

Til: Fjármála- og efnahagsráðherra

Frá: Bankasýslu ríkisins

Dags.: 20. janúar 2022

Efni: Tillaga um sölumeðferð á eftirstæðum eignarhlut í Íslandsbanka hf.

Minnisblað

■ Inngangur

Minnisblað þetta er lagt fram samhliða tillögu Bankasýslu ríkisins, einnig dags. 20. Janúar, um frekari sölu á eignarhlutum ríkisins í Íslandsbanka hf. („Íslandsbanka“):

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.

Er tillagan í samræmi við fyrirætlanir stjórnvalda, eins og þær birtast í frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2022 þar sem fram kemur að stefna eigi að selja allan eignarhlut í bankanum á þessu og næsta ári. Gera áætlanir stjórnvalda ráð fyrir því að selja mætti u.þ.b. helming eignarhluta á þessu ári og helming á því næsta, en áfangaskipting og tímasetningar ráðast af aðstæðum hverju sinni.

Þann 22. júní sl. voru hlutir í Íslandsbanka teknir til viðskipta á aðalmarkaði Kauphallar Íslands eftir vel heppnað frumútboð á rúmunum 35,0% af hlutafé í bankanum á 79 kr. á hvern hlut. Nam söluandvirði hlutanna 55,3 ma.kr. og var þetta stærsta frumútboð og næst stærsta almenna útboð á hlutabréfum á Íslandi. Í dag var lokaverð á hvern hlut 124,6 kr. og markaðsvirði hlutafjár í bankanum því 249,2 ma.kr. og markaðsvirði 65,0% eignarhlutar ríkisins í honum þar með 162,0 ma.kr.

Þar sem hlutir í bankanum eru skráðir á skipulegum markaði telur Bankasýsla ríkisins einsýnt að sala á frekari hlutum fari einnig fram með almennu útboði. Aftur á móti er ljóst vegna umfangs áætlaðrar sölu og stærðar útboða á hlutabréfamörkuðum að framkvæma þurfi sölu á svo stórum eignarhlut í mörgum skrefum.¹ Þar sem markaðsaðstæður, sem geta breyst með skömmum fyrirvara, ráða því að mestu leyti hvenær tímasetning hvernar sölu er ákveðin og sala með almennu útboði tekur afar skamman tíma, telur Bankasýsla ríkisins rétt að ráðherra afli víðtækra heimilda til sölu. Er tillaga stofnunarinnar í fullu samræmi við ákvæði fjárlaga fyrir árið 2022, sem samþykkt voru á Alþingi 28. desember sl. Aftur á móti verður ráðherra upplýstur að fullu leyti um hverja sölu, enda þarf samþykki hans fyrir söluverði og sölumagni í hvert skipti sem eignarhlutir ríkisins í bankanum eru framseldir til annarra eiganda. Að mati stofnunarinnar er ekkert í lögum nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum eða lögskýringagögnum sem stendur í vegi fyrir þessari tilhögun.

Þar sem Bankasýsla ríkisins lítur á sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka í heild sinni, frekar en einstakar sölur, telur stofnununin rétt að ráðherra leggi fram skýrslu um sölumeðferðina, sbr. ákvæði 5.

¹ Þannig er viðbúið að Bankasýsla ríkisins muni þurfa að undirgangast sölubann í 90 daga eftir fyrstu sölu.

gr. laga nr. 155/2012, þegar ríkissjóður hefur selt allan eignarhlut í bankanum. Þannig er ljóst að frumútbóð á hlutum í Íslandsbanka, sem eins og áður sagði lauk 22. júní sl., var einungis fyrsta skrefið í slíkri samfelldri sölumeðferð.

Mun Bankasýsla ríkisins núna lýsa með nánari hætti 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 um Bankasýslu ríkisins, og viðteknum venjum á hlutabréfamarkaði.

■ Söluaðferðir

Inngangur

Í ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012 eru meginreglur, sem hafa ber að leiðarljósi við ákvörðunartöku um undirbúning og framkvæmd sölumeðferðar eignarhluta. Þessar meginreglur eru fimm talsins: (1) Hagkvæmni, (2) opið sölufarli, (3) gagnsæi, (4) hlutlægni, og (5) efling á virkri og eðlilegri samkeppni.² Með hagkvæmni, sem er forgangsmeginregla laganna, er átt við „að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti“. Þá segir einnig í ákvæði greinarinnar að þess „[skuli] gætt að skilyrði þau sem tilboðsgjöfum eru sett séu sanngjörn og að þeir njóti jafnræðis“.

Þessu til viðbótar koma fram fimm markmið í lögum nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, sem hafa samhljóm með framangreindum meginreglum en eru einnig þeim til viðbótar. Þar kemur m.a. fram í ákvæðum 3. mgr. 1. gr. laganna að „Bankasýsla ríkisins [skuli] í starfsemi sinni leggja áherslu á endurreisn og uppbyggingu öflugs innlands fjármálamarkaðar og stuðla að virkri og eðlilegri samkeppni á þeim markaði, tryggja gagnsæi í allri ákvarðanatöku varðandi þátttöku ríkisins í fjármálastarfsemi og tryggja virka upplýsingamiðlun til almennings.“³ Þá kemur fram í i. lið 4. gr. laganna að stofnunin eigi að gera tillögur til ráðherra „um hvort og hvenær tilteknir eignarhlutir í fjármálafyrirtækjum verða boðnir til sölu á almennum markaði með hliðsjón af [fyrirgreindum fjórum markmiðum stofnunarinnar] [...] og í samræmi við [...] markmið um dreifða eignaraðild.“

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 útboði (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.⁴

² Um þessar meginreglur er fjallað um með ítarlegum hætti á bls. 110-114 í skýrslu stofnunarinnar frá 4. mars 2020, *Eignarhald og sala á Íslandsbanka hf.: Stöðuskýrsla varðandi fyrirhugaða sölumeðferð*.

³ Því til viðbótar kemur fram í ákvæðum 5. gr. sömu laga varðandi samkeppnissjónarmið að „[stofnunin] [skuli] 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.“

⁴ Í skýrslu stofnunarinnar frá janúar 2016 um fyrirhugaða sölumeðferð á hlutum í Landsbankanum hf., er fjallað um aðrar leiðir til að draga úr eignarhaldi ríkisins eins og t.d. útgreiðslu á hlutum til almennings. Sjá bls. 43-47 í þeirri skýrslu.

■ Sala með tilboðsfyrirkomulagi

Sala með tilboðsfyrirkomulagi fer fram með lokuðu útboði til hæfra fjárfesta.⁵ Er um að ræða lang algengustu aðferðina á evrópskum hlutabréfamarkaði sem ráðandi hluthafar nýta sér við sölu á hlutum í skráðum félögum. Dæmi um slíkt má nefna t.d. sölu hollenska ríkisins á ABN AMRO Bank N.V. á árunum 2016 til 2017, eftir frumútboð á hlutum í bankanum í nóvember 2015, sölu Kaupþings ehf. á hlutum í Arion banka hf. árið 2019, eftir frumútboð á hlutum í bankanum í júní 2018, og sölu Sampo plc á hlutum í Nordea Bank Abp á síðasta ári.

Sala með tilboðsfyrirkomulagi fer fram á einum til tveimur dögum. Til að tryggja að útboðinu ljúki á farsælan hátt er ákveðnum fjölda fagfjárfesta boðið að undirrita trúnaðaryfirlýsingar við upphaf hverrar 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 útboð á hlutum eftir lokun markaða til hæfra fjárfesta.⁶ 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.

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 útboðum. Þátttaka lífeyrissjóða og verðbréfasjóða í slíku útboði 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.

■ Sala með full markaðssettu útboði

Sala með full markaðssettu útboði fer fram með opnu útboði til almennra fjárfesta og hæfra fjárfesta, sem tekur nokkra daga.⁷ Bankasýsla ríkisins telur að sala með tilboðsfyrirkomulagi sé einnig í fullu samræmi við meginreglur sölumeðferðar og markmið stofnunarinnar. Aftur á móti eru mun færri dæmi um slíkar sölur á evrópskum hlutabréfamörkuðum undanfarin ár, en aðferðin er vinsælli í Bandaríkjunum og annars staðar í heiminum.⁸ Má segja að sala með full markaðssettu útboði falli á milli sölu með frumútboði og sölu með tilboðsfyrirkomulagi.

⁵ Sala með tilboðsfyrirkomulagi gerir þannig ekki ráð fyrir því að bein sala til almennra fjárfesta eigi sér stað m.a. vegna ákvæða laga og reglna um birtingu skráningarlýsingar, sem myndu teyja slíka sölu.

⁶ Áður en markaðspreifingar munu eiga sér stað ætti að liggja fyrir mat söluráðgjafa á markaðsaðstæðum almennt og áhuga fjárfesta varðandi magn og söluverð. Áður en að ákvörðun er tekin um að tilkynna um útboð ættu þessar upplýsingar að liggja fyrir með mun nákvæmnari hætti, en 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.

⁷ Áskriftartímabil vegna frumútboðsins á hlutum í Íslandsbanka í júní var sex og hálfur dagur á meðan áskriftartímabil í full markaðssettu útboði væri að lágmarki fjórir dagar.

⁸ Nærtækasta slíka dæmið á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum er sala á Saudi Arabia Telecom Company í desember mánuði.

Helstu kostir sölu með full markaðssettu útboði eru þeir að þannig nær seljandi beint til almennra fjárfesta í ferli sem er opnara og gegnsærra en tilboðsfyrirkomulag.⁹ Helstu gallarnir virðast þó fleiri og veigameiri. Þannig gæti slík sala krafist gerðar á uppfærðri lýsingu og myndi auka áhættu seljanda á áskriftartímabilinu, sem er mun lengra en í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Þannig er hætta á því að verðþróun á hlutabréfamörkuðum geti orðið neikvæð og að hverfa þurfi frá sölnni með tilheyrandi orðsporshnekki fyrir seljanda. Þá liggur fyrir að kostnaður verður meiri og sveigjanleiki seljanda minni vegna útboðs sem slíku fyrirkomulagi.

■ Sala með miðlunaráætlun

Sala með miðlunaráætlun fer yfirleitt fram á síðari stigum sölu, t.d. þegar eignarhlutur ráðandi hluthafa liggur á nær þriðjungi af útistandandi hlutabréfum. Fer hún þannig fram að Bankasýsla ríkisins myndi gefa verðbréfafyrirtæki fyrirmæli um að selja ákveðinn fjölda hluta, sem t.d. miðast við að markaðnum verði ekki ofgert þannig að sala geti verið sem næst markaðsverði. Dæmi um slíka sölu má nefna sölu breska ríkisins á hlutum í bæði Lloyds Banking Group plc og NatWest Group plc og sala írska ríkisins á hlutum í AIB Group Plc.

Bankasýsla ríkisins telur sölu með miðlunaráætlun í fullu samræmi við meginreglur sölumeðferðar, markmiða stofnunarinnar og viðteknar venjur á hlutabréfamörkuðum.

■ Samantekt

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. Ráðist Íslandsbanki sjálfstætt – óháð fyrirætlunum Bankasýslu ríkisins – samhliða þessu í endurkaup á eigin bréfum ætti fyrirsjánleiki ríkisins í tengslum við söluna að aukast. Þá telur stofnunin að með þessu fyrirkomulagi fái ríkissjóður hæsta mögulega verð, þ.e. markaðsverð fyrir hlutina, og takmarki þannig þá áhættu, sem t.d. fylgir full markaðssettum útboðum. Þar sem hagkvæmni er forgangsmeginregla telur stofnunin að ekki sé verið að víkja 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 er þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Því til viðbótar verður að horfa til þess að almennir fjárfestar geta þegar keypt hluti í bankanum á markaði og að stofnunin mun við frekari sölu leggja áherslu á að sem fjölbreyttastur hópur fjárfesta taki þátt í frekari sölu, eins og fjallað verður um í næsta hluta.

■ Viðmið Bankasýslu ríkisins

Inngangur

Við gerð tillögu til ráðherra, sbr. ákvæði 1. mgr. 1. gr. laga nr. 155/2012, og framkvæmd sölumeðferðar, sem Bankasýsla ríkisins annast skv. ákvæðum 1. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012, horfir stofnunin til viðmiða um hvenær sé rétt að hefja sölumeðferð á eignarhlutum, sem birt voru fyrst í skýrslu stofnunarinnar frá 8. janúar 2016, *Eignarhald og sala á Landsbankanum hf.: Stöðuskýrsla*

⁹ Í tilboðsfyrirkomulagi munu almennir fjárfestar eftir sem áður geta tekið þátt með óbeinum hætti í gegnum lífeyrissjóði og verðbréfasjóði, þar sem þeir eru sjóðsfélagar eða handhafar hlutdeildarskírteina.

varðandi fyrirhugaða sölumeðferð, og svo í skýrslu hennar frá 4. mars 2020, *Eignarhald og sala á Íslandsbanka hf.: Stöðuskýrsla varðandi fyrirhugaða sölumeðferð*.

Viðmið Bankasýslu ríkisins um hvenær sé rétt að hefja sölumeðferð á eignarhlutum eru fjögur: (1) Að íslenskt efnahagslíf hafi styrkst og náð stöðugleika, (2) að virðismat á fjármálafyrirtækjum sé ásættanlegt, (3) að fjárfestar hafi áhuga og bolmagn til fjárfestinga í eignarhlutum og (4) að rekstur, afkoma, fjárhagsskipan og stjórnarhættir viðkomandi fjármálafyrirtækis bendi til þess að fjármálafyrirtækið geti talist álitlegur fjárfestingarkostur.

Verður nú fjallað um þessi viðmið nánar og stöðumat stofnunarinnar varðandi þau.

Styrkur og stöðugleiki í íslensku efnahagslífi

Íslenskt efnahagslíf er sterkt og stöðugt í samanburði við aðrar þjóðir. Þannig hafa áhrif heimsfaraldurs kórónuveirunnar haft mun minni áhrif á verga landsframleiðslu, stöðu ríkissjóðs og afkomu bankanna heldur en sérfræðingar spáðu til um í upphafi faraldarins. Endurspegladist þessi styrkleiki m.a. í mikilli ávöxtun á innlendum hlutabréfamarkaði á síðasta ári. Þá má segja að afkoma íslenskra viðskiptabanka hafi verið góð á fyrstu níu mánuðum síðasta árs í samanburði við banka í öðrum Evrópulöndum. Þann 30. september sl. var t.d. vogunarhlutfall banka á Íslandi það hæsta í löndum Evrópu.¹⁰

Ásættanlegt virðismat á fjármálafyrirtækjum

Virðismat á fjármálafyrirtækjum er ásættanlegt um þessar mundir að dómi Bankasýslu ríkisins. Þannig hækkuðu hlutabréf í bönkum mikið á árinu, bæði innanlands og í Evrópu. Ef litið er svo til hlutfjármargfaldara hlutabréfa í íslenskum bönkum á þessari stundu er hann með því hæsta sem gerist í Evrópu.

Á síðasta ári hækkuðu hlutir í Arion banka hf. mest af öllum hlutabréfum á aðallista kauphallar, eða um 100,5%. Frá því að frumútboði á hlutum í Íslandsbanka lauk þann 15. júní sl. og til loka ársins hafa hlutir í bankanum hækkað um 59,7%, en einungis hlutabréf í tveimur félögum hækkuðu meira á sama tímabili, þ.e. hlutir í Eimskipafélagi Íslands hf. um 62,4% og hlutir í Síldarvinnslunni hf. um 61,6%. Frá lokaverði 22. júní sl., þegar hlutir í Íslandsbanka voru teknir til viðskipta, og til ársloka hækkuðu hlutir í bankanum um 33,4% í samanburði við 32,3% hækkun á sama tímabili á hlutum í Arion banka hf.

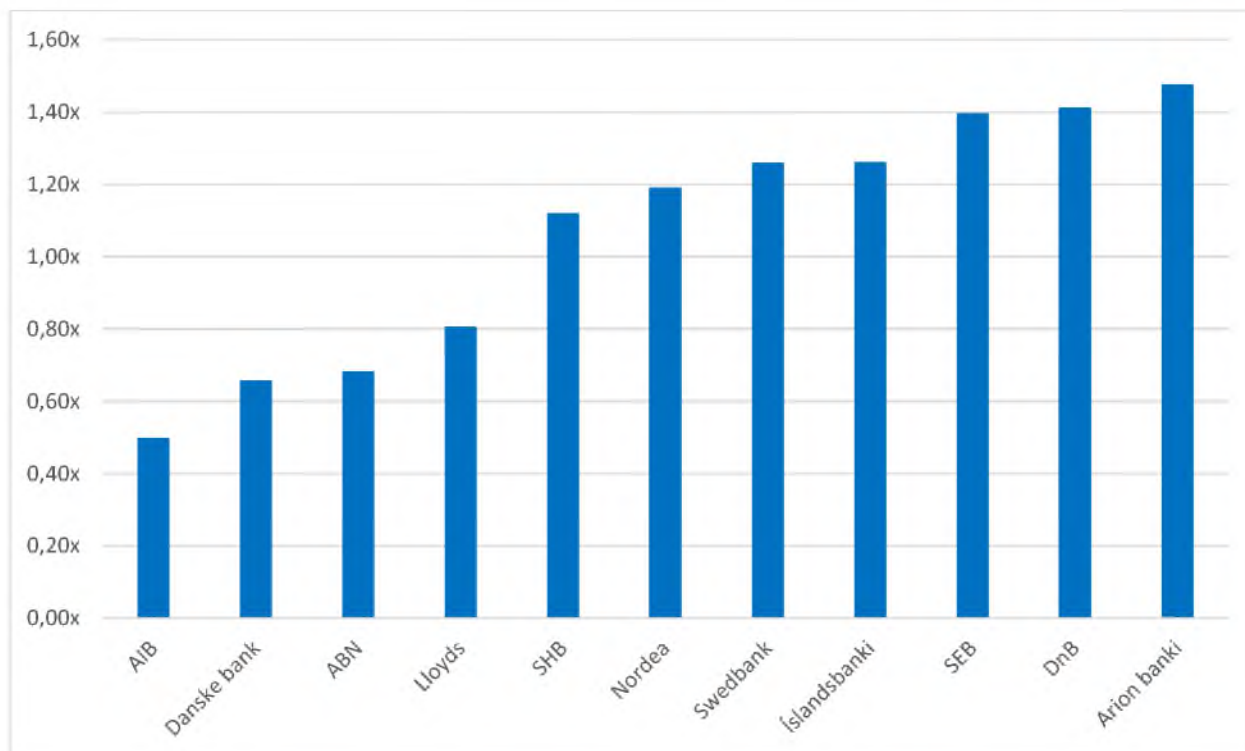
Á síðasta ári hækkuðu einnig hlutabréf í bönkum í Eurostoxx 600 vísitölunni meira en hlutabréf í öðrum atvinnugreinum. Þannig hækkaði undirvísitala banka um 34,0% á árinu, í samanburði við 22,2% hækkun aðalvísitölunnar sjálfrar.

Ef litið er til skráðra hlutabréfa í bönkum í Norður Evrópu var hlutfjármargfaldari íslensku bankanna með þeim hætti í lok dags eins og mynd 1 sýnir. Hlutfjármargfaldari Arion banka var þá sá hæsti á meðal bankanna, eða 1,48x. Hlutfjármargfaldari Íslandsbanka var aftur á móti 1,26x, og einungis lægri en hjá Arion banka, DnB og SEB. Til samanburðar má nefna að

¹⁰ Sjá European Banking Authority. *Risk Dashboard: Data as of Q3 2021*. 10. janúar 2022

hlutfjármargfaldari banka í Eurostoxx 600 vísitölunni á sama tíma var 0,76x, þannig að bankar í Norður Evrópu virðast í sérflokki. Tveir þættir geta skýrt mismunandi hlutfjármargfaldara. Annars vegar undirliggjandi arðsemi og hins vegar eiginfjárstyrkur, en ætla má að fjárfestar geri lægri ávöxtunarkröfu til banka með hærra eiginfjárlutfall og þannig að hlutfjármargfaldari þeirra verður hærri.

Mynd 1: Hlutfjármargfaldari valinna skráðra banka í Norður Evrópu¹¹



Áhugi og bolmagn fjárfesta

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 hækkunar 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 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.

¹¹ Heimild: Bloomberg, 20. janúar 2022.

Bankasýsla ríkisins telur að lífeyrissjóðir muni sýna útboðinu verulegan áhuga. Þannig er ekki ólíklegt að stærstu sjóðirnir muni vilja auka við hlut sinn í samræmi við hámarkshlut, sem þeir mega halda á í hverju félagi. Þann 30. nóvember sl. héldu lífeyrissjóðirnir á samtals 160,8 ma.kr. í innlánnum innanlands. Yfirferð á fjárfestingastefnu stærstu sjóðanna fyrir árið 2022 bendir einnig til þess að þeir muni verja verulegum hluta eigna sinna í innlend hlutabréf. Varðandi verðbréfasjóði, þá hefur verið mikið innflæði í þessa sjóði undanfarna mánuði. Á fyrstu ellefu mánuðum ársins 2021 nam hreint innflæði í hlutabréfasjóði 28,9 ma.kr. og hreint innflæði í blandaða sjóði 25,9 ma.kr. Þá er líklegt að margir þeirra, ásamt tryggingarfélögum, vilji ná vísitöluvægi á hlutum í Íslandsbanka eftir frekari sölu.

Ef næst er vikið að erlendum fjárfestum, þá eru margir þættir sem benda til þess að þeir muni sýna frekari sölu áhuga. Þannig var töluverð þátttaka á meðal erlendra fjárfesta í frumútboðinu í júní sl. Þrátt fyrir það að einhverjir erlendir sjóðir hafi minnkað við stöðu sína í bréfum í bankanum frá frumútboðinu, hefur hlutdeild erlenda langtímafjárfesta (e. long only investors) haldist nokkuð stöðugt. Þá verður einnig að líta til þess að frá skráningu hefur ávöxtun á hlutum í bankanum verið afar góð í samanburði við aðra evrópska banka. Þá eru vísbendingar um það að íslensk hlutabréf muni hækka um flokk í alþjóðlegum hlutabréfavísitölum, en slík hækkun gæti skilað sér í aukinni eftirspurn eftir hlutum í Íslandsbanka. Þá getur aukin áhersla alþjóðlegra sjóða á fjárfestingar í félögum, sem leggja áhersu á umhverfið (e. environment), samfélagið (e. social) og stjórnarhætti (e. governance), eða ESG, leitt til aukinnar þátttöku í frekari sölu.¹² Loks verður að líta til þess að frá árámótum og til dagsins í dag hafa hlutabréf banka í Eurostoxx 600 vísitölu hækkað um 7,9% eða meira en hlutabréf í öðrum atvinnugeirum fyrir utan tæknifyrirtæki og orkufyrirtæki.

Að þessu sögðu er þó mikilvægt að hafa í huga að búist er við því að svipaður fjöldi félaga muni sækjast eftir skráningu hluta á aðalmarkaði á þessu ári í kjölfar frumútboðs eins og því síðasta, þrátt fyrir að ekki sé ljóst á þessari stundu hversu mikið framboðið verði. Aftur á móti er ekki talið að mikið verði um frekari sölu eignarhluta af hálfu eigenda skráðra félaga eins og lagt er til með þessari tillögu.

Rekstur, afkoma, fjárhagsskipan og stjórnarhættir viðkomandi fjármálafyrirtækis

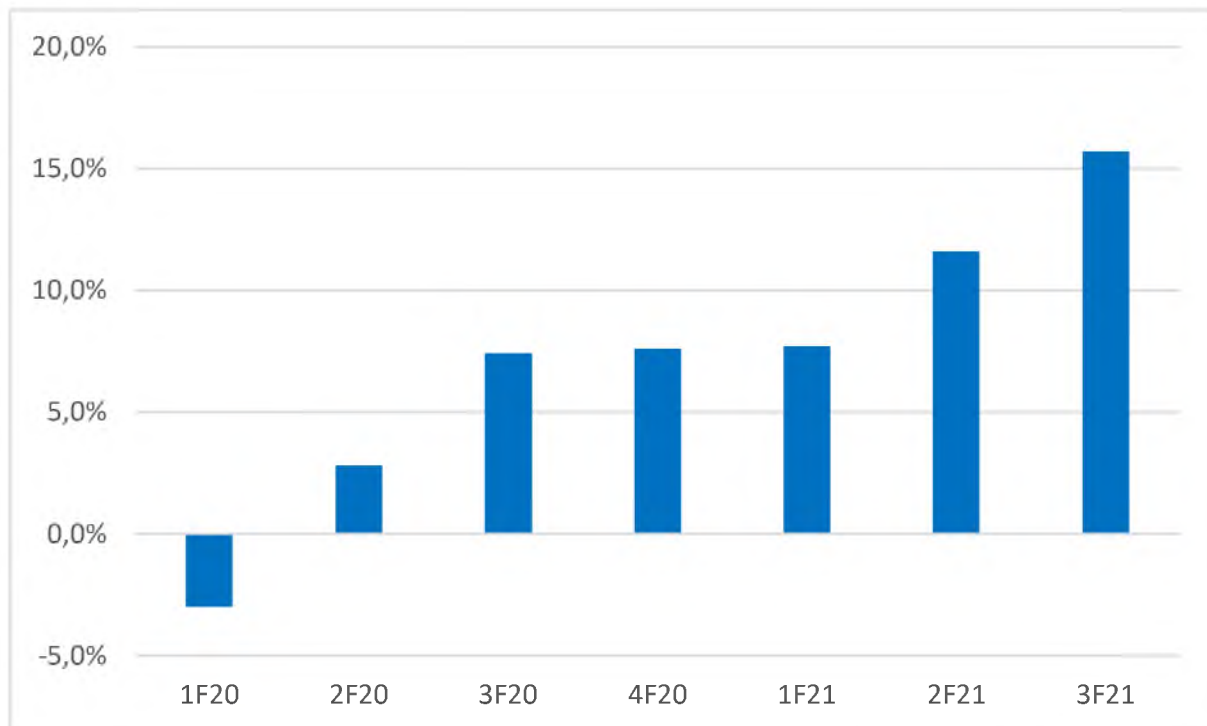
Bankasýsla ríkisins telur að lokum að rekstur, afkoma, fjárhagsskipan og stjórnarhættir Íslandsbanka bendi til þess að bankinn geti talist álitlegur fjárfestingarkostur.

Rekstur og afkoma Íslandsbanka hefur batnað frá útboði í samanburði við fyrri tímabil. Batnandi afkoma hefur einnig endurspeglast í þeirri staðreynd að frá útboði og til ársloka hækkaði hlutafjármargfaldari Íslandsbanka úr 0,86x yfir í 1,26x. Þannig hefur arðsemi eiginfjár á hverjum fjórðungi árið 2021 verið betri en arðsemi á sama fjórðungi árið 2020 og arðsemi ársfjórðunga hækkað eftir því sem liðið hefur á árið, eins og mynd 2 sýnir. Þannig birti Íslandsbanki jákvæða

¹² Þannig er vert að benda á að í skýrslu hollenska rekstrarfélagsins Robeco frá desember á síðasta ári var Ísland í fimmta sæti á eftir hinum Norðurlöndunum varðandi ESG þætti.

afkomuviðvörðun 13. janúar sl. um að afkoma á fjórða ársfjórðungi 2021 virtist mun betri en spár greiningaraðila gerðu ráð fyrir.

Mynd 2: Ársfjórðungsleg arðsemi eigin fjár Íslandsbanka 2020-2021 á ársgrundvelli¹³



Þrír þættir hafa leitt til aukinnar arðsemi bankans á þessu tímabili. Í fyrsta lagi tekjuvöxtur, m.a. vegna aukningar í útlánunum og þóknunatekjum. Í öðru lagi lækkun kostnaðarhlutfalls, sem var 62,9% á fyrsta ársfjórðungi 2020, en 39,4% á þriðja ársfjórðungi 2021. Í þriðja lagi virðisbreytingar, sem voru jákvæðar á öðrum og þriðja ársfjórðungi 2021, en neikvæðar á ársfjórðungum þar á undan.

Arðsemi eigin fjár var 11,7% á fyrstu níu mánuðum ársins 2021, í samanburði við 2,4% á sama tímabili árið 2020. Þann 30. september sl. nam eiginfjárlutfall bankans svo 24,7% í samanburði við 23,0% í árslok 2020. Var það með því hæsta sem gerist í Evrópu.

Þá verður að líta til þess að stjórnhættir Íslandsbanka endurspegla nú félag með skráða hluti á markaði. Í fyrsta lagi var ákvæðum samnings bankans og stofnunarinnar, sbr. ákvæði e. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009, breytt til samræmis við sams konar samninga, sem gilda um aðra skráða evrópska banka, sem eru að hluta til í ríkiseigu. Í öðru lagi hefur bankinn fjölbreytilegan og stóran hóp hluthafa, innlendra jafnt sem erlendra. Í þriðja lagi eru nú gefnar út reglulegar skýrslur um bankann af fjölda greiningardeilda, sem auka enn frekar aðhald af hálfu markaðarins.

¹³ Heimild: Íslandsbanki.

■ Niðurstaða

Samkvæmt lögum nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum er ráðherra heimilt að taka ákvörðun um sölumeðferð að undangengnum þessum skilyrðum:

- Heimild í fjárlögum.
- Tillögu frá Bankasýslu ríkisins.
- Umsögn fjárlaganefndar og efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis.
- Umsögn Seðlabanka Íslands.

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 hlutafjár 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 stjórnsluferli ásamt meginreglum sölumeðferðar og svo undantekningum þar að lútandi. Ákvörðun um sölumeðferð er því ávallt opinber þótt ekki liggi fyrir nákvæm tímasetning.

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.