2/3 hluta þessarar fjárhæðar á fyrsta fjórðungi ársins.

3 Athugasemdir við stjórn-sýsluúttekt Ríkisendurskoðunar

3.1 Hlutverk Bankasýslu ríkisins og svigrúm við matskennda ákvarðanatöku

Um störf stjórnvalda gilda stjórn-sýslulög nr. 37/1993 þegar stjórnvaldsákvarðanir eru teknar og aðrar óskráðar reglur stjórn-sýsluréttarins. Hér ber þó að hafa í huga að í störfum Bankasýslu ríkisins reynir á samspil þeirra reglna við sérstakar lagareglur sem um stofnunina gilda og sölumeðferð ríkiseigna í hennar umsjón. Við kaup og sölu eigna ríkisins kann jafnframt að reyna á samspil reglna stjórn-sýsluréttar og einkaréttar. Þannig gilda stjórn-sýslulög almennt ekki um ákvarðanir stjórnvalda sem teljast einkaréttarlegs eðlis svo sem samninga á sviði einkaréttar.⁵ Þá verður að játa stjórnvöldum umtalsverðu svigrúmi til að gæta hagsmuna íslenska ríkisins þegar kemur að athöfnum sem eru einkaréttarlegs eðlis. Ýmsar óskráðar grundvallarreglur, svo sem lögmætisregla, réttmætisregla og jafnræðisregla, kunna þó að setja slíku mati ákveðnar skorður og ber stjórnvöldum ávallt að hafa þær til hliðsjónar í störfum sínum.⁶ Það fer síðan eftir málaflokkum og atvikum hverju sinni hversu ríkar þessar skorður eru. Þannig á það t.d. almennt við í tengslum við sölu ríkiseigna að jafnræðis er helst gætt með auglýsingum eða öðrum formlegum opinberum tilkynningum um að til standi að gefa almenningi eða tilteknum hópi, sem fyrirfram er afmarkaður á málefnalegum forsendum, kost á að bjóða í slíkar eignir.⁷ Þessu hefur Bankasýsla ríkisins ávallt fylgt.

⁵ Þingskjal 505 á 116. löggjafarþingi 1992-1993, bls. 11.

⁶ Sjá m.a. Hrd. 307/1999 og álit umboðsmanns Alþingis frá 28. desember 2006 í máli nr. 4478/2005. Sjá einnig Pál Hreinsson: *Hæfisreglur stjórn-sýslulaga*. Reykjavík 2005, bls. 141-142 og bls. 192-197.

⁷ Sjá m.a. dóma Hæstaréttar í málum nr. 407/1999 og 390/2000, sem og álit umboðsmanns Alþingis frá 13. febrúar 1998 í máli nr. 1820/1996, frá 15. nóvember 2002 í máli nr. 3163/2001 og frá 28. desember 2006 í máli nr. 4478/2005.

Bankasýsla ríkisins leggur áherslu á að hún er sérhæfð ríkisstofnun og það er hlutverk hennar lögum samkvæmt að taka ákvarðanir sem byggja á matskenndum lagagrundvelli. Stofnunin hefur því rúmt svigrúm til mats innan þeirra laga og reglna sem um störf hennar og starfsemi gilda. Telja verður að það eigi sérstaklega við í þessu tilfalli þar sem lög nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum fela ekki í sér nákvæma útfærslu þegar kemur að slíkri sölu. Lögin grundvallast á meginreglum sem gætt skal að við sölumeðferðina og hinu sérhæfða stjórnvaldi, í samráði við ráðherra, falið umtalsvert svigrúm til mats við ákvarðanatöku. Þegar löggjafinn hefur útfært ákvarðanatöku með slíkum hætti er það einkum til að það stjórnvald sem um ræðir geti tekið ákvörðun sem best hentar í hverju og einu máli til að ná þeim markmiðum sem að er stefnt. Með þeim hætti er hægt að bregðast við ófyrirséðum breytingum sem verða til framtíðar og takast á við mál sem ekki var hægt að sjá fyrir hvernig væru vaxin þegar lögin voru sett. Slíkar ákvarðanir verða þó alltaf að byggja á málefnalegum sjónarmiðum.⁸

Þannig er sérstaklega tekið fram í athugasemdum greinargerðar með lögum nr. 155/2012:

„Þegar endanleg ákvörðun ráðherra liggur fyrir um að hefja sölufarli kemur til kasta Bankasýslu ríkisins að annast það ferli. Með því móti er betur tryggt en ella að sala eignarhluta fari fram með hlutlægum hætti, enda *sérstakri og sérhæfðri ríkisstofnun á sviði banka- og fjármála falið að annast söluna* í stað þess að sá aðili sem á endanum afsalar eignarhlutum annist sjálfur sölu þeirra. Hlutverk Bankasýslu ríkisins við sölumeðferð er m.a. að undirbúa sölu, leita tilboða í eignarhlut, *meta* tilboð, skipuleggja samskipti við bjóðendur, annast samningaviðræður við utanaðkomandi ráðgjafa og væntanlega kaupendur, og annast samningagerð. Allt skal þetta gert í samræmi við þær *meginreglur* sem boðað er í frumvarpinu að gætt skuli að við söluna.“ [Leturbreyting hér.]

Þegar um matskenndar ákvarðanir er að ræða þarf að hafa í huga að eftir á er ávallt hægt að komast að annarri niðurstöðu en gert var sé innbyrðis vægi sjónarmiða breytt. Af því leiðir að ákveðin takmörk eru fyrir því hversu langt eftirlitsaðilar, eins og Ríkisendurskoðun, sem ekki býr yfir þeirri sérþekkingu sem Bankasýsla ríkisins gerir, geta gengið við endurskoðun á slíkum ákvörðunum. Slík endurskoðun á helst við ef bersýnilega má draga þá ályktun af gögnum málsins að mat Bankasýslu ríkisins hafi ekki byggst á fullnægjandi grundvelli eða verið ómálefnalegt. Þess sjást engin dæmi í sölufarlinu.

Til stuðnings framangreindu má benda á að gengið er langt í að endurskoða ákvarðanir Bankasýslu ríkisins um verð, magn og úthlutun og efast um vægi þeirra sjónarmiða sem höfð voru til hliðsjónar við heildarmat, án fullnægjandi rökstuðnings og án heildarmats, en voru ítarlega rökstudd af hálfu stjórnvalda áður en ákvörðun var tekin.

Nálgun Ríkisendurskoðunar eins og hún birtist í skýrslunni, og þar með ýmsar ályktanir og niðurstöður stofnunarinnar, bera þess merki að fyrir hefur farist að líta til þessa grundvallaratriðis. Þá er lítil greinarmunur gerður á athugasemdum eftir því hvort ætlaður annmarki hafi verið lítilvægur eða þýðingarmikill og þar með hvort eða með hvaða hætti hann hafi haft áhrif á niðurstöðu málsins. Að mati Bankasýslu ríkisins er það alvarlegur galli á athugun Ríkisendurskoðunar, einkum í ljósi þess að hvergi kemur fram að ákvarðanir stjórnvalda í ferlinu

⁸ Páll Hreinsson: *Stjórnsýsluréttur. Málsmeðferð*. Reykjavík 2013, bls. 164-166.

hafi ekki samrýmst lögum og reglum sem um störf þeirra gilda þótt Ríkisendurskoðandi hafi nú staðfest að engin lög hafi verið brotin að hans mati.

3.2 Val á söluaðferð (kafla 1.1.1 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)

Í inngangskafli skýrslu Ríkisendurskoðunar kemur fram að ekki sé tekin afstaða til þess hvort rétt hafi verið að notast við aðrar söluaðferðir en tilboðsfyrirkomulag. Þrátt fyrir það er töluvert fjallað um aðdraganda sölnnar og því m.a. haldið fram á bls. 29 (í gulum kassa) að Bankasýsla ríkisins hafi verið „meðvituð um að fyrirkomulagið væri ekki að fullu í anda meginreglna laga nr. 155/2012 um opið og 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.“ Sambærileg umfjöllun er í niðurstöðu á bls. 9.

Í ljósi þessa er óhjákvæmilegt að víkja stuttlega að þessum þætti málsins.

Lög nr. 155/2012 mæla ekki fyrir um eina leið við sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum heldur er gert ráð fyrir að almennt skuli eignarhlutir boðnir til sölu með opinberum hætti. Í greinargerð frumvarps þess er varð að lögnum er lögð áhersla á þetta þar sem segir:

Frumvarpið gerir ráð fyrir að almennt skuli eignarhlutir boðnir til sölu með opinberum hætti. Beita má *mismunandi aðferðum* við sölu eignarhluta í fyrirtækjum en sú leið sem til greina kemur er vitaskuld m.a. *háð aðstæðum og stærð viðkomandi fyrirtækis, svo og aðstæðum á markaði þegar salan fer fram. Viðhorf og markmið stjórnvalda skipta meginmáli varðandi hvaða leið er valin hverju sinni og nauðsynlegt að þetta val sé ávallt fyrir hendi og að ekki sé þrengt að því með of íþyngjandi reglum eða lögum. Ýmsar leiðir koma til greina við sölu á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum, m.a. almennt útboð verðbréfa, skráning bréfa fjármálafyrirtækis á skipulegum verðbréfamarkaði eða tilboðssala.*⁹ [Leturbreyting hér.]

Lögum samkvæmt eru því ýmsar leiðir færar við sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Löggjafinn hefur jafnframt sérstaklega tekið afstöðu til þess að tilboðsfyrirkomulag sé ein þeirra leiða sem færar eru við slíka sölu, enda fellur tilboðsfyrirkomulag undir skilgreiningu almenns útboðs samkvæmt lögum nr. 14/2020, sbr. einnig d. lið 1. mgr. 2. gr. lýsingarreglugerðarinnar, sjá nánar hér á eftir í kafla 3.5.2. Þá hefur löggjafinn tekið afstöðu til þess að nauðsynlegt sé að þetta val sé fyrir hendi og ekki sé þrengt að því með of íþyngjandi hætti eða reglum.

Hinn 20. janúar 2022 lagði Bankasýsla ríkisins fram tillögu til fjármála- og efnahagsráðherra um sölumeðferð á eftirstæðum eignarhlut í Íslandsbanka hf. Tillagan hljóðar svo:

„Að Bankasýsla ríkisins fái heimild til að selja alla eignarhluti ríkisins í Íslandsbanka hf. í nokkrum áföngum og að höfðu samráði við ráðherra um skiptingu þeirra og tímasetningar. Heimild þessi gildi í tvö ár eða til og með 31. desember 2023.“

Þá segir í tillögunni:

⁹ Þingskjal 151 á 141. löggjafarþingi 2012–2013, bls. 9.

„Bankasýsla ríkisins mun einungis selja eignarhluti ef markaðstæður eru hagfelldar. Þá mun stofnunin nýta viðurkenndar aðferðir sem almennt eru notaðar á markaði við að selja eignarhluti, eins og nánar er lýst í minnisblaði. Stofnunin mun reglulega hafa samráð og upplýsa ráðherra um mikilvægustu atriði hvernar sölu. Ráðherra mun síðan ávallt eiga endanlega ákvörðun um sölu í hvert og eitt skipti, sbr. ákvæði 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012. Nánari rökstuðning fyrir tillögunni er að finna í meðfylgjandi minnisblaði Bankasýslu ríkisins til ráðherra, dags. 20. janúar 2022.“

Í minnisblaði sem fylgdi tillögu Bankasýslu ríkisins til ráðherra kemur fram sú afstaða að stofnunin líti á sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka hf. í heild sinni. Þannig hafi frumútbóð á hlutum í bankanum, sem lauk 22. júní 2021, einungis verið fyrsta skrefið í samfelldri sölumeðferð. Í minnisblaðinu er svo nánar lýst þeim söluaðferðum sem stofnunin leggur til að stuðst verði við, 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. Þá segir:

„Í ljósi þessara meginreglna og markmiða, ásamt viðteknum venjum á hlutabréfamörkuðum, verður við sölu eftirstandandi eignarhlutar ríkisins í Íslandsbanka horft til fjögurra söluaðferða. Í fyrsta lagi sölu með tilboðsfyrirkomulagi (e. accelerated book build, eða ABB), í öðru lagi sölu með full markaðssettu útbóði (e. fully marketed offering), í þriðja lagi miðlunaráætlun (e. trading plan) og í fjórða lagi með útgáfu skiptanlegra skuldabréfa (e. exchangeable bonds). Verður nú fjallað um þessar aðferðir frekar.“

Í minnisblaðinu er síðan sölu með tilboðsfyrirkomulagi frekar lýst. Segir að slík sala fari fram með lokuðu útbóði til *hæfra fjárfesta*. Þá segir:

„Sala með tilboðsfyrirkomulagi fer fram á einum til tveimur dögum. Til að tryggja að útbóðinu ljúki á farsælan hátt er ákveðnum fjölda fagfjárfesta boðið að undirrita trúnaðaryfirlýsingar við upphaf hvernar sölu (e. wall crossed) og búa þeir þar af leiðandi tímabundið yfir innherjaupplýsingum. Er þá oftast um að ræða fjárfesta, sem annað hvort eru þegar eigendur í undirliggjandi félagi eða hafa gefið til kynna áhuga á að taka þátt í frekari sölu hluta af hálfu ráðandi eiganda. Þegar áhugi þeirra liggur fyrir um verð og magn er svo tekin ákvörðun af hálfu seljanda og ráðgjafa hans að tilkynna um almennt útbóð á hlutum eftir lokun markaða til hæfra fjárfesta. Eftir það gefst þessum fjárfestum svo tími það sem eftir lifir dags til að skila inn áskriftum, en niðurstöður úthlutunar þurfa þó að liggja fyrir áður en markaðir með hlutina opna daginn eftir.“

Um helstu kosti og galla þessa fyrirkomulags segir síðan:

„Helstu kostir sölu með tilboðsfyrirkomulagi eru þeir að fyrirkomulagið ætti að tryggja hæsta verð og lágmarka þann tíma sem áskriftartímabil er opið, en það takmarkar þá áhættu sem seljandi tekur gagnvart sveiflum á hlutabréfamörkuðum og þá röskun sem getur orðið á hlutabréfamörkuðum. Helstu gallar eru þeir að ekki er gert ráð fyrir beinni þátttöku almennra fjárfesta í slíkum útbóðum. Þátttaka lífeyrissjóða og verðbrefasjóða í slíku útbóði mun þó alltaf tryggja aðkomu almennings með óbeinum hætti. Að þessu sögðu

telur Bankasýsla ríkisins sölu með tilboðsfyrirkomulagi bestu aðferðina við að uppfylla forgangsmarkmið sölumeðferðar um hagkvæmni, sbr. ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012, sem og önnur markmið og meginreglur.“

Á grundvelli umfjöllunar um þær mismunandi tegundir söluaðferða sem stæðu til boða taldi Bankasýsla ríkisins ráðlegast að ráðast fyrst í sölu á eignarhlutum í Íslandsbanka hf. með tilboðsfyrirkomulagi og síðar með blöndu af tilboðsfyrirkomulagi og miðlunaráætlun. Taldi stofnunin að með þessu fyrirkomulagi fengi ríkissjóður hæsta mögulega verð, þ.e. markaðsverð fyrir hlutina, og takmarkaði þannig þá áhættu, sem t.d. fylgir full markaðssettum útboðum. Á þeim grunni að hagkvæmni er „forgangsmeginregla“, eins og það er orðað í minnisblaðinu, taldi stofnunin að ekki væri vikið til hliðar meginreglum um dreift eignarhald, m.a. vegna takmarkana á beinni þátttöku almennings í sölu sem fer fram með tilboðsfyrirkomulagi, þar sem eignarhald á Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Því til viðbótar taldi Bankasýslan að horfa yrði til þess að almennir fjárfestar gætu þegar keypt hluti í bankanum á markaði og að stofnunin myndi við frekari sölu leggja áherslu á að sem fjölbreyttastur hópur fjárfesta tæki þátt.

Þá segir:

„Ljóst er að Bankasýsla ríkisins getur gert tillögu um sölumeðferð og ráðherra hefur svigrúm til að ramma inn ákvörðun sem þjónar markmiðum stjórnvalda og meginreglum við sölumeðferð. Að loknu almennu útboði og skráningu hlutfjár er meiri áhætta falin í sölumeðferð fyrir íslenska ríkið þar sem verðmyndun er virk og kvik. Nákvæm skilaboð um tímasetningar og magn eignarhluta geta haft neikvæð áhrif á markaðinn og gert verðmyndun óstöðuga (e. volatile). Þrátt fyrir framangreinda áhættu þarf að uppfylla skilyrði og formreglur sem lög nr. 155/2012 kveða á um, en þau lög gera ráð fyrir opnu stjórnsýsluferli ásamt meginreglum sölumeðferðar og svo undantekningum þar að lútandi. Ákvörðun um sölumeðferð er því ávallt opinber þótt ekki liggi fyrir nákvæm tímasetning.“

Um tilboðsfyrirkomulagið í ljósi lagaskilyrða er sérstaklega tekið fram:

„Tilboðsfyrirkomulag er fyrirkomulag sem uppfyllir skilyrði laga nr. 155/2012. Í greinargerð með lögnum segir: „Gert er ráð fyrir að bjóða skuli eignarhlut til sölu í opnu sölufarli. Nauðsynlegt er hins vegar að rökstyðja sérstaklega ef ekki stendur til að bjóða hlut til sölu með þeim hætti. Slíkt fyrirkomulag kann í undantekningartilvikum að koma til greina, t.d. við sölu á minni eignarhlutum ríkisins eða ef einhverjar sérstakar aðstæður kalla á að þetta fyrirkomulag sé viðhaft.“ 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. Framangreint fyrirkomulag er því heimilt skv. lögum nr. 155/2012. Það er þó ljóst að slíkt fyrirkomulag er ekki að fullu í anda meginregla laga nr. 155/2012 um opið sölufarli og gagnsæi. Þannig njóta ákveðnar

fjárfestar betri réttinda en aðrir ásamt því að almenningur getur ekki tekið beinan þátt og þar með ekki tryggt fullt jafnræði bjóðenda. Aftur á móti er um að ræða hefðbundna venju á alþjóðlegum verðbréfamörkuðum sem talin er ákjósanlegasta aðferðin við áframhaldandi sölu til að hámarka verð og lágmarka áhættu.“

Samkvæmt þessu fer því fjarri að Bankasýsla ríkisins hafi ekki talið söluaðferðina í samræmi við lög eins og ráða má af umfjöllun Ríkisendurskoðunar. Bankasýsla ríkisins var þvert á móti fullkomlega meðvituð um það svigrúm sem lögin veita sem og að rökstyðja þyrfti tillögu um val á þeirri leið, eins og gert var í minnisblaði til ráðherra 20. janúar 2022. Þá hefur Bankasýsla ríkisins ítrekað bent á að sala með tilboðsfyrirkomulagi hefur verið notuð af evrópskum ríkjum við sölu á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum.

Á bls. 10 er jafnframt á það bent af hálfu Ríkisendurskoðunar að það sé mat stofnunarinnar að tilboðsfyrirkomulagið samræmist illa starfsháttum opinberrar stjórnarsýslu. Tilboðsfyrirkomulag beri, eðli máls samkvæmt, rík einkenni starfshátta sem tíðkast á fjármálamarkaði. Söluferli sé um margt óformlegt og háð, undir miklu tímaálagi, huglægu mati margra aðila sem að söluinni koma, m.a. aðila sem starfa á markaði. Eins og því hafi verið beitt 22. mars 2022, gefi tilboðsfyrirkomulagið sig ekki vel að endurskoðun og prófun líkt og ákvarðanir stjórnvalda þurfi jafnan að gera.

Bankasýsla ríkisins tekur undir að tilboðsfyrirkomulagið sé hefðbundið fyrir viðskipti á fjármálamarkaði. Bankasýsla ríkisins fellst hins vegar ekki á að slíkt fyrirkomulag samræmist illa starfsháttum opinberrar stjórnarsýslu. Því verður þó aðeins beitt er það á við. Hér láist Ríkisendurskoðun að taka tillit til eðlis þess eignarhlutar sem seldur var umrætt sinn. Seldir voru hlutir í Íslandsbanka sem þegar voru skráðir á skipulegan markað og sambærilegir hlutum sem þegar eru í eigu þúsunda hluthafa. Dagleg velta með hluti í bankanum í þöruðum og tilkynntum viðskiptum nemur að meðaltali hundruðum milljóna króna. Verðmyndun ræðst af framboði og eftirspurn á hverjum tíma.

Andlag sölunnar voru því kauphallarskráð hlutabréf sem á hverjum degi ganga greiðlega kaupum og sölu milli fjárfesta og lúta lögmálum markaðarins. Söluaðferðin og framkvæmd sölunnar tók réttilega mið af þessu. Svo virðist sem Ríkisendurskoðun hafi hins vegar yfirsést þetta atriði. Allavega er ábending stofnunarinnar að þessu leyti illa ígrunduð að mati Bankasýslu ríkisins. Yrði henni fylgt yrði um of þrengt að svigrúmi ríkisins til að hámarka afrakstur af sölu eigna af því tagi sem hér um ræðir.

3.3 Gagnsæi í aðdraganda sölunnar (kafla 1.2 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)

3.3.1 Almenn

Í 1. kafla skýrslunnar er fjallað um aðdraganda sölunnar. Í rauðum kassa á bls. 31 er niðurstaða Ríkisendurskoðunar sú að gagnsæi um söluferlið í aðdraganda sölunnar „hafi verið ábótavant“. Notkun lykilhugtaka og mikilvæg umfjöllun í minnisblaði og kynningargögnum til þingnefnda hafi ekki verið „nógu vönduð og ítarleg til að upplýsa með skýrum hætti um fyrirætlanir stofnunarinnar og fyrirkomulag söluferlis með tilboðsfyrirkomulagi.“

Þá segir í rauðum kassa á bls. 10 að Ríkisendurskoðun telji „gagnrýnivert að kynningar fjármála- og efnahagsráðuneytis og Bankasýslu ríkisins á tilboðsfyrirkomulaginu fyrir Alþingi og almenningi hafi

ekki verið til þess fallnar að varpa fullnægjandi ljósi á raunverulegt eðli tilboðsfyrirkomulagsins.“ Á bls. 11 segir jafnframt í rauðum kassa að það sé niðurstaða Ríkisendurskoðunar að Bankasýsla ríkisins hafi í aðdraganda sölufelrisins „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 hafi ekki tekist að miðla upplýsingum um fyrirhugaða sölu með skýrum og árangursríkum hætti.

Í þessari umfjöllun lúta þær athugasemdir sem varða störf Bankasýslu ríkisins að meginstefnu að þremur atriðum sem hér verða rakin.

3.3.2 *Tilboðsfyrirkomulag er almennt útboð samkvæmt lögum*

Í fyrsta lagi eru af hálfu Ríkisendurskoðunar gerðar athugasemdir við hugtakanotkun þar sem útboðinu var í einu tilviki lýst sem „lokuðu útboði til hæfra fjárfesta“ en annars sem „opnu útboði til hæfra fjárfesta“ í minnisblaði.

Þetta er smávægilegt atriði í heildarsamhengi hlutanna sem ekki verður séð að hafi valdið misskilningi eða haft áhrif á þær ákvarðanir sem teknar voru í framhaldinu enda ljóst í báðum tilvikum að því var beint að hæfum fjárfestum. Það er aðalatriðið.

Þess ber að geta að umrætt minnisblað var birt á heimasíðu Bankasýslu ríkisins sama dag, m.a. á grundvelli gagnsæissjónarmiða, sem stofnuninni ber að viðhafa. Hér skiptir og máli að í raun var minnisblaði Bankasýslu ríkisins ásamt tillögu stofnunarinnar beint til ráherra sem féllst á hana og útbjó greinargerð lögum samkvæmt um ráðgerða sölumeðferð og lagði fyrir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Ákvörðun um sölufelrið tók ráðherra síðan að teknu tilliti til athugasemda þingnefnda. Á þeim grunni fór sölumeðferðin fram, ekki á grundvelli minnisblaðs Bankasýslu ríkisins. Þrátt fyrir það ber að ítreka að framkvæmd sölunnar 21.—23. mars sl. var nákvæmlega eins og henni var lýst í minnisblaðinu frá 20. janúar sl. og í kynningum til þingnefnda þann 21. og 24. febrúar sl.

Það var einsýnt að frekari sala ætti að fara fram með almennu útboði, þ.e. tilboðsfyrirkomulagi eða full markaðssettu tilboði. Í því samhengi hefur Bankasýsla ríkisins bent á eftirfarandi atriði:

Með lögum nr. 14/2020 um lýsingu verðbréfa sem boðin eru í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði var innleidd í íslensk lög reglugerð 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. Í ákvæði d. liðar 2. gr. þeirrar reglugerðar er almennt útboð skilgreint sem hvers kyns boð til aðila, í hvaða formi og með hvaða hætti sem er, þar sem fram koma nægjanlegar upplýsingar um skilmála útboðs og verðbréfin sem eru boðin til kaups til að fjárfesti sé kleift að ákveða að kaupa eða að láta skrá sig fyrir þeim verðbréfum. Undir þetta falla einnig verðbréf sem eru markaðssett og/eða seld fyrir tilstilli fjármálamililiða.

Undir þetta fellur tilboðsfyrirkomulag (e. *accelerated bookbuild*). Undir þetta fellur einnig m.a. almennt útboð (e. *public offering*), frumútboð (e. *initial public offering*) og full markaðssett útboð (e. *fully marketed offering*). Þá má finna ítarlega lýsingu um hvert og eitt fyrirkomulag í minnisblaði stofnunarinnar frá 20. janúar sl. Annað mál er síðan að undanþága frá skyldu til að birta lýsingu í tengslum við útboð byggir á a. lið 4. mgr. 1. gr. framangreindrar reglugerðar, þar sem fram kemur

að almennt útboð verðbréfa sem eingöngu er beint til hæfra fjárfesta er undanþegið skyldu til að birta lýsingu.

Í samantekt minnisblaðsins kom síðan eftirfarandi fram og var mjög skýrt um fyrirætlan Bankasýslu ríkisins: „Á grundvelli umfjöllunarinnar hér á undan, telur Bankasýsla ríkisins ráðlegast að ráðast fyrst í sölu á eignarhlutum í Íslandsbanka með tilboðsfyrirkomulagi og síðar með blöndu af tilboðsfyrirkomulagi og miðlunaráætlun.“

Ekkert í framangreindu á að valda misskilningi.

3.3.3 Frávik frá dagslokagengi („afsláttur“)

Í öðru lagi er töluvert fjallað um hvernig Bankasýsla ríkisins hafi „forðast“ að ræða þann „afslátt“ sem fælist í tilboðsfyrirkomulaginu, annars vegar á bls. 9 í niðurstöðukafla og hins vegar á bls. 27.

Er m.a. byggt á því að gögn málsins sýni að stofnunin hafi viljað 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 þessu samhengi er m.a. vísað í tölvupósti forstjóra stofnunarinnar til ráðuneytis 7. febrúar 2022, sem þó er ekki birtur í beinni tilvitnun og ekki settur í samhengi. Jafnframt að um þá „mikilvægu staðreynd“ hafi einungis verið fjallað á einum stað í minnisblaði stofnunarinnar, í neðanmálsgrein.¹⁰

Tölvupóstur forstjóra var svohljóðandi:

„Efnislegar athugasemdir okkar við greinargerðina eru aðallega tvær. Annars vegar viljum við forðast það að ræða afslátt af lokaverði og tilgreina hann (í %) í greinargerðinni þegar er verið að ræða um tilboðsfyrirkomulagið. Við getum aftur á móti fjallað um þetta með almennum hætti á kynningarfundum með Alþingi. Hins vegar viljum við einnig forðast að fjalla um nákvæma tímasetningar næstu sölu (í lok febrúar eða byrjun mars). Þegar kemur að sölu viljum við geta tekið ákvörðun með skömmum fyrirvara og ekki leyfa markaðnum á sjá á hendi okkar. Þá getur verið á hlutum í [Íslandsbanka] lækkað. Auk þess má ekki útiloka að sveiflur geti verið á mörkuðum næstu vikunnar m.a. vegna þróunar heimsmála.“

Er ljóst af innihaldi tölvupóstsins að þar var forstjóri að gæta að fjárhagslegum hagsmunum ríkissjóðs varðandi fyrirhugaða sölu. Eins og fallist er á í skýrslu Ríkisendurskoðunar „er ekki um hefðbundinn afslátt að ræða“ (bls. 13 og 66) í tilvikum þar sem selt er á verði sem myndast við útboð á hlutabréfum. Að mati Bankasýslu ríkisins er því beinlínis villandi að tala um „afslátt“ í þessu samhengi og eðlilegt að „forðast“ að nota það hugtak, svo ekki sé talað um að tilgreina hann í hundraðshlutum. Hugtakanotkun og nálgun Bankasýslu ríkisins á sér samkvæmt þessu eðlilegar skýringar og rétt að setja umfjöllun um þetta atriði í samhengi í ljósi þeirrar neikvæðu myndar sem dregin er upp í skýrslunni.

Annað mál er hins vegar að hugtakið „afsláttur“ er notað í greinargerð ráðherra dags. 10. febrúar sl., á bls. 28-29, þar sem fjallað er um „afslátt“ m.v. síðasta dagslokagengi og samanburð við

¹⁰ Í neðanmálsgreininni kemur fram að „ljóst er að útboðsverð mun alltaf verða eitthvað lægra en verð á hlutum í lok dags, þar sem verið er að auka framboð á markaði“.

„afslátt“ í tengslum við frumútboð. Sú greinargerð markar grundvöll að sölumeðferðinni. Þá er rétt að benda á umfjöllun Seðlabanka Íslands þar að lútandi í umsögn hans í tenglum við fyrirhugaða sölu.

Loks verður séð hvaða þýðingu þessi umfjöllun hefur í heildarsamhengi þessa máls enda ljóst að sá þáttur sölunnar sem sneri að fráviki frá markaðsverði fékk ítarlega umfjöllun við meðferð málsins, m.a. af hálfu Alþingis og bæði ríkisstjórn og þingnefndir voru fullmeðvitaðar um að slíkt frávik frá dagslokagengi væri almennt fylgifiskur tilboðsfyrirkomulags. Kynningar eða upplýsingagjöf af hálfu Bankasýslu ríkisins og ráðuneytisins voru því að minnsta kosti þess eðlis að upplýsingar um frávik frá dagslokagengi komust vel til skila til ríkisstjórnar og Alþingis, enda rætt sérstaklega í þingnefndum, sbr. umfjöllun í kafla 2.2 í skýrslu um umsagnir þingnefnda.

3.3.4 Hæfir fjárfestar

Auk þessara atriða sem hér hafa verið nefnd er umfjöllun í skýrslunni um „hæfa fjárfesta“ og „hæfa fagfjárfesta“. Hugtakið „hæfur fagfjárfestir“ hefur ekki sérstaka þýðingu í lögfræðilegum skilningi, öfugt við það fyrrnefnda. Í öllu því efni sem bæði Bankasýsla ríkisins og ráðuneytið lögðu fram er aðeins einu sinni vísað í þetta hugtak af hálfu ráðuneytisins.

Ekki verður hins vegar séð að það hafi valdið misskilningi í framkvæmd og ekkert í gögnum málsins veitir vísbendingar í þá veru.

Á bls. 33 dregur Ríkisendurskoðun þó þær víðtæku ályktanir að með þessu hafi verið „hætta á að meðlimir þingnefndanna tveggja sem fjölluðu um málið, og aðrir sem vildu kynna sér áform um sölufarlið, stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða fjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum“. Ekki hefur verið sýnt fram á að forsendur séu til að draga svo víðtækar ályktanir af ferlinu og skortir á að það sé skoðað heildstætt.

Bankasýsla ríkisins hefur áður sagt að betur hafi mátt standa að kynningu til *almennings* á söluferlinu, og þá sérstaklega hvað fælist í tilboðsfyrirkomulaginu og nánari afmörkun á hugtakinu „hæfir fjárfestar“. Álitamál hlýtur þó að vera hversu langt Bankasýsla ríkisins þar að ganga í þeim efnum lögum samkvæmt,¹¹ sérstaklega í ljósi þess að útboðið beindist ekki að almenningi í þetta skiptið.

Að því sögðu er ástæða til að halda því til haga að í minnisblaði Bankasýslu ríkisins til fjármála- og efnahagsráðherra, dags. 20. janúar 2022, er sérstaklega vikið að þátttöku „einstaklinga, sem teljast til hæfra fjárfesta“ í útboðinu. Þar segir orðrétt:

„Bankasýsla ríkisins telur einnig að áhugi og bolmagn fjárfesta gefi til kynna að frekari sala á eignarhlutum í Íslandsbanka verði farsæl. Er í þessu sambandi nægjanlegt að líta til mikillar umframeftirspurnar eftir hlutum í bankanum í frumútboðinu, sem var níföld, góðrar afkomu bankans eftir útboðið og hækunar á hlutum í bankanum frá því. / Ef fyrst er vikið að innlendum fjárfestum, þá telur Bankasýsla ríkisins að eftirlitsskyldir aðilar eins og lífeyrissjóðir, sjóðir rekstrarfélaga og tryggingarfélög hafi bolmagn og áhuga. Þá telur

¹¹ Sbr. 3. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, sbr. einnig 13. gr. upplýsingalaga nr. 140/2012 sem kveður á um birtingu upplýsinga að frumkvæði stjórnvalda og reglugerð nr. 464/2018, um birtingu upplýsinga að frumkvæði stjórnvalda.

stofnunin að sama gildi um *einstaklinga, sem teljast til hæfra fjárfesta*, en þeir þurftu að sæta skerðingu í frumútboðinu m.a. vegna mikillar umframeftirspurnar og áherslu á dreift eignarhald á bankanum, sbr. ákvæði laga. Einnig má ekki líta fram hjá því að þessir fjárfestar nutu mikillar ávöxtunar á fjárfestingum í hlutabréfum á síðasta ári, sem gæti þurft að endurfjárfesta á þessu ári.“ [Leturbreyting hér.]

Minnisblaðið er þannig skýrt af hálfu Bankasýslu ríkisins um að hugtakið „hæfir fjárfestar“ næði til víðari hóps en lífeyrissjóða og stofnanafjárfesta. Er því varla sanngjörn sú ábending Ríkisendurskoðunar að hætta hafi verið á að nefndarmenn sem fjölluðu um málið stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða fjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum. Að minnsta kosti er ljóst að hér eru ekki ríkar kröfur gerðar til nefndarmanna þingsins um að viðkomandi kynni sér þau gögn sem til umfjöllunar eru hverju sinni. Á því getur Bankasýsla ríkisins varla borið ábyrgð.

3.4 Þekking og reynsla innan Bankasýslu ríkisins

Í umfjöllun um sölu með tilboðsfyrirkomulagi er vikið að reynsluleysi starfsmanna Bankasýslu ríkisins af sölu með slíku fyrirkomulagi. Á bls. 31 er byggt á að ljóst hafi mátt vera að Bankasýsla ríkisins bjó yfir takmarkaðri þekkingu á tilboðsfyrirkomulaginu þegar minnisblaðið og greinargerð ráðherra voru kynnt. Stofnunin hafi treyst nær alfarið á þekkingu þriggja umsjónaraðila sölunnar og fjármálaráðgjafa síns í söluferlinu sem mæltu eindregið með því að umræddur eignarhlutur yrði seldur með tilboðsfyrirkomulagi. Sambærileg umfjöllun er á bls. 11 í niðurstöðukafla og bls. 12 í gulum kassa. Þá er vikið að þessu í gulum kassa á bls. 39.

Af þessu tilefni er rétt að minna á að Bankasýsla ríkisins er sérhæft stjórnvald sem fer með lögbundin verkefni á grundvelli laga nr. 88/2009 og forstjóri og stjórn þurfa að uppfylla hæfisskilyrði 6. gr. laganna. Þar segir að þau skuli hafa haldgóða menntun auk sérþekkingar á banka- og fjármálum. Gæta skal þess við skipun stjórnar að starfsreynsla og menntun stjórnarmanna sé sem fjölbreyttust á þessu sviði og þeir hafi trausta þekkingu á góðum stjórnarháttum fyrirtækja. Þessi skilyrði uppfylla bæði stjórnarmenn og forstjóri. Aðrir starfsmenn stofnunarinnar hafa jafnframt haldgóða háskólamenntun á sínum sérfræðisviðum sem og mikla reynslu af umsýslu og sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálaafyrirtækjum.

Ljóst er að sala á 22,5% eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka var umfangsmikið verkefni þar sem undirliggjandi fjárhagslegir hagsmunir voru verulegir. Slíkt verkefni heyrði ekki til daglegs reksturs stofnunarinnar. Af þeim sökum réði Bankasýsla ríkisins ráðgjafa til að starfa með stofnuninni, hina sömu og ráðnir höfðu verið í tengslum við frumútboðið í júní 2021. Aðkoma umsjónaraðila og ráðgjafa var fyllilega í samræmi við það fyrirkomulag sem viðhaft hefur verið við sölu ríkissjóða annarra ríkja í Evrópu á eignarhlutum í fjármálaafyrirtækjum og engin haldbær rök færð fram fyrir því að Bankasýsla ríkisins hafi í ríkari mæli þurft að reiða sig á ytri ráðgjöf en gengur og gerist í slíkum viðskiptum. Þá er einsýnt, að mati Bankasýslu ríkisins, að það eykur skilvirkni í rekstri stofnana að kalla eftir sérfræðiaðstoð þegar á þarf að halda í tengslum við einstök verkefni af þessum toga fremur en að halda úti miklum fjölda starfsmanna.

Loks skal á það bent að allt of mikið er gert úr sérstöðu tilboðsfyrirkomulagsins í skýrslu Ríkisendurskoðunar. Í grunninn fól það í sér sölu hlutabréfa í útboði til afmarkaðs hóps fjárfesta á

skömmum tíma. Í eðli sínu var það því ekki frábrugðið öðrum verkefnum sem Bankasýsla ríkisins hefur komið að. Þannig eru mikil líkindi með útboði með tilboðsfyrirkomulagi og frumútboði. Svo virðist sem Ríkisendurskoðun hafi yfirsétt þetta í sinni athugun.

3.5 Aðkoma ráðgjafa og sérfræðinga að söluferlinu (kafla 3.1 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)

3.5.1 Staða Bankasýslu ríkisins gagnvart ráðgjöfum

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 8 í niðurstöðukafla segir að ekki hafi verið gerðar „tilhlýðilegar kröfur“ til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila. Á bls. 11, bls. 12 (í gulum kassa) og bls. 45 (í rauðum kassa) er m.a. fundið að reynsluleysi innlendra umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila; að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gefið þeim nein bein fyrirmæli eða leiðbeiningar um framkvæmd sölunnar; og að stofnunin hafi ekki tryggt með fullnægjandi hætti að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.

Á þetta verður ekki fallist.

Bankasýsla ríkisins er eins og stjórnvöldum almennt heimilt að fela utanaðkomandi aðila tiltekna þætti við meðferð máls eða fá ráðgjöf við ákvarðanatöku.¹² Engu að síður er það á ábyrgð stofnunarinnar að tryggja að málið sé í réttum farvegi og viðeigandi reglum sé fylgt. Að þessum þáttum var sérstaklega gætt í ferlinu eins og gögn málsins bera með sér.

Af lögum og reglum sem gilda um störf Bankasýslu ríkisins leiðir að þegar stofnunin stendur frammi fyrir að taka ákvarðanir eða meta tiltekin álitæfni sem krefjast sérfræðipækkingar ber hún ábyrgð á því að málið sé rannsakað með fullnægjandi hætti af sérfræðingi á viðkomandi sviði.¹³

Enn fremur verður ákvörðunin um að fá ráðgjafa til aðstoðar að vera byggð á málefnalegum sjónarmiðum sem og valið á honum. Verður Bankasýsla ríkisins þá m.a. að ganga úr skugga um að ráðgjafinn hafi þá faglegu þekkingu sem til þarf. Loks verður að gæta þess að hlutverk hans afmarkist við ráðgjöf en hann taki ekki ákvörðun¹⁴, eins og raunin var.¹⁵

Bankasýsla ríkisins hefur yfir að ráða viðtækri reynslu í að stýra og selja eignarhluti ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Stofnunin hafði ekki reynslu af sölu á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum með tilboðsfyrirkomulagi af *nákvæmlega* þeim toga sem hér er til umfjöllunar, enda sjaldan áður reynt á slíkt ferli hér á landi, og aldrei eftir gildistöku laga nr. 60/2021. Ekki síst af þeim sökum var sérstaklega vandað til verka og fengnir bæði þeir innlendu sérfræðingar sem höfðu reynslu af sambærilegum verkefnum hér á landi sem og viðurkenndir alþjóðlegir ráðgjafar sem höfðu áratuga reynslu af tilboðsfyrirkomulagi. Það breytir ekki þeirri staðreynd að samanlagt hafa stjórn og starfsmenn áratugareynslu og þekkingu á þessu sviði. Þannig annaðist stofnunin m.a. undirbúning

¹² Páll Hreinsson: *Stjórnsýsluréttur. Málsmeðferð*. Reykjavík 2013, bls. 545.

¹³ Þessi almennu sjónarmið eru t.d. rakin í álitum UA frá 2. maí 1999 í máli nr. 2442/1998, álitum UA frá 14. september 1999 í máli nr. 2498/1998, álitum UA frá 20. september 2001 í máli nr. 2903/1999 og álitum UA frá 31. desember 2003 í máli nr. 3854/2003.

¹⁴ Páll Hreinsson: *Stjórnsýsluréttur. Málsmeðferð*. Reykjavík 2013, bls. 507-509.

¹⁵ Til samanburðar má nefna að við sölu eignarhluta í bönkum í Bretlandi, Hollandi og á Írlandi var stuðst við nákvæmlega sams konar ráðgjafa, þ.e. lögmenn, fjármálaráðgjafa og umsjónaraðila.

og framkvæmd frumútboðs með hluti í Íslandsbanka í júní 2021, sem var mun flóknara verkefni heldur en sala með tilboðsfyrirkomulagi.¹⁶

Lögð er rík áhersla á að öll málsmeðferð Bankasýslu ríkisins var í samræmi við þær kröfur sem leiða af lögum og reglum stjórnasýsluréttar, eins og hér hefur verið rakið. Þannig var ákvörðun um að leita til innlendra og erlendra sérfræðinga byggð á málefnalegum sjónarmiðum sem og valið á þeim í ljósi þeirrar reynslu sem þeir höfðu yfir að búa. Auk þess var aðkoma þeirra eingöngu í formi ráðgjafar við útfærslu einstakra verkefna og tæknilega útfærslu en Bankasýsla ríkisins bar ábyrgð og tók ákvarðanir á þeim grundvelli. Þannig studdist Bankasýsla ríkisins við sams konar ráðgjafa eins og aðrir evrópskir ríkissjóðir hafa gert undanfarin ár með sölu á hlutum í bönkum í þeirra eigu. Fjöldmörg gögn sem Bankasýsla ríkisins hefur látið Ríkisendurskoðun í té í tengslum við vinnu stofnunarinnar bera þess skýr merki.

Ályktanir um að Bankasýsla ríkisins hafi reitt sig um of á ráðgjöf utanaðkomandi ráðgjafa eru því ekki réttar.

3.5.2 *Reynsla innlendra umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila*

Í samræmi við það sem rakið var hér að framan bendir Bankasýsla ríkisins á að innlendir umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar sem stofnunin réði til verksins voru eftirfarandi:

Umsjónaraðili var fyrirtækjaráðgjöf og verðbréfamiðlun Íslandsbanka, söluráðgjafi var Fossar markaðir hf. („Fossar“) og söluaðilar voru ACRO verðbréf hf. („ACRO“), Íslensk verðbréf hf. („ÍV“), og Landsbankinn hf. („Landsbankinn“).¹⁷

Samkvæmt upplýsingum úr kauphöll var hlutdeild þessara aðila í viðskiptum með bréf í Íslandsbanka um 58% á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs.

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 45 er þess getið í rauðum kassa að umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslu ríkisins hafi haft „litla ef nokkra reynslu af söluferli af því tagi sem hér um ræðir, þ.e. sölu með tilboðsfyrirkomulagi til hæfra fjárfesta.“

Fernt er við þessa fullyrðingu að athuga.

Í fyrsta lagi er allt of mikið gert úr sérstöðu tilboðsfyrirkomulagsins í skýrslu Ríkisendurskoðunar. Í grunninn fól það í sér sölu hlutabréfa í útboði til afmarkaðs hóps fjárfesta. Í eðli sínu var það því ekki frábrugðið öðrum verkefnum sem nefnd fjármálafyrirtæki hafa mikla reynslu af. Óhætt er að orða það svo að sala hlutabréfa til fjárfesta sem hæfir eru til kaupanna heyri til kjarnastarfsemi allra

¹⁶ Þannig kemur fram á bls. 7 í kynningu Bankasýslu ríkisins til fyrrnefndra þingnefnda: „Í tilboðsfyrirkomulagi er stuðst við sömu aðferðir og í frumútboði, nema að ekki er gefin út skráningarlýsing, og þar af leiðandi takmarkast útboðið til fagfjárfesta [...] Eins og í frumútboði, þar sem stuðst er við hornsteinsfjárfesta eins og gert var í tilfalli Íslandsbanka, geta söluráðgjafar gert tillögu um að ákveðinn fjöldi fagfjárfesta sé í aðdraganda fyrirhugaðrar sölu (t.d. 24 til 48 tímum fyrir) boðið að gerast innherjar (e. wall crossing) gegn því að eiga ekki viðskipti með hlutina“.

¹⁷ Þeim til viðbótar voru Citigroup Global Markets Europe AG („Citi“) og J.P. Morgan SE („JP Morgan“) umsjónaraðilar og HSBC Continental Europe („HSBC“) var söluráðgjafi. Þá var STJ Advisors Group Limited („STJ“) fjármálaráðgjafi Bankasýslu ríkisins, LOGOS slf. („Logos“) innlendir lögfræðilegur ráðgjafi og White & Case LLP („W&C“) alþjóðlegur lögfræðilegur ráðgjafi stofnunarinnar vegna útboðsins.

þessara fyrirtækja. Þá höfðu öll þessi fjármálafyrirtæki með góðum árangri komið að frumútboði með hluti í Íslandsbanka í júní 2021 en það verkefni var umtalsvert viðameira og flóknara en það sem hér er til umfjöllunar. Eina sérstaða tilboðsfyrirkomulagsins á útboðinu í mars var sú að þar var í fyrsta skipti á Íslandi á grundvelli nýlegrar löggjafar ráðist í markaðspreifingar, hérlandis og erlendis, sem þegar litið er á sölufarlið heildstætt tókust afar vel, þar sem því markmiði var náð að hafa fullnægjandi vissu um að til staðar væri nægjanleg eftirspurn áður en opinberlega var tilkynnt um útboð með tilboðsfyrirkomulagi.

Í öðru lagi er til þess að líta að engin önnur íslensk fjármálafyrirtæki höfðu meiri reynslu af sambærilegum viðskiptum. Með öðrum orðum, engin önnur fyrirtæki stóðu þeim framar sem ráðin voru til verksins, t.d. miðað við framlag til árangurs frumútboðsins. Var þá m.a. litið til framlags þeirra og árangurs í frumútboðinu. Þannig voru t.d. Fossar söluráðgjafi, en það er eina innlenda fjármálafyrirtækið sem var umsjónaraðili í tengslum við sölu Kaupþings ehf. á hlutum í Arion banka í apríl 2019, sem var eina útboðið með tilboðsfyrirkomulagi sem fram hafði farið á hlutum í íslensku félagi fyrir útboð á hlutum í Íslandsbanka í mars á þessu ári.

Í þriðja lagi er ekki unnt að líta fram hjá alþjóðlegu umsjónaraðilunum tveimur, þ.e. Citi og JP Morgan, við *heildstætt mat* á reynslu ráðgjafa Bankasýslu ríkisins, en fáir alþjóðlegir bankar hafa jafnmikla reynslu af útboðum með tilboðsfyrirkomulagi í Evrópu. Þá þekktu Citi og JP Morgan vel til allra innlendu ráðgjafanna að ofan sem umsjónaraðilar í frumútboðinu. Að auki hafði Citi verið umsjónaraðili með fyrrgreindri sölu á hlutum í Arion banka. í apríl 2019.¹⁸

Ef litið er til hlutafjárútboða annarra heldur en frumútboða (e. *additional equity offerings*) í Evrópu á fimm ára tímabilinu frá 2017 til 2021 kemur í ljós að JP Morgan var ráðgjafi í 285 útboðum samtals að fjárhæð um 35 milljarðar evra og Citi ráðgjafi í 220 útboðum samtals að fjárhæð um 28 milljarðar evra. Voru þessir bankar með þriðju og fjórðu hæstu hlutdeild í slíkum útboðum, en tæplega helmingur (48,4%) þessara útboða samanstóð af útboðum með tilboðsfyrirkomulagi. Á sama tímabili kom W&C að lögfræðilegri ráðgjöf á 125 útboðum samtals að fjárhæð um 23 milljarðar evra og var með þriðju mestu hlutdeild á meðal lögmannstofa.¹⁹ Því til viðbótar kom STJ á þessu tímabili að ráðgjöf á 24 útboðum með tilboðsfyrirkomulagi fyrir rúma 7 milljarða evra.²⁰

Loks sér þess hvergi stað í skýrslu Ríkisendurskoðunar að ætlað reynsluleysi innlendra ráðgjafa hafi haft neikvæð áhrif á sölufarlið. Þvert á móti, þegar litið er heildstætt á framkvæmd og niðurstöðu sölunnar stendur upp úr að öllum þeim sem að komu tókst að ljúka útboðinu innan afar þröngra tímamarka og að selja meira magn af hlutum og á hærra verði fyrir hvern hlut heldur en gert hafði verið var ráð fyrir. Þá stuðluðu markaðspreifingar að farsælli niðurstöðu útboðsins.²¹

¹⁸ Því til viðbótar er ekki unnt að líta fram hjá reynslu lögfræðilegra ráðgjafa Bankasýslu ríkisins. Þannig voru Logos og W&C ráðgjafar seljanda í útboðinu á hlutum í Arion banka í apríl 2019. Þá var W&C lögfræðilegur ráðgjafi Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka hf. og Logos lögfræðilegur ráðgjafi umsjónaraðila í tengslum við frumútboðið.

¹⁹ Heimild: Bloomberg.

²⁰ Skýringin á minni fjölda útboða hjá STJ er aðallega sú að seljendur ráða ekki allir til sín sjálfstæða fjármálaráðgjafa til að aðstoða við hlutafjárútboð.

²¹ Í samhengi við markaðspreifingar skal þess getið að lítil hreyfing var á gengi með hluti í Íslandsbanka í aðdraganda útboðs. Þannig lækkaði gengi á hlutum í Íslandsbanka um einungis 0,6 kr. á milli lokunar þann 18. mars sl. og opunar þann 21. mars sl., en ákvörðun ráðherra lá fyrir eftir lokun markaða þann 18. mars sl.

Í ljósi framangreinds hafnar Bankasýsla ríkisins fullyrðingum um „reynsluleysi“ ráðgjafa.

3.5.3 Fyrirmæli og leiðbeiningar

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 11-12 og 45 er þess getið í fyrst gulum og síðan rauðum kassa að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gefið innlendum umsjónaraðilum, söluráðgjöfum og söluaðilum *bein fyrirmæli* eða *leiðbeiningar* um framkvæmd sölunnar. Þó hafi þeim 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 sl. Þeim hafi jafnframt verið bent á að viðhalda trúnaði og fyrir þeim brýnt að halda vitneskju um þátttöku í sölufurlinu meðal eins fárra einstaklinga og unnt væri og að hafa ekki samband við hugsanlega fjárfesta fyrr en að opinber tilkynning um söluna hefði verið birt.

Óljóst er af umfjöllun Ríkisendurskoðunar hvers kyns eða hvaða fyrirmæli og leiðbeiningar það eru sem Bankasýsla ríkisins láðist að gefa ráðgjöfum sínum. Helst má þó af umfjölluninni ráða að það hafi verið fyrirmæli um að gæta að hagsmunaárekstrum og að banna söluráðgjöfum eða starfsmönnum þeirra að taka þátt í útboðinu. Í skýrslunni er réttilega tekið fram að Bankasýsla ríkisins hafi vísað til þess að fjármálafyrirtækjum beri lögum samkvæmt að setja sér innri reglur um ráðstafanir gegn hagsmunaárekstrum. Stofnunin hafi metið það svo að regluverk fjármálamarkaðarins væri með þeim hætti að slíkar innri reglur umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila kæmu í veg fyrir hagsmunaárekstra í sölufurlinu.

Samkvæmt lögum nr. 161/2002 ber stjórn fjármálafyrirtækis m.a. ábyrgð á að stjórnarhættir og innra skipulag stuðli að aðskilnaði starfa og að komið sé í veg fyrir hagsmunaárekstra, sbr. 1. mgr. 54. gr. Ákvæði 32. gr. (*hagsmunaárekstrar*) laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga er svohljóðandi:

„Verðbréfafyrirtæki skal gera allar viðeigandi ráðstafanir til að greina og koma í veg fyrir eða takast á við hagsmunaárekstra í tengslum við veitingu fjárfestingar- eða viðbótarþjónustu, þ.m.t. hagsmunaárekstra sem leiðir af viðtöku þóknana eða kaupaukakerfi fyrirtækisins, milli:

1. fyrirtækisins annars vegar, þ.m.t. starfsmanna þess, einkumboðsmanna eða aðila sem eru tengdir því vegna yfirráða, og viðskiptavina þess hins vegar, og
2. viðskiptavina fyrirtækisins innbyrðis.

Þegar ráðstafanir skv. 2. mgr. 21. gr. [(*almennt um skipulagskröfur*)] og 22. gr. [(*vöruþróun og dreifing fjármálagerninga og samsettra innstæðna*)] veita ekki fullnægjandi vissu fyrir því að hættu á hagsmunaárekstrum verði afstýrt skal verðbréfafyrirtæki, áður en þjónusta er veitt, upplýsa viðskiptavin skýrt um almennt eðli og/eða ástæður hagsmunaárekstranna og hvaða ráðstafanir hafi verið gerðar til að draga úr hættunni. Upplýsingarnar skulu veittar á varanlegum miðli og vera nægilega ítarlegar, með hliðsjón af því hvers konar viðskiptavin

Þá var lokaverð þann 21. mars sl. það sama og lokaverð þann 18. mars sl., eða 123 kr. á hvern hlut. Verð hluta lækkaði svo um eina krónu á milli dagsloka 21. mars og 22. mars sl.

um ræðir, til að gera honum kleift að taka upplýsta ákvörðun að því er varðar þá þjónustu sem hagsmunaáreksturinn tengist.

Í 21, 27., 33., 34. og 38.-43. gr. reglugerðar (ESB) 2017/565, sbr. 2. tölul. 1. mgr. 3. gr., er nánar kveðið á um hagsmunaárekstra.“

Ákvæði þeirrar reglugerðar sem vísað er til í 3. mgr. 32. gr. laga nr. 115/2021, þ.e. reglugerðar (ESB) 2017/565, leggja *auknar kröfur* að þessu leyti á verðbréfafyrirtæki sem hafa umsjón með *útbodði fjármálagerninga*, veita sölutryggingu eða aðra tengda þjónustu, sbr. 38.-43. gr. hennar. Með 28. og 29. gr. reglugerðarinnar er þá lögð sérstök skylda á verðbréfafyrirtæki að koma á, innleiða og viðhalda fullnægjandi fyrirkomulagi (innri reglum) sem miðar m.a. að því að koma í veg fyrir *einkaviðskipti starfsmanna* þegar slík viðskipti kunna að fela í sér hættu á hagsmunaárekstrum.

Ýmis önnur ákvæði laga og reglna leggja ríkar skyldur á fjármálafyrirtæki sem miða að því að tryggja að komið sé í veg fyrir hagsmunaárekstra í starfsemi þessara fyrirtækja. Ekki gefst hér færi á að rekja þessi ákvæði nákvæmlega. Aðalatriðið er að á fjármálafyrirtækjum hvíla ríkar skyldur að lögum og skv. reglum um að haga starfsemi sinni og innra skipulagi þannig að komið sé í veg fyrir hagsmunaárekstra m.a. milli fyrirtækisins, þ.m.t. starfsmanna, og viðskiptavina þess. Það er staðreynd. Brot gegn slíkum reglum varða stjórnvaldssektum allt að 10% af heildarveltu viðkomandi fyrirtækis.

Í ljósi þessa er með engu móti hægt að finna að því að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gert um það samningsbundnar kröfur til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila að þeir gættu að eigin hagsmunaárekstrum, m.a. í tengslum við einkaviðskipti starfsmanna. Engin hefð er heldur fyrir því, hvorki hérlendis né erlendis, að slíkar kröfur séu gerðar í samningum við fjármálafyrirtæki. Enda óþarft með öllu og samningsákvæði fremur til þess fallin að draga úr skyldum en að auka við þær.

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er hvergi vikið að þessum reglum, hvað þá að efnislegu inntaki þeirra sé gefið nokkuð vægi. Í skýrslunni eru heldar engar vísbendingar um að Ríkisendurskoðun hafi kannað hvaða venjur hafi skapast um þessi atriði í framkvæmd á fjármálamörkuðum. Samt sem áður er fundið að því að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gert slíkar kröfur í samningum við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila. Skortir því á röksemdir fyrir þeirri niðurstöðu.

Eins og fram kemur í skýrslu Ríkisendurskoðunar er framkvæmd fjármálafyrirtækja sem að sölunni komu til skoðunar hjá fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands. Að mati Bankasýslu ríkisins færi betur á að Ríkisendurskoðun léti Seðlabankanum alfarið eftir þá skoðun.

3.5.4 Samstillt og skilvirk vinna

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 12 er þess getið í gulum og síðan rauðum kassa að stofnunin telji að Bankasýsla ríkisins hafi „vanrækt að tryggja að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk“ og á bls. 45 að stofnunin hafi „ekki tryggt með fullnægjandi hætti að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.“

Á það verður ekki fallist.

Af skýrslunni er alls óljóst hvað hafi að mati Ríkisendurskoðunar farið úrskaiðis að þessu leyti og hvað Bankasýsla ríkisins hefði átt að framkvæma á annan veg. Þvert á móti benda gögn til þess að

vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila hafi gengið vel fyrir sig. Lýsandi fyrir það er að á þeim fimm klukkustundum sem liðu frá því að tilboðsbók var opnuð og þar til henni var lokað aftur söfnuðust áskriftir fyrir um 150 ma.kr., eða um 30 ma.kr. á hverri klukkustund. Það samsvarar um 500 m.kr. á hverri mínútu. Þar sem allir þessir aðilar höfðu áður komið að ráðgjöf við stofnunina í frumútboðinu, þ.m.t. STJ, var ljóst að þeir voru vanir samvinnu sín á milli. Þá verður einnig að líta til þess að samkvæmt viðteknum venjum á hlutabréfamarkaði bera umsjónaraðilar með útboði, sem voru hinir sömu í útboðunum í júní 2021 og í mars 2022, höfuðábyrgð á því að vinna allra ráðgjafa sé samstillt. Þannig verður ekki annað ráðið af t.d. markaðspreifingum að þar hafi vinna umsjónaraðila verið samstillt. Loks má nefna það að Bankasýslu ríkisins er ekki heimilt, sbr. ákvæði 2. mgr. 5. gr. laga nr. 88/2009 að miðla upplýsingum á milli fjármálafyrirtækja, ef gagnrýnin er sú að ekki var mögulegt að deila listum viðskiptamanna einstakra fjármálafyrirtækja fyrir tilstilli stofnunarinnar.

Af því sem rakið er hér að ofan má ráða að engar haldbærar röksemdir liggja til grundvallar ályktunum Ríkisendurskoðunar um (i) að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gert tilhlýðilegar kröfur til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila í því skyni að tryggja hagsmuni ríkisins, um (ii) reynsluleysi innlendra umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila, (iii) að skort hafi á fyrirmæli eða leiðbeiningar Bankasýslu ríkisins um framkvæmd sölunnar, og (iv) að stofnunin hafi vanrækt að tryggja að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.

3.6 Ákvæði sölusamningsins

Á bls. 46 í skýrslu Ríkisendurskoðunar er fjallað um sölusamning Bankasýslunnar við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila (e. *secondary block trade agreement*). Dregið er fram að samningurinn hafi lotið „breskum“ lögum²² en ekki íslenskum ásamt því að hann hafi ekki lotið lögsögu íslenskra dómstóla. Jafnframt er ákvæði b-liðar 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn gert að umtalsefni. Skal nú vikið að þessum atriðum.

3.6.1 Lagaval og lögsaga

Á bls. 46 er rakið í bláum kassa, sýnilega til áhersluauka, að fjármála- og efnahagsráðuneytið hafi í mars sl. farið fram á að sölusamningurinn tæki 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 og hefði því hagsmuna að gæta. Bankasýsla ríkisins hefði aftur á móti fengið lögfræðiráðgjöf þess efnis að tækju samningar mið af íslenskum lögum gætu erlendir umsjónaraðilar eða söluráðgjafar brugðist illa við. Það gæti flækt undirbúning sölunnar og mögulega seinkað henni. Bankasýslan hafi tekið undir með ráðgjöfum sínum og að endingu hafi samningarnir tekið mið af „breskum“ lögum.

Bankasýsla ríkisins gerir í sjálfu sér ekki athugasemd við þessa lýsingu. Skal á það bent, til öryggis, að almennt er stuðst við ensk lög í slíkum samningum í Evrópu í tengslum við útboð af þessu tagi. Í því ljósi er eðlilegt að það kalli á viðbrögð og nánari skoðun þegar upp kemur sú staða að rætt sé um frávík frá þeirri meginreglu. Ekki verður hins vegar ráðið af umfjöllun Ríkisendurskoðunar að nokkur athugasemd sé gerð við ráðgjöf og niðurstöðu um lagaval og lögsögu eða að hún hafi nokkur

²² Hið rétta er að sölusamningurinn var háður „enskum“ lögum, ekki „breskum“.

tengsl við ályktanir stofnunarinnar. Er því erfitt að henda reiður á ástæður þess að umfjöllunina er að finna í skýrslunni.

Þá er óhjákvæmilegt til samanburðar að líta til þess að samningur sá sem gerður var við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila í tengslum við frumútboð með hluti í Íslandsbanka í júní 2021 laut enskum lögum og lögsögu gerðardóms í London.

3.6.2 Ákvæði b-liðar 4. gr. 3. viðauka

Í framhaldi af umfjöllun um lagaval og lögsögu er í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 46 efnislega fundið að því að í b-lið 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn sé að finna ábyrgðaryfirlýsingu umsjónaraðila og söluráðgjafa þess efnis að hlutabréf verði ekki boðin fleiri en 150 aðilum sem ekki teljast hæfir í skilningi lýsingarreglugerðarinnar. Með vísan til þess er það síðan tekið fram á bls. 47, í gulum kassa til áhersluauka, að „ekki hafi verið nægilega vel vandað til gerðar sölusamnings[ins]“. 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 umrætt ákvæði viðaukans „ónauðsynlegt“ þar sem útboðið átti einungis að beinast að hæfum fjárfestum. Síðan er því bætt við að Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands sé með til skoðunar hvort ákvæðinu hafi verið beitt.

Bankasýsla ríkisins gerir athugasemdir við þessa umfjöllun.

Túlkun Ríkisendurskoðunar á sölusamningnum, sem lýtur enskum lögum, stenst ekki skoðun. Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er vikið að skýringum Bankasýslu ríkisins um þýðingu ákvæðis b-liðar 1. mgr. 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn. Ákvæðið ber að lesa í samhengi við 7. gr. samningsins og a-lið og c-lið 1. mgr. 4. gr. 3. viðauka við hann. Efnislega fela þessi ákvæði í sér yfirlýsingar, ábyrgðir og skuldbindingar (e. *representations, warranties* og *undertakings*) af hálfu umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila gagnvart seljanda sem saman miðuðu 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 eru því ekki *heimildarákvæði* heldur reistu þau *skorður* við tilteknum ráðstöfunum umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila í tengslum við útboðið.

Í þessu sambandi skortir verulega á að hlutfallslegt samræmi sé milli þess afmarkaða og þrönga atriðis sem Ríkisendurskoðun gerir að umtalsefni og lýsir skoðun á, þ.e. ákvæðis b-liðar 1. mgr. 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn, og þeirra víðtæku ályktana sem dregnar eru í skýrslunni og settar fram í gulum kassa til áhersluauka um að „ekki hafi verið nægilega vel vandað til gerðar sölusamnings[ins]“. Sem slík er framsetningin hins vegar afar villandi.

Loks er ekki að finna í umfjöllun Ríkisendurskoðunar þá staðreynd að Bankasýsla ríkisins tókst að semja um undantekningar frá venjuhelguðum sölutakmörkunum í framhaldi af útboði til að stofnunin gæti selt hlutabréf til Íslandsbanka í tengslum við endurkaupaáætlun bankans. Það var ekki sjálfgefið en hagfellt fyrir ríkissjóð, sérstaklega í ljósi markmiða í fjárlögum fyrir árið 2022 um að afla 75 ma.kr. með sölu á hlutum í Íslandsbanka á öllu árinu.

3.7 Ákvörðun um sölu (kafli 3.3 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar á bls. 48 er í gulum kassa *vakin 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 hafi ekki verið undirritaðar fyrr en 26. apríl.

Af þessu tilefni skal bent á að þetta verklag, þ.e. fundargerðir séu sendar fundarmönnum til undirritunar nokkru eftir fund, er verklag sem víða tíðkast, bæði meðal stofnana hins opinbera og hjá einkafyrirtækjum. Gjarnan er það svo að fundargerðir eru sendar út meðal fundargagna næsta fundar og samþykktar þar. Erfitt er að sjá annmarka á þeirri framkvæmd en stjórn Bankasýslu ríkisins mun engu að síður leitast við, hér eftir, að senda fundargerðir út til samþykktar eins fljótt og því verður við komið eftir fund.

Í sama kassa á bls. 48 er vakin athygli á að í fundargerð þess fundar sem haldinn var 21. mars komi 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 vísi hann til umfjöllunar fundarins um markaðspreifingar en óski jafnframt eftir samþykki stjórnar fyrir því að hefja þær þrátt fyrir bókað samþykki stjórnarinnar skömmu áður. Samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslu ríkisins hafi samþykki stjórnar verið háð því að fyrir lægi skrifleg staðfesting á ráðgjöf fjármálaráðgjafa stofnunarinnar þar að lútandi. Af því ályktar Ríkisendurskoðun að orðalag í fundargerð sé ónákvæmt og lýsi ekki fyllilega því sem samþykkt var á fundinum.

Ekki verður séð hvaða þýðingu þessi umfjöllun hefur. Á umræddum stjórnarfundum var samþykkt að markaðspreifingar skyldu fara fram. Hins vegar kom fram ósk stjórnar um að þá fyrst yrði gefið grænt ljós á að hefja markaðspreifingar þegar fyrir lægi skrifleg staðfesting á ráðgjöf fjármálaráðgjafa Bankasýslunnar þar að lútandi sem fengist hafði munnlega á fundinum. Slík staðfesting barst með tölvupósti til starfsmanna Bankasýslunnar að fundi loknum, kl. 11:34. Með tölvupósti starfsmanns Bankasýslunnar kl. 11:40 var pósturinn framsendur til stjórnar, umfram skyldu, og staðfestingar leitað á að heimilt væri að hefja markaðspreifingar. Staðfesting fékkst með svari stjórnarformanns þremur mínútum síðar, kl. 11:43. Í framhaldinu var fjármálaráðgjafa Bankasýslunnar og umsjónaraðilum tilkynnt að markaðspreifingar gætu hafist.

Samkvæmt þessu er ljóst að fundargerð stjórnarfundarins, sem stóð frá 11:00 til 11:30 líkt og fundargerðin ber með sér, er engum annmörkum háð.

Engar sérstakar reglur gilda um fundargerðir stofnana ríkisins en mikilvægt að gæta að ákvæðum upplýsingalaga nr. 140/2012, þegar það á við, sbr. einkum 27. gr. laganna. Hvað stjórnarhætti einkafyrirtækja varðar, einkum eininga tengdum almannahagsmunum, má benda á að skv. gr. 2.11 í leiðbeiningareglum Viðskiptaráðs Íslands, Samtaka atvinnulífsins og Nasdaq Iceland (6. útg.) eiga fundargerðir stjórnarfunda að veita „heildaryfirsýn yfir umræður á stjórnarfundum“ og „efnisatriði þeirra ákvarðana sem teknar eru“. Viðmiðin má hafa til hliðsjónar, ekki síst þar sem ákvæði 1. mgr. 6. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins gera það beinlínis að hæfisskilyrði stjórnarmanna og forstjóra að viðkomandi hafi „trausta þekkingu á góðum stjórnarháttum fyrirtækja“.

Er hafið yfir vafa að fundargerð stjórnar Bankasýslu ríkisins uppfylli þessi viðmið, og endurspegli efnislega þá ákvörðun sem tekin var.

3.8 Ákvarðanir um magn og verð

3.8.1 *Upplýsingar um heildareftirspurn*

Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er því ranglega haldið fram að Bankasýsla ríkisins hafi ekki verið nægilega meðvituð um heildareftirspurn fjárfesta þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Fullyrðing Ríkisendurskoðunar um þetta atriði samræmist ekki gögnum málsins.

Í kafla 3.6 er m.a. vísað til þess að samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka hafi heildareftirspurn ekki verið reiknuð eftir mismunandi gengi á meðan á fundinum stóð. Lista með hverju og einu tilboði frá innlendum fjárfestum hafi þess í stað verið varpað á skjá en tilboð erlendra fjárfesta hafi mátt finna í annarri töflu sem barst í tölvupósti. Vegna þessa hafi fundargestir „aðeins [haft] yfirsýn yfir þróun heildareftirspurnar í sölnunni út frá töflu Íslandsbanka sem innihélt einstök tilboð og yfirliti erlendu umsýjaraðilanna um erlend tilboð.“

Með tilvitnuðum orðum er látið að því liggja að Bankasýslu ríkisins hafi skort yfirsýn yfir framkomin tilboð. Bankasýsla ríkisins hafnar því alfarið.

Raunin er sú að starfsmenn stofnunarinnar fylgdust reglulega með þróun tilboðsbókar allt frá upphafi útboðs til enda. Stöðu tilboðsbókar með upplýsingum um verð og magn var reglulega varpað á skjá í höfuðstöðvum Íslandsbanka langt fram á kvöld 22. mars sl. enda tók hún stöðugum breytingum. Þannig var tilboða aflað fyrir rúma 150 ma.kr. á um fimm klukkustundum. Það samsvarar um 30 ma.kr. á klukkustund, eða 500 m.kr. á hverri mínútu að meðaltali. Þótt eðli málsins samkvæmt sé óhjákvæmilegt við að gera ákveðna fyrirvara við þróun og endanlega stöðu tilboðsbókar við þessar aðstæður leikur enginn vafi á að heildarmyndin var skýr og yfirsýn Bankasýslu ríkisins og ráðgjafa hennar góð. Breytir engu í því sambandi þótt ekki hafi verið í rauntíma útbúna myndir, sambærilegar þeim sem Ríkisendurskoðun hefur nú, eftir margra mánaða greiningarvinnu, birt í skýrslu sinni.

Samkvæmt þessu hafnar Bankasýsla ríkisins því alfarið að Bankasýslan og ráðgjafar hennar og umsýjaraðilar hafi haft takmarkaða yfirsýn um þróun heildareftirspurnar í tilboðsferlinu umrætt sinn. Þá þykir rétt að áréttta að söfnun tilboða og greining þeirra er á forræði umsýjaraðila sem enda eru m.a. ráðnir til þess verks og hafa, öfugt við Ríkisendurskoðun, sérþekkingu á framkvæmd útboða. Að auki var staða tilboðsbókarinnar reglulega yfirfarin af fjármálaráðgjafa stofnunarinnar, sem jafnframt hefur, öfugt við Ríkisendurskoðun, sérþekkingu á framkvæmd útboða, í samráði við Bankasýslu ríkisins. Ítreka bera að allar upplýsingar sem skiptu máli lágu fyrir er ákvarðanir voru teknar í söluferlinu, heildarmyndin var skýr og yfirsýn Bankasýslu og ráðgjafa hennar góð. Ekkert það sem fram kemur í skýrslu Ríkisendurskoðunar fær þessu hnekk.

3.8.2 *Ætlað vanmat á reiknaðri eftirspurn*

Í bls. 56 í skýrslunni (í gulum kassa) er jafnframt á því byggt á að vanmat á reiknaðri eftirspurn hafi leitt af því að við útreikning á heildareftirspurn hafi tilboð verðþega (e. *price takers*), þ.e. þeirra sem gáfu ekki upp hámarksverð í tilboðum sínum, verið skráð á genginu 117 kr. á hlut. Réttara hefði verið annað hvort, að miða við síðasta viðskiptaverð hlutabréfa í Íslandsbanka, 122 kr. á hlut, eða sleppa öllum slíkum tilboðum úr samtölu eftirspurnar og um leið draga samsvarandi fjölda hluta frá framboði.

Bankasýsla ríkisins getur ekki tekið undir þetta. Bankasýsla ríkisins hefur ítrekað bent á í athugasemdum til Ríkisendurskoðunar að ekki hefði verið rökrétt að miða eftirspurn verðþega, a.m.k. erlendra verðþega, við hærra gengi á hlut en 117 kr. Enda var það mat erlendra umsjónaraðila, sem ætla má að byggi á reynslu þeirra, þekkingu og samskiptum við fjárfesta, að erlendir fjárfestar, þ.m.t. verðþegar, myndu ekki vera reiðubúnir að greiða hærra verð en 117 kr. á hlut. Undir það tók fjármálaráðgjafi Bankasýslu ríkisins eftir að hafa kannað áreiðanleika þessara sjónarmiða. Í ljósi þess, og aðstæðna allra, hefði verið afar óvarlegt af hálfu Bankasýslu ríkisins að horfa framhjá hættunni af því að verðþegar féllu frá tilboðum sínum yrði leiðbeinandi lokaverð ákveðið hærra en 117 kr. á hlut. Fullyrðingar Ríkisendurskoðunar um þetta atriði, sem hvorki styðjast við gögn, fræði né framkvæmd, og heldur ekki reynslu, þekkingu eða samskipti við fjárfesta, standast því ekki.

3.8.3 Heildarmat - þýðing erlendra fjárfesta

Á bls. 52-53 í skýrslu Ríkisendurskoðunar er jafnframt byggt á að horft hafi verið „að mestu til stöðu erlendra tilboða við ákvörðunina.“ Á bls. 53 í skýrslu Ríkisendurskoðunar segir jafnframt í bláum kassa að „vilji til að auka hlutdeild erlendra fjárfesta hafi einkum ráðið því að endanlegt söluverð var ákveðið í 117 kr. á hlut“ og „umsjónaðilar sölnunnar hafi lagt til leiðbeinandi lokaverð með hliðsjón af eftirspurn og þá aðallega erlendum tilboðum.“ Þá segir á bls. 58 að ákvörðun um leiðbeinandi verð (117 kr. á hlut) hafi fyrst og fremst byggt á mati erlendra umsjónaraðila um að hægt væri að fá erlenda fjárfesta til að hækka tilboð sín upp í það verð en ekki hærra.

Umfjöllun Ríkisendurskoðunar felur hér í sér mikla einföldun á raunverulegum atvikum og aðstæðum. Ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og lokamagn söluferlisins byggði á heildstæðu mati þeirra upplýsinga sem fyrir lágu, af hálfu umsjónaraðila, að virtum yfirlýstum markmiðum ráðherra með söluferlinu. Í því fólst einkum að tryggja hagkvæmni og þar með fjárhagslega hagsmuni íslenska ríkisins með verði í viðskiptunum að teknu tilliti til líklegrar verðþróunar með hlutabréf í Íslandsbanka á eftirmarkaði og dreift og fjölbreytt eignarhald, sbr. tilmæli í ákvörðun ráðherra frá 18. mars sl. Ljóst er að þátttaka erlendra langtímafjárfesta hafði þar töluvert vægi.

Áhersla á þátttöku erlendra langtímafjárfesta var ekki aðeins í samræmi við stefnumörkun og afstöðu ráðherra heldur var hún einnig mikilvægur liður í að tryggja jákvæða verðmyndun með hluti í Íslandsbanka á markaði til framtíðar litið. Um þetta var full samstaða milli allra umsjónaraðila, Bankasýslu ríkisins og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar. Engu að síður er ónákvæmt og villandi, að mati Bankasýslu ríkisins, að setja málið þannig fram að verðið hafi „fyrst og fremst“ ráðist af tilboðum erlendra fjárfesta. Réttara hefði verið að benda á að eftirspurn erlendra langtímafjárfesta hafi á endanum ráðið því að verðið var ákveðið 117 en ekki 118 krónur á hlut en valið stóð þar á milli.

Tekið skal fram að með þessu er vitaskuld ekki gert lítið úr þýðingu innlendrar eftirspurnar. Eftirspurn frá innlendum fjárfestum, var ekki aðeins þýðingarmikil þegar kom að verðmyndun í útboðinu, heldur beinlínis forsenda þess að svo vel tókst til sem raun ber vitni. Íslenskir fjárfestar fengu enda úthlutað um 85% af seldum hlutum í útboðinu.

Á bls. 59 (í rauðum kassa) í skýrslu Ríkisendurskoðunar, er því haldið fram að eftirspurn innlendra fjárfesta hafi verið vanmetin er ákvarðanir um verð voru teknar. Það er rangt.

Áður er gerð grein fyrir vinnu umsjónaraðila, Bankasýslu ríkisins og ráðgjafar í þessu samhengi. Um kl. 21:00 lá fyrir samantekt af hálfu sjálfstæðs fjármálaráðgjafa stofnunarinnar um stöðu tilboðsbókar, sem benti til þess að innlend eftirspurn samsvaraði um einum milljarði hluta á verðinu 117 kr. á hvern hlut, eða samtals 117 ma.kr., en að erlend eftirspurn samsvaraði um 8,8 ma.kr. á sama verði á hvern hlut, eða um 75 milljónir hluta, á meðan erlend heildareftirspurn samsvaraði um 250 milljónum hluta. Upplýsingar frá Íslandsbanka styðja það. Er því harðlega mótmælt að nokkuð hafi verið vanmetið í þessu samhengi. Allar upplýsingar sem máli skiptu lágu fyrir er ákvarðanir voru teknar, heildarmyndin var skýr og yfirsýn Bankasýslu og ráðgjafa hennar góð.

3.8.4 Hefði verið unnt að selja á hærra verði?

Í kafla 3.8 í skýrslu Ríkisendurskoðun er fjallað um greiningu á endanlegri tilboðsbók sölunnar og settar fram hugleiðingar um hvort selja hefði mátt hlut ríkisins á hærra verði en gert var. Byggt er á því á bls. 65 (í gulum kassa) að fyrir liggja að eignarhluturinn hafi ekki verið seldur á „hæsta mögulega verði“ þótt Bankasýsla ríkisins hafi í minnisblaði til ráðherra og kynningum til þingnefnda lagt áherslu á meginreglu laga nr. 155/2012 um hagkvæmni. Fjallað er um sambærileg atriði á bls. 66 og 69 um að önnur markmið hafi ráðið för en hagkvæmni og hæsta verð og „betri framkvæmd hefði mögulega getað skilað meiri tekjum í ríkissjóð.“

Þessari framsetningu hafnar Bankasýsla ríkisins.

Í fyrsta lagi var Bankasýslu ríkisins beinlínis óheimilt í ljósi þeirra fyrirmæla sem stofnunni bar að fylgja, sbr. bréf fjármála- og efnahagsráðuneytis, dags. 18. mars. 2022, að líta „eingöngu“ til markmiðs um hagkvæmni eða hæsta verðs án tillits til annarra undirliggjandi markmiða sem birst höfðu í greinargerð ráðherrans til Alþingis, dags. í febrúar 2022, og í eigendastefnu ríkisins, svo sem að áfram yrði stuðlað að aukinni samkeppni á fjármálamarkaði og að áfram yrði horft til þess að viðhalda dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka. Hvers kyns eftir á speki um verð sem *hefði verið hægt* að fá ef eingöngu hefði verið horft til þess þjónar því takmörkuðum tilgangi í þessu samhengi.

Hér skal því þó haldið til haga, að Bankasýsla ríkisins lítur svo á að í ljósi áframhaldandi eignarhalds ríkisins á hlutum í Íslandsbanka sé ekki sé unnt að stuðla að því að markmiði um hagkvæmni verði náð með því að líta einvörðungu til söluverðs þeirra hluta sem boðnir voru út umrætt sinn án tillits til markaðsaðstæðna *eftir* söluna. Er ljóst að mati Bankasýslu ríkisins að þróun á eftirmarkaði var mikilvæg, sérstaklega í ljósi stærðar eignarhlutarins. Að ákveða söluverðið of hátt og þar með þrengja svigrúm til úthlutunar hefði hæglega getað haft neikvæð áhrif á þróun hlutabréfaverðs í bankanum í kjölfar útboðsins og dregið úr áhuga langtímafjárfesta við frekari ráðstöfun eignarhluta ríkisins á síðari stigum.

Í öðru lagi er það mat Bankasýslu ríkisins að framsetning Ríkisendurskoðunar á tilboðsbókinni sé of einföld og ekki í samræmi við það sem venja stendur til meðal reyndra umsjónaraðila með slíkum útboðum. Þannig er óhjákvæmilegt, að því marki sem unnt er, að leggja mat á gæði undirliggjandi tilboða og gera greinarmun á fjárfestum eftir eðli þeirra, svo sem að horfa til þess hvort þeir séu líklegir til að fjárfesta til lengri eða skemmri tíma. Var það gert í útboðinu í mars. Þá er talið æskilegt að hlutfall milli úthlutunareftirspurnar og heildareftirspurnar sé lægra hjá skammtímafjárfestum en langtímafjárfestum. Ætti Ríkisendurskoðun að vera þetta full ljóst m.a. af þeim upplýsingum, sem

stofnunin aflaði hjá STJ á fundi þann 26. júlí sl. Yfirleitt er stefnt að því að hlutfall milli framkominna tilboða og þess magns sem boðið er sé 200% að lágmarki. Greining og mat umsjónaraðila og ráðgjafa Bankasýslu ríkisins á tilboðsbókinni bendir til þess að sala á hærra verði en 117 kr. á hlut hefði leitt til þess að of hátt hlutfall úthlutunar hefði endað hjá skammtímafjárfestum eða skuldsettum fjárfestum, sem, ef verð hefði lækkað í kjölfarið, hefðu þurft að selja hluti til að fjármagna kaupin, með neikvæðum áhrifum á markaðsverð eftirstandandi hlutar íslenska ríkisins í Íslandsbanka.

Í þriðja lagi verður að líta til venja á hlutabréfamarkaði og góðra viðskiptahátta sem Bankasýslu ríkisins ber að viðhafa, sbr. ákvæði laga nr. 88/2009. Eftir að leiðbeinandi lokaverð er ákveðið var eftirfarandi tilkynning gefin út: „Bankasýsla ríkisins tilkynnir hér með að umsjónaraðilarnir hafa ráðlagt leiðbeinandi lokaverð fyrir útboðið.“ Þar sagði: „Bankasýsla ríkisins tilkynnir hér með að umsjónaraðilarnir hafa ráðlagt leiðbeinandi lokaverð fyrir útboðið sem nemur 117 kr. á hvern hlut. Líkur eru fyrir því að lægri tilboð verði ekki samþykkt.“ Þessi tilkynning gerði það að verkum m.a. að margir fjárfestar hækkuðu tilboð sín í 117 kr. á hlut, m.a. á grundvelli öflugs sölu- og markaðsátaks umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila. Þótt verðið hafi verið „leiðbeinandi“ og seljandi hafi ekki verið bundinn af því hefði sala á hærra lokaverði getað skaðað orðspor ríkisins og leitt til þess að margir fjárfestar, þ.m.t. stórir innlendir og erlendir langtímafjárfestar, hefðu í framhaldinu litið til ríkisins sem ótrúverðugs eiganda og mótaðila í viðskiptum, sýnt takmarkaðri áhuga á frekari fjárfestingu og mögulega selt hluti sína í Íslandsbanka.

Í fjórða lagi skal lögð á það rík áhersla að ákvarðanir um lokaverð og magn var ekki unnt að taka án tillits til afstöðu umsjónaraðila í söluférlinu. Ljóst er af umfjöllun í skýrslu Ríkisendurskoðunar að stofnuninni hefur yfirsést þetta mikilvæga atriði. Samkvæmt sölusamningi Bankasýslunnar við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila (e. *secondary block trade agreement*) tóku Landsbankinn, Citi, J.P. Morgan og HSBC að sér uppgjörshættu (e. *settlement underwriting*) vegna útboðsins, m.ö.o. ábyrgðust þessir bankar í nánar tilgreindum hlutföllum uppgjör við Bankasýslu ríkisins af hálfu þeirra sem fjárfesta sem úthlutað var til, sbr. gr. 1.2 í sölusamningnum. Þessi skuldbinding var hins vegar háð því að samkomulag næðist um verð og magn skv. viðaukasamningi (e. *terms of sale*) við sölusamninginn. Sá samningur var ekki undirritaður fyrr en eftir að áskriftartímabili lauk og samkomulag hafði náðst um lokaverð, þ.e. 117 kr. á hvern hlut, og lokamagn, þ.e. 450 milljón hluti eða 22,5% af hlutafé bankans. Ákvarðanir þar að lútandi var því ekki unnt að taka án tillits til afstöðu bankanna. Hefði Bankasýsla ríkisins ákveðið þvert gegn ráðleggingum umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar að selja hvern hlut á hærra verði en 117 kr., t.d. 118 kr. eða 120,5 kr. á hvern hlut, var raunveruleg hættu á að umsjónaraðilar sem veittu uppgjörstryggingu, hefðu sagt sig frá sínu hlutverki með þeim afleiðingum að skyldur þeirra í tengslum við uppgjör skv. sölusamningnum hefðu ekki virkjast. Óþarft er að taka fram að verulegar líkur eru á að útboðið hefði misheppnast, ef ráðist hefði verið í sölu með þessum formerkjum. Orðspor ríkisins sem trúverðugs mótaðila í alþjóðlegum viðskiptasamningum hefði sömuleiðis beðið hnekki.

Með vísan til þess sem að ofan er rakið er því mótmælt, sem látið er að liggja í skýrslu Ríkisendurskoðunar, að hægt hefði verið að selja hlut ríkisins á hærra verði en gert var, a.m.k. ekki án frekari áhættu á bæði útboðið sem slíkt og viðskipti með hlutabréf í Íslandsbanka í kjölfar þess, svo og á kostnað markmiða um dreift og fjölbreytt eignarhald. Jafnframt er ljóst að umfjöllun Ríkisendurskoðunar byggir á of þröngri túlkun á meginreglu laga nr. 115/2012 um hagkvæmni, og

jafnframt alls ófullnægjandi greiningu á venjum og aðstæðum á markaði og þeim viðskiptaháttum sem lög gera kröfu um að Bankasýsla ríkisins viðhafi í störfum sínum og framkvæmd. Loks er sá verulegi annmarki á ályktun Ríkisendurskoðunar að stofnuninni hefur yfirsétt við greiningu á sölusamningnum að ákvarðanir um lokaverð og magn urðu ekki teknar án tillits til afstöðu þeirra fjármálafyrirtækja sem tóku á sig fjárhagslega áhættu af viðskiptunum með því að tryggja gagnvart íslenska ríkinu uppgjör þeirra fjárfesta sem fengju úthlutun.

3.9 Úthlutun hlutabréfanna (kafli 3.9 í skýrslu Ríkisendurskoðunar)

3.9.1 *Almennt*

Á bls. 68 (í gulum kassa) í skýrslu Ríkisendurskoðunar er tekið fram að ekki hafi fengist fullnægjandi svör frá Bankasýslu ríkisins um vægi þeirra viðmiða sem nefnd voru í rökstuddu mati til ráðherra, hvernig viðmiðum var breitt og þar af leiðandi ekki hvernig tilboð voru metin. Sér í lagi hafi verið óljóst hvað réð flokkun fjárfesta í langtíma- og skammtímafjárfesta. Það er niðurstaða Ríkisendurskoðunar að skort hafi á gagnsæi og fyrirsjáanleika í ákvarðanatöku tengdri flokkun fjárfesta. Ákvarðanir Bankasýslunnar um niðurskurð á tilboðum hafi að miklu leyti byggt á huglægum forsendum og hlutlægni ekki verið tryggð. Beiting framangreindra viðmiða við úthlutunina hafi ekki verið skjalfest með kerfisbundnum hætti. Þá segir á bls. 68 (í gulum kassa) að æskilegt hefði verið að fyrir lægi hvernig ætti að beita viðmiðunum og að þau hefðu verið skráð.

Bankasýsla ríkisins gerir verulegar athugasemdir við þessa nálgun Ríkisendurskoðunar.

Í fyrsta lagi skal á það bent að ógerning var fyrirfram að ljá einstökum viðmiðunum ákveðið hlutfallslegt vægi. Það liggur í hlutarins eðli að vægi einstakra viðmiða réðist af heildstæðu mati þeirra tilboða sem safnast myndu í tilboðsferlinu. Sem dæmi má nefna að hefðu íslenskir lífeyrissjóðir boðið hærra verð en aðrir fjárfestar í allan þann hlut sem til sölu var hefði eflaust komið til álita að veita samkeppnissjónarmiðum og áhrifum á eftirmarkað aukið vægi við úthlutun. Eftir því sem tilboð skammtímafjárfesta mynduðu stærri hlut af tilboðsbókinni mátti ætla að viðmið um úthlutun til langtímafjárfesta fengi aukið vægi. Þá gat vel komið til álita að erlendir fjárfestar fengju hlutfallslega aukið vægi við úthlutun til að stuðla að fjölbreyttu eignarhaldi. Ábendingar Ríkisendurskoðunar afhjúpa hér takmarkaða tilfinningu fyrir viðfangsefninu. Hætt er við að hagsmunir ríkisins hefðu skaðast og að helstu markmið þess með söluferlinu hefðu ekki náðst hefðu vægi hvers viðmiðs fyrir sig verið ákveðið fyrirfram.

Í öðru lagi kemur á óvart að Ríkisendurskoðun skuli ekki telja „fyllilega ljóst hvað réð flokkun fjárfesta í langtíma- og skammtímafjárfesta“. Þetta hefur Bankasýsla ríkisins áður útskýrt skilmerkilega í svörum sínum við fyrirspurnum Ríkisendurskoðunar. Við slíkar útskýringar verður þó ávallt að hafa í huga að flokkun fjárfesta að þessu leyti getur aldrei átt sér stað án nokkurs mats enda er fjárfestum ekki skylt að gefa upp áætlanir sínar um eignarhaldið, hvað þá að skuldbinda sig til að halda á keyptum hlutum til ákveðins tíma. Af því leiðir að flokkun fjárfesta eftir því hvort þeir líti í fjárfestingu sína til lengri tíma eða skemmri verður ávallt háð mati að einhverju leyti.

Í svari Bankasýslu ríkisins til Ríkisendurskoðunar frá 19. maí sl. segir:

„Bankasýsla ríkisins og ráðgjafar hennar skiptu [þjóðendum] niður í nokkra flokka í samræmi við viðurkenndar skilgreiningar á markaði. Þá var reynt af bestu getu að ákvarða

hvaða fjárfestar gætu skipst í langtíma- eða skammtímafjárfesta, sbr. tilmæli ráðherra um mögulega skerðingu í ákvörðun þann 18. mars. Þurftu fjárfestar í sama flokki að sæta svipaðri skerðingu að teknu tilliti til viðtekinna viðmiða, eins og fjárhæð og gæða áskriftar. Voru öll frávik þar að lútandi sérstaklega rökstudd í samræmi við meginreglu um hlutlægni. Er framangreind aðferðafræði að fullu í samræmi við lög nr. 155/2012, sérstaklega þá meginreglu um hlutlægni, þ.e. um rökstuðning. Þar sem það er á forræði umsjónaraðila, eða leiðandi söluráðgjafa, að undirbúa úthlutun var þeim gerð grein fyrir þessum áherslum. Yfirfór Bankasýsla ríkisins svo tillögur þeirra að skerðingu ásamt fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og ákvað endanlegar útfærslur á úthlutun í samræmi við ofangreindar áherslur og samkvæmt heimild ráðherra, sbr. svarbréf ráðherra 22. mars.“

Jafnframt kemur fram í svarinu að innlendum fjárfestum hafi verið skipt upp í eftirtalda fjóra flokka, þ.e. lífeyrissjóði, einkafjárfesta, hefðbundna hlutabréfafjárfesta (e. *long only investors*) og aðra fagfjárfesta (e. *hedge funds and proprietary trading*), og erlendum fjárfestum í tvo flokka, þ.e. hefðbundna hlutabréfafjárfesta og aðra fagfjárfesta. Hvað aðgreiningu milli langtímafjárfesta og skammtímafjárfesta áhrærir var sérstaklega bent á að:

„erfitt [geti verið] 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.“

Þá var það sérstaklega útskýrt fyrir Ríkisendurskoðun á fundi með fjármálaráðgjafa Bankasýslu ríkisins þann 26. júlí sl. hvaða vinnulag við úthlutun og flokkun fjárfesta tíðkast við útboð á hlutabréfum og viðhaft var umrætt sinn.

Í ljósi ofangreinds hafnar Bankasýsla ríkisins því að stofnunin hafi ekki gefið Ríkisendurskoðun fullnægjandi svör í þessu sambandi. Bent skal á að vísað var til „úthlutunar“ með einum eða öðrum hætti í 42 skipti í svörum Bankasýslu ríkisins til Ríkisendurskoðunar, sem send voru með tölvupósti þann 19. maí sl. Í beiðni Ríkisendurskoðunar um frekari upplýsingar þann 8. ágúst sl. með fjórum spurningum var hvergi að finna vísan í „úthlutun“.

Í rökstuddu mati mat Bankasýslu ríkisins sem birtist í bréfi til ráðherra 22. mars sl., sbr. ákvæði 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012, kemur eftirfarandi fram í tengslum við úthlutun:

„Vegna umframeftirspurnar í útboðinu er óhjákvæmilegt að skerða hlut einstakra bjóðenda við úthlutun. Í lögum nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, lögum nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum, ákvörðun ráðherra þann 18. mars 2022 og eigandastefnu ríkisins frá febrúar 2020 er að finna viðmið sem lúta að sölu og eignarhaldi ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Í ljósi þeirra leggur Bankasýsla ríkisins til að eftirfarandi atriði verði einkum höfð að leiðarljósi við úthlutun til bjóðenda:

- Dreift eignarhald og fjölbreytileiki í eigandahópi.

- 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.

Þessu til viðbótar verði tekið mið af viðteknum venjum á hlutabréfamörkuðum. Endanleg ákvörðun um úthlutun verði tekin að virtum tillögum leiðandi söluráðgjafa Bankasýslu ríkisins og að fenginni ráðgjöf frá fjármálaráðgjafa stofnunarinnar.“

Á þessum grunni var fallist á tillögu Bankasýslu ríkisins og stofnunarinnar veitt umboð til að ljúka sölumeðferð í samræmi við hana. Úthlutun, eða skerðing tilboða, átti sér síðan stað í kjölfarið.

3.9.2 Viðmið við úthlutun

Við úthlutun var einkum horft til þeirra sex atriða, sem fram komu í bréfi Bankasýslu ríkisins til ráðherra 22. mars sl., en þau eiga sér öll stað í lögum nr. 155/2012, lögum nr. 88/2009, og óbeint í eigandastefnu ríkisins frá 2021 um fjármálafyrirtæki sem og ákvörðun ráðherra um að hefja sölumeðferð líkt og rakið hefur verið.

Í ljósi athugasemda Ríkisendurskoðunar eins og þær birtast í skýrslu stofnunarinnar skal nú nánar að því vikið hvernig þessi sex atriði samræmast ákvæðum laga, ákvörðun ráðherra og stefnu stjórnvalda. Í því sambandi hefur m.a. verið horft til þess að í skýrslunni er á einum stað (ábending 3, bls. 18), án nokkurs rökstuðnings, látið að því liggja að viðmiðin skorti „tilhlýðilega lagastoð“.

Í fyrsta lagi koma fram markmið um **dreift eignarhald og fjölbreytileika í eigendahópi** í ákvörðun ráðherra („að áfram verði horft til þess að viðhalda dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka“), ákvæðum i. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009, þar sem segir verkefni Bankasýslu ríkisins sé að „gera tillögur til ráðherra um hvort og hvenær tilteknir eignarhlutir í fjármálafyrirtækjum verða boðnir til sölu á almennum markaði með hliðsjón af markmiðum stofnunarinnar, sbr. 3. mgr. 1. gr., og í samræmi við gildandi lög og markmið um dreifða eignaraðild“ og í eigandastefnu ríkisins, þar sem segir á bls. 8 að „[a]ð með dreifðu eignarhaldi sé átt við að eigendahópur sé fjölbreyttur [...]“.

Í öðru lagi koma fram markmið um **eflingu innlendra fjármálamarkaða** í ákvæði 3. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009, en þar segir að „Bankasýsla ríkisins [skuli] í starfsemi sinni leggja áherslu á endurreisn og uppbyggingu öflugs innlends fjármálamarkaðar [...]“.

Í þriðja lagi koma fram markmið um að **auka virka samkeppni** í ákvörðun ráðherra („að áfram verði stuðlað að aukinni samkeppni á fjármálamarkaði“), í ákvæðum laga nr. 88/2009 (en í ákvæði 1. mgr. 5. gr. laga nr. 88/2009 segir: „[s]tofnuminn skal í starfsemi sinni og við meðferð eignarhluta ríkisins kappkosta að efla og styrkja samkeppni á fjármálamarkaði, m.a. með því að stuðla að því að öflug og virk samkeppni ríki milli fjármálafyrirtækja í eigu ríkisins“), í ákvæðum laga nr. 155/2012 (en þar segir í ákvæði 3. gr. að þá skuli „við sölu kappkosta að efla virka og eðlilega samkeppni á fjármálamarkaði“) og í ákvæðum eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki (en þar segir á bls. 6

að við sölu eigna skuli „gæta að samkeppnisjónarmiðum“ og á bls. 8 „[v]ið sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum skal stuðlað að því efla og styrkja samkeppni á fjármálamarkaði.“

Í fjórða lagi koma fram markmið um að **fjárfestar sem horfi til lengri tíma fjárfestinga verði fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar** í ákvörðun ráðherra, en þar segir „að horft [yrði] til þess, við útfærslu og úthlutun í kjölfar tilboðsfyrirkomulags og ef nægjanleg umframeftirspurn [yrði] í slíkum útboðum, að fjárfestar sem horfi til lengri tíma fjárfestinga [yrðu] fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.“

Í fimmta lagi koma fram markmið að gætt verði að **langtímahagsmunum ríkisjóðs með tilliti til áhættu í eigandastefnu ríkisins**, en þar segir berum orðum á bls. 7 að markmið um sölu og eignarhald til framtíðar sé að „gæta langtímahagsmuna ríkissjóðs að teknu tilliti til áhættu.“

Að lokum koma fram markmið um **áhrif á eftirmarkaði** í ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012 (en þar segir að „[þ]egar ákvörðun er tekin um undirbúning og framkvæmd sölumeðferðar eignarhluta [skuli] áhersla lögð [...] hagkvæmni“) og í eigandastefnu ríkisins (en þar segir á bls. 7 að „[l]eitast [skuli] við að hámarka langtímavirði eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum að teknu tilliti til arðsemi í rekstri þeirra (þ.m.t. arðsemi eigin fjár og eigna), arðgreiðslna, söluverðs hlutabréfa og annarra þátta sem máli skipta.“

Til þessara sex atriða varð síðan að líta í samhengi við viðteknar venjur á hlutabréfamörkuðum, tillögur umsjónaraðila og ráðgjöf frá fjármálaráðgjafa stofnunarinnar, sbr. bréf Bankasýslu ríkisins til ráðherra. Augljóst er af lýsingu Bankasýslu ríkisins á framkvæmd úthlutunar að tekið var tillit til allra þessara þátta. Þar sem ætla verður, í ljósi umfjöllunar í skýrslu Ríkisendurskoðunar, að þær skýringar hafi ekki að öllu leyti komist til skila þykir rétt hér að lýsa stuttlega því verkferli sem var viðhaft við úthlutun.

Fyrst voru fjárfestar flokkaðir eftir viðurkenndum viðmiðum. Við söluna á Íslandsbanka var lögð sérstök áhersla á að flokkunin myndi auðvelda úthlutun skv. ákvæðum í ákvörðun ráðherra, þ.e. skipta fjárfestum í innlenda og erlenda fjárfesta annars vegar, og skammtíma og langtíma fjárfesta hins vegar. Eins og áður sagði voru innlendir fjárfestar settir í fjóra flokka, þ.e. lífeyrissjóðir, einkafjárfestar, hefðbundnir hlutabréfafjárfestar og aðrir fagfjárfestar, og erlendir fjárfestar í tvo flokka, þ.e. hefðbundnir hlutabréfafjárfestar og aðrir fagfjárfestar.

Næst framkvæmdu umsjónaraðilar sjálfstætt mat á tilboðsbókinni varðandi gæði undirliggjandi tilboða. Þannig lögðu þeir áherslu á að ákvarða hvaða hlutfall heildar eftirspurnar (e. *gross demand*) hvers tilboðsgjafa, eða flokks tilboðsgjafa, geti talist til úthlutunar eftirspurnar (e. *allocable demand*) hans.²³ Skipting fjárfesta í langtíma og skammtíma fjárfesta var þar af leiðandi mikilvæg, þar sem oft er litið til þess af umsjónaraðilum að skerðingarhlutfall skammtíma fjárfesta sé hærra, eins og kom t.d. fram á fundi Ríkisendurskoðunar með fjármálaráðgjafa Bankasýslu ríkisins. Til hliðsjónar við þessa flokkun var m.a. litið til hegðunar fjárfesta eftir frumútboðið. Er skerðingarhlutfall til skammtíma fjárfesta gjarnan hærra, þar sem hætta er á að þeir séu kvikir, að þeir séu skuldsettir og að þeir leggi fram tilboð, sem eru langt umfram fjárfestingargetu, m.a. á

²³ Sjá *NYSE IPO Guide*, bls. 45. Sjá https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf

grundvelli þess að þeir búast við hlutfallslegri skerðingu áskrifta.²⁴ Er þessi nálgun í fullu samræmi við sams konar ákvæði um skerðingu í ákvörðun ráðherra. Þá er hún einnig í samræmi við markmið um að tekið sé tillit til langtímahagsmuna ríkissjóðs með tilliti til áhættu og áhrif á eftirmarkað, þar sem augljóst er að selji skammtíma fjárfestar hlutabréf sín í miklu magni, t.d. vegna skuldsetningar, að hlutabréfaverð geti lækkað og þar af leiðandi markaðsvirði eftirstandandi hlutar ríkisins í Íslandsbanka.

Þá settu umsjónaraðilar fram tillögu að úthlutun til Bankasýslu ríkisins í samræmi við ofangreind markmið um mismunandi skerðingu á milli langtíma og skammtíma fjárfesta, sem svo speglast í markmiðum um að tekið sé tillit til langtíma hagsmuna ríkissjóðs að virtri áhættu og þróun á eftirmarkaði. Tillögurnar endurspegluðu einnig áherslur um dreift eignarhald og fjölbreytileika í eigandahópi, eins og reyndar fyrrgreind flokkun gerði, bæði hvað varðar skiptingu á milli innlendra og erlendra fjárfesta annars vegar og svo frekari flokkun þessara fjárfesta hins vegar. Athuga ber að „hlutfallsleg“ skerðing væri t.d. ekki í samræmi við ákvæði í ákvörðun ráðherra og heldur ekki í samræmi við ákvæði í eigandastefnu varðandi langtímasjónarmið og greinargerð ráðherra um háþörfun á endurheimtum.

Loks voru tillögur umsjónaraðilanna mátaðar við ofangreind viðmið þangað til komist var að niðurstöðu um endanleg úthlutun. Þar sem ljúka þurfti úthlutun með nægum fyrirvara til að unnt væri að upplýsa tilboðsgjafa um niðurstöðu útboðsins fyrir opnun markaða daginn eftir var ekki rúmur tími til stefnu. Úthlutun til erlendra tilboðsgjafa lauk rétt eftir kl. 01:00, en úthlutun til innlendra tilboðsgjafa, sem voru mun fleiri, rétt fyrir kl. 03:30 aðfararnótt þann 23. mars sl.

3.9.3 *Jafnræði fjárfesta*

Þess skal loks getið að hugleiðingar Ríkisendurskoðunar um jafnræði milli fjárfesta eru með öllu óljósar. Þannig er alls óljóst hvort lagalegur mælikvarði liggi umfjölluninni til grundvallar eða einfaldlega óskilgreindar hugmyndir stofnunarinnar sjálfar.

Þannig segir t.d. á bls. 71 að „athygli [veki] að hlutfallsleg úthlutun til innlendra og erlendra aðila [hafi verið] ákveðin í fyrsta skrefi úthlutunarferlisins og virðist því lítið sem ekkert hugað að jafnræði milli sambærilegra fjárfesta með mismunandi ríkisfang.“

Þessi umfjöllun, sem eins og áður segir felur ekki í sér neina afstöðu til þess hvaða lög og reglur eigi hér við, lýsingu á efnislegu inntaki þeirra eða greiningu atvika, svo sem hvaða fjárfestar eru jafnir í lagalegu tilliti og hverjir ekki, og heimfærslu þeirra til viðeigandi lagareglna, er svo óljós að Bankasýsla ríkisins telur ekki tilefni til að annars en að benda á þar skortir verulega á grundvöll umfjöllunar.

3.9.4 *Niðurstaða*

Við töku matskenndra ákvarðana geta stjórnvöld valið þau lagasjónarmið sem viðkomandi ákvörðun er byggð á. Mat stjórnvalda að þessu leyti er ekki frjálst, heldur er stjórnvaldið bundið af almennum efnisreglum stjórnsýsluréttarins, svo sem réttmætisreglu og jafnræðisreglu. Það fer hins vegar eftir málaflokkum, lagaákvæðum og atvikum hvers kyns bönd fyrrgreindar reglur leggja á mat

²⁴ Price guidance and coverage ratio...2,0öx, 2,8x,

stjórnvalda hverju sinni.²⁵ Í þessu tilviki er ljóst að öll sex viðmiðin eiga sér stoð í lögum nr. 155/2012, lögum nr. 88/2009, og óbeint í eigandastefnu ríkisins frá 2021 um fjármála fyrirtæki sem og ákvörðun ráðherra um að hefja sölumeðferð líkt og rakið hefur verið.

Ekki leikur vafi á að framangreint átti við um ákvarðanir Bankasýslu ríkisins sem fólu í sér úthlutun til fjárfesta í útboðinu þann 22. mars sl. Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er heldur ekki haldið fram að Bankasýsla ríkisins hafi brotið gegn lögum við úthlutun til fjárfesta enda hvorki nokkur lagaleg viðmið sett þar fram né lögfræðileg greining framkvæmd þar sem úthlutunin er prófuð á lagalegan mælikvarða. Því er afar villandi af hálfu Ríkisendurskoðunar að halda því fram að niðurskurður á tilboðum hafi „að miklu leyti byggt á huglægum forsendum og að hlutlægni ekki verið tryggð“. Bankasýsla ríkisins hefur ítarlega gert grein fyrir þeim sjónarmiðum sem réðu úthlutun umrætt sinn. Þau sjónarmið voru í öllum tilvikum málefnaleg og höfðu stoð í lögum, reglum og viðmiðunum sem Bankasýsla ríkisins bar að líta til við matið. Frekari kröfur verða ekki gerðar til stofnunarinnar. Ábendingar um að Bankasýsla ríkisins „hefði þurft að ákveða áður en sölufarlið hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða“ eiga sér enga stoð í lögum, reglum eða þeim fyrirmælum sem stofnunin starfar samkvæmt. Líkt og bent hefur verið á hefði slík framkvæmd verið afar varhugaverð og leitt til aukinnar áhættu. Að mati Bankasýslu ríkisins hefði það hæglega getað leitt til tjóns að setja sölufarlinu svo fastmótaðar skorður.

3.10 Rökstutt mat til ráðherra og náin samvinna við ráðuneyti

Í skýrslunni á bls. 15 segir í gulum kassa að upplýsingar til ráðherra í rökstudda bréfi Bankasýslu ríkisins til hans hafi verið „ónákvæmar bæði hvað varðar fjölda þeirra fjárfesta sem skráðu sig fyrir hlutum og heildarfjárhæð tilboða. Ákvörðun ráðherra byggði því á ónákvæmum upplýsingum“. Sambærilegar upplýsingar eru á bls. 59. Þá er á bls. 60 (í gulum kassa) byggt á að rökstutt mat til ráðherra hafi „engan rökstuðning“ innihaldið fyrir ákvörðun lokaverðs.

Bankasýsla ríkisins hafnar þessari nálgun alfarið.

Stofnunin og fjármála- og efnahagsráðherra höfðu með sér nána samvinnu í gegnum allt sölufarlið og ráðuneytið á öllum stigum upplýst um framvindu málsins. Ráðherra var á fyrri stigum málsins upplýstur um stöðu mála. Var honum m.a. gerð grein fyrir hvað bjó að baki því að Bankasýsla ríkisins teldi rétt að birta leiðbeinandi lokaverð á 117 kr. á hvern hlut og leiðbeinandi útboðsstærð 22,5%, á grundvelli ráðgjafar umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa. Að baki þeirri ráðgjöf lágu m.a. fyrir drög að rökstuddu mati frá STJ á stjórnarfundinum. Jafnframt var honum gert ljóst að mikið þyrfti til að koma svo vikið yri frá því við eindanlega ákvörðun um verð og magn. Engar athugasemdir voru gerðar af hálfu ráðherra.

Þau sjónarmið sem bjuggu að baki ákvörðun lokaverðs höfðu því verið rædd á fyrri stigum málsins og í samvinnu í sölufarlinu. Eftir að lokaverð var ákveðið var tillaga stofnunarinnar með rökstuddu mati send til ráðherra í bréfi en þessi stjórnvöld höfðu áður komið sér saman um form bréfsins. Þar var m.a. óskað eftir því að ráðherra veitti stofnuninni viðeigandi heimildir til að ljúka útboðinu í samræmi við innihald tillögunnar. Sendi ráðherra stofnuninni formlegt samþykki sitt kl. 23:27. Í

²⁵ Sjá Starfskilyrði stjórnvalda: Skýrsla nefndar um starfskilyrði stjórnvalda, eftirlit með starfsemi þeirra og viðurlög við réttarbrotum í stjórnsýslu frá árinu 1999 á bls. 22.

samþykki ráðherra kom fram að fallist væri á tillögu stofnunarinnar og henni veitt umboð til að ljúka sölumeðferð í samræmi við hana.

Af umfjöllun Ríkisendurskoðunar má ráða að stofnunin telji ófullnægjandi upplýsingar hafa legið fyrir þegar að stjórn Bankasýslu ríkisins sendi ráðherra rökstutt mat um lokaverð og magn seldra hluta í útboðinu. Því er mótmælt.

Til útskýringar er óhjákvæmilegt að rekja ferlið nokkuð ítarlega með vísan í þær upplýsingar sem tiltækar voru á hverju tíma og lágu hinu rökstudda mati til grundvallar, og þar með á endanum ákvörðun um lokaverð og magn. Þessar upplýsingar er að finna í svörum Bankasýslu ríkisins við spurningum Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands frá því í maí og Ríkisendurskoðun hefur undir höndum.

Um kl. 12:30, þriðjudaginn 22. mars sl., var haldinn fundur Bankasýslu ríkisins, STJ og umsjónaraðila útboðsins. Þá lágu fyrir upplýsingar um að eftirspurn þeirra fjárfesta, sem höfðu tekið þátt í markaðspreifingum, gæti numið um 43 ma.kr.

Stjórnarfundur Bankasýslu ríkisins var haldinn kl. 14:30 sama dag, þar sem fjallað var um stöðu markaðspreifinga og eftirspurnar innlendra og erlendra fjárfesta. Gáfu þær til kynna að næg eftirspurn væri á meðal mögulegra fjárfesta, en innlend eftirspurn væri áætluð á bilinu 40 til 48 ma.kr. og erlend eftirspurn á bilinu \$70 til \$80 milljónir (eða 9 ma.kr. til 10 ma.kr.) Aftur á móti lá fyrir að erlendir fjárfestar væru næmari fyrir verði (5% til 7% frávik frá lokagengi) heldur en íslenskir (3% til 5%). Var ákveðið á þeim grundvelli að ráðast í útboð að lágmarki 17,5% til 20,0% af hlutafé bankans með hliðsjón af ráðgjöf söluráðgjafa og fjármálaráðgjafa. Endanlegt verð og útboðsstærð yrðu þó ákveðin síðar af ráðherra.

Í kjölfarið, kl. 15:00, var haldinn fundur Bankasýslu ríkisins, fjármálaráðgjafa og umsjónaraðila, þar sem tekin var lokaákvörðun (e. *go/no go decision*) um hvort að ráðast ætti í útboð eða ekki. Voru fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytisins einnig á fundinum.

Á grundvelli ráðgjafar umsjónaraðila, sem fjármálaráðgjafi stofnunarinnar samsinnti, ákvað Bankasýsla ríkisins að ráðast í útboð á að lágmarki 20,0% hlut, sem samsvaraði efri mörkum heimildar sem stjórn stofnunarinnar hafði samþykkt á fundi sínum.

Starfsmaður Bankasýslu ríkisins sendi fjármála- og efnahagsráðuneyti tölvupóst kl. 15:30, þar sem fram kom að stofnunin hefði fengið ráðgjöf frá STJ um að hefja útboð á hlutum í Íslandsbanka til hæfra fjárfesta. Í tölvupóstinum komu fram upplýsingar um niðurstöðu markaðspreifinga innanlands og erlendis og að fyrirliggjandi eftirspurn gæfi til kynna að „afsláttur af lokaverði dagsins í dag gæti endað um og kringum 5,0% að mati stofnunarinnar“. Þá var ráðuneytið upplýst um að stofnunin myndi tilkynna um lágmarks útboð á 20,0% hlutafé í bankanum eftir lokun markaða.

Fréttatilkynning um útboðið birtist kl. 16:11 á heimasíðu Íslandsbanka, bæði á íslensku og ensku. Þar komu m.a. fram upplýsingar um lágmarks stærð útboðs (20,0% af hlutafé) og nöfn allra átta söluráðgjafa.

Markaðssetning útboðsins með áherslu á eftirspurnarmagn hélt áfram eftir birtingu tilkynningarinnar kl. 16:11, þar sem ekkert leiðbeinandi verð var birt í henni. Næsta markmið var

því að geta tilkynnt inn á markaðinn að áskriftir hefðu borist fyrir lágmarkshlutum í útboðinu, eða a.m.k. 20,0% af hlutafé.

Fram að þessu höfðu því sem næst allir fundir í sölumeðferðinni verið fjarfundir, en þar sem miklar breytingar eiga sér stað á tilboðsbók og áskriftum eftir birtingu tilkynningar um útboð og að lágmarks tilboð hefðu borist fóru starfsmenn Bankasýslu ríkisins og sérfræðingar STJ í höfuðstöðvar Íslandsbanka til að samhæfa framkvæmd útboðsins með fyrirtækjaráðgjöf bankans (en erlendir leiðandi söluráðgjafar tóku samt sem áður þátt í gegnum fjarfundarbúnað.) Til að yfirfara stöðu tilboðsbókar með það fyrir augum að meta stöðu hennar m.t.t. tilkynningar um að lágmarks tilboð hefðu borist var haldinn símafundur kl. 17:30 á milli Bankasýslu ríkisins, fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og umsjónaraðilanna þriggja. Einnig var fulltrúum fjármála- og efnahagsráðuneytisins boðið að sitja símafundinn. Áhersla var lögð á að staðfesta tilboð fjárfesta sem fyrst til að unnt væri að birta tilkynningu þess eðlis að áskriftir hefðu borist fyrir lágmarks útboðsfjárhæð. Var það gert með tilkynningunni á íslensku og ensku kl. 18:34. Eftir þá tilkynningu má segja að verðsamkeppniskafli útboðsins hafi hafist.

Í framhaldinu var haldinn fundur þar sem farið var yfir tilboðsbók. Fóru umræður um íslenska hlutann fram í fundarherbergi Íslandsbanka, þar sem áskriftir voru færðar inn í töflureikni (Excel), en upplýsingum um erlendar áskriftir var komið áleiðis í gegnum tölvupóst, sem barst um kl. 19:45, en sýndi stöðu erlendra áskrifta kl. 19:15. Staða tilboðsbókar átti eftir að breytast nokkuð eftir því sem leið á kvöldið vegna þess hversu stutt áskriftartímabilið var.

Á milli kl. 19:40 og kl. 20:38 var svo haldinn fundur Bankasýslu ríkisins, STJ og umsjónaraðila, þar sem taka þurfti ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og lokamagn, sem unnt væri að tilkynna til væntanlegra áskrifenda.²⁶ Er það viðtekin venja á mörkuðum, m.a. til að áhugasamir fjárfestar hafi tækifæri að endurskoða eða staðfesta áskriftir sínar, eða að hækka þær, ef t.d. leiðbeinandi lokaverð er hærra en hæsta verð, sem þeir hafa lýst áhuga á. Á meðan erlendi hluti áskriftarbókar lá fyrir á útprentuðu blaði var íslenskur hluti hennar yfirfarinn af hálfu sérfræðinga Íslandsbanka í töflureikni (Excel) á myndvarpa.

Lögðu Citi og JPM til að leiðbeinandi magn yrði 20,0% af hlutafé bankans, en Íslandsbanki 25,0%. Á hinn bóginn var samhljómur meðal umsjónaraðila um hvert leiðbeinandi lokaverð ætti að vera, þ.e. 117 kr. á hvern hlut. Fulltrúi STJ spurði umsjónaraðilana þrjá hvort að unnt væri að hækka leiðbeinandi lokaverðið í 118 kr. á hvern hlut, en þeir töldu það ekki ráðlegt. Þar hafði verulega þýðingu að erlendir fjárfestar væru ekki reiðubúnir að greiða hærra verð en 117 kr. á hlut auk þess sem líkur þóttu á að stórir langtíma fjárfestar myndu hverfa frá borðinu yrði verðið ákveðið hærra en 118 kr. á hlut. Eins og áður hefur verið bent á voru allir umsjónaraðilar sammála þessu.

Greining STJ á tilboðsbókinni um kl. 21:00, áður en leiðbeinandi lokaskilmálar útboðsins voru birtir, sýnir að innlend eftirspurn samsvaraði um einum milljarði hluta og erlend eftirspurn um 250 milljónum hluta, en þó aðeins um 75 milljónum hluta á verðinu 117 kr. á hvern hlut. Í ljósi mikillar

²⁶ Þennan fund sátu f.h. Bankasýslu ríkisins Lárus L. Blöndal, stjórnarformaður, Jón G. Jónsson, forstjóri, Þórólfur Heiðar Þorsteinsson, lögmaður, og Karl Finnbogason, sérfræðingur í eignastýringu. Fyrir hönd STJ sátu fundinn Simon North og Bruce Hilland og fyrir hönd Íslandsbanka Atli Rafn Björnsson, Ingvar Arnarson og Guðmundur Finnbogason. Þá tók Hildur Karen Haraldsdóttir einnig þátt í mörgum fundum. Fyrir hönd Citi og JPM sátu fundinn ýmsir sérfræðingar bankanna, sem voru allir staddir erlendis.

eftirspurnar innanlands töldu umsjónaraðilar að þeir gætu fengið erlenda fjárfesta til að hækka tilboð sín í 117 kr. á hlut. Á þeirri stundu höfðu einungis sjö erlendir fjárfestar lýst vilja til að greiða 117 kr. á hlut og af þeim voru meirihluti vogunarsjóðir eða skammtímafjárfestar. Eftir að áskriftartímabili lauk hafði þeim aftur á móti fjölgað í 19.

Aðrar ástæður einnig voru fyrir því að ekki var talið ráðlagt að ákveða leiðbeinandi lokaverð hærra. Þannig hefði ákvörðun um hærra leiðbeinandi lokaverð aukið hættuna á því að stórir innlendir langtímafjárfestar myndu hverfa frá borði.

Að öllu virtu, og skv. ráðgjöf fjármálaráðgjafa, ákvað Bankasýsla ríkisins að leiðbeinandi lokaverð skyldi vera 117 kr. á hvern hlut í samræmi við tillögu umsjónaraðilanna. Þá var ákveðið að leiðbeinandi útboðsstærð skyldi að vera 22,5%.

Á þessum tímamarki þótti Bankasýslu ríkisins rétt að upplýsa ráðherra um stöðu mála. Á milli kl. 20:41 og 20:53 áttu því stjórnarformaður og forstjóri Bankasýslu ríkisins símtal við ráðherra til að upplýsa hann um það að Bankasýsla ríkisins teldi rétt að birta leiðbeinandi lokaverð á 117 kr. á hvern hlut og leiðbeinandi útboðsstærð 22,5% m.a. á grundvelli ráðgjafar umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa, eins og rakið var að ofan. Ráðherra var jafnframt gert ljóst að eftir birtingu tilkynningar um leiðbeinandi lokaverð og magn þyrfti mikið til að koma svo að vikið yrði frá því við endanlega ákvörðun um verð og magn. Engar athugasemdir komu fram af hálfu ráðherra varðandi áform stofnunarinnar um leiðbeinandi lokaverð 117 kr. né þau áform að leiðbeinandi stærð útboðs yrði 22,5%.

Í kjölfarið var gefin út tilkynning af hálfu Bankasýslu ríkisins um að leiðbeinandi lokaverð skyldi vera 117 kr. á hvern hlut og leiðbeinandi lokamagn 22,5% af hlutafé bankans, í samræmi við tillögu til ráðherra, sbr. umfjöllun hér á eftir. Birtist hún á íslensku og ensku á heimasíðu Íslandsbanka kl. 21:09. Kom fram í tilkynningunni að áskriftartímabili myndi ljúka kl. 21:30.

Á milli kl. 21:00 og 21:30 var haldinn stjórnarfundur Bankasýslu ríkisins í höfuðstöðvum Íslandsbanka. Þar samþykkti stjórn stofnunarinnar tillögu til ráðherra, sem byggð var á rökstuddu mati að fenginni tillögu umsjónaraðila og ráðgjöf frá fjármálaráðgjafa stofnunarinnar, um að lokaverð í útboðinu skyldi vera 117 kr. á hvern hlut og að 450 milljón hlutum í bankanum yrði úthlutað, þ.e. 22,5% af hlutafé bankans. Þá lá fyrir samkvæmt upplýsingum frá umsjónaraðilum að á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar hefðu skráð sig fyrir hlutum í útboðinu fyrir meira en 100 ma.kr. Þá lá einnig ljóst fyrir að niðurstaða um verð væri ásættanleg, og innan þess frávíks sem áætlað hafði verið, þar sem hún fól í sér 4,1% frávík á útboðsgengi m.v. lokagengi á markaði þann dag.

Var tillaga stofnunarinnar með rökstuddu mati send til ráðherra í formi bréfs sem sent var með tölvupósti kl. 21:40. Við undirbúning málsins höfðu Bankasýsla ríkisins og ráðuneytið áður komið sér saman um form bréfsins. Þar var m.a. óskað eftir því að ráðherra veitti stofnuninni viðeigandi heimildir til að ljúka útboðinu í samræmi við innihald tillögunnar. Sendi ráðherra stofnuninni formlegt samþykki sitt kl. 23:27. Í samþykki ráðherra kom fram að fallist væri á tillögu stofnunarinnar og henni veitt umboð til að ljúka sölumeðferð í samræmi við hana.

Bankasýsla ríkisins leggur áherslu á að samkvæmt ofangreindu byggði rökstutt mat stofnunarinnar ekki aðeins á upplýsingum um eftirspurn frá fjárfestum eins og þær lágu þá fyrir heldur einnig á

þeirri vitneskju um afstöðu leiðandi fjárfesta til verðs og magns sem byggst hafði upp allt frá upphafi markaðsþreifinga mánudaginn 21. mars sl. Þá var litið til tillagna umsjónaraðila útboðsins og afdráttarlausrar og rökstuddrar ráðgjafar fjármálaráðgjafa. Þótt áskrifta hafi áfram verið safnað eftir að fundur stjórnar Bankasýslu ríkisins hófst voru forsendur á þeim tíma nægar til að setja fram gagnvart ráðherra tillögu um lokaverð og magn. Í því sambandi verður einnig að horfa til þess að áður hafði verið tilkynnt um leiðbeinandi lokaverð og magn en fyrir lá að trúverðugleiki íslenska ríkisins í augum fjárfesta gerði það að verkum að nokkuð þyrfti til að koma svo vikið yrði frá því við endanlega ákvörðun.

Samkvæmt öllu ofangreindu mótmælir Bankasýsla ríkisins því harðlega sem látið er að liggja í skýrslu Ríkisendurskoðunar að rökstutt mat stofnunarinnar til ráðherra hafi ekki byggst á fullnægjandi grunni.

Því er loks við að bæta að Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneytið höfðu með sér nána samvinnu í gegnum allt söluferlið, líkt og skýrsla Ríkisendurskoðunar ber með sér, og ráðuneytið á öllum stigum málsins upplýst um framvindu málsins. Þannig kemur fram í skýrslunni að fulltrúar ráðuneytisins og stofnunarinnar hafi fundað sameiginlega með þingnefndum þann 21. og 24. febrúar sl. Þá var einnig samvinna á milli aðila þegar kom að framvindu sölumeðferðarinnar. Þannig heimilaði ráðuneytið Bankasýslu ríkisins að ráða til sín sjálfstæðan fjármálaráðgjafa þann 27. janúar sl. m.a. til þess að undirbúa jarðveginn fyrir frekari sölu. Þá kemur fram að fulltrúar ráðuneytisins hafi setið ýmsa fundi með stofnuninni þegar mikilvægar ákvarðanir voru teknar þann 22. mars sl., eins og t.d. þegar ákvörðun var tekin um að ráðast í sölu og áður en að tilkynning um að tilboð hefðu borist í lágmarks fjölda hluta var gefin út. Sérstakur ráðgjafi ráðuneytisins, sem einnig að ráðgjöf til þess í frumútboðinu, sat marga þessa fundi. Þá var ráðuneytinu og ráðherra vel upplýst um framvindu mála þar eftir um kvöldið með símtölum og tölvupóstum.

3.11 Orðsporsáhætta

Á bls. 71 í skýrslu Ríkisendurskoðunar (í gulum kassa) segir að annmarkar sölufertilisins sem Ríkisendurskoðun fjallar um í þessari úttekt séu fjölþættir og lúti bæði að undirbúningi og framkvæmd sölunnar. Ljóst hafi mátt vera að orðsporsáhætta við sölu opinberra eigna hafi verið vanmetin fyrir söluferlið 22. mars af Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti og þingnefndum sem um málið fjölluðu í aðdraganda sölunnar.

Bankasýsla ríkisins leit vitaskuld til orðspors ríkisins við vinnu sína. Í því sambandi, og með hagsmuni ríkisins að leiðarljósi, var lögð áhersla á faglega umgjörð sölufertilisins og að tryggja orðspor ríkisins sem eiganda að hlutum í fjármálafyrirtæki og trúverðugs gagnaðila í alþjóðlegum viðskiptum með hlutabréf, bæði í frumútboðinu í júní 2021 og í útboðinu með tilboðsfyrirkomulagi í mars 2022.

4 Samantekt helstu athugasemda Bankasýslu ríkisins við skýrslu Ríkisendurskoðunar

Ríkisendurskoðun hefur skilað Alþingi skýrslu um stjórnýsluúttekt á sölu á 22,5% hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022. Seldir voru 450 milljón hlutir á 117 krónur hver fyrir samtals 52,7 milljarða króna. Hér að neðan gefur að líta samantekt helstu athugasemda Bankasýslu ríkisins við skýrsluna.

Fjárhagsleg niðurstaða ríkinu hagfelld

- Í skýrslunni er komist að þeirri niðurstöðu að fjárhagsleg niðurstaða sölufelisins hafi verið ríkissjóði almennt hagfelld. Það eigi einnig við um þróun á gengi bréfa í Íslandsbanka í kjölfar sölnnar. Undir það tekur Bankasýsla ríkisins og bendir á:
 - að val á söluaðferð hafi verið skynsamlegt og tilboðsfyrirkomulagið best til þess fallið að ná fjárhagslegum markmiðum ríkisins;
 - að útboðið hafi verið vel tímasett í ljósi síðari þróunar efnahagsmála og á fjármálamörkuðum;
 - að gott verð hafi fengist fyrir eignarhlutinn og frávik frá dagslokagengi verið afar hagfelld í bæði innlendum og alþjóðlegum samanburði;
 - að viðskipti með hlutabréf í Íslandsbanka í kjölfar útboðsins styrki þá niðurstöðu að ákvarðanir um selt magn og verð á hlut hafi verið skynsamlegar;
 - að markmið stjórnvalda með sölnunni hafi náðst, m.a. fjárhagsleg markmið og markmið um dreift og fjölbreytt eignarhald Íslandsbanka; og
 - að reglum laga hafi í hvívetna verið fylgt í öllu sölufelinu og aðdraganda þess.
- Að teknu tilliti til frumútboðs með hluti í Íslandsbanka í júní 2021 og samhliða skráningu hlutabréfa bankans í kauphöll er ljóst að markmið stjórnvalda með sölnunni í mars 2022, eins og þau birtust í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra til Alþingis, dags. 10. febrúar 2022, hafa að öllu leyti náðst. Þá var framkvæmd sölnnar að fullu í samræmi við lög sem um sölu giltu, ákvörðun ráðherra um framhald sölumeðferðar í Íslandsbanka frá 18. mars sl., lýsingu þar að lútandi í minnisblaði Bankasýslu ríkisins til ráðherra frá 20. janúar sl. og í kynningum stofnunarinnar fyrir fjárlaganefnd 21. febrúar og efnahags- og viðskiptanefnd 24. febrúar á þessu ári sem og í samræmi við ákvæði eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki frá febrúar 2020. Jafnframt er það mat Bankasýslu ríkisins að við undirbúning og framkvæmd sölumeðferðarinnar hafi lögum um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum verið fylgt í hvívetna með opnu sölufelri, gagnsæi, hlutlægni og hagkvæmni, svo og sanngjörnum skilyrðum og jafnræði meðal tilboðsgjafa. Ekkert í skýrslu Ríkisendurskoðunar fær hnekk því mati eða leiðir til annarrar niðurstöðu.
- Niðurstaða útboðsins var því íslenska ríkinu afar hagfelld. Sú grundvallarályktun fær litla athygli í skýrslunni eða heildarsamhengi umfjöllunarinnar. Að mati Bankasýslunnar er það villandi og til þess fallið að draga úr trúverðugleika skýrslunnar.

Hlutverk Bankasýslu ríkisins og svigrúm við matskennda ákvarðanatöku

- Bankasýsla ríkisins er sérhæfð stofnun og hlutverk hennar lögum samkvæmt að taka ákvarðanir sem byggja á matskenndum lagagrundvelli. Nálgun Ríkisendurskoðunar og þar með ýmsar ályktanir og niðurstöður í skýrslu hennar bera þess merki að ekki hafi verið tekið mið af þeim lagagrundvelli sem Bankasýsla ríkisins starfar eftir og því svigrúmi sem stofnunin hefur við matskenndar ákvarðanir.
- Við athugun Ríkisendurskoðunar er þannig gengið langt í „endurskoðun“ ákvarðana Bankasýslu ríkisins, t.d. um verð, magn og úthlutun, og efast um vægi þeirra sjónarmiða sem höfð voru til hliðsjónar við heildarmat. Ályktanir Ríkisendurskoðunar um þessi atriði eru án fullnægjandi rökstuðnings og án tillits heildarmats sem lá ákvörðunum til grundvelli en þær studdust í öllum tilvikum við ítarleg gögn, sérfræðiþekkingu og reynslu þeirra sem að komu.
- Nálgun Ríkisendurskoðunar eins og hún birtist í skýrslunni, og þar með ýmsar ályktanir og niðurstöður, bera þess merki að fyrir hefur farist að líta til þessa grundvallaratriðis. Þá er lítil greinarmunur gerður á athugasemdum eftir því hvort ætlaður annmarki hafi verið lítilvægur eða þýðingarmikill og þar með hvort eða með hvaða hætti hann hafi haft áhrif á niðurstöðu málsins. Að mati Bankasýslu ríkisins er það alvarlegur galli á athugun Ríkisendurskoðunar, einkum í ljósi þess að hvergi kemur fram að ákvarðanir stjórnvalda í ferlinu hafi ekki samrýmst lögum og reglum sem um störf þeirra gilda.

Val á söluaðferð

- Ríkisendurskoðun tekur sérstaklega fram að ekki sé tekin afstaða til þess hvort rétt hafi verið að notast við aðrar söluaðferðir en tilboðsfyrirkomulag. Þó er fjallað nokkuð ítarlega um aðdraganda sölumeðferðarinnar og því haldið fram að Bankasýsla ríkisins hafi verið meðvituð um að aðferðin væri „ekki að fullu í anda meginreglna laga nr. 155/2012 um opið söluférlu og gagnsæi“.
- Bankasýsla ríkisins hafnar þessu. Er óhjákvæmilegt að benda á að lögum samkvæmt eru ýmsar leiðir færar við sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Löggjafinn hefur þannig sérstaklega tekið afstöðu til og talið nauðsynlegt að val sé fyrir hendi þannig að ekki sé þrengt að svigrúmi ríkisins að þessu leyti með of íþyngjandi hætti eða reglum.
- Bankasýsla ríkisins var fullkomlega meðvituð um þessa stöðu og það svigrúm sem löginn veita sem og að rökstyðja þyrfti tillögu um hvaða leið yrði fyrir valinu fyrir ráðherra, eins og gert var í minnisblaði til hans. Fer því fjarri að stofnunin hafi ekki talið söluaðferðina í samræmi við lög eins og ráða má af umfjöllun Ríkisendurskoðunar.
- Þá hafnar Bankasýsla ríkisins því mati Ríkisendurskoðunar að tilboðsfyrirkomulagið samrýmist illa starfsháttum opinberrar stjórnarsýslu. Aðferðinni hefur enda ítrekað verið beitt við sölu á hlutabréfum í eigu annarra ríkja. Hér láist Ríkisendurskoðun að taka tillit til eðlis þess eignarhlutar sem seldur var í umrætt sinn. Andlag sölunnar voru kauphallarskráð

hlutabréf sem á hverjum degi ganga greiðlega kaupum og sölu milli fjárfesta og lúta lögmálum markaðarins. Söluaðferðin og framkvæmd sölunnar tók réttilega mið af þessu.

Gagnsæi í aðdraganda sölunnar

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er fjallað um skort á gagnsæi í aðdraganda sölunnar og ætlað misræmi í umfjöllun og kynningum Bankasýslu ríkisins sem eru grundvöllur athugasemda. Bankasýsla ríkisins hafnar þessum sjónarmiðum.
- Umfjöllun Ríkisendurskoðunar ber þess áþreifanlega merki að smávægileg atriði í hugtakanotkun í aðdraganda sölunnar séu tekin úr samhengi án þess að séð verði á gögnum málsins að þau hafi nokkrum misskilningi valdið, t.d. að á einum stað í öllu ferlinu hafi verið talað um „lokað“ útboð en annars „opið“ en í bæði skipti skilyrt við hæfa fjárfesta og skýrt af minnisblaði stofnunarinnar hver fyrirætlan stofnunarinnar var.
- Þá eru ummæli Bankasýslu ríkisins um frávík frá dagslokagengi vegna tilboðsfyrirkomulags tekin úr samhengi og gerð tortryggileg án tilefnis. Gögn málsins sýna að þetta atriði fékk mikla umfjöllun við meðferð málsins, bæði af hálfu ráðherra og Alþingis, í samræmi við það efni og kynningar sem lá til grundvallar.
- Loks skal þess getið í tengslum við hugtakið „hæfir fjárfestar“ að þar gætir samkvæmni í hugtakanotkun af hálfu Bankasýslu ríkisins í öllu ferlinu og liggja fyrir gögn því til stuðnings, m.a. þar sem bent var á hvað fælist í hugtakinu.

Þekking og reynsla innan Bankasýslu ríkisins

- Í skýrslunni er vikið að reynsluleysi starfsmanna Bankasýslu ríkisins af sölu með tilboðsfyrirkomulagi og að stofnunin hafi treyst nær alfarið á þekkingu þriggja umsjónaraðila sölunnar og fjármálaráðgjafa síns í söluferlinu. Á það getur Bankasýsla ríkisins ekki fallist.
- Bankasýsla ríkisins er sérhæft stjórnvald sem fer með lögbundin verkefni á grundvelli laga nr. 88/2009 og forstjóri og stjórn þurfa að uppfylla hæfisskilyrði 6. gr. laganna, m.a. um menntun og sérþekkingu á banka- og fjármálum. Aðrir starfsmenn stofnunarinnar hafa jafnframt haldgóða háskólamenntun á sínum sérfræðisviðum sem og mikla reynslu af umsýslu og sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum.
- Sala á 22,5% eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka var umfangsmikið verkefni þar sem undirliggjandi fjárhagslegir hagsmunir voru verulegir. Slíkt verkefni heyrði ekki til daglegs reksturs Bankasýslu ríkisins. Stofnunin réði af þeim sökum, líkt og lög gera ráð fyrir, sérfræðinga sér til ráðgjafar í tengslum við verkefnið.
- Aðkoma umsjónaraðila og ráðgjafa var fagleg og fyllilega í samræmi við þær skyldur sem hvíla á Bankasýslunni lögum samkvæmt sem og það fyrirkomulag sem viðhaft hefur verið við sölu ríkissjóða annarra ríkja í Evrópu á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum. Engin

haldbær rök hafa hins vegar verið færð fram fyrir því að Bankasýsla ríkisins hafi í ríkari mæli þurft að reiða sig á ytri ráðgjöf en gengur og gerist í slíkum viðskiptum.

Aðkoma ráðgjafa og sérfræðinga að söluforlinu

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er vikið að stöðu stofnunarinnar gagnvart ráðgjöfum og byggt á eða gerðar athugasemdir við að ekki hafi verið gerðar tilhlýðilegar kröfur til þeirra, þeir hafi verið reynslulausir og stofnunin hafi vanrækt að tryggja að vinna þeirra væri samstillt og skilvirk.
- Bankasýsla ríkisins hafnar þessu. Stofnunin hefur yfir að ráða víðtækri reynslu í að stýra og selja eignarhluti ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Vandað var til verka við söluna og fengnir bæði innlendir og alþjóðlegir ráðgjafar sem höfðu mikla reynslu af tilboðsfyrirkomulagi og þekkingu á þessu sviði. Hvergi sér þess stað í skýrslunni að meint reynsluleysi þessara aðila eða skortur á leiðbeiningum eða samvinnu hafi haft neikvæð áhrif á söluforlið. Auk þess er óljóst hvaða fyrirmæli og leiðbeiningar Bankasýslu ríkisins hafi átt að gefa ráðgjöfum og sérfræðingum í forlinu, m.a. í ljósi þeirra lögbundnu krafna sem gilda um störf þeirra sem þó er ekkert vikið að í skýrslunni
- Af gögnum málsins má ráða að engar haldbærar röksemdir liggja til grundvallar ályktunum Ríkisendurskoðunar um (i) að Bankasýsla ríkisins hafi ekki gert tilhlýðilegar kröfur til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila í því skyni að tryggja hagsmuni ríkisins, um (ii) reynsluleysi innlendra umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila, (iii) að skort hafi á fyrirmæli eða leiðbeiningar Bankasýslu ríkisins um framkvæmd sölunnar, og (iv) að stofnunin hafi vanrækt að tryggja að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk. Í skýrslunni skortir verulega á hlutlægni og rannsókn Ríkisendurskoðunar auk þess sem umfjöllun um viðeigandi lagaumhverfi og markaðsvenjur er alls ófullnægjandi.

Ákvæði sölusamningsins

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er fjallað um lagaval og lögsögu við gerð sölusamnings. Bankasýsla ríkisins gerir athugasemd við þá umfjöllun sem stuðlar að því að ákvarðanir stjórnvalda eru gerðar tortryggilegar án þess að tekin sé afstaða til málsins á fullnægjandi lagalegum grundvelli eða gerðar athugasemdir við lagaval og lögsögu.
- Þá eru í skýrslunni gerðar athugasemdir við umfjöllun um að ekki hafi verið vandað nægilega til gerðar sölusamningsins, einkum að tilvísun í b-lið 4. gr. 3. viðauka við sölusamninginn, og látið að því liggja að í samningnum fælist í raun heimild fyrir umsjónaraðila og aðra sem að sölunni komu til að markaðssetja útboðið gagnvart einstaklingum. Það hafi verið ónauðsynlegt þar sem útboðið átti einungis að beinast að að hæfum fjárfestum.

Bankasýsla ríkisins hafnar þeim sjónarmiðum sem þarna er byggt á. Umsjónaraðilum og söluráðgjöfum var fyllilega ljóst að söluforlið einskorðaðist við hæfa fjárfesta en beindist ekki að almenningi. Þá hefur af hálfu Ríkisendurskoðunar verið horft framhjá skýringum

stofnunarinnar um að ákvæðið er ekki heimildarákvæði heldur reisir það skorður við tilteknum ráðstöfunum. Túlkun Ríkisendurskoðunar á samningnum, sem háður er enskum lögum, er því ekki rétt.

Ákvarðanir um magn og verð

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er því ranglega haldið fram að Bankasýsla ríkisins hafi ekki verið nægilega meðvituð um heildareftirspurn fjárfesta þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Fullyrðing Ríkisendurskoðunar um þetta atriði samræmist ekki gögnum málsins.
- Starfsmenn Bankasýslu ríkisins, ásamt umsjónaraðilum og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar, fylgdust reglulega með þróun tilboðsbókar allt frá upphafi útboðs til enda. Tilboðsbókin tók á þessum tíma örum breytingum enda tilboðum safnað fyrir um 500 milljónir króna á hverri mínútu að meðaltali á meðan ferlinu stóð. Söfnun tilboða og greining þeirra fór fram hjá umsjónaraðilum sem hafa sérþekkingu á framkvæmd útboða. Staða tilboðsbókarinnar var auk þess yfirfarin af fjármálaráðgjafa með Bankasýslu ríkisins. Allar upplýsingar sem máli skiptu lágu því fyrir er ákvarðanir voru teknar. Heildarmyndin var skýr og yfirsýn allra hlutaðeigandi góð.
- Í skýrslunni er jafnframt á því byggt á að vanmat á reiknaðri eftirspurn hafi leitt af því að við útreikning á heildareftirspurn hafi tilboð verðþega, þ.e. þeirra sem gáfu ekki upp hámarksverð í tilboðum sínum, verið skráð á genginu 117 kr. á hlut. Réttara hefði verið annað hvort, að miða við síðasta viðskiptaverð hlutabréfa í Íslandsbanka, 122 kr. á hlut, eða sleppa öllum slíkum tilboðum úr samtölu eftirspurnar og um leið draga samsvarandi fjölda hluta frá framboði.
- Bankasýsla ríkisins getur ekki tekið undir þetta. Enda var það mat erlendra umsjónaraðila, sem ætla má að byggja á reynslu þeirra, þekkingu og samskiptum við fjárfesta, að erlendir fjárfestar myndu ekki vera reiðubúnir að greiða hærra verð en 117 kr. á hlut. Það ætti jafnframt við um verðþega. Undir það tók fjármálaráðgjafi Bankasýslu ríkisins eftir að hafa kannað áreiðanleika þessara sjónarmiða. Í ljósi þess, og aðstæðna allra, hefði verið afar óvarlegt af hálfu Bankasýslu ríkisins að horfa framhjá hættunni af því að verðþegar féllu frá tilboðum sínum yrði leiðbeinandi lokaverð ákveðið hærra en 117 kr. á hlut. Fullyrðingar Ríkisendurskoðunar um þetta atriði, sem hvorki styðjast við gögn, fræði né framkvæmd, og heldur ekki reynslu, þekkingu eða samskipti við fjárfesta, standast því ekki.
- Ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og lokamagn söluférlisins byggði á heildstæðu mati þeirra upplýsinga sem fyrir lágu að virtum yfirlýstum markmiðum fjármála- og efnahagsráðherra með söluférlinu. Í því fólst einkum að tryggja hagkvæmni og þar með fjárhagslega hagsmuni íslenska ríkisins með verði í viðskiptunum að teknu tilliti til líklegrar verðþróunar með hlutabréf í Íslandsbanka á eftirmarkaði.

- Áhersla á þátttöku erlendra langtímafjórfa var vissulega mikilvægur liður í að ná þessu fram en ónákvæmt og villandi er af hálfu Ríkisendurskoðunar að fullyrða að verðið hafi „fyrst og fremst“ ráðist af tilboðum þeirra. Réttara væri að benda á að eftirspurn erlendra langtímafjórfa hafi á endanum ráðið því að verðið var ákveðið 117 en ekki 118 krónur á hlut en valið stóð þar á milli. Hvers kyns hugmyndir um hærra verð hefðu teflt útboðinu í tvísýnu.
- Bankasýsla ríkisins leggur áherslu á að það verð sem á endanum var ákveðið var hæsta mögulega verð til að ná fram þeim markmiðum sem að var stefnt með sölunni. Þannig voru umsjónaraðila útboðsins, innlendir sem erlendir, auk sjálfstæðra ráðgjafa Bankasýslu ríkisins, allir sammála um að lokaverð skyldi vera 117 kr. á hlut fremur en 118 kr.

Rökstutt mat til ráðherra

- Af umfjöllun Ríkisendurskoðunar má ráða efasemdir um að fullnægjandi upplýsingar hafa legið fyrir þegar að stjórn Bankasýslu ríkisins sendi ráðherra rökstutt mat um lokaverð og magn seldra hluta í útboðinu.
- Bankasýsla ríkisins mótmælir þessu. Stofnunin og fjármála- og efnahagsráðuneytið áttu nána samvinnu í gegnum allt sölufarlið. Ítrekað er að uppfærðar upplýsingar um stöðu tilboðsbókar lágu fyrir á þessum tíma. Greining upplýsinganna fór fram hjá umsjónaraðilum sem hafa sérþekkingu á framkvæmd útboða. Staða tilboðsbókarinnar var auk þess yfirfarin af fjármálaráðgjafa með Bankasýslu ríkisins. Allar upplýsingar sem máli skiptu lágu því fyrir er ákvarðanir voru teknar. Heildarmyndin var skýr og yfirsýn allra hlutaðeigandi góð.
- Þá er til þess að líta að rökstutt mat stofnunarinnar byggði ekki aðeins á upplýsingum um eftirspurn frá fjórfestum eins og þær lágu fyrir er matið var sent heldur einnig á þeirri vitneskju um afstöðu leiðandi fjórfa til verðs og magns sem byggst hafði upp allt frá upphafi markaðspreifinga mánudaginn 21. mars sl. Þá var litið til tillagna umsjónaraðila útboðsins og vandaðrar ráðgjafar fjármálaráðgjafa.
- Þótt áskrifta hafi áfram verið safnað eftir að ákvörðun var tekin voru forsendur á þeim tíma nægar til að setja fram gagnvart ráðherra tillögu um lokaverð og magn. Í því sambandi verður einnig að horfa til þess að áður hafði verið tilkynnt um leiðbeinandi lokaverð og magn en fyrir lá að trúverðugleiki íslenska ríkisins í augum fjórfa gerði það að verkum að nokkuð þyrfti til að koma svo vikið yrði frá því við endanlega ákvörðun. Matið byggði því á fullnægjandi grundvelli.

Afstaða til tilboða og úthlutun

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er á það bent að Bankasýsla ríkisins hefði þurft að ákveða áður en sölufarlið hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða. Æskilegt hefði jafnframt verið að slík viðmið væru skráð og að fyrir lægi hvernig ætti að beita þeim. Jafnframt er látið að því liggja að viðmiðin hafi skort „tilhlýðilega lagastoð“.

- Bankasýsla ríkisins getur ekki tekið undir þetta. Afstaða Ríkisendurskoðunar sýnist hér endurspeglar takmarkaða reynslu af sölu hlutabréfa. Eftirfarandi viðmið, sem öll eiga sér stoð í lögum, ákvörðun ráðherra og eigendastefnu ríkisins, voru einkum höfð að leiðarljósi við úthlutun til bjóðenda:
 - Dreift eignarhald og fjölbreytileiki í eigandahópi.
 - Efling innlendra fjármálamarkaða.
 - Aukin virk samkeppni á fjármálamarkaði.
 - Að fjárfestar sem horfi til lengri tíma fjárfestinga yrðu fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.
 - Langtímahagsmunir ríkissjóðs með tilliti til áhættu.
 - Áhrif á eftirmarkað.
- Viðmiðin lágu fyrir áður en söluferlið hófst. Ógerningur var á hinn bóginn að ljá þeim fyrirfram ákveðið hlutfallslegt vægi. Enda lá það í hlutarins eðli að vægi einstakra viðmiða réðist af heildstæðu mati þeirra tilboða sem safnast myndu í tilboðsferlinu.
- Engin rök hníga að því að framkvæmd Bankasýslu ríkisins og fjármála- og efnahagsráðherra hafi í þessum efnum, fremur en öðrum, farið í bága við lög eða góða stjórnsýsluhætti. Bankasýsla ríkisins hefur ítarlega gert grein fyrir þeim sjónarmiðum sem réðu úthlutun umrætt sinn. Þau sjónarmið voru í öllum tilvikum málefnaleg og höfðu stoð í lögum, reglum og viðmiðum sem Bankasýslu ríkisins bar að líta til við matið.
- Staðreynd málsins er sú að Bankasýsla ríkisins hefur með málefnalegum rökum og vísan til gagna rökstutt sérhverja ákvörðun sem tekin var í söluferlinu. Frekari kröfur verða ekki gerðar til stofnunarinnar.
- Ábendingar um að Bankasýsla ríkisins „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“ eiga sér enga stoð í lögum, reglum eða þeim fyrir mælum sem stofnunin starfar samkvæmt. Slík framkvæmd hefði verið varhugaverð og leitt til aukinnar áhættu í útboðinu. Að mati Bankasýslu ríkisins hefði það hæglega getað leitt til tjóns fyrir íslenska ríkið að setja söluferlinu svo fastmótaðar skorður.

Fundargerðir Bankasýslu ríkisins

- Í skýrslu Ríkisendurskoðunar er vakin athygli á tilteknum atriðum í tengslum við fundargerðir Bankasýslu ríkisins og gerðar athugasemdir við fundargerð fundar sem haldin var 21. mars 2022 þar sem orðalag fundargerðarinnar sé ónákvæmt og lýsi „ekki fyllilega“ því sem samþykkt var á fundinum.

- Þessi ályktun stenst ekki og athugasemd Ríkisendurskoðunar tilefnislaus með öllu. Gögn málsins sýna að fundargerð fundarins var engum annmörkum háð og endurspeglar efnislega þá ákvörðun sem tekin var.