

RÍKISENDURSKOÐUN

# Sala á hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022

Stjórnsýsluúttekt



Skýrsla til Alþingis

Nóvember 2022

# Efnisyfirlit

<b>Inngangur</b> .....	<b>3</b>
<b>Niðurstöður</b> .....	<b>8</b>
<b>Ábendingar</b> .....	<b>18</b>
<b>Umsagnir og viðbrögð</b> .....	<b>20</b>
Viðbrögð fjármála- og efnahagsráðuneytis.....	20
Viðbrögð Bankasýslu ríkisins .....	22
<b>1 Aðdragandi að sölufarli Íslandsbanka</b> .....	<b>25</b>
1.1 Áform um áframhaldandi sölu .....	26
1.1.1 Val á söluaðferð .....	27
1.2 Sala með tilboðsfyrirkomulagi .....	27
1.3 Hæfir fjárfestar .....	31
<b>2 Söluáform kynnt ríkisstjórn og Alþingi</b> .....	<b>34</b>
2.1 Ráðherra fellst á tillöguna .....	35
2.2 Kynning á sölufarlinu og umsagnir þingnefnda.....	36
<b>3 Salan á 22,5% eignarhlut ríkisins</b> .....	<b>40</b>
3.1 Markaðspreifingar.....	40
3.1.1 Markaðspreifingar erlendis.....	44
3.2 Val á söluráðgjöfum.....	45
3.3 Ákvörðun um sölu.....	47
3.4 Sala hlutabréfanna.....	48
3.5 Söfnun tilboða.....	50
3.6 Ákvörðun um verð og magn.....	51
3.6.1 Tilboðabókin við ákvörðun um leiðbeinandi verð .....	54
3.7 Lokaverð og rökstutt mat til ráðherra .....	59
3.8 Greining á endanlegri tilboðabók sölunnar .....	62
3.9 Úthlutun hlutabréfanna .....	66

# Inngangur

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

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

- 1) 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?
- 2) Var framkvæmd sölunnar í samræmi við tillögu og minnisblað Bankasýslu ríkisins um sölumeðferð á eftirstæðum eignarhlut í Íslandsbanka og greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í bankanum?
- 3) Hvernig voru endanlegt söluverð og stærð eignarhlutarins sem var seldur ákveðin?
- 4) Hvernig var staðið að úthlutun hlutabréfa til fjárfesta í söluferlinu?

Úttekt Ríkisendurskoðunar er unnin á grundvelli laga nr. 46/2016 um ríkisendurskoðanda og endurskoðun ríkisreikninga. Með lögnum er embættinu falið að hafa eftirlit með fjárhagslegum hagsmunum ríkisins í umboði Alþingis. Það fellur utan hlutverks Ríkisendurskoðunar að taka afstöðu til ágreiningsefna um lagatúlkun og ber embættinu að gæta varúðar að álykta almennt um túlkun og skýringu laga, enda er öðrum aðilum falið það hlutverk að lögum.

Úttektinni er ætlað að varpa ljósi á undirbúning og framkvæmd sölu eignarhlutar ríkisins í Íslandsbanka og einna helst þá atburðarás sem átti sér stað á söluferlinu, 22. mars 2022. Hún tekur þannig til þess hvernig staðið var að sölu umrædds eignarhluta út frá lögum, skilgreindum markmiðum með sölnni og sjónarmiðum um góða stjórnsluhætti.

Ríkisendurskoðun tekur ekki afstöðu til þess hvort réttmætt hafi verið að selja hluti ríkisins í bankanum á umræddum tímapunkti eða til þeirra aðila sem fengu kaupþilboð sín samþykkt. Þá er ekki tekin afstaða til þess hvort rétt hafi verið að notast við aðrar söluaðferðir en tilboðsfyrirkomulag. Að lokum er ekki lagt mat á hvort vinnubrögð umsjónaraðila söluferlisins, söluráðgjafa eða söluaðila hafi verið í samræmi við gildandi lög og reglur, þ. á m. hvort sölnni hafi verið beint að öðrum en hæfum fjárfestum. Það síðastnefnda sætir eftirliti Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands.

Við úttektina naut Ríkisendurskoðun sérfræðiaðstoðar dr. Hersis Sigurgeirssonar og dr. Jóns Þórs Sturlusonar. Hersir veitti embættinu ráðgjöf á tímabilinu 13. apríl til 19. maí og Jón Þór frá 24. júní fram að lokaútgáfu skýrslunnar. Rétt er að geta þess að sá síðarnefndi var kallaður fyrir fjárlaganefnd Alþingis í febrúar 2022 við umfjöllun nefndarinnar um fyrirhugaða sölu.

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



## Aðdragandi sölu 22. mars 2022

**30. nóv**  
2021

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

**20. jan**  
2022

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

**27. jan**

Bankasýsla ríkisins ræður STJ Advisors Group Limited sem fjármálaráðgjafa stofnunarinnar. Fjármála- og efnahagsráðherra leggur fram og kynnir minnisblað um ákvörðun um að hefja sölumeðferð á eignarhlut ríkisins á fundi ráðherranefndar um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins.

**1. feb**

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

**4. feb**

Fjármála- og efnahagsráðherra leggur fram og kynnir minnisblað um framhald á sölu á eignarhluta ríkisins á fundi ráðherranefndar um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins. Ákveðið er að leggja það fyrir næsta fund ríkisstjórnar.

**11. feb**

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

**18. feb**

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

**21. feb**

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

**24. feb**

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

**4. mars**

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

## Aðdragandi sölu 22. mars 2022

**17. mars**

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

**18. mars**

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

**21. mars**

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

**22. mars**

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



## Salan 22. mars og úthlutun hlutabréfa

17:30

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

18:35

Tilkynning birt þess efnis að tilboð hafi borist fyrir lágmarksstærð sölufelrisins.

19:40–  
20:38

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

20:41–  
20:53

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

21:00–  
21:30

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

21:10

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

21:30

Sölu lýkur.

21:40

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

23:27

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

### 23. mars 2022

03:30

Úthlutun hlutabréfanna lýkur um kl. 03:30.

06:17

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

# Niðurstöður

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

Athugun Ríkisendurskoðunar hefur leitt í ljós að standa hefði þurft betur að undirbúningi og framkvæmd sölunnar 22. mars 2022. Meginmarkmið hennar og viðmið varðandi framkvæmd voru á reiki. Hugtakanotkun og upplýsingagjöf í þeim gögnum sem Bankasýslan og fjármála- og efnahagsráðuneyti lögðu fyrir Alþingi voru ekki til þess fallin að draga upp skýra mynd af tilhögun söluferlisins. Þrátt fyrir reynslu og þekkingu starfsmanna og stjórnar Bankasýslunnar á sviði umsýslu og sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum bjó stofnunin ekki yfir reynslu af tilboðsfyrirkomulagi í aðdraganda sölunnar. Stofnunin var í söluferlinu öllu afar háð utanaðkomandi ráðgjöf og þekkingu.

Ekki voru gerðar tilhlýðilegar kröfur til umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila og vegna annmarka á framkvæmdinni var eftirspurn vanmetin við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð. Þá var hvorki tekið nægjanlegt tillit til mögulegrar orðsporsáhættu né gætt eins vel og mögulegt var að meginreglum um gagnsæi og hlutlægni. Eins og tilboðsfyrirkomulagið var afmarkað og útfært gat það ekki tryggt fullt jafnræði þeirra fjárfesta sem því var beint að.

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

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



Greining Ríkisendurskoðunar á stöðu tilboðabókar sölufelisins við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð, þ.e. áður en ákveðið var að stækka söluna í 450 milljónir hluti, sýnir að heildareftirspurn var umtalsverð við hærra verð en 117 kr. á hlut. Sem dæmi var eftirspurn við 118 kr. á hlut ríflega tvöfalt framboð og við 120 kr. var hún 171% af framboði. Þá var umframeftirspurn einnig talsverð miðað við endanlega sölustærð. Hún var t.d. 201% af framboði við gengið 118 og 125% við gengið 122. Því verður ekki annað séð en að verðmyndun í ferlinu hafi gefið tilefni til að ákvarða hærra leiðbeinandi lokaverð en gert var. Í þessu ljósi kann vanmat á eftirspurn, vegna takmarkaðrar greiningar á tilboðabókinni, að hafa haft áhrif á niðurstöðuna og skaðað hagsmuni ríkissjóðs.

Þrátt fyrir ýmsa annmarka á sölufelinu dregur Ríkisendurskoðun ekki í efa að fjárhagsleg niðurstaða sölufelis á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka þann 22. mars 2022 hafi verið ríkissjóði almennt hagfelld. Það á einnig við um þróun á gengi bréfa í bankanum á eftirmarkaði í kjölfar sölunnar. Þó er ekki hægt að fullyrða að salan hafi verið ríkissjóði eins hagkvæm og verða mátti.

### **Gagnsæi og upplýsingamiðlun skorti í aðdraganda sölu**

Í janúar 2022 lagði Bankasýsla ríkisins fram tillögu til ráðherra um að stofnunin fengi heimild til að selja eftirstandandi 65% eignarhlut ríkisins í nokkrum áföngum. Samhliða tillögunni lagði stofnunin fram minnisblað til ráðherra þar sem hún lagði til að við næsta áfanga sölumeðferðarinnar yrði notast við tilboðsfyrirkomulag. Stofnunin taldi hana vera ákjósanlegustu söluaðferðina til að uppfylla eina af meginreglum laga nr. 155/2012, þ.e. um hagkvæmni eða hæsta verð. Í minnisblaðinu kom fram að helsti ókostur söluaðferðarinnar væri sá að hún gerir ekki ráð fyrir beinni þátttöku almennra fjárfesta.

Tilboðsfyrirkomulag felur að jafnaði í sér að fjárfestum er gefinn afsláttur af skráðu dagslokagengi hlutabréfa þess félags sem til sölu er. Um þá staðreynd er einungis fjallað í neðanmálsgrein í framangreindu minnisblaði Bankasýslunnar. Gögn málsins sýna að stofnunin vildi forðast að fjalla um mögulegan afslátt og tilgreina hann í prósentum talið í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í bankanum. Í greinargerðinni mátti hins vegar finna umfjöllun þess efnis að í tilboðsfyrirkomulagi sé veittur lítilsháttar afsláttur af síðasta dagslokagengi og helstu ástæður þess raktar. Í tölvupósti til fjármála- og efnahagsráðuneytis kvaðst Bankasýslan ætla að fjalla um afsláttinn með almennum hætti á kynningarfundum með fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Í glærum ráðuneytisins og stofnunarinnar sem lagðar voru fyrir á fundunum er ekki að finna slíka umfjöllun. Ráðuneytið hefur þó upplýst að fjallað hafi verið um þetta atriði á fundum með þingnefndunum.

Í minnisblaði Bankasýslunnar kom fram um tilboðsfyrirkomulag að slík sala fari fram með lokuðu útboði til hæfra fjárfesta. Bankasýslan taldi því að söluaðferðin væri ekki að fullu í anda meginreglna laga nr. 155/2012 hvað varðar opið sölufeli og gagnsæi. Ríkisendurskoðun bendir á að það sölufeli sem viðhaft var við söluna 22. mars er almennt kallað opið sölufeli á fjármálamarkaði. Í lokuðu útboði er aðeins tilteknum aðilum gefinn kostur á að gera tilboð og þeir einir fá boð um að gera það. Svo var ekki í sölufeli Íslandsbanka þar sem öllum fjárfestum sem töldust til hæfra fjárfesta var heimil þátttaka.

Bankasýslan taldi að meginreglum um dreift eignarhald yrði ekki vikið til hliðar þótt sala með tilboðsfyrirkomulagi fæli í sér takmarkanir á beinni þátttöku almennings. Eignarhald Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum öðrum skráðum félögum á Íslandi. Því markmiði hafi

verið náð með frumútboðinu í júní 2021. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að áhersla á dreift og fjölbreytt eignarhald varð síðar ein af röksemdum Bankasýslunnar fyrir háu úthlutunarhlutfalli til hefðbundinna erlendra fagfjárfesta að loknu sölufjerli.

Fram kemur í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka að tilboðsfyrirkomulagið sé lang algengasta aðferðin sem ráðandi hluthafar nýta sér við sölu á stórum hlutum í skráðum félögum á evrópskum hlutabréfamarkaði. Ríkisendurskoðun dregur þessa staðhæfingu ekki í efa og er meðvituð um þau dæmi þar sem tilboðsfyrirkomulaginu hefur verið beitt alþjóðlega við sölu á eignarhlutum ríkja í fjármálafyrirtækjum.

Í úttektarvinnu Ríkisendurskoðunar kom ítrekað fram af hálfu fulltrúa Bankasýslu ríkisins og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar að úrvinnsla sölufjerlis eftir tilboðsfyrirkomulagi væri frekar í ætt við list en vísindi. Í því sambandi er þá m.a. horft til þess með hvaða hætti seljandi vinnur úr og metur hinar ýmsu upplýsingar sem fram koma í sölufjerlinu, mögulega út frá ólíkum markmiðum sem þurfi að sætta þannig að viðunandi heildarniðurstöðu verði náð. Þá geta væntingar um þróun verðs á eftirmarkaði haft áhrif á þetta mat, rétt eins og þær upplýsingar sem verða til í sölufjerlinu um mögulega fjárfesta og verðmyndun út frá tilboðum þeirra. Tilboðsfyrirkomulagið ber, eðli málsins samkvæmt, rík einkenni starfshátta sem tíðkast á fjármálamarkaði en samrýmist að mati Ríkisendurskoðunar illa starfsháttum opinberrar stjórnsýslu. Sölufjerli eftir tilboðsfyrirkomulagi er um margt óformlegt og háð, undir miklu tímaálagi, huglægu mati margra aðila sem að sölunni koma, m.a. aðila sem starfa á markaði. Eins og því var beitt 22. mars 2022, gefur tilboðsfyrirkomulagið sig ekki vel að endurskoðun og prófun líkt og ákvarðanir stjórnvalda þurfa jafnan að gera.

Ríkisendurskoðun telur 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. Að mati Ríkisendurskoðunar hefðu ítarlegri kynningar getað leitt til þess að sölufjerlinu hefði verið veitt meiri formfesta og, eftir atvikum, settar þannig skorður að hægt hefði verið að forða þeim aðstæðum sem urðu tilefni þess að eftir úttekt embættisins var óskað.

Ríkisendurskoðun telur jafnframt að upplýsa hefði þurft með afdráttarlausum hætti í minnisblaði Bankasýslunnar, greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra og í kynningum fyrir þingnefndum Alþingis, hvað fólst í settum skilyrðum um hæfa fjárfesta, þ.e. hvers eðlis væntanlegur kaupendahópur á eignarhlut ríkisins yrði. Með því að notast við hugtökin „hæfir fjárfestar“ eða „hæfir fagfjárfestar“ varð hætta á að nefndarmenn sem fjölluðu um málið, og aðrir sem vildu kynna sér áform um sölufjerlið, stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða fjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum. Sú upplýsingagjöf hefði þó verið þeim takmörkunum háð að þátttaka lítilla einkafjárfesta í sölufjerlinu kom Bankasýslunni á óvart.

Ríkisendurskoðun telur að ráðuneytið og stofnunin hefðu þurft að undirbúa betur skipulagða upplýsingagjöf, sérstaklega vegna þess að tilboðsfyrirkomulagi hafði aldrei áður verið beitt sem söluaðferð á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki. Fjármála- og efnahagsráðuneyti mátti vera ljóst að Bankasýslan hafði takmarkað svigrúm til almennrar upplýsingagjafar en á umræddum

tíma störfuðu þar einungis þrír starfsmenn með enga fyrri reynslu af sölu ríkiseigna með þessari söluaðferð.

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

### **Engin bein fyrirmæli voru gefin**

Miðlægur gagnagrunnur um hæfa fjárfesta er ekki til hér á landi. Umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar gátu því ekki flett upp öðrum tilboðsgjöfum en viðskiptavinum sínum til að sannreyna fullyrðingar þeirra um að þeir væru hæfir fjárfestar. Flokkun fjárfesta í söluferlinu var því framkvæmd hjá hverju fjármálafyrirtæki fyrir sig.

Samkvæmt Íslandsbanka, einum af þremur umsjónaraðilum Bankasýslunnar í söluferlinu, höfðu fjárfestar sem voru ekki í viðskiptum við bankann fram að söluveginum möguleika á að sækja um og eftir atvikum fá flokkun hjá honum sem hæfir fjárfestar á meðan á sölunni stóð. Að auki var horft til fullyrðinga frá fjárfestunum sjálfum um að þeir teldust hæfir fjárfestar en bankinn þurfti að meta upplýsingar þess efnis sjálfstætt. Ríkisendurskoðun kannaði ekki hvernig þessu var háttað hjá öðrum umsjónaraðilum, söluráðgjöfum eða söluaðilum við mat þeirra á hæfum fjárfestum. Þessi hluti söluferlisins sætir eftirliti Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands.

Samkvæmt upplýsingum frá m.a. fjármálaráðgjafa Bankasýslunnar er óvenjulegt að einkafjárfestum sem samþykktir hafa verið sem fagfjárfestar skv. 54. gr. laga um markaði fyrir fjármála- gærninga sé boðin þátttaka í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan voru hins vegar sammála um að gera ráð fyrir þátttöku einkafjárfesta sem uppfylltu skilyrði sem hæfir fjárfestar í söluferlinu.

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

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

### **Ákvörðun um leiðbeinandi verð**

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

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

Á fundi Bankasýslunnar, fjármálaráðgjafa hennar og umsjónaraðilanna, sem stóð yfir frá kl. 19:40 til 20:38 á söluþingi, var ákveðið að tilkynna að leiðbeinandi lokaverð sölunnar yrði 117 kr. á hlut. Ekki var gert ráð fyrir því í drögum að tímalínu sem unnin var fyrir söluþinginn að gefið yrði út leiðbeinandi lokaverð og magn. Það var hins vegar mat ráðgjafa Bankasýslunnar að slíkt væri heppilegt til að fá fjárfesta, aðallega erlenda, til að hækka verð tilboða án þess þó að orsaka atburðarás sem gæti leitt til þess að þeir myndu falla frá kaupum.

Þegar leiðbeinandi lokaverð og magn voru til umfjöllunar á fundinum var framsetning á upplýsingum um öll innlendir tilboð fjárfesta sem borist höfðu á töfluformi. Enn fremur lágu fyrir upplýsingar um tilboð frá erlendum fjárfestum. Við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var ekki ráðist í mat á heildareftirspurn eftir gengi heldur var horft til stærstu innlendu tilboðanna en mestu réði staða erlendra tilboða. Var þess freistað að finna verðpunkt sem tryggði mikla þátttöku frá báðum fjárfestahópum.

Samkvæmt Íslandsbanka var fundarmönnum tilkynnt um uppfært vinnuskjal klukkan 20:36 þar sem ýmsar villur í innlendu tilboðabókinni höfðu verið leiðréttar. Milli kl. 20:41 og 20:53 áttu stjórnarformaður og forstjóri Bankasýslunnar símtal við fjármála- og efnahagsráðherra til að upplýsa hann um að stofnunin teldi rétt að birta leiðbeinandi lokaverð og magn á grundvelli ráðgjafa umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa. Ráðherra gerði engar athugasemdir við áform stofnunarinnar.

Bankasýslan hélt í kjölfarið stjórnarfund sem stóð yfir frá kl. 21:00 til 21:30 þar sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn sölufarlisins voru formlega ákveðin. Samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslunni lögðu erlendu umsjónaraðilarnir til að leiðbeinandi magn yrði 20%

af hlutafé bankans. Íslandsbanki lagði til að seld yrðu 25%. Niðurstaðan var að selja 22,5%. Þar réðu m.a. sjónarmið um að ekki væri viðtekin venja að auka framboð á hlutabréfum til sölu svo mikið frá því sem gefið var út við upphaf söluférlisins.

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

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

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

### **Bankasýslu ekki kunnugt um rauneftirspurn**

Þann 20. maí 2022 óskaði Ríkisendurskoðun eftir að Bankasýsla ríkisins myndi útvega afrit af tilboðabók söluférlisins eins og hún leit út þegar ákvörðun var tekin um leiðbeinandi lokaverð. Heildareftirspurn við mismunandi gengi hafði þá verið dregin saman í Excel-skjalinu með töflu sem sýndi einnig umframeftirspurn við gengi frá 110 til 125 kr. á hlut. Þær upplýsingar voru jafnframt settar upp á myndrænan hátt.

Við greiningu Ríkisendurskoðunar á umræddu skjali komu í ljós annmarkar í útreikningum þar sem fjöldi færslna í skjalinu, þ.e. reitir sem innihéldu fjárhæð tilboða fjárfesta, var ekki færður inn á réttu formi, heldur ýmist með erlendra kommusetningu eða fjárhæðum skilgreindum sem texta. Það leiddi til þess að Excel-töflureiknirinn nam þau ekki sem tölulegar upplýsingar. Um- rædd tilboð birtust því ekki í fyrrnefndri töflu í skjalinu sem sent var Ríkisendurskoðun og sýndi heildareftirspurn við mismunandi gengi né þeirri mynd sem teiknuð var upp af eftirspurninni.

Í tilboðabókinni sem Bankasýslan sendi Ríkisendurskoðun í maí 2022 var eftirspurn og umframeftirspurn reiknuð með röngum og villandi hætti.

Í fyrsta lagi var eftirspurn við tiltekið verð reiknuð sem *summa fjárhæðar* allra tilboða þar sem hámarksverð var jafn hátt eða hærra en það verð. Þetta er einungis viðeigandi ef tilboðin voru sett fram í formi fjárhæðar. Í meirihluta tilfella voru tilboð hins vegar sett fram sem fjöldi hluta og í þeim tilvikum er rétt að reikna eftirspurn sem *summu hluta* allra tilboða þar sem hámarksverð var jafn hátt eða hærra en tiltekið verð og margfalda þá summu með því verði.

Í öðru lagi var umframeftirspurn reiknuð í öllum tilvikum miðað við að 117 kr. á hlut væri niðurstaðan. Við mat á umframeftirspurn við eitthvað annað verð er eðlilegra að miðað við viðkomandi verð. Jafnframt miðaði útreikningur hlutfallsins við að 450 milljónir hluta væru í boði. Í upphafi söfnunar tilboða var hins vegar miðað við 400 milljónir hluti. Á umræddum tímamarki hafði ekki verið ákveðið að stækka söluna.

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

Í fjórða og síðasta lagi var eins og áður segir fjöldi færslna í tilboðabókinni ekki færður inn á réttu formi, heldur ýmist með erlendri kommuþingingu eða fjárhæð skilgreindri sem texta. Um var að ræða tilboð sem námu samtals um 20 ma. kr. Íslandsbanki gerði fyrirvara í skýringu undir mynd af heildareftirspurn sem finna mátti í umræddu skjali og í umsagnarferli úttektarinnar kom fram hjá bankanum að tilboðum frá tveimur fjárfestum hefði verið ofaukið í tilboðabókinni.

Það var ekki fyrr en í umsagnarferli Ríkisendurskoðunar að það komu fram athugasemdir þess efnis að umrætt skjal hafi ekki endurspeglað þá tilboðabók sem byggt var á við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn á fyrrnefndum fundi Bankasýslunnar, STJ Advisors og umsjónaraðilanna þriggja. Athugasemdir komu frá Íslandsbanka þess efnis að ákvörðunin hafi grundvallast á gögnum sem lágu fyrir kl. 20:36. Skjalið sem Bankasýslan hafði sent Ríkisendurskoðun í maí 2022 hafi byggt á stöðunni eins og hún leit út kl. 19:37 og verið lagt fram við upphaf fundarins. Það hafi tekið breytingum eftir því sem leið á fundinn og umræddar villur verið fjarlægðar kl. 20:10. Þrátt fyrir þetta var heiti skjalsins sem Bankasýslan sendi Ríkisendurskoðun í maí „Staða tilboðsbókar þegar leiðbeinandi verð og magn voru ákvörðuð 22 mars 2022“.

Í svörum Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar, sem og til Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands, í maí 2022 og fram að því að umsagnarferli þessarar úttektar hófst, byggði stofnunin á umræddu skjali frá Íslandsbanka sem innihélt áðurnefnda annmarka. Sem dæmi þá mátti í svari Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar finna mynd með heitinu „Staða tilboðsbókar þegar ákvörðun um leiðbeinandi verð og magn er tekin“ sem byggði á skjalinu.

Engar athugasemdir bárust frá Bankasýslunni í umsagnarferli Ríkisendurskoðunar þess efnis að skjalið sem stofnunin sendi embættinu í maí 2022 endurspegladi ekki þá tilboðabók sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn byggði á. Athugasemdir um það bárust fyrst frá Íslandsbanka.

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að fram að umsagnarferli þessarar úttektar í október 2022 hafði embættið ekki fengið neinar upplýsingar frá Bankasýslunni þess efnis að fundur þar sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin hafi staðið yfir lengur en til kl. 20:30. Í umsagnarferlinu kom fram hjá Íslandsbanka og síðar Bankasýslunni að verðákvörðunin hafi byggt á uppfærðu skjali kl. 20:36 og að fundinum hafi lokið kl. 20:38.

Þegar uppfærða skjalið sem var vistað kl. 20:36 á söluveginum, og barst Ríkisendurskoðun frá Íslandsbanka 31. október, er skoðað kemur í ljós að á þeim tímapunkti var komin fram mun meiri eftirspurn en ætla mátti af fyrri svörum Bankasýslunnar. Það skýrist af því að villur í skráningu tilboða höfðu á umræddum tímapunkti verið lagfærðar og ný tilboð borist. Sem dæmi ná nefna að við gengið 117 kr. á hlut var heildareftirspurn 2,4 föld miðað við fjölda þeirra hluta sem upphaflega var áætlað að selja (400 milljón hlutir) og 2,3 föld miðað við gengið 118 kr. á hlut. Að teknu tilliti til aukins framboðs í 450 milljón hluti samsvarar þetta 2,1 faldri eftirspurn við gengið 117 og tvöfaldri eftirspurn við gengið 118. Samkvæmt fyrri gögnum frá Bankasýslu ríkisins var eftirspurn einungis 1,7 föld við verðið 117 og 1,5 föld við verðið 118.

Svör Bankasýslu ríkisins til Ríkisendurskoðunar og Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands í maí 2022 staðfesta að stofnunin var ekki meðvituð um hver heildareftirspurn fjárfesta var þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Vegna þessa hafði stofnunin ekki fullnægjandi upplýsingar um raunverulegt umfang eftirspurnar fjárfesta við þá ákvörðun. Ríkisendurskoðun telur að ítarlegri greining gagna, t.d. með notkun sérhannaðra upplýsingakerfa við utanumhald tilboða, hefði getað veitt betri yfirsýn um raunverulega eftirspurn og lagt grunn að nákvæmara mati á verðmyndun.

Tillaga Bankasýslu ríkisins með rökstuddu mati hennar var send fjármála- og efnahagsráðherra með tölvupósti kl. 21:40, einungis 10 mínútum eftir að sölnunni lauk. Þar kom fram að á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar, innlendir og erlendir, hefðu skráð sig fyrir hlutum fyrir samtals meira en 100 ma. kr. Í ljósi þess að tekið var við tilboðum til klukkan 21:30 bjó stjórn Bankasýslunnar ekki yfir endanlegum upplýsingum um eftirspurn fjárfesta þegar hún samþykkti umrætt orðalag. Heildareftirspurn fjárfesta miðað við gengið 117 kr. á hlut var í reynd 148,4 ma. kr. við lok söluferlisins.

Upplýsingar til ráðherra í rökstudda matinu voru ónákvæmar bæði hvað varðar fjölda þeirra fjárfesta sem skráðu sig fyrir hlutum og heildarfjárhæð tilboða. Ákvörðun ráðherra byggði því á ónákvæmum upplýsingum.

## Óljóst hvernig tilboð voru metin

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

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

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

Bankasýslan hefði þurft að ákveða áður en söluférlid hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða. Æskilegt hefði verið að slík viðmið væru skráð og að fyrir lægi hvernig ætti að beita þeim. Undirbúningur af því tagi var nauðsynlegur í ljósi fjölbreytileika þeirra viðmiða sem stofnuninni var falið að taka tillit til, fjölda tilboðsgjafa í söluférlinu og þess skamma tíma sem gafst við úthlutun hlutabréfanna eftir að söfnun tilboða lauk. Slíkur undirbúningur hefði verið í samræmi við góða stjórnsýsluhætti og til þess fallinn að skapa traust á framkvæmd sölunnar.

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

Á meðal innlendra fjárfesta var skerðing almennt svipuð innan hvers skilgreinds hóps þeirra. Annað má segja um skerðingar erlendra fjárfesta þar sem engir tveir innan tiltekins fjárfestahóps voru skertir með sama hætti. Um 55% úthlutunarinnar rann til skilgreindra langtíma-fjárfesta, þ.e. innlendra lífeyrissjóða, hefðbundinna hlutabréfafjárfesta, innlendra sem erlendra, auk váttryggingafélaga.

Þegar fjármálaráðuneyti birti 6. apríl 2022 yfirlit yfir kaupendur eignarhlutarins mátti sjá að samþykkt voru tilboð frá eignastýringardeildum fjármála fyrirtækja án þess að nöfn þeirra aðila sem raunverulega voru að baki kaupunum hafi verið gefin upp til söluaðila Bankasýslunnar. Af



Þeim sökum gat Bankasýslan vart metið áhrif af sölunni með tilliti til annarra markmiða hennar en forgangsmeginreglunnar um hagkvæmni eða hæsta verð.

Annmarkar sölufertisins sem Ríkisendurskoðun fjallar um í þessari úttekt eru fjölþættir og lúta bæði að undirbúningi og framkvæmd sölunnar. Ljóst má vera að orðsporðsáhætta við sölu opinberra eigna var vanmetin fyrir sölufertlið 22. mars af Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti og þingnefndum sem um málið fjölluðu í aðdraganda sölunnar.

# Ábendingar

1

## Öflugan ríkisaðila þarf til að fylgja eftir eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki

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

2

## Tryggja þarf fullnægjandi upplýsingagjöf

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

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

3

## Setja þarf skýr viðmið um matskennda þætti

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

4

## Ákvarðanir séu skjalfestar og gagnsæi tryggt

Sá ríkisaðili sem lögum samkvæmt fer með sölu á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtækjum þarf að gæta að því að hægt sé að prófa ákvarðanir og framkvæmd sölunnar eftir á, bæði af almenningi og viðeigandi eftirlitsaðilum.

Æskilegt er að þau viðmið sem hvíla á huglægum forsendum liggi skriflega fyrir áður en söluferli hefst og beiting þeirra við mat á tilboðum sé skjalfest með kerfisbundnum hætti. Gagnsæis við söluferli verði þannig gætt og fyrir liggi með óyggjandi hætti á hverju niðurstaða um úthlutun er reist og að tryggð sé sönnun um það. Slíkur undirbúningur er í samræmi við góða stjórnsýsluhætti og til þess fallinn að skapa traust á sölu ríkiseigna.

# 5

## **Fyrirbyggja verður hagsmunaárekstra og orðsporsáhættu**

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

# Umsagnir og viðbrögð

## Viðbrögð fjármála- og efnahagsráðuneytis

### I. Niðurstaða úttektarinnar.

„Ráðuneytið telur niðurstöður skýrslunnar um margt jákvæðar þótt vissulega komi fram gagnrýni á ýmis atriði sem varða fyrirkomulag og framkvæmd sem brýnt er að brugðist verði við. Þau atriði eru bæði almenns eðlis og lúta að lögum um Bankasýslu ríkisins, nr. 88/2009, og lögum um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum, nr. 115/2012, en ennfremur að því sem talið er ábótavant varðandi þá sölu sem ráðherra óskaði eftir við Ríkisendurskoðun að tekin yrði til sérstakrar athugunar. Þegar horft er til heildarniðurstöðu úttektarinnar er það niðurstaða Ríkisendurskoðunar að salan hafi verið ríkissjóði hagfelld. Ekki verður annað séð af umfjöllun skýrslunnar en að sá þáttur sölumeðferðarinnar sem var á ábyrgð ráðherra hafi samræmst lögum og meginreglum stjórnisýsluréttar. Þeir misbrestir á undirbúningi og framkvæmd sem Ríkisendurskoðun bendir á varða einkum afmörkuð atriði við framkvæmd sölunnar sem meðal annars voru í verkahring eftirlitsskyldra aðila. Ráðuneytið ítrekar þau sjónarmið sem komið hafa fram áður að betur hefði þurft að standa að kynningu á sölumeðferðinni gagnvart almenningi. Líkt og fram hefur komið hafa forsvarsmenn ríkisstjórnarinnar ákveðið að leggja til við Alþingi að Bankasýsla ríkisins verði lögð niður og innleitt verði nýtt fyrirkomulag til að halda utan um eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Horft verður til niðurstaða skýrslunnar og ábendinga sem í henni koma fram við þá vinnu.“

### II. Afstaða til ábendinga Ríkisendurskoðunar.

#### 1. Öflugan ríkisaðila þarf til að fylgja eftir eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki

„Ráðuneytið bendir á að ávallt verður óskilvirkt að viðhalda umfangsmiklum viðbúnaði vegna sölumeðferðar sem eðli máls samkvæmt er verkefni sem sjaldan þarf að sinna. Bankasýsla ríkisins hafði t.a.m. starfað í meira en áratug áður en fyrsta almenna sala eignahluta hófst með frumskráningu Íslandsbanka. Oft er mótað sérstakt skipulag þegar vinna þarf átaksverkefni af þessu tagi og þá gjarnan dregin að sérfræðilækking frá mörgum stofnunum. Slíkt fyrirkomulag er hins vegar erfitt í þessu tilfalli vegna sjálfstæðrar stöðu Bankasýslunnar og nákvæmrar skilgreiningar á hlutverki stofnunarinnar skv. lögum nr. 88/2009 og 155/2012. Vandséð er að umfang starfsemi Bankasýslu ríkisins kalli á fleiri starfsmenn eða aðra þekkingu en þar er nú, enda er eignarhaldið og tilheyrandi umsýsla kjarni daglegrar starfsemi. Þannig má segja að sölufærli sé óreglulegur viðburður í starfseminni, sem ákveðinn er af öðrum en stofnuninni og í ríkum mæli háður aðkomu sérfræðiráðgjafa. Ráðuneytið bendir á að í skýrslu Ríkisendurskoðunar er ekki að finna nánari útfærslu á mögulegu breyttu fyrirkomulagi þessara mála. Í yfirlýsingu sem birtist á vef Stjórnarráðsins 19. apríl sl. segir að þörf sé á að endurskoða lagaumgjörð og stofnanafyrirkomulag á þessu sviði og að lagt verði til við Alþingi að Bankasýsla ríkisins verði lögð niður og nýtt fyrirkomulag innleitt til að halda utan um eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Ráðuneytið hefur á undanförunum mánuðum unnið að smíði frumvarps um slíkar breytingar sem felur í sér sameiningu á umsýslu eignarhalds allra ríkisfyrirtækja á eina hendi í samræmi við leiðbeiningar OECD. Þá má minna á að fjármála- og efnahagsráðherra lagði fyrir Alþingi frumvarp til laga á 144. löggjafarþingi árið 2015 sem gerði ráð fyrir að Banka-

sýsla ríkisins yrði lögð niður, en ekki var samhljómur á þinginu um breytt fyrirkomulag á þeim tíma. Ljóst er að jafnvel þó að öll umsýsla eignarhalds ríkisfyrirtækja færi fram í sérstakri stofnun þá myndi sú eining verða tiltölulega fámenn. Varðandi framkvæmd við frekari sölu eignarhluta má skoða, ásamt öðrum kostum, hvort aukin aðkoma fjármála- og efnahagsráðuneytis og/eða Ríkiskaupa geti orðið til þess að styrkja þann þátt.“

## **2. Tryggja þarf fullnægjandi upplýsingagjöf og gagnsæi.**

„Ráðuneytið tekur undir að afar brýnt sé að tryggja fullnægjandi upplýsingagjöf og gagnsæi og má í því samhengi aftur benda á yfirlýsinguna sem birtist á vef Stjórnarráðsins þann 19. apríl sl. Þar kom m.a. fram að gera þyrfti ríkar kröfur um gagnsæi, jafnræði og ítarlega upplýsingagjöf til almennings, en að ljóst væri að framkvæmd sölnnar hefði ekki að öllu leyti staðið undir væntingum stjórnvalda, m.a. um gagnsæi og upplýsingagjöf. Samkvæmt lögum um Bankasýslu ríkisins skal stofnunin „ tryggja virka upplýsingamiðlun til almennings.“, en ráðuneytið telur að bæði stofnunin og ráðuneytið hefðu getað staðið betur að málum hvað þann þátt varðar. Rétt þykir þó að benda á að upplýsingar voru birtar jafnharðan á vef ráðuneytisins og Bankasýslunnar í aðdraganda útboðsins. Ráðuneytið getur á hinn bóginn ekki tekið undir það að upplýsingar til nefnda Alþingis í greinargerð ráðherra og í kynningu ráðuneytisins og Bankasýslunnar fyrir nefndunum hafi verið ófullnægjandi um eðli söluaðferðarinnar og meginreglur og markmið. Sem dæmi má nefna að í þessum gögnum og á kynningarfundum kom fram að einstaklingar gætu verið meðal kaupenda ef þeir teldust hæfir fjárfestar, að vænta mætti að veittur yrði tiltekinn afsláttur frá síðasta skráða gengi og að við sölu yrði horft sérstaklega til markmiða um fjölbreytt, heilbriggt og dreift eignarhald. Ráðuneytið leyfir sér einnig að benda á að þingnefndirnar umræddu eru að lögum þátttakendur í ákvörðunarferlinu um sölumeðferð eignarhluta, sbr. 2. gr. laga nr. 155/2010. Tilgangur laganna var að veita Alþingi beina aðkomu að ákvörðun um sölumeðferð, sem ekki hafði áður verið mælt fyrir um í lögum. Réttur þingnefndanna til að gera athugasemdir við söluáform samkvæmt 2. gr. felur í sér eftirlits-hlutverk gagnvart framkvæmdavaldinu, að því leyti að þingnefndunum er ætlað að benda fyrirfram á atriði í ráðgerðri sölumeðferð sem huga þurfi betur að eða látið skuli ógert að útfæra með þeim hætti sem áformað er. Við undirbúning sölumeðferðar var nefndum Alþingis gefið ráðrúm til að yfirfara áformin og m.a. þess vegna voru frestir til að skila umsögnum, sem tilgreindir voru í bréfi ráðuneytisins, framlengdir. Má í þessu sambandi skoða muninn á afstöðu þingnefndanna og umfangi leiðbeininga þeirra til ráðherra fyrir frumútboðið 2021 og tilboðs-fyrirkomulagið 2022, en ráðherra tók ákvörðun um frumútboðið að miklu leyti með tilliti til ítarlegra leiðbeininga þingsins. Í umsögnum þingnefnda nú voru ekki miklar efnislegar athuga-semdir við tilboðsfyrirkomulagið sem slíkt eða leiðbeiningar til ráðherra um sölumeðferðina. Þingnefndirnar voru sjálfstæðar í sínum störfum og fengu m.a. til sín sérfróða aðila til að varpa ljósi á kosti og galla sölufyrirkomulagsins, áhrif sölnnar á samkeppni og áhrif samþjöppunar í eigendahópi.“

## **3. Setja þarf skýr viðmið um matskennda þætti.**

„Ráðuneytið tekur eðli máls samkvæmt undir sjónarmið um hlutlægni, skýr viðmið og tilhlýðilega lagastoð. Ráðuneytið telur þó á köflum nokkuð mikið gert úr meintum huglægum forsendum. Að því marki sem hlutlægum viðmiðum var ekki fyrir að fara virðist í úrlausn sölufarla hafa verið byggt á þekkingu reynslumikilla og sérfróðra erlendra sem innlendra aðila sem komu að vinnunni. Enn fremur telur ráðuneytið að öll viðmið sem stuðst var við í ferlinu hafi átt sér viðhlítandi stoð í lögum nr. 155/2012. Af hálfu ráðherra voru viðmið sett í þeim markmiðum sem fram koma í greinargerð og ákvörðun hans. Erfitt getur verið að skilgreina

viðmiðin skýrar og nákvæmar þegar ákveðið er að hefja söluferli enda margar forsendur óþekktar, s.s. um eftirspurn, verðhugmyndir og samsetningu mögulegs kaupendahóps. Þegar horft er til niðurstöðu sölunnar verður ekki annað séð en að almennt hafi tekist að uppfylla þau markmið sem sett voru.”

#### **4. Ákvarðanir séu skjalfestar og gagnsæi tryggt.**

„Fjármála- og efnahagsráðuneytið tekur undir sjónarmið um að æskilegt sé að viðmið sem framkvæmdaaðili sölumeðferðar hyggst beita við mat á tilboðum séu fyrirfram skilgreind og skráð eftir því sem raunhæfur kostur er þannig að hægt verði að meta niðurstöðuna með hliðsjón af þeim.

Ráðuneytið hefur horft til þess að setja almenn markmið og viðmið um sölumeðferð hlutabréfa ríkissjóðs í fjármálafyrirtækjum sem Bankasýsla ríkisins fer með eignarhald á skv. lögum. Sjá má þau almennu viðmið og markmið í eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki frá 2019. Ráðuneytið setur eftir atvikum fram viðbótarviðmið og -markmið sem hluta af ákvörðun ráðherra um að hefja sölumeðferð hverju sinni með hliðsjón af markaðsaðstæðum, viðkomandi sölu-aðferð og ábendingum nefnda Alþingis sbr. lögbundið hlutverk þeirra þar um. Núverandi fyrirkomulag gerir ráð fyrir að Bankasýsla ríkisins útfæri þessi markmið og viðmið til að uppfylla megi þær kröfur sem tilgreindar eru í ákvörðun ráðherra.

Það hversu ítarleg viðmið hægt er að skilgreina fyrirfram og eftir atvikum birta, ræðst af þeirri aðferð sem beitt er hverju sinni. Framkvæmd og niðurstaða útboða af því tagi sem hér um ræðir byggir á samspili ólíkra þátta, framboðs og eftirspurnar, og ríkið sem seljandi þarf að hafa skýra sýn á það hvernig settum markmiðum verði náð og hagfelldasta niðurstaða fengin. Við þær aðstæður sem skapast geta við framkvæmd útboðs er nauðsynlegt að til staðar sé bæði ráðrúm og svigrúm til að svo verði, en örðugt er að sjá fyrir eða skjalfesta allar mögulegar aðstæður og tilheyrandi viðbrögð í slíku ferli.”

#### **5. Fyrirbyggja verður hagsmunaárekstra og orðsporsáhættu.**

„Ráðuneytið tekur undir sjónarmið um að fyrirbyggja verði hagsmunaárekstra og orðsporsáhættu. Slíkum sjónarmiðum var velt upp bæði fyrir frumútboðið og útboð með tilboðsfyrirkomulagi. Almennt hefur verið lögð á það rík áhersla af hálfu ráðuneytisins við undirbúning á lagabreytingum sem varða meðferð, ráðstöfun og sölu eigna ríkisins að vandlega sé gætt að meginreglum um hlutlægni, gagnsæi, jafnræði og hagkvæmni. Við undirbúning lagabreytinga verður sá möguleiki skoðaður að settar verði skorður við því að það fyrirtæki sem til sölu er gegni hlutverki söluráðgjafa. Verkaskipting laga nr. 155/2012 kveður á um að það sé hlutverk Bankasýslu ríkisins að gera samninga við utanaðkomandi ráðgjafa.”

### **Viðbrögð Bankasýslu ríkisins**

#### **1. Öflugan ríkisaðila þarf til að fylgja eftir eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki**

„Bankasýsla ríkisins tekur undir að öflugan aðila þurfi til að fylgja eigandastefnu ríkisins og hefur stofnunin sinnt því hlutverki frá gildistöku laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins. Starfsmenn stofnunarinnar hafa í senn haldgóða háskólamenntun á sínum sérfræðisviðum sem og mikla reynslu af umsýslu og sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum og af störfum á fjármálamarkaði, héraendis og erlendis. Benda má á að stofnunin hefur þrisvar sinnum selt eignar-

hluti í fjármálafyrirtækjum með þremur mismunandi aðferðum og aflað þannig ríkissjóði rúmlega 130 ma.kr. Þá hefur stofnunin leitt sameiningar fjögurra sparisjóða inn í Landsbankann hf.

Í skýrsludrögunum kemur ekki fram hvaða atriði eða ákvarðanir í ferlinu hafi ekki verið í samræmi við eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki. Skortir því á tengsl á milli efnislegrar umfjöllunar um hlutverk og ákvarðanir stjórnvalda og hvað hafi farið úrskeiðis í ferlinu að þessu leyti.“

## **2. Tryggja þarf fullnægjandi upplýsingagjöf og gagnsæi.**

„Bankasýsla ríkisins tekur undir þessa ábendingu, enda telur stofnunin sig hafa upplýst þingnefndir með fullnægjandi hætti í ferlinu eins og gögn málsins benda til og bent hefur verið á í athugasemdum. Stofnunin áréttar að framkvæmd sölunnar 21.–23. mars sl. var með nákvæmlega sama hætti og henni var lýst í minnisblaði stofnunarinnar þann 20. janúar sl. og í kynningum fyrir þingnefndir þann 21. og 24. febrúar sl., eins og nánar hefur verið rakið hér að framan.“

## **3. Setja þarf skýr viðmið um matskennda þætti.**

„Bankasýsla ríkisins tekur undir þessi sjónarmið, enda voru ákvarðanir stofnunarinnar vel rökstuddar með vísan í viðeigandi lög, m.a. lög nr. 88/2009, lög nr. 155/2012, fjárlög fyrir árið 2022, eigendastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki og ákvörðun ráðherra frá 18. mars sl., eins og hér hefur verið rakið. Aftur á móti verður jafnframt að hafa í huga, eins og ítarlega hefur verið rakið í athugasemdum stofnunarinnar, að þegar ráðist er í sölu á hlutum í skráðu félagi, og þá sérstaklega þegar óvissa ríkir á fjármálamörkuðum, er eðli þeirra verkefna sem um ræðir þannig að ógerlegt er að vita það fyrir fram hvaða þættir verði veigameiri en aðrir í endanlegri ákvörðun um útboðsverð, útboðsmagn og úthlutun til fjárfesta. Að því leyti er verkefnið frábrugðið mörgum öðrum verkefnum hins opinbera, m.a. þar sem um er að ræða hefðbundna sölu á eignum ríkisins.“

## **4. Ákvarðanir séu skjalfestar og gagnsæi tryggt.**

„Bankasýsla ríkisins getur ekki tekið undir með Ríkisendurskoðun að gætt skuli að því að „hægt sé að prófa ákvarðanir og framkvæmd sölunnar eftir á ... af almenningi“. Hér hlýtur texti að hafa misritast.

Að því sögðu getur Bankasýsla ríkisins tekið undir þau sjónarmið að almennt sé mikilvægt að tryggja skráningu og gagnsæi í slíku sölufarli. Slíkt er ekki eingöngu í samræmi við „góða stjórnsýsluhætti“ heldur byggir jafnframt á lögum. Sú var raunin í þessu tilviki.

Bankasýsla ríkisins hefur bent á að framkvæmd sölunnar hafi verið í fullu samræmi við lög og reglur sem um hana gilda sem og lýsingu þar að lútandi í minnisblaði Bankasýslu ríkisins til fjármála- og efnahagsráðherra frá 20. janúar sl., greinargerð ráðherra frá því í febrúar sl. og í kynningum Bankasýslu ríkisins fyrir fjárlaganefnd 21. febrúar og efnahags- og viðskiptanefnd 24. febrúar á þessu ári sem og ákvörðun ráðherra frá 18. mars sl.

Þá voru endanlegt söluverð og stærð eignarhlutarins ákveðin af ráðherra að undangengnu rökstuddu mati Bankasýslu ríkisins, sbr. ákvæði 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012 um sölumæðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum, eftir að markaðsverðs var leitað, sbr. 1. mgr. sama ákvæðis, m.a. í kjölfar markaðspreifinga, sbr. ákvæði laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum. Þetta kom fram í svörum Bankasýslu ríkisins til Ríkisendurskoðunar í maí sl. og er fjallað um á bls. 56 í skýrsludrögunum.

Við úthlutun var svo einkum horft til þeirra sex atriða, sem fram komu í bréfi Bankasýslu ríkisins til ráðherra 22. mars sl., en þau eiga sér öll stoð 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.

Við framkvæmd sölunnar var þess auk þess gætt í hvívetna að viðhafa góða viðskiptahætti, sbr. ákvæði 2. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009 og viðtekinna venja á verðbréfamörkuðum.

Staðreynd málsins er sú að Bankasýsla ríkisins hefur með málefnalegum rökum og vísan til gagna rökstutt sérhverja ákvörðun sem tekin var í sölufurlinu. Lengra verður vart gengið í kröfum um ex post facto prófun og gagnsæi.”

#### **5. Fyrirbyggja verður hagsmunaárekstra og orðsporsáhættu.**

„Bankasýsla ríkisins tekur undir mikilvægi orðspors í þessum efnum, enda hefur stofnunin í allri sinni framkvæmd lagt sérstaka áherslu á orðspor íslenska ríkisins sem eiganda og seljanda í þeim útboðum sem stofnunin hefur séð um fyrir hönd ráðherra, eins og nánar hefur verið rakið í athugasemdum stofnunarinnar af þessu tilefni.

Bankasýsla ríkisins tekur einnig undir að fyrirbyggja þurfi hagsmunaárekstra og má til viðbótar við þær röksemdir sem hér hafa verið raktar benda á að hún fékk til starfa sjálfstæðan fjármála-ráðgjafa við úrlausn verkefnisins.”



# 1 Aðdragandi að sölufarli Íslandsbanka

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

Í endurskoðaðri [eigandastefnu](#) ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki (2020) kom fram að stjórnvöld stefndu að því að selja allan eignarhlut sinn í bankanum þegar hagfelld og æskileg skilyrði yrðu fyrir hendi. Fyrsta skrefið í þá átt var tekið í júní 2021 með sölu á 35% eignarhlut ríkisins í frumútboði Bankasýslu ríkisins. Tæplega 24 þúsund nýir hluthafar eignuðust þá hlut í bankanum og varð hann fjölmennasta almenningshlutafélag landsins. Söluverðið var 79 kr. á hlut og nam söluandvirðið 55,3 ma. kr. Um var að ræða stærsta frumútboð og næst stærsta hlutfjárútboð íslensks félags frá upphafi. Hlutabréf í Íslandsbanka voru í kjölfarið tekin til viðskipta á aðalmarkaði Kauphallar Íslands 22. júní 2021.



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

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

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

koma fram upplýsingar um helstu markmið með sölu eignarhlutarins, hvaða söluaðferð verði beitt og hvernig sölumeðferð verði háttað að öðru leyti.

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

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

## 1.1 Áform um áframhaldandi sölu

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

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

Í minnisblaði Bankasýslunnar kemur fram að hún líti á sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka sem eina samfellda sölumeðferð. Framkvæma þurfi sölu á eftirstandandi hlut í mörgum skrefum og notast við nokkrar söluaðferðir. Í greinargerð ráðherra er ekki að finna sundurliðuð markmið með sölu hvers og eins eignarhlutar heldur eru sett fram markmið sem gilda um söluferlið í heild.

### 1.1.1 Val á söluaðferð

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

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

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

### 1.2 Sala með tilboðsfyrirkomulagi

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

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

Í greinargerð ráðherra mátti finna umfjöllun þess efnis að í tilboðsfyrirkomulagi sé veittur lítilsháttar afsláttur af síðasta dagslokagengi og helstu ástæður þess raktar. Þá kom fram að líklegt væri að söguleg verðþróun hlutabréfanna yrði höfð til hliðsjónar við mat á því hvað gæti talist hæfilegur afsláttur. Ekki var fjallað um hvað teldist ásættanlegt frávik frá lokaverði bréfanna.

Í kynningarglærum sem fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan notuðu við kynningu á söluáformunum fyrir þingnefndunum tveimur var ekki að finna neina umfjöllun um að tilboðsfyrirkomulag fæli í sér að söluverð yrði lægra en dagslokagengi bréfanna á söludegi. Fjármála- og efnahagsráðuneyti hefur þó upplýst að fjallað hafi verið um frávík frá dagslokagengi á fundum með þingnefndunum tveimur og spurningum nefndarmanna í því samhengi verið svarað.

Í umfjöllun Bankasýslunnar um tilboðsfyrirkomulag í minnisblaðinu kom fram að slík sala fari fram með lokuðu útboði til „hæfra fjárfesta“ á einum til tveimur dögum. Ekki var fjallað um skilyrði eða frekari skilgreiningu á mögulegum kaupendahópi. Greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra vegna framhalds á sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka innihélt sömuleiðis enga frekari skilgreiningu á mögulegum kaupendahópi. Á einum stað var þó vísað til hans sem „hæfra fagfjárfesta“. Hugtakið hæfur fagfjárfestir er hvergi að finna í lögum. Fjallað er nánar um skilgreiningu á hæfum fjárfestum í kafla 1.3.

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

## Hagkvæmni

þýðir að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti ríkisins

Meginreglan um hagkvæmni er bæði kölluð forgangsmeginregla og forgangsmarkmið í minnisblaði Bankasýslunnar til ráðherra. Af því má ráða að stofnunin hafi talið hana vega þyngra en önnur markmið og meginreglur laga nr. 155/2012. Í athugasemdum með frumvarpi laganna kemur fram að almennt skuli ganga út frá því að hæsta söluverð sé það sem ráði sölu og að sérstaklega þurfi að rökstyðja ef önnur sjónarmið en hagkvæmni eigi að gilda. Að mati Ríkisendurskoðunar verður að teljast eðlileg krafa að hagkvæmni sé höfð í forgrunni við sölu ríkiseigna enda sé slíkt í samræmi við ákvæði laga nr. 123/2015 um opinber fjármál.

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

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

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

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

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

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

Í kynningum Bankasýslunnar á sölumeðferðinni fyrir þingnefndum Alþingis í febrúar 2022 kom fram að markmiði um dreift eignarhald hafi verið náð með frumútboðinu í júní 2021. Ríkisendurskoðun telur þetta athyglisvert í ljósi þess að dreift og fjölbreytt eignarhald var ein af röksemdum Bankasýslunnar að sölu lokinni fyrir háu úthlutunarhlutfalli til hefðbundinna erlendra fagfjárfesta (sjá kafla 3.9).

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

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að í minnisblaði Bankasýslunnar segir: „Sala með tilboðsfyrirkomulagi fer fram með lokuðu útboði til hæfra fjárfesta“. Samkvæmt því taldi stofnunin, á þeim tíma, að söluaðferðin fæli í sér lokað sölufarli. Í svari til Ríkisendurskoðunar í maí 2022 fullyrti hún aftur á móti að sala með tilboðsfyrirkomulagi sé opið sölufarli. Það svar er í mótsögn við umfjöllun minnisblaðsins.

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

Þótt færa megi rök fyrir að söluferlið hafi verið opið er eðlilegt að Bankasýslan hafi rökstutt sérstaklega hvers vegna ekki var ráðist í sölu með full markaðssettu útboði. Stofnunin setti fram tvenn rök fyrir því í minnisblaðinu. Annars vegar að slík sala krefjist uppfærðar skráningarlýsingar og hins vegar aukin áhætta seljanda í söluferlinu sjálfu sem stendur lengur yfir en í tilboðsfyrirkomulagi.

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

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

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

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

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

### 1.3 Hæfir fjárfestar

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

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

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

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

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

- ✓ Aðilar, hér á landi eða erlendis, sem hafa starfsleyfi eða sinna lögbundinni starfsemi á fjármálamörkuðum, þ.m.t. lánastofnanir, verðbréfafyrirtæki, fjármálastofnanir, váttryggingafélög, sjóðir um sameiginlega fjárfestingu og rekstrarfélög þeirra, lífeyrissjóðir og rekstrarfélög þeirra eftir því sem við á, seljendur hrávöru og hrávöruafleiðna, staðbundnir aðilar og aðrir stofnanafjárfestar.
- ✓ Stór fyrirtæki sem uppfylla a.m.k. tvö eftirfarandi skilyrða hvað varðar fjárhæðir, sem miða skal við opinbert viðmiðunargengi eins og það er skráð hverju sinni, þ.e. að heildartala efnahagsreiknings sé að jafnvirði 20 m.evra í íslenskum krónum eða hærri; hrein ársvelta sé að jafnvirði 40 m.evra í íslenskum krónum eða meiri; að eigið fé sé jafnvirði 2 m.evra í íslenskum krónum eða meira.
- ✓ Ríkisstjórnir, héraðsstjórnir, seðlabankar og alþjóðastofnanir, s.s. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Evrópu, Fjárfestingarbanki Evrópu og aðrar sambærilegar alþjóðastofnanir.
- ✓ Aðrir stofnanafjárfestar sem hafa það að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum, þ.m.t. aðilar sem fást við verðbréfun eigna eða önnur fjármögnunarviðskipti.
- ✓ Aðilar sem samþykktir hafa verið sem fagfjárfestar skv. 54. gr. laganna.

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

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

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

Í [tilkynningu](#) Bankasýslu ríkisins til Kauphallar Íslands 22. mars um upphaf sölumeðferðar á hlut ríkissjóðs í Íslandsbanka var vísað til áðurnefndar skilgreiningar á hæfum fjárfestum í lýsingar-



reglugerðinni. Var því ætlað að aðgreina þá fjárfesta sem taldir voru búa yfir nægri reynslu og þekkingu til að geta tekið þátt í útboðinu án sérstakrar skráningarlýsingar. Tilkynningunni var þannig eingöngu beint að „hæfum fjárfestum“.

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

Með því að notast við hugtökin „hæfir fjárfestar“ eða „hæfir fagfjárfestar“ varð hætta á að meðlimir þingnefndanna tveggja sem fjölluðu um málið, og aðrir sem vildu kynna sér áform um sölufarlið, stæðu í þeirri trú að þar væri eingöngu um að ræða fjárfesta sem hafa að aðalstarfi að fjárfesta í fjármálagerningum. Ríkisendurskoðun vekur í því sambandi athygli á að á fundi með sérfræðingi á sviði verðbréfamiðlunar kom fram að þegar áform Bankasýslunnar um sölu til „hæfra fjárfesta“ voru fyrst kynnt í janúar 2022 hafi hann sjálfur talið að þar væri eingöngu um að ræða stofnanafjárfesta. Af opinberri umræðu og umfjöllun fyrir fjárlaganefnd Alþingis að sölu lokinni má einnig ráða að ólíkur skilningur hafi ríkt um kaupendahópinn.

## 2 Söluáform kynnt ríkisstjórn og Alþingi

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

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

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

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

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

## 2.1 Ráðherra fellst á tillöguna

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

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

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

Upplýsingar um helstu markmið með sölu eignarhlutarins og hvaða söluaðferðum yrði beitt komu fram í greinargerð fjármála- og efnahagsráðherra. Ítarlega umfjöllun um hvernig söluverð yrði ákvarðað með tilboðsfyrirkomulaginu var ekki að finna. Verð seldra hluta yrði ákveðið með hliðsjón af síðasta dagslokagengi bankans og yrði þá veittur lítilsháttar afsláttur af því.

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



## Fundir í þinginu og ráðgjafar ráðnir

18. feb.

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

21. feb.

Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan funda með fjárlaganefnd Alþingis.

24. feb.

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

4. mars

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

8. mars

Bankasýslan fundar aftur með efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis.

### 2.2 Kynning á söluferlinu og umsagnir þingnefnda

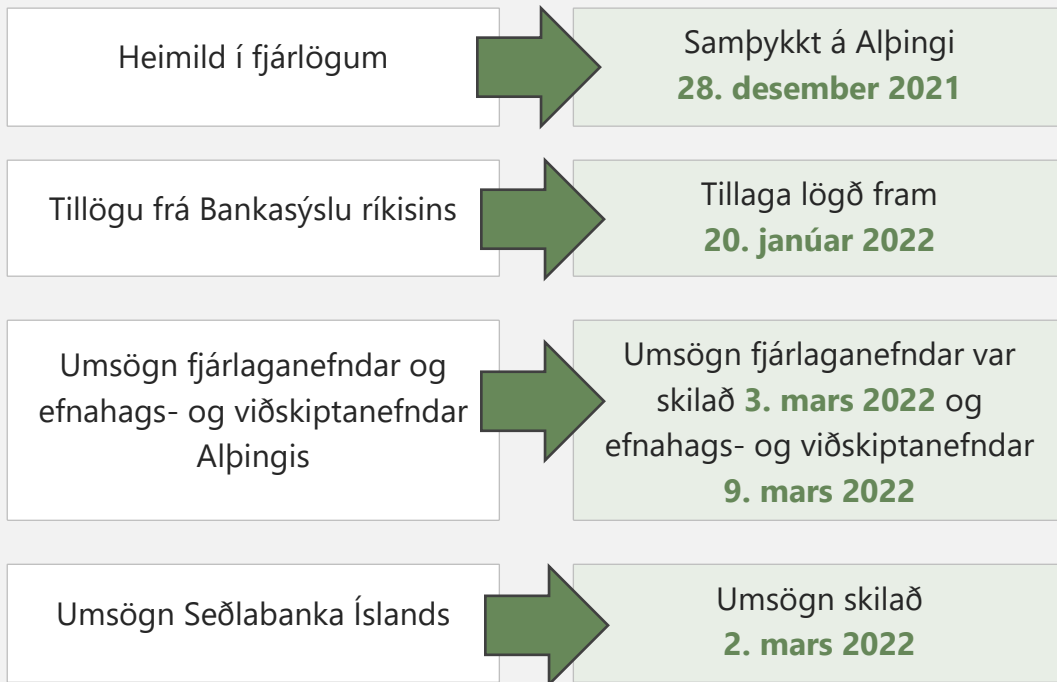
Fjármála- og efnahagsráðuneyti kynnti greinargerð sína fyrir fjárlaganefnd Alþingis 21. febrúar og efnahags- og viðskiptanefnd þann 24. febrúar. Þar var lýst með almennum hætti áformum og markmiðum stjórnvalda um áframhaldandi sölu á hlut ríkisins í Íslandsbanka á árunum 2022–23.

Í kynningum Bankasýslunnar á sömu fundum kom fram að lagt væri til að næsta sala færi fram með tilboðsfyrirkomulagi og því ferli lýst lauslega. Þar kom einnig fram að ekki væri útilokað að ráðist yrði í sölu með markaðssettu útboði og útgáfu skráningarlýsingar á síðari stigum sölu-meðferðarinnar með beinni þátttöku almennings. Bankasýslan lagði áherslu á að afla ætti hámarksverðs en fjallaði ekkert um það í kynningum sínum hvernig verð yrði ákvarðað í söluferlinu, hvað væri ásættanlegt verð eða hvernig úthlutun til fjárfesta yrði háttáð. Ekki var fjallað um þá ríku áherslu sem Bankasýslan lagði síðar á aðkomu erlendra fjárfesta að kaupum á eignarhlutum. Á umræddum tímamarki höfðu þingnefndirnar og almenningur ekki upplýsingar um hversu stóran hlut átti að selja í þessum áfanga sölumeðferðarinnar.

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



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



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

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

Í [umsögn](#) meirihluta efnahags- og viðskiptanefndar var ekki fjallað um hvað teldist ásættanlegt frávik frá markaðsverði, hvaða skorður ætti að setja á mögulega fjárfesta, þ.e. hver væri raunverulegur kaupendahópur, eða hvort eðlilegt væri að gera ætti kröfu um lágmarksfjárhæð tilboða. Í athugasemdum 2. minnihluta var fjallað um að tryggja þyrfti gæði nýrra eigenda umfram þau lágmarksskilyrði sem kveðið er á um í lögum um fjármálafyrirtæki. Þá kom fram í

athugasemdum 3. minnihluta að huga þyrfti sérstaklega að því við sölu ríkisins á eignarhlut í bönkum að nýir eigendur væru traustir, hefðu umfangsmikla reynslu og þekkingu á starfsemi banka og fjárhagslega burði til að standa á bak við hann þegar á móti blési. Ekki liggur fyrir hvort rætt hafi verið um eðli tilvonandi kaupendahóps á fundum nefndarinnar þar sem ekki eru til staðar ítarlegar fundargerðir af fundum hennar. Í umfjöllun 4. minnihluta kom fram að tilboðsleið væri ekki heppileg ef markmiðið væri að hámarka heimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu þar sem slík sala fæli yfirleitt í sér afslátt. Söluaðferðin miðlunarleið myndi hámarka heimtur sem og markaðssett útboð. Ekki liggur nánar fyrir hvort umræða um söluaðferðina hafi átt sér stað á fundum nefndarinnar.

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

Í [umsögn](#) meirihluta fjárlaganefndar kom fram að mikill meirihluti þeirra gesta sem komu á fundi nefndarinnar hafi talið að sala á hlut bankans væri mjög jákvætt skref fyrir bankakerfið og fjármálamarkaðinn í heild. Meirihluti nefndarinnar taldi tilboðsfyrirkomulag vera „eðlilega söluaðferð“ í ljósi þess að frumútboð hafði þegar farið fram og eignarhald bankans var þá þegar fjölbreytt og dreift. Almennungur gæti þar að auki keypt hlutabréf í bankanum á markaði. Meirihlutinn tók undir þau rök sem hnigu að háþörfun á verði eignarhlutarins og að dregið yrði úr áhættu ríkissjóðs eins og frekast væri unnt. Meirihlutinn mælti því með að sala á eignarhluta ríkisins færi fram í samræmi við tillögu Bankasýslunnar og í samræmi við þau markmið sem fram koma í greinargerð ráðherra um málið.

Í athugasemdum 1. minnihluta fjárlaganefndar var því hafnað að sérstök áhætta væri vegna 65% eignarhlutar ríkisins í bankanum. Þá voru athugasemdir hans samhljóða 2. minnihluta efnahags- og viðskiptanefndar um að nauðsynlegt væri m.a. að tryggja gæði nýrra eigenda umfram lögbundin lágmarksskilyrði.

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

Í athugasemdum 3. minnihluta, sem er samhljóða 4. minnihluta efnahags- og viðskiptanefndar, kom fram að fjármála- og efnahagsráðherra ætti ekki að fá leyfi til að selja eftirstandandi hlut ríkisins í bankanum þar sem hann hefði sýnt fram á að hann stæði ekki undir þeirri ábyrgð sem því fylgir. Tilboðsfyrirkomulag væri ekki heppileg söluaðferð ef hámarka ætti heimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu í Íslandsbanka því þar væri yfirleitt veittur afsláttur. Vert er að nefna að athugasemdir 3. minnihluta lágu fyrir 13 dögum eftir að fjárlaganefnd hafði skilað umsögn sinni.

Þrátt fyrir umfjöllun minnihluta fjárlaganefndar um söluaðferð, mögulegan afslátt, aðkomu erlendra fjárfesta o.fl. er óljóst hvort umræða um þessi atriði hafi verið tekin á fundum nefndarinnar þar sem ekki eru til staðar ítarlegar fundargerðir af fundum hennar.

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

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

Ríkisendurskoðun telur að ráðuneytið og stofnunin hefðu þurft að undirbúa betur skipulagða upplýsingagjöf til þingnefnda og almennings frá því að tillaga Bankasýslunnar um sölumeðferðina var lögð fyrir ráðherra. Skipulögð upplýsingagjöf var sérstaklega nauðsynleg í ljósi þess að tilboðsfyrirkomulagi hafði aldrei áður verið beitt sem söluaðferð á eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtæki. Fjármála- og efnahagsráðuneyti mátti vera ljóst að hjá Bankasýslu ríkisins störfuðu einungis þrír starfsmenn með enga reynslu af sölu ríkiseigna með tilboðsfyrirkomulagi og takmarkað svigrúm til almennrar upplýsingagjafar. Slíkt hefði getað dregið úr þeim óróa sem skapaðist daga og vikur eftir að sölunni lauk.

## 3 Salan á 22,5% eignarhlut ríkisins

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

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

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

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

### 3.1 Markaðspreifingar

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



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

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

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

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

Markaðspreifingar dagana 21. og 22. mars 2022 voru á hendi umsjónaraðilanna þriggja. Bankasýslan hafði fram að því enga reynslu af markaðspreifingum í tilboðsfyrirkomulagi og var þekking hennar á ferlinu takmörkuð. Gögn málsins sýna að vikurnar fyrir sölu þurfti stofnunin að leita skýringa hjá fjármálaráðgjafa sínum sem vörðuðu ýmis grundvallaratriði sem fólgin eru í söluaðferðinni, þ.m.t. um markaðspreifingar. Það er athyglisvert í ljósi þeirrar miklu áherslu sem stofnunin lagði á að söluaðferðinni yrði beitt þegar áform hennar voru fyrst kynnt í janúar 2022. Gögn sem Ríkisendurskoðun aflaði við úttekt þessa sýna að Bankasýslan var mjög háð utanaðkomandi ráðgjöf í söluferlinu öllu.

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

## 5% afsláttur

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

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

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

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

## Innlendar markaðspreifingar

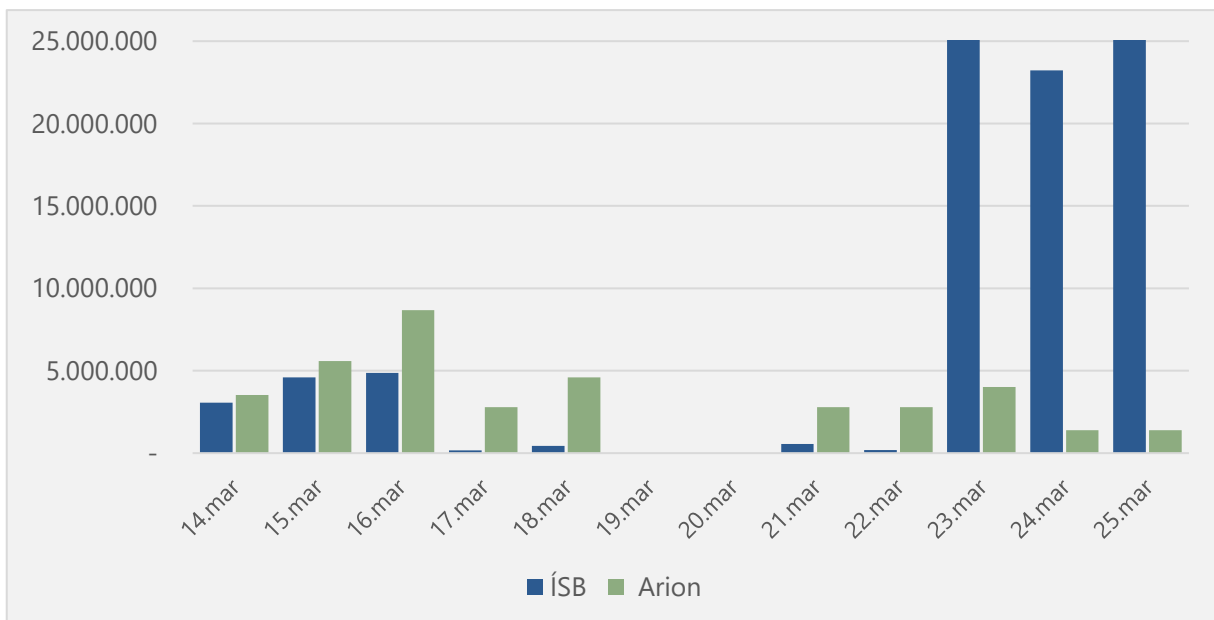


Um kl. 18:00 þann 21. mars var haldinn símafundur Bankasýslu ríkisins, umsjónaraðilanna þriggja og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og farið yfir endursvörun innlendra fjárfesta. Starfsmenn Íslandsbanka fjölluðu þar um vænta eftirspurn fjögurra þeirra. Einungis einn fjárfestir hafði þá lýst yfir áhuga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

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

Bankasýsla ríkisins hefur fullyrt að engar upplýsingar um fyrirætlanir hennar hafi lekið út fyrir opinbera tilkynningu stofnunarinnar til Kauphallar Íslands um sölu 22. mars. Sá angi málsins sætir eftirliti Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands. Ríkisendurskoðun vakti athygli á eftirfarandi mynd 3.1 á fundi með Fjármálaeftirliti Seðlabanka Íslands í ágúst 2022 en hún sýnir að velta með bréf Íslandsbanka dróst verulega saman í aðdraganda markaðsþreifinga samanborið við veltu með hlutabréf Arion banka.

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



Heimild: Veltutölur af vef Kauphallar Íslands (Nasdaq Iceland)

### 3.1.1 Markaðspreifingar erlendis

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



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

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

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

### 3.2 Val á söluráðgjöfum

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

Umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar innanlands höfðu litla ef nokkra reynslu af sölufurði af því tagi sem hér um ræðir, þ.e. sölu með tilboðsfyrirkomulagi til hæfra fjárfesta. Bankasýslan gaf þeim engin bein fyrir-mæli eða leiðbeiningar um framkvæmd sölunnar. Í svari stofnunarinnar til Ríkis-endurskoðunar kom fram að þeim hafi verið bent á ákvæði laga nr. 88/2009, laga nr. 155/2012, ákvörðun ráðherra frá 18. mars 2022 um meginreglur og markmið með sölumeðferðinni og minnisblað stofnunarinnar frá 20. janúar. Þá var þeim bent á að viðhalda trúnaði um þátttöku þeirra í mögulegu sölufurði. Innan hvers fjármálafyrirtækis skyldi vitneskju um þátttöku þess sem mögulegs söluráðgjafa haldið meðal eins fárra einstaklinga og unnt væri og að ekki væri haft samband við hugsanlega fjárfesta fyrr en að opinber tilkynning um sölu-na yrði birt. Ríkisendurskoðun telur að Bankasýsla ríkisins hafi ekki tryggt með full-nægjandi hætti að vinna umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila væri samstillt og skilvirk.

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

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

Í svari fjármála- og efnahagsráðuneytis til Ríkisendurskoðunar kom fram að rætt hafi verið um mögulega árekstra tengdum aðkomu Íslandsbanka að söluráðgjöf, bæði fyrir frumútboð bankans í júní 2021 og sölu 22. mars 2022 þau sjónarmið hafi verið rædd við Bankasýsluna án

frekari eftirfylgni af hálfu ráðuneytisins. Í svarinu var ítrekað að það falli innan lögbundins hlutverks Bankasýslunnar að framkvæma söluna, þ.m.t. að velja og semja við söluráðgjafa.

Í gögnum sem Ríkisendurskoðun aflaði kemur fram að fjármála- og efnahagsráðuneyti hafi í mars 2022 farið fram á að sölusamningar Bankasýslunnar við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila tækju mið af íslenskum lögum svo að innlendir dómstólar hefðu lögsögu í málum sem gætu komið upp í kjölfar sölunnar. Mörg fordæmi væru fyrir slíku enda íslenska ríkið bæði verkkaupi og eigandi hlutabréfanna og hefði því hagsmuna að gæta. Bankasýslan hafði aftur á móti fengið lögfræðiráðgjöf þess efnis að ef samningar tækju mið af íslenskum lögum gætu erlendir umsjónaraðilar eða söluráðgjafar brugðist illa við. Það gæti flækt undirbúning sölunnar og mögulega seinkað henni. Bankasýslan tók undir með ráðgjöfum sínum og að endingu tóku samningarnir mið af breskum lögum.

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

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

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

Í svörum Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar kom fram að þau ákvæði sölusamningsins sem hér um ræðir felu efnislega í sér yfirlýsingar, ábyrgðir og skuldbindingar af hálfu söluráðgjafa gagnvart seljanda sem saman miða að því að tryggja að söluráðgjafar aðhefðust ekkert sem gæti haft þau áhrif að seljandi gerðist brotlegur við lög með því að gefa ekki út lýsingu í tengslum við útboðið. Ákvæðin væru ekki heimildarákvæði heldur reistu þau skorður við tilteknum ráðstöfunum söluráðgjafa í tengslum við útboðið. Er það skoðun Bankasýslunnar að þótt vísun til undanþáguákvæða hefði verið sleppt verði ekki séð að það hefði haft áhrif á söluferlið. Hvers kyns markaðssetning útboðsins af hálfu söluráðgjafa til almennings innan skilgreindra marka eða á grundvelli annarra undanþága frá birtingu lýsingar hefði í raun verið

tilgangslaus með öllu. Enda hafi legið skýrt fyrir að útboðið einskorðaðist við hæfa fjárfesta og að aðeins slíkir fjárfestar kæmu til álita við sölu hlutanna.

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

Samkvæmt svörum við spurningum Ríkisendurskoðunar er Bankasýsla ríkisins ekki kunnugt um að öðrum en hæfum fjárfestum hafi verið seldir hlutir 22. mars enda hafi verið skýrt að salan beindist ekki að almenningi. Bankasýsla ríkisins kveðst engin samskipti hafa átt við umsjónaraðila, söluráðgjafa eða söluaðila um þetta ákvæði.

Ríkisendurskoðun telur að ekki hafi verið nægilega vel vandað til gerðar sölusamnings þess sem Bankasýslan gerði við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila sína hvað 3. viðauka varðar. 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. Það hvort ákvæðinu var beitt sætir eftirliti Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands.

### 3.3 Ákvörðun um sölu

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

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

Drög að tímalínu söludagsins var lögð fram á fundinum og hófst hún á áðurnefndu samþykki stjórnar um að birta tilkynningu um sölu, að því gefnu að söluráðgjafar og STJ Advisors ráð-

legðu svo að loknum fundi með þeim kl. 15:00. Í kjölfar fundarins hófst áreiðanleikakönnun af hálfu allra söluráðgjafa stofnunarinnar kl. 15:20. Þar bar forstjóra Bankasýslunnar að svara spurningum um vitneskju sína um málefni Íslandsbanka. Símafundinum lauk um kl. 15:30 eða um það leyti sem fyrrnefndur sölusamningur við umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila var undirritaður af hálfu Bankasýslunnar.

Um kl. 15:55 var endanleg útgáfa samningsins send með fyrirvara um undirritun sem lauk kl. 17:26 þegar hver og einn aðili hafði veitt samþykki sitt. Undirritun var því ekki lokið þegar tilkynning um að söluferlið væri hafið var birt kl. 16:11 og söfnun tilboða hófst af hálfu umsjónaraðila, söluráðgjafa og söluaðila.

Bankasýslan tilkynnti fjármála- og efnahagsráðuneyti kl. 15:30 sama dag að umsjónaraðilarnir hefðu ráðlagt stofnuninni að hefja eftir lokun markaða „lokað útboð“ til hæfra fjárfesta. STJ Advisors hafði einnig veitt stofnuninni sömu ráðgjöf. Markaðsþreifingar á þeim tímapunkti gáfu til kynna að innlend eftirspurn á genginu 114–117 kr. á hlut væri komin í 39–45 ma. kr. og erlend eftirspurn á genginu 114–115 kr. á hlut í 12–16 ma. kr. Samkvæmt niðurstöðu markaðsþreifinga gaf vænt eftirspurn til kynna að afsláttur af lokaverði hlutabréfanna í Kauphöll Íslands 22. mars gæti endað um og í kringum 5%. Þá kom fram að Bankasýslan myndi tilkynna um sölu fyrir að lágmarki 20% hlutafé í bankanum. Önnur atriði eins og endanlegt söluverð eða stærð sölunnar lágu ekki fyrir fyrr en lengra var liðið á söluferlið.

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að fundargerðir stjórnar Bankasýslu ríkisins vegna funda sem haldnir voru kl. 11:00 þann 21. mars og kl. 14:30 þann 22. mars voru ekki undirritaðar rafrænt af fundarmönnum fyrr en 26. apríl 2022. Fundargerðirnar voru því undirritaðar 14 dögum eftir að Ríkisendurskoðun óskaði eftir öllum þeim gögnum og upplýsingum sem orðið höfðu til hjá Bankasýslu ríkisins í tengslum við málið.

Þá vekur Ríkisendurskoðun athygli á að í fundargerð þess fundar sem haldinn var 21. mars, kemur fram að honum hafi lokið kl. 11:30 og að á fundinum hafi stjórn Bankasýslunnar veitt heimild fyrir því að tilteknum innlendum og erlendum aðilum yrðu veittar innherjaupplýsingar vegna markaðsþreifinga. Í tölvupósti starfsmanns Bankasýslunnar sem sendur var stjórn hennar kl. 11:40 þennan sama dag vísar hann til umfjöllunar fundarins um markaðsþreifingar en óskar jafnframt eftir samþykki stjórnar fyrir því að hefja þær þrátt fyrir bókað samþykki stjórnarinnar skömmu áður. Samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslunni var samþykki stjórnar háð því að fyrir lægi skrifleg staðfesting á ráðgjöf fjármálaráðgjafa stofnunarinnar þar að lútandi. Því verður ekki annað séð en að orðalag í umræddri fundargerð sé ónákvæmt og lýsi ekki fyllilega því sem samþykkt var á fundinum.

### 3.4 Sala hlutabréfanna

Þann 22. mars, kl. 16:11, [tilkynnti](#) Bankasýslan að söluferli með tilboðsfyrirkomulagi væri hafið á þegar útgefnum hlutum í Íslandsbanka til innlendra og erlendra hæfra fjárfesta, þ.e. fagfjárfesta og viðurkenndra gagnaðila, s.s. lífeyrissjóða, fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga. Því gæti lokið hvenær sem væri með skömmum fyrirvara.



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

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

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

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

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

Bankasýslan telur að umrædd seinkun hafi engin áhrif haft á niðurstöðu sölnnar en að mati Ríkisendurskoðunar skiptir hver mínúta máli í jafn flóknu sölufarli og tilboðsfyrirkomulag er. Sölutímabilið var auk þess stutt og safna þurfti tilboðum innanlands og erlendis og ákveða lokaverð hlutabréfanna.

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

### 3.5 Söfnun tilboða

Eftir að tilkynningin var birt höfðu umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar samband við viðskiptavini sína til að kanna áhuga á þátttöku og safna tilboðum. Tilboðsgjafar gátu gert mörg tilboð, uppfært þau (verð og magn) og einnig fallið frá þeim á meðan á söluferlinu stóð. Að sögn Bankasýslunnar veittu hvorki stofnunin né aðrir sem að söluferlinu komu fjárfestum upplýsingar um hvernig endanlegt sölugengi yrði ákvarðað. Eina skilyrðið fyrir þátttöku var að tilboðsgjafi teldist „hæfur fjárfestir“.

Samkvæmt upplýsingum frá m.a. fjármálaráðgjafa Bankasýslunnar er óvenjulegt að einkafjárfestum sem samþykktir hafa verið sem fagfjárfestar skv. 54. gr. laga um markaði fyrir fjármálagerninga sé boðin þátttaka í sölu með tilboðsfyrirkomulagi. Fjármála- og efnahagsráðuneyti og Bankasýslan voru hins vegar sammála um að gera ráð fyrir þátttöku einkafjárfesta sem uppfylltu skilyrði sem hæfir fjárfestar í söluferlinu.



17:30

## Tilkynnt um lágmarksstærð

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

18:35

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

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

Ekki er til miðlægur gagnagrunnur um hæfa fjárfesta hér á landi. Hvert og eitt verðbréfafyrirtæki heldur lista um þá viðskiptavini sína sem uppfylla skilyrði sem slíkir. Umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar gátu því ekki flett upp öðrum tilboðsgjöfum en viðskiptavinum sínum til að fá sannreyndar fullyrðingar um að þeir væru í raun hæfir fjárfestar. Staðfesting á hæfi fjárfesta í söluferlinu átti því að vera framkvæmd hjá hverju fjármálafyrirtæki fyrir sig. Sá angi söluferlisins sætir eftirliti Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands.

Á fundum Ríkisendurskoðunar með forstöðumönnum Íslandsbanka í maí og ágúst 2022 útskýrðu þeir að fjárfestar sem sóttust eftir þátttöku í söluferlinu í gegnum Íslandsbanka sem 50 Sala á hlut ríkisins í Íslandsbanka 22. mars 2022

söluaðila og voru ekki þá þegar flokkaðir sem hæfir fjárfestar hjá bankanum hefðu getað sótt um slíka flokkun hjá honum. Að auki var horft til fullyrðinga frá fjárfestunum sjálfum um að þeir teldust hæfir fjárfestar. Bankinn tók við slíkum tilboðum en þurfti síðan að meta upplýsingar um hæfi þeirra sjálfstætt áður en uppgjör sölunnar fór fram 28. mars. Að sögn Íslandsbanka barst eitt tilboð sem var á endanum hafnað áður en uppgjör sölunnar fór fram þar sem viðkomandi tilboðsgjafi gat ekki sýnt fram á að hann uppfyllti skilyrði sem hæfur fjárfestir.

Samkvæmt Íslandsbanka var markmið þessa verklags að tryggja að þeim fjárfestum sem uppfylltu skilyrði að vera flokkaðir sem hæfir fjárfestar væri ekki meinuð þátttaka. Var það bæði með vitund og vilja Bankasýslu ríkisins að sem flestir hæfir fjárfestar gætu lagt fram tilboð. Ríkisendurskoðun kannaði ekki hvernig þessu var háttað hjá öðrum umsjónaraðilum, söluaðilum og söluráðgjöfum við mat þeirra á hæfum fjárfestum.

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

### 3.6 Ákvörðun um verð og magn

Skömmu áður en salan var tilkynnt til Kauphallar Íslands 22. mars sendi umsjónaraðilinn Íslandsbanki sniðmát í Microsoft Excel til innlendu söluráðgjafanna og söluaðilanna með leiðbeiningum um hvernig ætti að fylla skjalið út og fyrirmælum um að senda það bankanum svo hann hefði yfirsýn um þróun eftirspurnar innlendra fjárfesta í söluférlinu. Með þeim hætti safnaði bankinn saman upplýsingum um þróun innlendra eftirspurnar. Íslandsbanki sameinaði tilboðin, auk þeirra sem hann safnaði sjálfur, í eitt Excel-skjal og uppfærði það eftir því sem nýjar upplýsingar bárust frá söluráðgjöfum og söluaðilum. Skjalið var vistað miðlægt í Microsoft Teams og því gátu nokkrir starfsmenn bankans unnið í því samtímis, m.a. við að færa inn ný tilboð eftir því sem þau bárust.

Annar hugbúnaður eða upplýsingakerfi en Microsoft Excel var ekki til staðar hjá bankanum til að halda utan um tilboð í tilboðsfyrirkomulagi. Á fundi Ríkisendurskoðunar með Íslandsbanka í ágúst 2022 fullyrti bankinn að sérhannað kerfi sem hefði komið að notum væri ekki aðgengilegt hér á landi enda væri það talið of kostnaðarsamt í ljósi þess hve fáar sambærilegar sölur fari fram hér á landi. Bankinn benti jafnframt á að innleiðing sérstaks upplýsingakerfis hefði krafist lengri aðdraganda og þátttöku allra söluráðgjafa og söluaðila. Verksamningur Bankasýslunnar við Íslandsbanka hafi verið undirritaður skömmu fyrir söluna og því ekki gefið svigrúm til að innleiða slíkt kerfi. Þá hefði þurft að gera leyfissamninga um notkun kerfisins og setja það upp hjá viðkomandi aðilum áður en sala hófst.

Samkvæmt upplýsingum Ríkisendurskoðunar hefði verið hægt að styðjast við sama kerfi og notað var í frumútboði Íslandsbanka í júní 2021 við söluna 22. mars. Enn fremur hefðu ýmis konar erlend upplýsingakerfi getað komið að gagni.

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

Ríkisendurskoðun telur að skortur á upplýsingakerfi til að halda utan um tilboð sem bárust og sú staðreynd að samræmingu skorti varðandi framkvæmd sölunnar milli innlenda umsjónaraðilans og söluráðgjafa og söluaðila hafi átt þátt í hversu flókið utanumhald um söluna reyndist.

Á fundi Bankasýslunnar, STJ Advisors og umsjónaraðilanna þriggja, sem var samkvæmt upphaflegu svari Bankasýslunnar haldinn í húsnæði Íslandsbanka frá kl. 19:40 til 20:30, var annars vegar farið yfir innkomin innlend tilboð sem umsjónaraðilinn Íslandsbanki hafði tekið saman í einföldum töflureikni í Microsoft Excel til kl. 19:37. Hins vegar var farið yfir töflu frá erlendum umsjónaraðilum sem barst með tölvupósti til Íslandsbanka kl. 19:45 sem hafði að geyma stöðu erlendra tilboða kl. 19:15. Íslandsbanki tók fram við fundargesti að tilboðstímabilið væri enn opið og að ekki væri búið að yfirfara vinnuskjal bankans um innlend tilboð, m.a. með tilliti til tvítalninga en hluti fjárfesta gerði fleiri en eitt tilboð eða tilboð í gegnum fleiri en einn söluráðgjafa/söluaðila. Á meðan á fundinum stóð unnu starfsmenn Íslandsbanka að því að uppfæra vinnuskjalið.

Kauptilboð hljóðuðu ýmist upp á fjárhæð og fjölda hluta eða fjárhæð og hámarksverð. Því hefði verið unnt að reikna áætlaða eftirspurn (fjölda hluta) miðað við mismunandi gengi. Sumir tilboðsgjafar skráðu sig þó fyrir tilteknum fjölda hluta óháð gengi, en þeir eru nefndir verðþegar (e. *price takers*). Samkvæmt upplýsingum frá Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka var heildar-eftirspurn eftir mismunandi gengi ekki reiknuð meðan á fundinum stóð. Lista með hverju og einu tilboði frá innlendum fjárfestum var þess í stað varpað á skjá en tilboð erlendra fjárfesta mátti eins og áður segir finna í annarri töflu sem barst með tölvupósti. Vegna þessa höfðu fundargestir aðeins yfirsýn um þróun heildareftirspurnar í sölunni út frá töflu Íslandsbanka sem innihélt einstök tilboð og yfirliti erlendu umsjónaraðilanna um erlend tilboð.

Í drögum að tímalínu fyrir söludaginn, sem unnin var af Bankasýslunni 21. mars, var ekki gert ráð fyrir að gefið yrði út leiðbeinandi lokaverð í söluferli Íslandsbanka. Bankasýslan ákvað hins vegar, eftir að ferlið var hafið, að höfðu samráði við STJ Advisors og umsjónaraðilana þrjá, að gefa út leiðbeinandi lokaverð og leiðbeinandi lokamagn áður en sölutímabilinu lauk. Það var mat ráðgjafanna að sú aðferð væri heppileg til að fá fjárfesta, aðallega erlenda, til að hækka verð tilboða án þess þó að valda atburðarás sem gæti leitt til þess að þeir féllu frá kaupum.

Ákvörðun Bankasýslunnar um leiðbeinandi lokaverð og lokamagn söluferlisins byggði á upplýsingum sem fram komu á áðurnefndum fundi. Á grundvelli upplýsinga sem Ríkisendurskoðun aflaði í úttektarferlinu er ljóst að Bankasýslan, STJ Advisors og umsjónaraðilarnir horfðu að einhverju leyti til stærstu innlendu tilboðanna en að mestu til stöðu erlendra tilboða við ákvörð-

unina. Að sögn Bankasýslunnar var þess freistað að finna verðpunkt sem tryggði mikla þátttöku frá báðum fjárfestahópum.

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

Samkvæmt Íslandsbanka og Bankasýslu ríkisins var fundarmönnum tilkynnt klukkan 20:36 um uppfært vinnuskjal þar sem ýmsar villur í innlendu tilboðabókinni höfðu verið leiðréttar, annars vegar kl. 20:05 og hins vegar kl. 20:10, í skjali Íslandsbanka um innlend tilboð og fleiri tilboð bæst við. Til viðbótar var gerður skýr fyrirvari um nákvæmni heildareftirspurnar á umræddum tímamarki enda gátu fjárfestar breytt tilboðum sínum fram að sölulokum.

Ríkisendurskoðun vekur athygli á að fram að umsagnarferli þessarar úttektar hafði embættið ekki fengið neinar upplýsingar frá Bankasýslunni þess efnis að umræddur fundur hafi staðið yfir lengur en til kl. 20:30. Í umsagnarferlinu kom hins vegar fram hjá Íslandsbanka og síðar Bankasýslunni að verðákvörðunin hafi byggt á uppfærðu skjali kl. 20:36 og að fundinum hafi lokið kl. 20:38.

Milli kl. 20:41 og 20:53 áttu stjórnarformaður og forstjóri Bankasýslunnar símtal við fjármála- og efnahagsráðherra til að upplýsa hann um að stofnunin teldi rétt að birta leiðbeinandi lokaverð og magn á grundvelli ráðgjafar umsjónaraðila og fjármálaráðgjafa. Ráðherra gerði engar athugasemdir við áform stofnunarinnar. Bankasýslan hélt í kjölfarið stjórnarfund sem stóð yfir frá kl. 21:00 til 21:30 þar sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn sölufelgisins voru formlega ákveðin.

Skömmu eftir að fundurinn hófst eða kl. 21:10 var send út [tilkynning](#) þess efnis að umsjónaraðilarnir hefðu ráðlagt leiðbeinandi lokaverð sem nam 117 kr. á hlut og að líkur væru á að lægri tilboðum yrði ekki tekið. Þá kom fram að Bankasýsla ríkisins legði til að stærð útboðsins yrði 22,5% af heildarhlutafé bankans. Áfram yrði tekið við tilboðum til kl. 21:30.

**117 kr.**

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

Umsjónaraðilar sölunnar lögðu til leiðbeinandi lokaverð með hliðsjón af eftirspurn og þá aðallega erlendum tilboðum. Að mati fjármálaráðgjafans STJ Advisors var mikilvægt að hlutur skammtímafjárfesta yrði í hóflegum mæli. Annað myndi skapa sölubrýsting í kjölfar sölu-

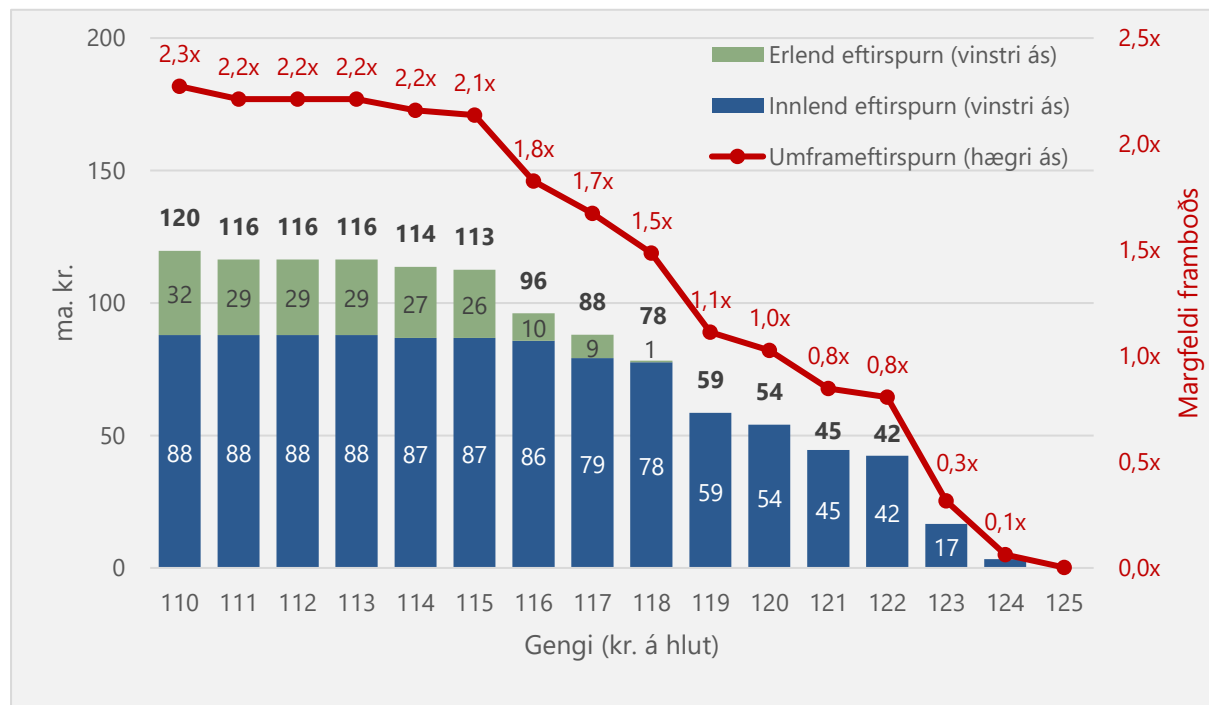
ferlisins. Þátttaka erlendra fjárfesta væri til þess fallin að auka tiltrú á bankanum og styrkja væntingar um seljanleika hlutabréfanna á eftirmarkaði.

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

### 3.6.1 Tilboðabókin við ákvörðun um leiðbeinandi verð

Þann 20. maí 2022 óskaði Ríkisendurskoðun eftir því að Bankasýsla ríkisins útvegaði afrit af tilboðabók sölufelisins eins og hún leit út þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Þegar skjalið barst Ríkisendurskoðun þann 27. maí innihélt það tilboð frá bæði innlendum og erlendum fjárfestum. Heildareftirspurn við mismunandi gengi hafði verið dregin saman í töflu sem sýndi einnig umframeftirspurn við gengi frá 110 til 125 kr. á hlut. Þær upplýsingar höfðu jafnframt verið settar upp á myndrænan hátt, sjá mynd 3.2.

Mynd 3.2 Heildareftirspurn eftir mismunandi gengi - upplýsingar móttæknar í maí 2022\*



\*Súlurnar sýna heildarfjárhæð tilboða í ma. kr. miðað við tiltekið gengi sundurliðaða eftir innlendum og erlendum aðilum. Umframeftirspurn (eftirspurnarhlutfall) er hér reiknað út frá eftirspurn eftir fjárhæð tilboða.

Heimild: Bankasýsla ríkisins, maí 2022

Myndin sýnir að heildareftirspurn við gengið 117 kr. á hlut hafi verið 1,7 föld sú fjárhæð sem var áætlað söluverðmæti miðað við 450 milljón hluti eða 22,5%. Þá hafi hún verið 1,5 föld við gengið 118 kr. á hlut.

Við greiningu Ríkisendurskoðunar á umræddu skjali sumarið 2022 komu í ljós annmarkar í útreikningum þess. Fjöldi færslna í skjalinu, þ.e. reitir sem innihéldu fjárhæð tilboða fjárfesta, var ekki færður inn á réttu formi heldur með erlendri kommusetningu eða fjárhæðum skilgreindum sem texta og leiddi það til þess að Excel-töflureiknirinn nam þau ekki sem tölulegar upplýsingar. Umrædd tilboð birtust því hvorki í framangreindri töflu sem sýna átti heildareftirspurn við mismunandi gengi né þeirri mynd sem teiknuð var upp af eftirspurninni. Þegar Ríkisendurskoðun leitaði skýringa svaraði Íslandsbanki því til að tveir innlendir söluráðgjafar/söluaðilar hefðu sent bankanum tilboð sem þeir höfðu safnað saman og skráð niður með umræddum hætti. Ríkisendurskoðun bendir á að í töflunni og meðfylgjandi mynd fólust einnig villur í framsetningu, bæði við skilgreiningu eftirspurnar og umframeftirspurnar, eins og nánar er vikið að í rammagrein hér að neðan.

Í tilboðabókinni sem Bankasýslan sendi Ríkisendurskoðun í maí 2022 voru eftirspurn og umframeftirspurn reiknuð með villandi hætti. Ríkisendurskoðun vekur athygli á að Bankasýslan byggði svör sín um heildareftirspurn við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð til embættisins og Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands á umræddri tilboðabók.

Í fyrsta lagi var eftirspurn við tiltekið verð (sbr. súlurnar á mynd 3.2) reiknuð sem *summa fjárhæðar* allra tilboða þar sem hámarksverð var jafn hátt eða hærra en tiltekið verð. Þetta er einungis viðeigandi ef tilboðin voru sett fram í formi fjárhæðar. Í meirihluta tilfella voru tilboð hins vegar sett fram sem fjöldi hluta og í þeim tilvikum er rétt að reikna eftirspurn sem *summu hluta* allra tilboða þar sem hámarksverð var jafn hátt eða hærra en tiltekið verð og margfalda þá summu með því tiltekna verði.

Í öðru lagi var umframeftirspurn eða öllu heldur eftirspurnarhlutfall (eftirspurn sem margfeldi framboðs) reiknað í öllum tilvikum miðað við að 117 kr. á hlut væri niðurstaðan. Við mat á umframeftirspurn við eitthvað annað verð er eðlilegra að miða við viðkomandi verð. Jafnframt miðaði útreikningur hlutfallsins við að 450 milljón hlutir væru í boði. Í upphafi sölunnar var hins vegar miðað við 400 milljón hluti. Á umræddum tímapunkti hafði ekki verið ákveðið að stækka söluna í 450 milljón hluti.

Í þriðja lagi leiddi greining á stöðu tilboðabókarinnar sem Ríkisendurskoðun var send í maí 2022 einnig í ljós vanmat á reiknaðri eftirspurn af þeirri ástæðu að við útreikning á heildareftirspurn voru tilboð verðþega (e. *price takers*), þ.e. þeirra sem gáfu ekki upp hámarksverð í tilboðum sínum, skráð á genginu 117. Þessir aðilar voru, á þessum tímapunkti, tíu talsins. Þá var ekki búið að gefa út leiðbeinandi lokaverð og eftirspurn verðþega eftir hlutum á hærra verði en 117 því vanmetin. 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.

Í fjórða og síðasta lagi var eins og áður segir fjöldi færslna í tilboðabókinni ekki færður inn á réttu formi, heldur ýmist með erlendri kommusetningu eða fjárhæð skilgreindri sem texta. Um var að ræða tilboð sem námu samtals um 20 ma. kr. Samtals voru villur í 105 færslum en umrædd tilboðabók samanstóð þá af 303 færslum. Íslandsbanki gerði fyrirvara í skýringu undir mynd yfir heildareftirspurn sem finna mátti í umræddu skjali. Sú mynd var efnislega eins og mynd 3.2 hér að ofan. Í umræddri skýringu segir að myndin innihaldi ekki öll tilboð þar sem þau gögn sem hún byggir á hafi ekki verið yfirfarin og hreinsuð á þeim tímapunkti þegar útboðið var í gangi.

Í umsagnarferli Ríkisendurskoðunar kom fram hjá Íslandsbanka að tilboðum frá tveimur tilboðsgjöfum hefði verið ofaukið inn í tilboðabókinni þar sem aðeins eitt tilboð frá hvorum átti að gilda. Var leiðrétting gerð á þessu um kl. 20:13 á söludegi og nam hún lækkun á heildareftirspurn um 15 ma. kr. sem koma á mótí framangreindum villum sem flestar leiddu til hækkunar á heildareftirspurn.



Það var ekki fyrr en í umsagnarferli Ríkisendurskoðunar í október 2022 að það komu fram athugasemdir þess efnis að upplýsingar um einstök tilboð í umræddu skjal hafi ekki endurspeglad þá tilboðabók sem lá til grundvallar við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn á fyrrnefndum fundi Bankasýslunnar, STJ Advisors og umsjónaraðilanna þriggja. Athugasemdir komu frá Íslandsbanka þess efnis að ákvörðunin hafi byggt á gögnum sem fyrir lágu kl. 20:36. Skjalið sem Bankasýslan hafði sent Ríkisendurskoðun í maí 2022 hefði byggt á stöðunni eins og hún leit út kl. 19:37 og verið lagt fram við upphaf fundarins. Það hafi eins og áður segir tekið breytingum eftir því sem leið á fundinn og villur tengdar erlendri kommusetningu og textaskilgreiningum verið fjarlægðar kl. 20:10.

Í svörum Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar, sem og til Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands, í maí 2022 og fram að því að umsagnarferli þessarar úttektar hófst, byggði stofnunin á umræddu skjali frá Íslandsbanka sem innihélt áðurnefnda annmarka. Sem dæmi þá mátti í svari Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar finna mynd með heitinu „Staða tilboðsbókar þegar ákvörðun um leiðbeinandi verð og magn er tekin“ sem byggði á skjalinu.

Engar athugasemdir bárust frá Bankasýslunni í umsagnarferli Ríkisendurskoðunar þess efnis að skjalið sem stofnunin sendi embættinu í maí 2022 endurspeglad ekki þá tilboðabók sem ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð og magn byggði á. Athugasemdir um það bárust fyrst frá Íslandsbanka.

Samkvæmt Íslandsbanka bar skjalið sem bankinn sendi Bankasýslunni í maí annað heiti en það sem stofnunin afhenti Ríkisendurskoðun. Af heiti skjalsins þegar það fór frá Íslandsbanka mátti ráða að það innihéldi upplýsingar sem safnað var saman áður en ákvörðun var tekin en skjalið sem Bankasýslan sendi Ríkisendurskoðun bar heitið „Staða tilboðsbókar þegar leiðbeinandi verð og magn voru ákvörðuð 22. mars“.

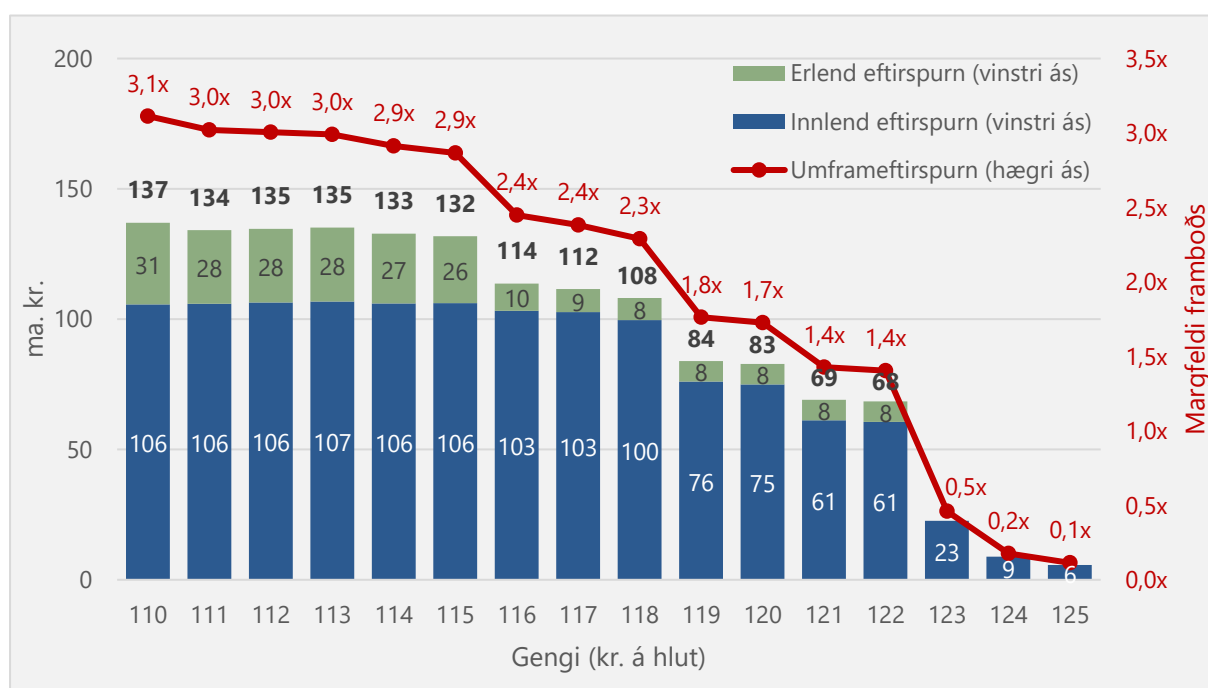
Engar frekari skýringar fengust frá Íslandsbanka, önnur en að mannleg mistök hefðu átt sér stað, á því af hverju skjalið sem bankinn sendi Bankasýslunni í maí innihélt tilboð frá erlendum fjárfestum þegar þeim hafði ekki verið bætt við tilboðabókina á umræddum tímapunkti kl. 19:37. Eins af hverju það innihélt töflu og myndræna framsetningu á heildareftirspurn fjárfesta eftir mismunandi gengi þegar bankanum mátti vera ljóst að tilboðabókin sem sú framsetning byggði á innihélt fyrrnefndar villur. Tilboðabókin sem lá fyrir á umræddum tímapunkti kl. 19:37 á söluþegi innihélt enga töflu eða myndir en þær voru útbúnar að ósk Bankasýslunnar og bætt inn í skjalið sem Íslandsbanki sendi stofnuninni 24. maí 2022.

Í umsagnarferli þessarar úttektar kom fram af hálfu Íslandsbanka að uppfærð staða tilboðabókarinnar hafi verið kynnt á fyrrnefndum fundi áður en leiðbeinandi verð var ákveðið og afhenti bankinn Ríkisendurskoðun uppfært skjal þann 31. október. Þegar uppfærða skjalið sem var vistað kl. 20:36 á söluþeginum er skoðað kemur í ljós að á þeim tímapunkti var fram komin mun meiri eftirspurn en ætla mátti af fyrri svörum Bankasýslunnar. Það skýrist af því að villur í skráningu tilboða höfðu á umræddum tímapunkti verið lagfærðar og ný tilboð borist. Sem dæmi ná nefna að við gengið 117 kr. á hlut var heildareftirspurn 2,4 föld miðað við fjölda þeirra hluta sem upphaflega var áætlað að selja (400 milljón hlutir) og 2,3 föld miðað við gengið 118 kr. á hlut. Að teknu tilliti til aukins framboðs í 450 milljón hluti samsvarar þetta 2,1 faldri eftir-

spurn við gengið 117 og tvöfaldri eftirspurn við gengið 118. Samkvæmt fyrri gögnum frá Bankasýslu ríkisins var eftirspurn einungis 1,7 föld við verðið 117 og 1,5 föld við verðið 118.

Mynd 3.3 sýnir stöðu tilboðabókarinnar klukkan 20:36. Líkt og á mynd 3.2 má sjá stöðu eftirspurnar og umframeftirspurnar við gengi 110 til 125 kr. á hlut. Framangreindar villur (sjá rammagrein hér að framan) hafa þó verið lagfærðar. Þó svo að sambærileg mynd hafi ekki verið dregin upp á fundi umsjónaraðila sölunnar, STJ Advisors og Bankasýslunnar við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð byggir myndin að öllu leyti á fyrirliggjandi upplýsingum þegar ákvörðunin var tekin og gefur því glögga mynd af þeirri heildarmynd sem hefði mátt hafa til hliðsjónar.

**Mynd 3.3 Yfirlit um heildareftirspurn m.v. upplýsingar kl. 20:36\***



\*Hér sýna súlurnar eiginlega eftirspurn miðað við viðkomandi gengi, en ekki með því að leggja saman heildarverðmæti tilboða sem samræmast viðkomandi gengi líkt og gert er á mynd 3.2. Sjá fyrstu athugasemd Ríkisendurskoðunar á útreikningi eftirspurnar og umframeftirspurnar í rammagrein hér að framan. Umframeftirspurn (eftirspurnarhlutfall) er reiknuð út frá spurn eftir hlutum.

*Heimild: Bankasýsla ríkisins í október 2022 og útreikningar Ríkisendurskoðunar*

Þrátt fyrir þær upplýsingar sem lágu fyrir á fundi Bankasýslu ríkisins, STJ Advisors og umsjónaraðilanna byggði ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð (117 kr. á hlut) eins og áður segir fyrst og fremst á mati erlendra umsjónaraðila sölunnar um að hægt væri að fá erlenda fjárfesta til að hækka tilboð sín upp í það verð en ekki hærra (sjá nánar kafla 3.6.1). Slík ákvörðun getur þó aldrei verið fullkomlega óháð innlendri eftirspurn og því gat vanmat á henni haft áhrif á niðurstöðuna.

Áður en leiðbeinandi lokaverð var samþykkt leitaði fjármálaráðgjafinn STJ Advisors til umsjónaraðilanna þriggja um hvort unnt væri að hækka það í 118 kr. á hvern hlut. Samkvæmt svari Bankasýslunnar og STJ Advisors töldu þeir það óráðlegt og allt að því ómögulegt. Hætta væri á að stórir erlendir fjárfestar, sem mikilvægir voru sölufurlinu, myndu hætta við þátttöku ef söluverði myndi hækka. Í svari Bankasýslunnar kom fram að umsjónaraðilarnir hefðu jafnframt

metið sem svo að frekari hækkun gæti haft neikvæð áhrif á þróun hlutabréfaverðs bankans að sölunni lokinni (eftirmarkað bréfanna).

Svör Bankasýslu ríkisins til Ríkisendurskoðunar og Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands í maí 2022 staðfesta að stofnunin var ekki meðvituð um hver heildareftirspurn fjárfesta var þegar ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð var tekin. Vegna þessa hafði stofnunin ekki fullnægjandi upplýsingar um raunverulegt umfang eftirspurnar fjárfesta við þá ákvörðun. Ríkisendurskoðun telur að ítarlegri greining gagna, t.d. með notkun sérhannaðra upplýsingakerfa við utanumhald tilboða, hefði veitt betri yfirsýn um raunverulega eftirspurn og lagt grunn að nákvæmara mati á verðmyndun.

### 3.7 Lokaverð og rökstutt mat til ráðherra

Eftir að tilkynning um leiðbeinandi lokaverð var birt kl. 21:10 höfðu umsjónaraðilar, söluráðgjafar og söluaðilar Bankasýslunnar skamman tíma fyrir frekari samskipti við fjárfesta áður en sölunni lauk kl. 21:30. Samkvæmt Bankasýslunni tók töluverðan tíma að yfirfara öll innlend tilboð og setja í töflureikni en erlend tilboð voru færri. Þegar þau bárust Bankasýslunni kom í ljós að tveir erlendir hluthafar í bankanum höfðu hækkað tilboð sín frá því að tilkynnt var um leiðbeinandi lokaverð og magn.

Á fyrrnefndum fundi stjórnar stofnunarinnar milli kl. 21:00 og 21:30 samþykkti hún tillögu til fjármála- og efnahagsráðherra sem innihélt bæði rökstutt mat á tilboðum og tillögu um lokaverð og magn. Lagt var fyrir stjórn að samkvæmt upplýsingum frá umsjónaraðilum hefðu á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar skráð sig fyrir hlutum að fjárhæð meira en 100 ma. kr. Sölugengið 117 kr. á hlut, sem jafngilti 4,1% fráviki frá dagslokagengi Íslandsbanka 22. mars, var ásætlanleg niðurstaða af hálfu Bankasýslunnar, ráðgjafa hennar og fjármála- og efnahagsráðuneytis.

Tillaga stofnunarinnar með [rökstudda matinu](#) var send ráðherra með tölvupósti kl. 21:40. Þar kom eins og áður segir fram að samkvæmt upplýsingum frá söluráðgjöfum stofnunarinnar hefðu á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar, innlendir og erlendir, skráð sig fyrir hlutum fyrir samtals meira en 100 ma. kr. Í ljósi þess að tekið var við tilboðum til klukkan 21:30 liggur fyrir að stjórn Bankasýslunnar bjó ekki yfir endanlegum upplýsingum um eftirspurn fjárfesta þegar hún samþykkti umrætt orðalag. Ríkisendurskoðun telur að það útskýri ónákvæmt orðalag stjórnarinnar um heildareftirspurn fjárfesta sem var í reynd 148,4 ma. kr. í lok sölufertisins miðað við gengið 117 kr. á hlut. Upplýsingar til ráðherra í rökstudda matinu voru ónákvæmar bæði hvað varðar fjölda fjárfesta sem skráðu sig fyrir hlutum og heildarfjárhæð tilboða.

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

- ✓ lokaverð í útboðinu yrði 117 kr. á hvern hlut.
- ✓ 450 milljónum hluta yrði úthlutað, þ.e. 22,5% af heildarhlutafé bankans.



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

Samkvæmt ráðuneytinu fengu fundargestir á hverjum fundi eftir að sölufarlið hófst kynningu erlenda fjármálaráðgjafa Bankasýslunnar á nýjum erlendum tilboðsgjöfum og þeim sem höfðu dregið sig til baka. Upplýsingar af stöðu mála hafi verið sýndar á umræddum fundum, t.d. tafla sem sýndi eftirspurnarmagn miðað við mismunandi verð. Ekki fengust fullnægjandi skýringar hjá Bankasýslunni eða Íslandsbanka á því hvaða upplýsingar ráðuneytið væri að vísa til. Það að eftirspurnarmagn miðað við mismunandi verð hafi verið dregið upp á stafrænum fundum er í andstöðu við svör þeirra um að slíkar myndir hafi ekki verið útbúnar á fundinum sem haldinn var í Íslandsbanka við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð. Hugmyndir að úthlutun til einstakra tilboðsgjafa eða flokka voru ekki bornar undir ráðuneytið.

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

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

Rökstutt mat Bankasýslunnar til ráðherra innihélt engan rökstuðning fyrir ákvörðun lokaverðs eða hvernig ákvörðun um það hafði áhrif á samsetningu kaupendahópsins. Ráðuneytið hafði hvorki nákvæmar upplýsingar um endanlega stöðu tilboðabókarinnar né hvernig átti að beita viðmiðum Bankasýslunnar við úthlutun hlutabréfanna sem kynnt voru í rökstudda matinu og fjallað er um í kafla 3.9.

Bankasýslan sendi tölvupóst til fjármála- og efnahagsráðherra kl. 23:17 um tilboð eftir tegund fjárfesta til að upplýsa um stöðu tilboðabókar. Tafla 3.1 veitir upplýsingar um stöðu hennar eftir lokun sölufelisins miðað við leiðbeinandi lokaverð. Á þeim tíma átti enn eftir að yfirfara tilboðabókina m.t.t. tvítalninga á tilboðum.

**Tafla 3.1 Upplýsingar til fjármála- og efnahagsráðherra um stöðu tilboðabókar**

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

Heimild: Bankasýsla ríkisins

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

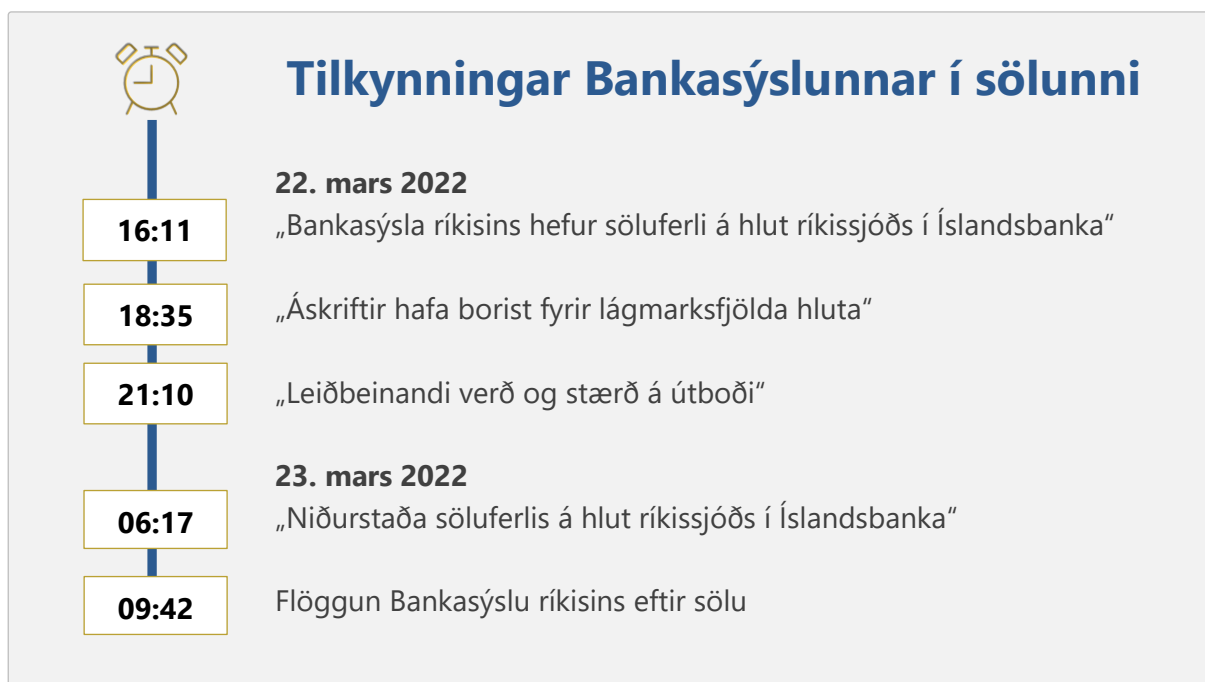
Ráðherra svaraði rökstudda matinu með [bréfi](#) til Bankasýslunnar kl. 23:27 á grundvelli framangreindra upplýsinga. Þar kom fram að hann hefði fallist á tillögu hennar og veitti hann stofnuninni umboð til að ljúka sölumeðferðinni í samræmi við hana. Endanlegur frágangur varðandi úthlutun hlutabréfa til fjárfesta stóð þó yfir langt fram á nótt og kom ráðuneytið ekki að þeirri vinnu. Í svari Bankasýslunnar til Ríkisendurskoðunar í maí 2022 ítrekaði stofnunin að ákvörðun um lokaverð og lokamagn hafi verið ráðherrans:

*Þessu til viðbótar er það tekið fram að samkvæmt hefðum á hlutabréfamörkuðum búast áskrifendur við því að leiðbeinandi verð og magn endi í lok útboðs sem raunverð og magn. Ljóst er hins vegar að leiðbeinandi lokaverð og magn er leiðbeinandi og engin lokaákvörðun í skilningi laga nr. 155/2012 tekin, en verulega mikið hefði þurft að koma til svo forsendur væru til þess að breyta leiðbeiningum. Af þeim sökum var náð samráð við ráðherra og ráðuneyti þegar sú ákvörðun var tekin. Fyrir framangreindu eru ýmsar ástæður, m.a. trúverðugleiki og orðspor umsjónaraðila og seljanda hlutanna, og sjónarmið um sanngirni og jafnræði bjóðenda. Var það mat Bankasýslu*

*ríkisins að ekkert gæfi til kynna þegar ákvörðun um rökstudda matið var tekin, að forsendur væru til að hverfa frá leiðbeiningum og því tekin ákvörðun um að rökstudda matið væri lokaverð upp á 117 kr. per hlut og magn sem samsvaraði 22,5% eignarhlut ríkisins.*

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

Forstjóri og starfsmenn Bankasýslu ríkisins, ásamt fulltrúum STJ Advisors, sátu fundinn þegar tillögur um úthlutun til fjárfesta voru lagðar fram af umsjónaraðilum og samþykktar af stofnuninni með breytingum (sjá nánari umfjöllun í kafla 3.9). Stjórn Bankasýslunnar var einnig viðstödd frá þeim tíma þegar opnað var fyrir tilboð en fór af fundi þegar ráðherra hafði samþykkt lokaverð og magn kl. 23:27. Úthlutun lauk um kl. 03:30 að morgni 23. mars. Í kjölfar þess var birt [tilkynning](#) um niðurstöðu söluferlis og flöggun Bankasýslu ríkisins til Kauphallar Íslands.



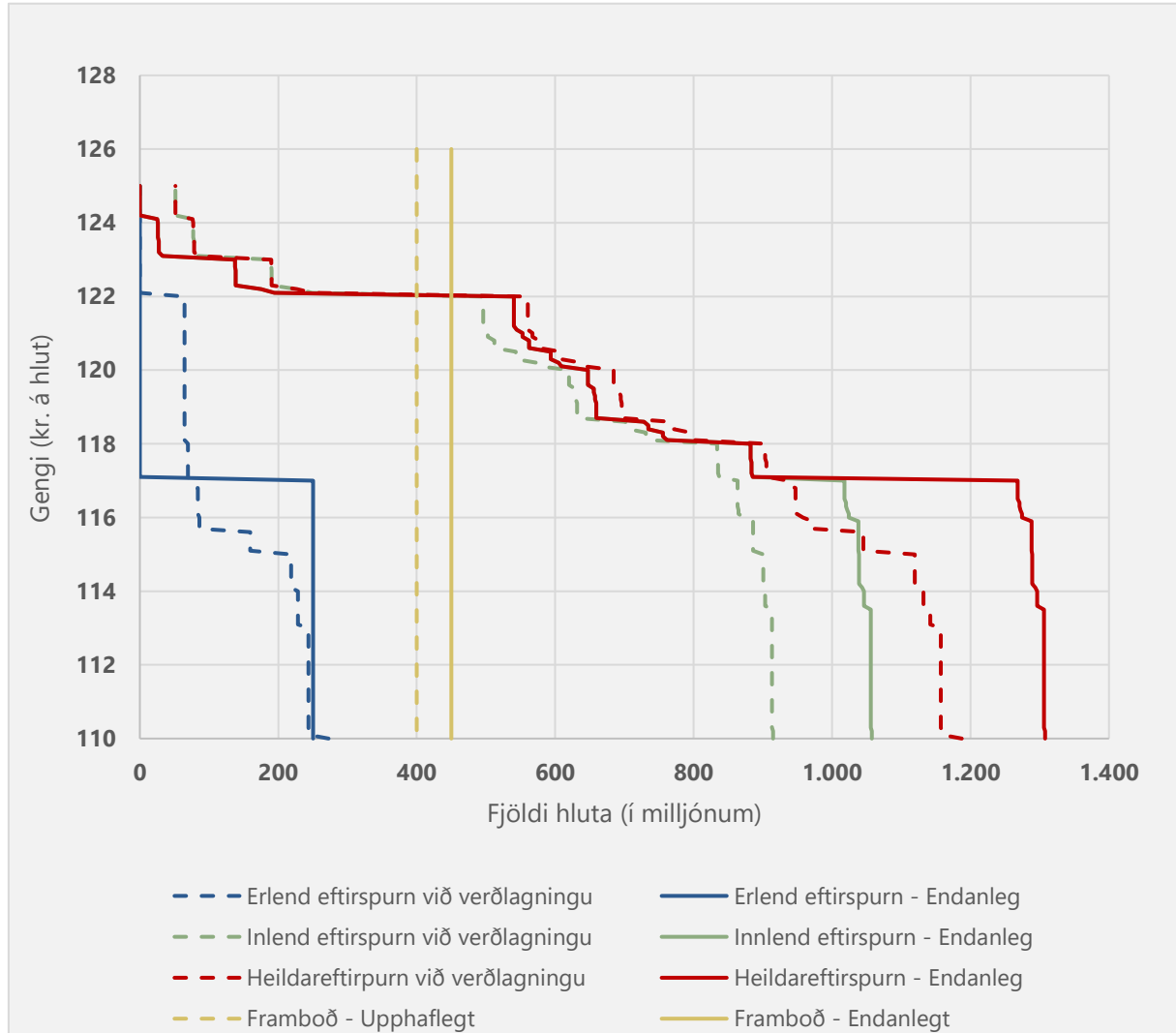
### 3.8 Greining á endanlegri tilboðabók sölu

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

Mynd 3.4 veitir yfirsýn um tilboðabókina, annars vegar í aðdraganda birtingar á leiðbeinandi lokaverði og hins vegar stöðu hennar í lok söluferlisins. Myndin sýnir annars vegar eftirspurnarferla, þ.e. öll tilboð miðað við tiltekið hámarksverð eða hærra. Hins vegar sýnir myndin lóðrétt

framboðsferla, þ.e.a.s. fjölda hluta sem boðnir voru til sölu. Brotnir ferlar tákna stöðuna um klukkan 20:36, við ákvörðun um leiðbeinandi lokaverð, en óbrotnu ferlarnir sýna lokastöðuna. Myndin sýnir einnig sundurliðun eftirspurnar í innlendan og erlenda hluta.

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



Mynd 3.4 dregur fram nokkur áhugaverð atriði. Innlend eftirspurn á 117 kr. á hlut jókst nokkuð frá klukkan 20:36 þar til tilboðabókinni var lokað klukkan 21:30, eða um tæp 18%. Birting leiðbeinandi lokaverðs hafði aftur á móti mun meiri áhrif á erlenda hluta tilboðabókarinnar. Magn erlendra eftirspurnar breyttist lítið en hámarksverð tilboða breyttist verulega og nær allir erlendu tilboðsgjafarnir gerðu 117 kr. á hlut að hámarkstilboði, ýmist til lækkunar eða hækkunar frá fyrri tilboðum.

Mestu máli skiptir að við gengið 117 jókst erlenda eftirspurnin úr 73 milljónum hluta í 250 milljónir. Innlenda eftirspurnin við gengið 117 jókst einnig og fór úr 863 milljónum hluta í 1.018 milljónir. Eftirspurn við hærri gengi styrktist sömuleiðis innanlands en þó ekki eins mikið.

Greining á tilboðabókinni sýnir að í lok sölufertisins var einnig umtalsverð eftirspurn við hærri verð. Til dæmis var eftirspurn við 118 kr. á hlut um það bil tvöfalt framboð. Eftirspurn var 144%

af framboði við gengið 120 kr. á hlut og 120% af framboði við 122 kr. á hlut sem var dagsloka-gengi bankans 22. mars (sjá töflu 3.2).

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

Gengi (kr. á hlut)	Endanleg eftirspurn		Við leiðbeinandi lokaverð	
	450 m. hlutir	400 m. hlutir	400 m. hlutir	450 m. hlutir
<b>117</b>	282%	238%	238%	212%
<b>118</b>	196%	229%	229%	204%
<b>120</b>	144%	173%	173%	153%
<b>122</b>	120%	140%	140%	125%

*Heimild: Bankasýsla ríkisins og útreikningar Ríkisendurskoðunar*

Í opinberri umræðu að sölu lokinni var þeirri spurningu velt upp hvort hægt hefði verið að selja hlut ríkisins á hærra verði en gert var. Á þessum markaði sem flestum öðrum gildir eftirspurnar-lögmálið um niðurhallandi eftirspurnarferil, þ.e. eftir því sem verð á hvern hlut er hærra er magn eftirspurnar lægra. Endanleg eftirspurn sem hlutfall af framboði, þ.e. 450 milljónir hluta, var engu að síður talsverð, t.d. 196% af framboði við gengið 118 og 120% við gengið 122 eins og áður segir. Bendir það til þess að verðmyndun í ferlinu hafi gefið tilefni til að ákvarða hærra leiðbeinandi lokaverð.

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

Síðustu tveir dálkarnir í töflu 3.2 sýna eftirspurn umfram framboð miðað við stöðu tilboðabók-arinnar klukkan 20:36. Taflan sýnir að þá þegar var ríflega tvöföld eftirspurn miðað við fyrir-hugað framboð við verðið 117 kr. á hlut og mikil eftirspurn, jafnvel við hærra verð, til dæmis 226% af fyrirhuguðu framboði við verðið 118 og 140% við verðið 122 kr. á hlut. Fleiri sjónarmið en heildareftirspurn skipta máli. Til dæmis getur verið mikilvægt að eftirspurn sé rífleg svo að hægt sé að takmarka úthlutun til skammtímafjórfa, sem líklegir eru til að endurselja fljótlega. Einnig getur verið hvati í ferli sem þessu að tilboð séu stærri, að magni til, en efni standa til í ljósi væntinga um skerðingu tilboða. Á hinn bóginn var tekið á móti tilboðum í næstum klukku-stund frá því að þessi mynd var dregin upp og því líklegt að tilboðabókin myndi styrkjast enn frekar.



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

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

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

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

Í ákvörðun fjármála- og efnahagsráðherra og greinargerð hans frá 11. febrúar var ekkert fjallað um að söluverðið ætti að taka mið af þátttöku erlendra fjárfesta. Ráðuneyti hans hefur staðfest við Ríkisendurskoðun að það hafi ekki gert sérstaka kröfu um þátttöku þeirra en lagt þeim mun meiri áherslu á að sambærilegir fjárfestar fengju sambærilega meðferð. Á hinn bóginn var litið svo á að aðkoma erlendra fjárfesta gæti verið þáttur í því að stuðla að markmiðum um heilbriggt, dreift og fjölbreytt eignarhald.

Ekkert í kynningargögnum fjármála- og efnahagsráðuneytis eða Bankasýslunnar áður en salan fór fram gaf heldur til kynna að söluverð eignarhlutarins myndi ráðast að mestu af erlendri eftirspurn. Eins og kom fram í kafla 1.2 taldi stofnunin að með notkun tilboðsfyrirkomulags væri

meginreglum um dreift eignarhald ekki ýtt til hliðar þrátt fyrir að söluaðferðin fæli í sér takmarkanir á beinni þátttöku almennings. Eignarhald Íslandsbanka væri þegar dreifðara en í öllum skráðum félögum á Íslandi.

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

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

### 3.9 Úthlutun hlutabréfanna

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

- ✓ Dreift eignarhald og fjölbreytileiki í 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 eftirmaða.

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

### Flokkun fjárfesta

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

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

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

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

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

Bankasýslan yfirfór fyrstu tillögur umsjónaraðila söluférlisins um skerðingu og ákvað, í samráði við STJ Advisors, endanlegar útfærslur á henni. Samkvæmt Bankasýslunni þurftu fjárfestar í sama flokki að sæta svipaðri skerðingu að teknu tilliti til viðtekinna viðmiða eins og fjárhæða og gæða tilboðs. Öll frávik þar að lútandi hafi verið sérstaklega rökstudd í samræmi við meginreglu um hlutlægni. Innan flokks fjárfesta hafi verið metið hvort tilboð væru umfram fjárfestingargetu eða ekki í samræmi við tilboð svipaðra fjárfesta. Slíkir tilboðsgjafar þurftu í sumum tilfellum að sæta hlutfallslega meiri skerðingu en fengu engu að síður fleiri hlutum úthlutað en aðrir sambærilegir fjárfestar. Tvítalin tilboð voru ekki fjarlægð úr tilboðabókinni fyrr en um kl. 23:30 og úthlutun lauk kl. 03:30 aðfaranótt 23. mars 2022.

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

Það er niðurstaða Ríkisendurskoðunar að 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 var ekki skjalfest með kerfisbundnum hætti.

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

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

Bankasýslan hefði þurft að ákveða áður en söluférlíð hófst með hvaða hætti skyldi leggja mat á tilboð ef önnur atriði en hæsta verð áttu að ráða. Æskilegt hefði verið að slík viðmið væru skráð og að fyrir lægi hvernig ætti að beita þeim. Undirbúningur af því tagi var nauðsynlegur í ljósi fjölbreytileika þeirra viðmiða sem stofnuninni var falið að taka tillit til, fjölda tilboðsgjafa í söluférlinu og þess skamma tíma sem gafst við úthlutun hlutabréfanna eftir að söfnun tilboða lauk klukkan 21:30 þann 22. mars. Slíkur undirbúningur hefði verið í samræmi við góða stjórnarsýsluhætti og til þess fallinn að skapa traust á framkvæmd sölunnar.

### **Skerðing eftir flokkum**

Í töflu 3.3 kemur fram að þeir hópar fjárfesta sem oftast eru flokkaðir sem langtímafjárfestar, þ.e. hefðbundnir erlendir (54,2%) og innlendir hlutabréfafjárfestar (58,4%) og innlendir lífeyrisjóðir (60,3%), fengu að jafnaði minnstu skerðinguna. Þá fengu aðrir fagfjárfestar lægri úthlutun,

þ.e. þurftu að sæta meiri skerðingu. Einkafjárfestar voru að jafnaði skertir meira en langtíma-  
fjárfestar en ekki svo miklu nemi. Hlutfallsleg skerðing þeirra nam 60,8% að meðaltali. Á grund-  
velli vilja ráðherra um dreift og fjölbreytt eignarhald og afstöðu Bankasýslunnar um að einka-  
fjárfestar hafi verið skertir umfram almenna fjárfesta í frumútboðinu í júní 2021 nam skerðing  
þó ekki meiru en raun bar vitni.

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

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

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

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

Greining Ríkisendurskoðunar á tilboðabókinni leiðir í ljós að ekki hefði þurft að skerða hlutdeild langtímafjárfesta við söluverð allt að 120,5 kr. á hlut. Embættið bendir þó á að við það verð hefði heildareftirspurn einungis verið 32% umfram framboð.

Eins og rakið var hér að framan var fyrr í ferlinu gefið út leiðbeinandi lokaverð, 117 kr. á hlut. Ríkisendurskoðun tekur undir þau sjónarmið að óhefðbundið og áhættusamt hefði verið að víkja frá því við endanlega ákvörðun söluverðs, enda kynni slíkt að hafa áhrif á samsetningu kaupendahópsins. Engu að síður dregur þessi samanburður fram í dagsljósið að betri framkvæmd sölunnar og áreiðanlegri greining á eftirspurn þegar leiðbeinandi lokaverð var ákvarðað hefði mögulega getað skilað meiri tekjum í ríkissjóð.

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

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

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

Nafn	Áskriftir	Úthlutun	Hlutfall
Erlendur fjárfestir 1	1.687.140.000	1.053.000.000	37,6%
Erlendur fjárfestir 2	79.560.000	46.800.000	41,2%
Erlendur fjárfestir 3	392.000.310	198.900.000	49,3%

*Heimild: Bankasýsla ríkisins*

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

Komið hefur fram að ekki var samhljómur milli Bankasýslunnar og fjármála- og efnahagsráðuneytis um upplýsingagjöf að sölu lokinni, þ.e. varðandi upplýsingar um þá aðila sem keyptu hluti af íslenska ríkinu í söluférlinu. Bankasýslan taldi að vegna lagaákvæða um þagnarskyldu í lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki væri óvarlegt að gera yfirlitið aðgengilegt almenningi en að mati ráðuneytisins falla upplýsingar um viðskipti á milli ríkissjóðs og fjárfesta ekki undir bankaleynd. Með hliðsjón af mikilvægi þess að gagnsæi ríki um ráðstöfun opinberra hagsmuna birti ráðuneytið yfirlitið eins og áður segir 6. apríl 2022. Sú staðreynd að Bankasýsla ríkisins og fjármála- og efnahagsráðuneyti hafi ekki verið búin að skera úr um þetta atriði áður en til sölu kom var óheppileg enda til þess fallin að skapa aukna tortryggni um söluna. Ríkisendurskoðun telur mikilvægt að gæta gagnsæis í upplýsingagjöf til almennings þegar verið er að selja eignarhluti ríkisins í fjármálafyrirtækjum og að sjónarmið um að upplýsa þurfi um kaupendur hljóti að veða þyngra en ákvæði um bankaleynd. Til að tryggja fulla sanngirni gagnvart tilboðsgjöfum hefði mátt kveða á um slíka upplýsingagjöf í útboðsskilmálum.

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

Fjármála- og efnahagsráðuneyti lagði áherslu á að fjárfestar af sambærilegum toga myndu sæta sambærilegri meðferð. Með öðrum orðum að jafnræðis yrði gætt í sölufjerlinu. Samkvæmt kynningu sem ráðuneytið fékk að sölufjerlinu loknu, þann 4. apríl 2022, kom fram að aðilar í sama fjárfestaflokki hafi sætt sambærilegri meðferð hvað tilboð varðar. Þannig hafi jafnræðis milli hæfra fjárfesta sölufjerlisins verið gætt í samræmi við meginreglur í 3. gr. laga nr. 155/2012 um sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Athygli vekur að hlutfallsleg úthlutun til innlendra og erlendra aðila var ákveðin í fyrsta skrefi úthlutunarferlisins og virðist því lítið sem ekkert hugað að jafnræði milli sambærilegra fjárfesta með mismunandi ríkisfang.

Annmarkar sölufjerlisins sem Ríkisendurskoðun fjallar um í þessari úttekt eru fjölþættir og lúta bæði að undirbúningi og framkvæmd sölunnar. Ljóst má vera að orðsporðsáhætta við sölu opinberra eigna var vanmetin fyrir sölufjerlið 22. mars af Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneyti og þingnefndum sem um málið fjölluðu í aðdraganda sölunnar.



Ríkisendurskoðun  
Bríetartúni 7 – 105 Reykjavík  
Sími 448-8800  
[postur@rikisendurskodun.is](mailto:postur@rikisendurskodun.is) – [www.rikisendurskodun.is](http://www.rikisendurskodun.is)