

Til: Fjármála- og efnahagsráðherra

Frá: Bankasýslu ríkisins

Dags.: 14. febrúar 2018

Efni: Vegna fyrirspurnar ráðherra

Inngangur

Með bréfi frá fjármála- og efnahagsráðherra, dags. 24. janúar 2018, óskaði ráðherra eftir því að Bankasýsla ríkisins (hér eftir „Bankasýslan“) upplýsti ráðuneytið um framvindu þeirra atriða sem fjallað var um í tveimur minnisblöðum til ráðherra, annars vegar um málefni Arion banka hf. (hér eftir „Arion“) og hins vegar um kauprétt Kaupskila ehf. (hér eftir „Kaupskil“), sem er dótturfélag Kaupþings ehf. (hér eftir „Kaupþing“), á 13% eignarhlut ríkisins í Arion. Jafnframt var óskað eftir því að stofnunin lýsti afstöðu sinni til helstu kosta sem kunna að vera fyrir hendi varðandi framhald eignarhalds ríkisins á eignarhlutum í Arion.

Hér á eftir fer samantekt á framangreindum atriðum sem stofnunin hefur skoðað ofan í kjölinn. Í viðauka A er ítarlegri umfjöllun. Í viðauka B er síðan umfjöllun um eldri hluthafasamkomulag vegna Íslandsbanka og Landsbankans til upplýsingar.

Framvinda um málefni Arions

Fulltrúi Bankasýslu ríkisins í stjórn Arion hefur tjáð stofnuninn að tillaga um arðgreiðslu Arion í hlutum í Valitor hefur ekki komið til frekari umræðu innan stjórnarinnar. Af þeim sökum hefur Bankasýslan ekki gripið til úrræða til að gæta hagsmuna ríkissjóðs, m.a. um beitingu neitunarvalds og kröfu um lögþann á framkvæmd arðgreiðslunnar yrði hún samþykkt á hluthafafundi. Bankasýslan hefur áður greint ráðuneytinu frá því að stofnunin er að meta hvort rétt sé að kalla eftir upplýsingum um annars vegar um sölu Arion á eignarhlut í Bakkavör og hins vegar um atriði er lúta að málefnum United Silicon. Stofnunin hefur enn ekki kallað eftir neinum upplýsingum, m.a. í ljósi áframhaldandi óformlegra viðræðna hennar og Kaupþings um nýtingu kaupréttarins.

Á hluthafafundi Arion sem fram fór í þann 12. febrúar sl. var ákveðið að taka upp í samþykktir bankans tímabundna heimild til stjórn bankans um að kaupa eigin hluti. Jafnframt samþykkti hluthafafundur tillögu stjórnar bankans um skilyrta arðgreiðslu til hluthafa bankans. Þessar tillögur voru samþykktar af Kaupþing/Kaupskilum og Attestor, sem halda á rúmlega 67% hlutafé í bankanum. Bankasýslan greiddi atkvæði gegn báðum tillögum og bókaði mótmæli.¹

¹ Mótmæli við kaup á eigin bréfum byggðu á því að stjórn Arions væru ekki settar nægjanlegar skorður við kaupverð og framkvæmd. Mótmæli við arðgreiðsluna voru á þeim grundvelli að stofnunin teldi annars vegar að arðgreiðslan ætti að koma strax til framkvæmda og hins vegar að arðgreiðslan ætti ekki vera háð viðskiptum á

Framvinda varðandi kauprétt

Eins og Bankasýslan hefur áður greint ráðuneytinu frá þá hefur Kaupskil einhliða og ótvíræðan samningsbundinn rétt til að kaupa 13% hlut íslenska ríkisins í Arion á grundvelli hluthafasamkomulags á milli ríkissjóðs, Kaupskila og Arion, dags. 3. september 2009. Um heimild ráðherra að selja eignarhluti til að uppfylla skyldur ríkisins sem leiða af nýtingu þessa kaupréttar var fjallað sérstaklega um í 2. mgr. 1. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Stofnunin býst við því að fá tilkynningu frá Kaupþingi um nýtingu réttarins á morgun 15. febrúar og að samhliða muni Kaupþing bjóða Arion að kaupa hluta af eignarhlut félagsins í bankanum á sama verði. Kaupþing hefur gefið til kynna fyrirætlanir um að uppgjör viðskipta fari fram 21. febrúar nk. sem og uppgjör á sölu 5,34% hlutar í bankanum, sem tilkynnt var fyrr í dag.

Að dómi Bankasýslunnar er ávöxtun ríkissjóðs, sem lögð er til grundvallar útreikningi á kaupréttarverðinu, góð, bæði með tilliti til undirliggjandi vaxta og áhættuálags.² Kaupréttarverðið gefur ríkissjóði 5% ávöxtun umfram áhættulausa vexti, eða 10,8%. Er það mun betri ávöxtun en aðrir evrópskir ríkissjóðir hafa notið vegna fjárfestinga í bönkum. Kaupverðið, sem er 23,4 ma.kr., samsvarar 0,813x af bókfærðu virði eigin fjár bankans 30. september sl., en Kaupþing bauð lífeyrissjóðunum að kaupa hluti í bankanum á verði sem samsvaraði 0,805x, sem lífeyrissjóðirnir höfnuðu.³ Nýting kaupréttarins fylgir enginn kostnaður, eins og hefðbundin sala eignarhlutanna myndi hafa í för með sér. Þá minnkar fjárhagsleg áhætta ríkissjóðs vegna hlutabréfaeignar í viðskiptabönkum við nýtingu kaupréttarins, í samræmi við yfirlýsta stefnu ríkisstjórnarinnar. Það er því niðurstaða Bankasýslunnar að nýting Kaupskila á kauprétti sínum sé farsæl fyrir ríkissjóð, frekar en að halda á hlutunum eða selja samhliða frumútboði á hlutum í bankanum. Þannig falla á brott ákveðin verndunarákvæði, sem Bankasýslan nýtur nú í hluthafasamkomulagi við aðila, að lokinni skráningu, og því ástæðulaust að bíða með sölu á eignarhlutum, sérstaklega í ljósi heildaráhættu ríkisins sem stærsti hluthafi annarra viðskiptabanka.

Framhald eignarhalds ríkisins á eignarhlutum í Arion

Kaupskil nýta kauprétt

Við nýtingu kaupréttarins þarf Bankasýslan að hafa tvennt í huga. Í fyrsta lagi að standa fast á ströngustu túlkun kaupréttarákvæða samkomulagsins ríkissjóði í hag. Að mati Bankasýslunnar hefur stofnunin staðið vaktina vel og tryggt bestu mögulegu útkomuna fyrir ríkissjóð með hliðsjón af fyrirfram ákveðinni aðferð við útreikninga á kaupréttarverði. Í öðru lagi þarf Bankasýslan að tryggja að nýting kaupréttarins fari fram samkvæmt þeim lögum, sem gilda um sölumeðferð eignarhluta ríkisins og framsal ríkisins á eignum sínum. Er að finna nánari upplýsingar þar að lútandi í sérstöku minnisblaði sem ráðuneytið hefur undir höndum.

milli hluthafa bankans. Af þeim sökum teldi stofnunin að tillögurnar væru ekki í samræmi við ákvæði eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki um jafnfræði hluthafa og vandaða stjórnarhætti.

² Sjá nánari rökstuðning í viðauka A við þetta minnisblað.

³ Þegar þetta er ritað hefur Arion ekki birt ársreikning sinn fyrir árið 2017, en skv. áætlun bankans átti að birta reikninginn í dag.

Kaupskil nýta ekki kauprétt

Ef Kaupskil ákveða hins vegar að svo stöddu að nýta ekki kaupréttinn eru nokkur atriði í náinni framtíð, sem Bankasýslan þarf að taka ákvörðun um, og nokkur langtíma álitæfni, sem stofnunin í samstarfi við ráðuneytið þurfa að athuga og rýna vandlega.

Í fyrsta lagi þarf Bankasýslan að taka afstöðu til þess hvort að stofnunin muni vilja selja Arion hlut ríkisins í bankanum og taka þannig þátt í kaupum bankans á eigin hlutum, sem samþykkt var á hluthafafundi 12. febrúar sl. Það getur verið ýmsum annmörkum háð. Þannig takmarkast kaup bankans einungis við 10% hlut. Loksins er mikil óvissa um verðið, en bankinn hefur heimild til að kaupa eigin hluti á 1 kr til 94,177 kr. hvern hlut. Til samanburðar samsvarar kaupréttarverðið 90,087 kr. á hvern hlut. Þá má ætla að slíkt sölufæri taki mun lengri tíma, þar sem ferlið þarf að fara eftir ákvæðum 2. gr. til 5. gr. laga nr. 155/2012. Að lokum má geta þess að stofnunin greiddi atkvæði gegn tillögunni á hluthafafundi.

Í öðru lagi þarf Bankasýslan að taka afstöðu til ýmissa atriði er lúta að málefnum Arion (Valitor arðgreiðsla, United Silicon og Bakkavör) í því skyni að umsýsla eignarhlutarins verði í samræmi við eigandastefnu ríkisins. Eftirfylgni stofnunarinnar vegna þessara mála gæti hins vegar sett fyrirætlanir um almennt útboð hluta í uppnám og því raskað öðrum hagsmunum ríkissjóðs tengdum almennu útboði á hlutum í Arion. Hins vegar má gera ráð fyrir því óskað verði eftir samþykki stofnunarinnar að undirgangast sölubann í 180 daga (e. lock-up agreement) eftir frumútboð Arion, eins og stofnunin lýsti sig reiðubúna að gera á síðasta ári, m.a. til að tryggja farsælt almennt útboð. Slíkt sölubann mun vera ríkissjóði til hagsbóta vegna hagsmuna tengdum samningum um stöðugleikaframlag Kaupþings.

Varðandi önnur langtíma álitæfni þá er nauðsynlegt að Bankasýslan þrýsti á frekari arðgreiðslur af hálfu Arion, en bankinn hefur mikið svigrúm til arðgreiðslna. Þá þarf að skoða nánar hvort og/eða hvernig eignarhlutur í Arion verði seldur eða hvort aðrir eignarhlutir íslenska ríkisins í fjármálafyrirtækjum séu fýsilegri söluvara að teknu tilliti til ýmissa atriða og aðstæðna.⁴

⁴ Sjá ítarlegri umfjöllun um þessi atriði í viðauka A.

Viðauki A: Ítarlegri umfjöllun og forsendur vegna fyrirspurnar ráðherra

Bankasýslan hefur ekki enn þurft að grípa til frekari aðgerða vegna framvindu þeirra atriða, sem stofnunin tilgreindi í minnisblaði sínu, m.a. vegna áframhaldandi óformlegra viðræðna um nýtingu kaupréttarins. Varðandi kosti um eignarhald ríkisins í bankanum, þá getur stofnunin eða ríkið lítið aðhafst, ákveði Kaupskil að nýta samningsbundinn rétt sinn. Telur Bankasýslan að ávöxtun ríkissjóðs á hlutafjárframlagi til bankans sé vel ásættanleg sem og kaupréttarverðið. Sala eignarhlutar ríkisins í Arion vegna nýtingar kaupréttarins dregur einnig úr fjárhagslegri áhættu ríkissjóðs vegna eignarhalds á fjármálafyrirtækjum í samræmi við áherslur ríkisstjórnarinnar. Þá verða ákveðnar breytingar á hluthafasamkomulagi aðila, sem halla munu á Bankasýsluna, við almennt útboð og skráningu hluta í Arion á skipulegum verðbréfamarkaði (hér eftir „frumútboð“), sem búist er við að ljúki í lok maí. Loks virðist það rökrétt að ríkið selji fyrst minnsta eignarhlut ríkisins og nýti reynsluna af frumútboði á hlutum í Arion við sölu á hlutum ríkisins í Íslandsbanka og Landsbankanum.

Kaupréttur Kaupskila á hlut ríkisins fellur ekki úr gildi fyrr en að Kaupþing hefur selt allan hlut sinn í Arion og gæti því nýtt hann eftir frumútboðið. Búast má við því að Morgan Stanley, umsjónaraðili frumútboðsins, óski eftir því við alla núverandi hluthafa Arion að þeir haldi á hlutum í bankanum í að lágmarki 180 daga eftir frumútboðið, í samræmi við viðteknar venjur á hlutabréfamörkuðum. Er þá mikilvægt að Bankasýslan beiti sér fyrir því í kjölfarið að Arion ráðist í arðgreiðslur á því tímabili, þannig að ríkissjóður nái að hámarka endurheimtur og ávöxtun á hlutafjárframlagi sínu til bankans. Þá mun stofnunin samhliða vinna með ráðuneytinu að hugmyndum um sölu á eignarhlutum. Hins vegar er ekki er víst að sala á eignarhlut ríkisins í Arion geti farið fram strax að loknu þessu 180 daga tímabili, m.a. vegna þess að gera má ráð fyrir því að Kaupþing ráðist strax að því loknu í sölu á eftirstandandi hlut sínum í bankanum, enda má ætla að félagið sé undir meiri þrýsting en ríkissjóður að selja hlut sinn. Þá geta áform annarra hluthafa bankans, sem eru óljós á þessari stundu, einnig haft áhrif. Loksins getur verið ráðlegt að selja ekki hlut ríkisins í Arion fyrr en að loknu almennu útboði á hlutum í öðrum bönkum í eigu ríkisins. Að þessu sögðu er það niðurstaða Bankasýslunnar að best væri fyrir ríkissjóð að kauprétturinn yrði nýttur, m.a. í ljósi þess að kaupréttarverðið og ávöxtun ríkisins á hlutafjárframlagi eru ásættanleg, verndunarákvæði Bankasýslunnar í hluthafasamkomulagi aðila falla út við frumútboð bankans og fjárhagsleg áhætta ríkisins vegna eignarhaldsins minnkar.

Framvinda atriða sem fjallað var um í minnisblaði um Arion

Í fyrrgreindu minnisblaði vakti Bankasýslan athygli ráðherra á fjórum þáttum í rekstri Arion, þ.e. (1) stjórnarháttum Arion, (2) sölu bankans í gegnum dótturfélag sitt BG12 slhf. (hér eftir „BG12“) á hlut í Bakkavor Group Limited, sem síðar var skráð á skipulegan verðbréfamarkað sem Bakkavor Group plc (hér eftir „Bakkavor“), (3) fjárfestingar bankans og tengdra sjóða í félaginu Sameinað Sílikon hf. (hér eftir „United Silicon“) og tengdra aðila og (4) fyrirhugaða arðgreiðslu í formi hlutabréfa bankans í Valitor Holding hf. (hér eftir „Valitor“). Telur stofnunin rétt að vekja athygli ráðherra á framvindu tveggja mála, annars vegar fyrirhugaðri arðgreiðslu af hálfu bankans á hlutum í Valitor og hins vegar stöðu United Silicon.

Þann 18. janúar sl. var haldinn stjórnarfundur í Arion, þar sem afgreiða átti tillögu um að bankinn greiddi hlutabréf sín í Valitor sem arð til hluthafa. Til undirbúnings þessum fundi hafði verið haldinn annar stjórnarfundur í bankanum þann 10. janúar sl., þar sem kostir arðgreiðslunnar voru kynntir fyrir

stjórn bankans. Fyrir þann stjórnarfund átti Bankasýslan fund með fulltrúa stofnunarinnar í stjórn Arion og afhenti henni ítarleg gögn, sem stofnunin hafði útbúið, þannig að fulltrúi stofnunarinnar í stjórn bankans gæti varpað fram gagnrýnum spurningum á stjórnendur hans og aðra stjórnarmenn við umræður um tillöguna. Var þar m.a bent á að Arion gæti verið að fara á mis við 20% til 40% af virði eignarhlutar bankans í Valitor með arðgreiðslu, í stað sölu á öllu hlutfé bankans í félaginu í opnu sölufarli, eins og Bankasýslan taldi ákjósanlegt með bréfi sínu til bankans 19. júlí sl. Var einnig rætt að arðgreiðsla á hlutum í óskráðu félagi með þessum hætti ætti sér engin fordæmi. Þá var bent á að mikið hefði verið um sölur á evrópskum félögum í greiðslumiðlun, eins og Valitor, á árinu 2017, þar sem félögin voru seld í heilu lagi til fjölbreyttra kaupenda. Kom fulltrúi Bankasýslunnar í stjórn Arion þessum ábendingum á framfæri á stjórnarfundinum 10. janúar sl., en fulltrúinn hafði tjáð Bankasýslunni að hann hygðist beita neitunarvaldi skv. hluthafasamkomulagi aðila ef til þess kæmi að tillagan um arðgreiðsluna yrði lögð fram til samþykktar stjórnar.

Á fundi stjórnarformanna og forstjóra Bankasýslunnar og Arion, sem haldinn var eftir þennan stjórnarfund bankans, færðu fulltrúar bankans rök fyrir arðgreiðslunni, sem fulltrúar Bankasýslunnar gátu alls ekki tekið undir, m.a. í ljósi framangreindra upplýsinga. Var fulltrúum Arion einnig gerð grein fyrir því að fyrirhuguð arðgreiðsla hefði verið rædd á vettvangi ráðherranefndarinnar. Eftir fundinn áttu Kaupþing og Arion í óformlegum samskiptum við Bankasýsluna, þar sem gefið var í skyn að horfið yrði frá því að afgreiða tillöguna á stjórnarfundinum 18. janúar. Þrátt fyrir þessar upplýsingar lagði Bankasýslan ríka áherslu við fulltrúa sinn í stjórn Arion að bóka athugasemdir sínar við fyrirætlanir um arðgreiðslu á hlutum í Valitor í fundargerð stjórnar. Að morgni 19. janúar sl. átti Bankasýslan símafund með fulltrúa stofnunarinnar í stjórn Arion og var stofnuninni tjáð að tillagan um arðgreiðslu í hlutum í Arion hefði aldrei komið til umræðu. Af þeim sökum hefur Bankasýslan ekki gripið til þeirra úrræða, sem talin voru upp í minnisblaðinu, til að gæta hagsmuna ríkissjóðs sem eiganda 13% hlutar í Arion, m.a. um beitingu neitunarvalds og kröfu um lögþann á framkvæmd arðgreiðslunnar yrði hún samþykkt á hluthafafundi.

Þann 22. janúar sl. rann út heimild United Silicon til greiðslustöðvunar. Sama dag óskaði stjórn félagsins eftir því að það yrði tekið til gjaldþrotaskipta. Skv. tilkynningu Arion til kauphallarinnar á gjaldþrot United Silicon ekki að leiða til þess að bankinn færi frekar niður skuldir félagsins við bankann, en þegar hefur verið gert. Sömu leiðis kom fram í tilkynningunni, að Arion muni óska eftir því að taka yfir veðsettar eignir félagsins þar sem bankinn er með fyrsta veðrétt í viðkomandi eignum. Mun Bankasýslan spyrjast fyrir um málefni United Silicon og stöðu bankans gagnvart félaginu á kynningarfundum á ársuppgjöri bankans, sem fyrirhugað er að verði haldinn 15. febrúar n.k.

Í lokakafli minnisblaðsins um afstöðu Bankasýslunnar til málefna bankans kemur fram að það væri til skoðunar hjá stofnuninni að kalla eftir upplýsingum um annars vegar sölu Arion á eignarhlut í Bakkavör og hins vegar lánveitingum og hlutfjárframlögum bankans og sjóða í rekstri og stýringu hans til United Silicon og tengdra aðila hins vegar. Stofnunin hefur enn ekki gert það m.a. í ljósi áframhaldandi óformlegra viðræðna hennar og Kaupþings um nýtingu kaupréttarins, sem gerð verða frekari skil í næsta kafla.

Óformlegar viðræður Bankasýslunnar við Kaupþing vegna nýtingar Kaupskila á kauprétti

Inngangur

Þann 3. janúar sl. óskaði fulltrúi Kaupþings eftir því við Bankasýsluna að óformlegar viðræður myndu hefjast á milli aðila um nýtingu Kaupskila á einhliða kauprétti á grundvelli ákvæða hluthafasamkomulags á milli ríkissjóðs, Kaupskila og Arion dags. 3. september 2009. Hluthafasamkomulagið var gert á sínum tíma samhliða hluthafasamkomulagi ríkisins við stofnfjármögnun Íslandsbanka og Landsbankans. Breytingar voru síðan gerðar á hluthafasamkomulaginu vegna Arion með sérstöku viðaukasamkomulagi í janúar 2016, sem Bankasýslan samþykkti vegna annarra hagsmuna ríkisins tengdum sölu á hlutum Kaupskila, sem fjallað er um í samningi við Kaupþing um stöðugleikaframlag félagsins til ríkissjóðs. Eins og áður sagði virðist að fyrirætlan Kaupþings að tilkynna Bankasýslunni um nýtingu kaupréttarins á morgun, 15. febrúar.

Í hluthafasamkomulaginu er að finna réttindi og skyldur eins og í sambærilegum samningum á milli eigenda hlutafélags og félagsins sjálfs. Með samkomulaginu fékk ríkissjóður einn fulltrúa í aðalstjórn bankans og annan fulltrúa í varastjórn. Ríkissjóður öðlaðist einnig mikilvæga vernd sem minnihluta eigandi. Þannig hefur fulltrúi ríkisins neitunarvald um mikilvæg málefni, m.a. um viðskipti bankans við Kaupþing og tengda aðila. Þá hafði ríkissjóður rétt á að ganga inn í sölu (e. *tag along right*) á meira en helmings hlut í Arion af hálfu Kaupskila á sömu kjörum og kaupandi hlutanna fengi en það ákvæði var fellt úr gildi með viðaukanum í janúar 2016. Að sama skapi er ríkinu skylt að taka tillboði kaupanda á sams konar hlut Kaupskila í Arion á sömu kjörum (e. *drag along right*). Í fyrra ákvæðinu var um að ræða eðlilega minnihlutavernd og í síðara ákvæðinu eðlilega meirihlutavernd.⁵

Fleiri breytingar voru gerðar með viðaukanum í janúar 2016 til auðvelda sölu á eignarhlutum sem m.a. vörðuðu að nýjir hluthafar þurftu ekki að undirgangast hluthafasamkomulagið ásamt því að rétturinn til að tilnefna stjórnarmann og neitunarréttur fellur úr gildi þegar (a) 50% af hlut Kaupskila hefur verið framselt með beinum hætti eða gegnum almennt útboð hlutabréfa eða (b) 70% af hlut Kaupskila hefur verið framselt gegnum almennt útboð hlutabréfa. Er því ljóst að í kjölfar frumútboðsins virkjast þessi ákvæði, og má segja að með slíkum breytingum muni halla frekar á réttindi Bankasýslunar, en réttindi Kaupskila m.a. til að nýta kaupréttinn munu haldast óbreytt.

Ákvæði um kauprétt: Almenn

Samkvæmt hluthafasamkomulaginu hefur Kaupskil samningsbundinn rétt, sem er sérstaklega fjallað um í ákvæði 2. mgr. 1. gr. laga nr. 155/2012 um sölumæðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum, að kaupa hlut ríkisins í Arion. Kauprétturinn er virkur þar til hluthafasamkomulagið fellur úr gildi. Kaupréttarverðið á hvern hlut er reiknað miðað það að ríkissjóður ávaxti hlutafjárframlag sitt til bankans (eða áskriftarverð) á þeim árafjöldi, sem líður á milli stofndags bankans, þ.e. 18. október 2008 þegar ríkissjóður skráði sig fyrir öllu ógreiddu hlutafé í bankanum, og þess dags þegar Kaupskil nýtir kaupréttinn, sem nú er gert ráð fyrir að verði 21. febrúar nk. Ávöxtun ríkisins miðar við vexti á

⁵ Þess má geta að skylda ríkisins að taka kauptilboði þriðja aðila virðist vísa til kaupa ótengds þriðja aðila (e. a bona fide arm's-length purchaser which is not an [a]ffiliate of [Kaupskil]), en ekki ná til almenns útboðs og skráningar í kjölfarið.

ríkisskuldabréfinu RIKH 18 1009 á þessu tímabili, sem samsvarar tilteknum árafjölda, að viðbættu 5% álagi:

$$\text{Kaupréttarverð} = \text{Áskriftarverð} * (1 + \text{Vextir á RIKH 18 1009} + 5\%)^{\text{Árafjöldi}} - \text{Uppsafnaðar arðgreiðslur}$$

Að dómi Bankasýslunnar er ávöxtunarkrafa ríkissjóðs, sem lögð er til grundvallar útreikningi á kaupréttarverðinu, vel ígrunduð, bæði með tilliti til undirliggjandi vaxta og áhættuálags. Í fyrsta lagi samsvarar ávöxtunarkrafan þeim viðmiðum, sem fram komu í tilmælum Bankaráðs Seðlabanka Evrópu um ávöxtunarkröfu á endurfjármögnun ríkissjóða á evrópskum innlánsstofnunum (e. *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalizations*), sem birtust 20. nóvember 2008. Í tilmælunum kemur fram að ávöxtunarkrafan eigi að samsvara (a) vöxtum eða ávöxtunarkröfu á ríkisskuldabréfum viðkomandi lands (e. *the government yield of the country where the bank is domiciled*), að viðbættu (b) hlutabréfaáhættu álagi (e. *equity risk premium*) sem samsvaraði 5%, að viðbættu (c) viðbótarálagi (e. *an add-on fee*) sem samsvarar 1% til að mæta kostnaði. Í tilmælunum kemur fram að lægra viðbótargjald sé réttlætanlegt fyrir almenn hlutabréf. Af þessu má sjá að ávöxtunarkrafa ríkissjóðs skv. kaupréttarverðinu er í samræmi við fyrrgreind viðmið. Í öðru lagi samsvarar ávöxtunarkrafan skv. kaupréttarverðinu þeirri ávöxtunarkröfu sem Bankasýslan gerir nú til bankanna. Í þriðja lagi samsvarar ávöxtunarkrafan fjárhagslegum markmiðum annarra íslenskra banka um arðsemi eigin fjár. Þannig hefur Íslandsbanki birt fjárhagsleg markmið um arðsemi eigin fjár umfram áhættulausa vexti á bilinu 4% til 6%. Í fjórða lagi er það áhættuálag, sem ríkissjóður gerði til hlutafjárframlags til Arion, í fullu samræmi við áhættuálag, sem ríkissjóður lagði á víkjandi lán til Arion og Íslandsbanka við stofnfjármögnun þeirra, og var 4% umfram LIBOR.

Þann 29. janúar sl. átti Bankasýslan fund með Kaupþingi vegna nýtingar kaupréttarins. Á þeim fundi kom fram að Kaupskil hefði gert 23 lífeyrissjóðum skriflegt tilboð um að kaupa sameiginlega að lágmarki 5,0% hlutafé í bankanum á 0,805x af bókfærðu virði alls hlutafjár Arion þann 30. september eða 31. desember, 2017, hvort sem er lægra. Ekkert varð af sölu til lífeyrissjóðanna hins vegar. Hins vegar var tryggingarfélagum og rekstarfélögum lífeyrissjóða boðið að koma að borðinu. Þann 14. febrúar tilkynnti Kaupþing um sölu á 5,34% hlut í Arion til núverandi hluthafa (2,8%) og fyrrgreindra innlendra aðila (2,54%).

Ákvæði um kauprétt: Samanburður við bókfært virði hlutafjár

Ávöxtunarkrafa ríkisins á hlutabréfafjárfestingu í Arion út frá kaupréttarákvæðunum miðaði ekki við að Kaupskil hefði heimild til að kaupa hlutinn á ákveðnu margfeldi af hagnaði bankans eða undirliggjandi bókfærðu virði hlutafjár eigenda hans, heldur að ríkissjóður fengi ávöxtun á fjárfestingu sinni í samræmi við áhættu. Hins vegar er eðlilegt að kaupréttarverðið sé borið saman við bókfært virði hlutafjár eigenda bankans þann 30. september sl., eins og gert er í töflu 1.

Tafla 1: Eigið fé hluthafa Arion 30. september 2017 (ma.kr.)⁶

	<u>Allir hluthafar</u>	<u>Ríkissjóður</u>
Eignarhlutur	100%	13%
Eigið fé hluthafa	221,5	28,8
Óefnislegar eignir	<u>(12,8)</u>	<u>(1,7)</u>
Eigið fé hluthafa að frádregnum óefnislegum eignum	208,8	27,1
Kaupréttarverð ⁷	180,2	23,4
<i>Sem margfeldi af:</i>		
Eigin fé hluthafa	0,813x	
Eigin fé hluthafa að frádregnum óefnislegum eignum	0,863x	

Tafla 1 sýnir að kaupverðið samsvarar 0,813x af bókfærðu eigin fé hluthafa bankans þann 30. september sl. Fjárfestar í hlutabréfum í bönkum líta hins oft til virði hlutafjár, sem margfeldi af bókfærðu virði hlutafjár eigenda að frádregnum óefnislegum eignum (e. *tangible shareholders' equity*). Þar sem Arion bókfærir óefnislegar eignir að fjárhæð 12,8 ma.kr., samsvarar kaupréttarverðið hærra margfeldi, eða 0,863x að frádregnum óefnislegum eignum. Kaupþing er hins vegar að bjóða lífeyrissjóðunum að kaupa hluti í bankanum á verð sem samsvarar 0,805 af bókfærðu virði samtals eiginfjár, sem er lægra en kaupréttarverð ríkisins, sem er 0,813x.⁸

Bankasýsla ríkisins hefur ekki látið gera formlegt verðmat á eignarhlut ríkisins í bankanum. Á undanförunum mánuðum hefur stofnunin hins vegar átt fundi með alþjóðlegum fjárfestingarbankanum m.a. um þróun á evrópskum mörkuðum á hlutabréfum og skuldabréfum banka. Í samtölum stofnunarinnar við fjárfestingarbankan hefur ekkert komið fram, sem bendir til þess, að verðmæti hlutabréfa í íslenskum bönkum verði hærra, sem margfeldi af eigin fé hluthafa en það sem kaupréttarverðið samsvarar, þ.e. 0,85x af bókfærðu virði eigin fjár hluthafa að frádregnum óefnislegum eignum. Þá bendir könnun Bankasýslunnar til þess að með nýtingu kaupréttarins væri ríkissjóður að fá eina bestu ávöxtun á meðal evrópskra ríkja við fyrstu sölu á eignarhlut í banka.

Kostir varðandi eignarhald ríkisins á Arion

Inngangur

Að ofangreindu er ljóst að þeir kostir, sem ríkið stendur frammi fyrir sem eigandi í náinni framtíð, eru tveir: (1) Annars vegar nýtir Kaupskil kauprétt sinn á hlut ríkisins í Arion fyrir almennt útboð og skráningu hluta í bankanum, ríkið selur hlutinn og verður ekki lengur eigandi bankans. (2) Hins vegar nýtir Kaupskil ekki kauprétt sinn og ríkið verður áframhaldandi eigandi á hlut í bankanum. Verður afstöðu Bankasýslunnar, sem umsýsluaðila á eignarhlutum ríkissjóðs í Arion, til þessara kosta lýst hér á eftir. Samkvæmt opinberum upplýsingum um samninga vegna stöðugleikaframlags Kaupþings í

⁶ Heimild: Arion, Bankasýslan.

⁷ Í töflunni er gert ráð fyrir að kaupréttarverðið sé 23,0 ma.kr. Á þessari stundu eru hins vegar vísbendingar um að það verði um 23,4 ma.kr.

⁸ Samanburðurinn er annars vegar við eigið fé hluthafa og hins vegar samtals eigið fé, en hverfandi munur er þar á milli vegna lítillar hlutdeildar minni hluta eigenda í dótturfyrirtækjum bankans.

tengslum við nauðasamninga félagsins, telur Bankasýslan að ákvörðun Kaupskila um nýtingu kaupréttarins hafi ekki sérstök áhrif á aðra fjárhagslega hagsmuni ríkisins vegna væntanlegs almenns útboðs á hlutum í Arion. Þá telur stofnunin jafnframt að slík ákvörðun muni ekki hafa áhrif á verðmæti annarra eignarhluta ríkisins í viðskiptabönkum.

Ef Kaupskil ákveður að nýta kaupréttinn fellur hluthafasamkomulag aðila að sjálfsgöðu úr gildi. Ef Kaupskil ákveða hins vegar að nýta ekki kaupréttinn, munu öll verndarákvæði Bankasýslunnar í hluthafasamkomulaginu halda sér þar til þau falla úr gildi við frumútboð Arion. Kaupþing hefur upplýst Bankasýsluna að nú standi til að tilkynna um fyrirætlanir um frumútboð í Arion (e. *intention to float*) 28. apríl n.k. og er þá ljóst að fjárhagsupplýsingar muni miða við rekstrar- og efnahagsreikning bankans fyrir fyrsta ársfjórðung ársins 2018, sem áætlað er að verði birtur 2. maí n.k. Það þýðir að eftir nýtingu kaupréttarins eða frumútboðið gæti Arion greitt út eignarhluti í Valitor, sem arð til hluthafa bankans fyrir frumútboðið, þar sem neitunarvald fulltrúa ríkisins í stjórn bankans verður fallið úr gildi.

Ljóst er að tveir þættir muni ráða því hvort að Kaupskil nýti kaupréttinn. Annars vegar virðist mikill vilji hjá öðrum hluthöfum og bankanum sjálfum að greiða eignarhluti í Valitor sem arð til hluthafa fyrir frumútboðið, en það mun reynast erfitt ef ríkið er enn eigandi á hlut í bankanum með neitunarvald. Þetta er ljóst af öllum samtölum Bankasýslunnar við fulltrúa þessara aðila. Þannig andmælir Kaupþing ekki lengur neinni af túlkunum Bankasýslunnar á kaupréttarákvæðum hluthafasamkomulagsins. Hins vegar getur verið mikilvægt fyrir alþjóðlega fjárfesta, sem vilja taka þátt í frumútboðinu, að fyrir hendi séu sterkir innlendir kjölfestufjárfestar til að auka trúverðugleiki á Arion sem fjárfestingarmöguleika fyrir þá. Þarf því Kaupþing og aðrir hluthafa að vega og meta þá hagsmuni sem í því felast að halda ríkissjóði sem hluthafa gagnvart þeim ábata sem þeir myndu njóta m.a. með arðgreiðslu á hlutum í Valitor.

Ákvörðun Kaupskila að nýta kauprétt á hlut ríkisins

Ef Kaupskil ákveða að nýta kaupréttinn, getur Bankasýslan eða ríkissjóður lítið aðhafst, þar sem rétturinn er samningsbundinn. Getur verið mikilvægt að stjórnvöld virði slíkan samningsbundinn rétt m.a. til að auka trúverðugleika alþjóðlegra fjárfesta í landinu. Þá er kaupréttarverðið vel ásættanlegt í öllum skilningi, eins og kom fram í umfjölluninni hér á undan, sem og ávöxtun ríkissjóðs á hlutafjárframlagi. Einnig fylgir nýtingu kaupréttarins enginn kostnaður, eins og sala eignarhlutanna í samræmi við lög nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum myndi hafa í för með sér. Að lokum minnkar fjárhagsleg áhætta ríkissjóðs vegna hlutabréfaeignar í viðskiptabönkum við nýtingu kaupréttarins, í samræmi við yfirlýsta stefnu ríkisstjórnarinnar. Þá getur verið rökrétt að ráðast fyrst í sölu á minnsta eignarhlut ríkissjóðs í viðskiptabönkunum.

Við nýtingu kaupréttarins þarf Bankasýslan að hafa tvennt í huga. Í fyrsta lagi að standa fast á ströngustu túlkun kaupréttarákvæða samkomulagsins ríkissjóði í hag. Hefur stofnunin gert það, m.a. með því að andmæla útreikningum og túlkunum Kaupþings á upphafsdegi samkomulagsins, á meðferð arðgreiðslna sem koma eiga til frádráttar kaupverðsins og á beitingu dagareglu (í stað vaxtagareglu) við útreikning á lengd tímabilsins. Í október 2016 óskaði Kaupþing eftir óformlegum viðræðum við Bankasýsluna um nýtingu kaupréttarins og lagði fram útreikning á kaupréttarverðinu, sem samsvaraði 15,5 ma.kr. Bankasýslan lagði fram eigin útreikning á kaupréttarverðinu, skv. túlkunum stofnunarinnar á ákvæðum hluthafasamkomulagsins, og var niðurstaða stofnunarinnar 20,0 ma.kr. Taldi stofnunin að

miða ætti við upphaf samningstímans við dagsetninguna 18. október 2008, þegar ríkissjóður lagði fram áskriftarlorforð á hlutafé, en ekki þann 8. janúar 2010, þegar Arion var endurfjármagnaður. Þá taldi stofnunin að ekki ætti að reikna ávöxtun á arðgreiðsur, sem draga ætti frá kaupréttarverðinu. Að lokum taldi Bankasýslan að réttast væri að miða árafjöldann við vaxtadagareglu skuldabréfsins. Virðist nú enginn ágreiningur á milli Bankasýslunnar og Kaupþings um útreikning kaupréttarverðsins.

Í öðru lagi þarf Bankasýslan að tryggja að nýting kaupréttarins fari fram samkvæmt þeim lögum, sem gilda um söluméðferð eignarhluta ríkisins og framsal ríkisins á eignum sínum. Er að finna nánari upplýsingar þar að lútandi í sérstöku minnisblaði, sem sent var ráðuneytinu samhliða þessu minnisblaði.

Eftir að ríkið losar hlut sinn í Arion með nýtingu kaupréttarins er nær öruggt að ráðandi hluthafar bankans muni ráðast í að þróa hugmyndir um frekari arðgreiðslur af hálfu bankans til hluthafa. Er líklegt að slíkar arðgreiðslur muni bæta endurheimtur og ávöxtun þessara hluthafa á fjárfestingum sínum í bankanum. Ríkissjóður mun hins vegar njóta að einhverju leyti slíks ábata m.a. vegna hlutdeildar í söluandvirði Kaupþings á hlutum í bankanum. Þá mun ríkissjóður eftir sem áður afla tekna af starfsemi Arion, bæði vegna sérstaks skatts á skuldir fjármálafyrirtækja og tekjuskatts.

Í ljósi ofangreindra sjónarmiða er það niðurstaða Bankasýslunnar að nýting Kaupskila á kaupréttar ákvæðum hluthafasamkomulagsins væri farsæl fyrir ríkissjóð.

Ákvörðun Kaupskila að nýta ekki kauprétt á hlut ríkisins

Ef Kaupskil ákveður hins vegar að svo stöddu að nýta ekki kaupréttinn, munu verndunarákvæði Bankasýslunnar í hluthafasamkomulaginu (um rétt til að tilnefna fulltrúa í stjórn og neitunarvald) falla úr gildi við frumútboð Arion. Þá þarf Bankasýslan að taka ákvörðun um ýmis atriði, þannig að tryggt sé að umsýsla eignarhlutarins verði í samræmi við eigandastefnu ríkisins.

Í fyrsta lagi, er viðbúið að Morgan Stanley óski eftir því við alla hluthafa og Arion að þeir samþykki að undirgangast sölubann í 180 daga (e. *lock-up agreement*) eftir frumútboð, eins og stofnunin lýsti sig reiðubúna að gera á síðasta ári, m.a. til að tryggja farsælt almennt útboð. Slíkt sölubann mun vera ríkissjóði til hagsbóta vegna hagsmuna tengdum samningum um stöðugleikaframlag Kaupþings. Í öðru lagi mun stofnunin þurfa að kalla eftir upplýsingum um (a) fyrirgreiðslu bankans og sjóða í rekstri hans til United Silicon og tengdra aðila og (b) sölu bankans á hlutum í Bakkavör, eins og rætt var um í fyrrgreindu minnisblaði til ráðherra. Eftirfylgni stofnunarinnar vegna þessara mála gæti hins vegar sett fyrirætlanir um almennt útboð hluta í uppnám og því raskað öðrum hagsmunum ríkissjóðs tengdum almennu útboði á hlutum í Arion. Í þriðja lagi, mun Bankasýslan þurfa að beita sér áfram gegn arðgreiðslu á hlutum bankans í Valitor, vakni sú hugmynd upp að nýju. Fulltrúi stofnunarinnar í stjórn Arion hefur neitunarvald þangað til að frumútboði Arion lýkur. Hins vegar gæti stofnunin alltaf beitt lögvörðum rétti sínum, sem eigandi meira en 1/10 hlutafjár, og óháð hluthafasamkomulaginu, til að tryggja að Arion fari ekki með beinum hætti gegn eigandastefnu ríkisins. Hér ber þó að geta þess að á fundi Bankasýslunnar og Kaupþings 29. janúar sl. kom skýrt fram af hálfu Kaupþings að engar fyrirætlanir væru um að stjórn Arion myndi fjalla um tillögu um arðgreiðslu með hlutabréfum í Valitor á meðan Kaupþing væri að vinna að sölu á hlutum í bankanum til lífeyrissjóðanna. Hins vegar gefur núverandi tímasetning á almennu útboði hluthöfum Arion tækifæri til að gera slíkt, en þó ekki á meðan

hluthafasamkomulag aðila er í gildi og neitunarvald fulltrúa ríkisins í stjórn bankans verður óraskað. Í fjórða lagi þarf Bankasýslan að þrýsta á frekari arðgreiðslur af hálfu Arion, en bankinn hefur mikið svigrúm til arðgreiðslna m.a. vegna þess að hann hefur ekki greitt arð til hluthafa síðan 2015, ólíkt Íslandsbanka og Landsbankanum. Í fimmta lagi þarf að hefja þróun á hugmyndum um sölu eignarhlutarins að loknu sölubanni.

Áður en fyrstu skref sölumeðferðar eignarhlutar ríkisins eru tekin, er mikilvægt að gera grein fyrir samsetningu hluthafahóps Arion, eins og hún er sýnd í töflu 2. Búast má við því að í frumútboðinu selji Kaupskil um 30% hlut í bankanum og að félagið ráðist sem fyrst að loknu 180-daga sölubanni í sölu á eftirstandandi 27,4% hlut í bankanum. Ljóst er að erfitt verður fyrir ríkissjóð að selja hlut sinn í samkeppni við Kaupskil og Kaupþing. Þá eru áform annarra núverandi hluthafa, þ.e. Attestor, Taconic, Och-Ziff og Goldman Sachs International ekki ljós, en þeir mynduðu fjárfestahóp, (hér eftir „fjárfestahópurinn“), sem keypti tæplega þriðjungshlut í bankanum í mars 2017. Ákveðið t.d. Attestor og Taconic að selja hluti sína er ljóst að slík sala geti valdið offramboði á hlutum í Arion á markaði. Er því mikilvægt að Bankasýslan meti kosti og galla annarra söluaðferða en almennra útboða. Þá er einnig ljóst að fjárfestahópurinn og aðrir hluthafar gætu í undantekningartilfellum beitt sér gegn Bankasýslunni og fækkað stjórnarmönnum, en slíkar ákvarðanir gætu leitt til þess að ríkissjóður yrði ekki öruggur um stjórnarsæti í bankanum, eftir að viðeigandi ákvæði hluthafasamkomulags aðila falla úr gildi. Í ljósi þess ágreinings, sem komið hefur upp á milli Bankasýslunnar og annarra hluthafa Arion, er ekki ljóst hvort að samstarf þeirra verði farsælt.

Tafla 2: Hluthafar Arion fyrir og eftir sölu á hlutum Kaupskila í bankanum

Hluthafi ⁹	Fyrir		Eftir		Eftir aðra sölu
	fyrstu sölu	Fyrsta sala	fyrstu sölu	Önnur sala	
Kaupskil	57,4%	-30,0%	27,4%	-27,4%	0,0%
Bankasýslan	13,0%		13,0%		13,0%
Attestor	10,4%		10,4%		10,4%
Taconic	10,0%		10,0%		10,0%
Och-Ziff	6,6%		6,6%		6,6%
Goldman Sachs International	2,6%		2,6%		2,6%
Aðrir hluthafar	0,0%	30,0%	30,0%	27,4%	57,4%
Samtals	100,0%		100,0%		100,0%
Fjárfestahópur		29,6%		29,6%	29,6%

Eins og fjallað var hér um hérna á undan, þarf íslenska ríkið að vega meta þá möguleika sem það hefur varðandi eignarhluti í Arion eftir að 180-daga sölubann rennur út.¹⁰ Í fyrsta lagi er mögulegt að halda á eignarhlutunum, hefja stjórnarsýslulegan og markaðslegan undirbúning að sölu á öðrum eignarhlutum í Íslandsbanka og/eða Landsbankanum og beita sér samhliða sem eigandi í Arion fyrir auknum

⁹ Nákvæmar upplýsingar um nöfn hluthafa og rekstrarfélaga sem stýra fjárfestingum þeirra er að finna í minnisblaði til ráðherra dags. 15. janúar sl. Tekur ekki tillit til sölu á 5,34% hlut Kaupþings, sem tilkynnt var um 14. febrúar, eða kaupum Arion á eigin hlutum.

¹⁰ Um slíkar söluaðferðir er fjallað nánar í skýrslu stofnunarinnar *Eignarhald og sala á Landsbankanum hf.:* *Stöðuskýrsla varðandi fyrirhugaða sölumeðferð* frá 8. janúar 2016.

arðgreiðslum. Með því fæst mögulega meira virði fyrir eignarhlutinn í Arion enda nema arðgreiðslur einum af bókfærðu innri virði bankans en það verð sem er verið að bjóða lífeyrissjóðum er 0,805x af bókfærðu virði alls eigin fjár. Í öðru lagi er mögulegt að hefja ferli við sölu á hlutum í gegnum alþjóðlega fjárfestingarbanka til valinkunnra fjárfesta/hluthafa á verði sem er nálægt því sem hlutirnir eru að ganga kaupum og sölum á í kauphöll (e. *accelerated bookbuild*). Slíkt ferli felur í sér að tilboð er gefið út til fjárfesta/hluthafa og þeim gefinn mjög stuttur frestur (einn til tveir dagar) til að skrá sig fyrir hlutum. Um er ræða ferli sem er mikið notað erlendis og meðal annars hefur verið nýtt af NLFÍ með góðum árangri við sölu á eignarhlut hollenska ríkisins í ABN AMRO eftir frumútboð. Í þriðja lagi væri hægt að dreifa þessum hlutabréfum til almennings. Í fjórða lagi væri mögulegt að selja með makaskiptasamningum, þ.e. að framselja eignarhlutinn gegn greiðslu í ríkisskuldabréfum. Í þessu sambandi má sérstaklega minnst á þann möguleika að ríkissjóður legði fram eignarhlutinn til LSR til þess að mæta skuldbindingum ríkissjóðs gagnvart lífeyrissjóðnum, eins og gert var í tilfalli valinna eigna Lindarhvals ehf. Í fimmta lagi gæti ríkissjóður gefið út skiptanleg skuldabréf (e. *exchangeable bonds*) sem myndu að ákveðnum tíma liðnum breytast í hlutabréf í Arion. Í sjötta lagi er mögulegt að Kaupskil nýti sér kaupréttinn eftir frumútboðið, en eins og hefur komið fram heldur félagið þessum rétti þangað til að allur hlutur Kaupþings í bankanum hefur verið seldur. Þrátt fyrir að vaxtastig í landinu hafi bein áhrif á ávöxtun eigin fjár banka, er þó rétt að benda á að miðað við núverandi stýrivexti og vexti á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabanka mun kaupréttarverðið einungis hækka um 9% árlega, en það gæti verið undir raunverulegri ávöxtun eigin fjár Arion.

Viðauki B: Hluthafasamkomulag vegna Íslandsbanka og Landsbankans

Eins og áður hefur komið fram gerðu ríkissjóður, Kaupskil og Arion hluthafasamkomulag dags. 3. september 2009. Um svipað leyti gerði fjármálaráðuneytið einnig hluthafasamkomulag við Íslandsbanka og forvera hans, Glitni banka hf. (hér eftir „Glitnir“), vegna 5% eignarhlutar í Íslandsbanka, sem og hluthafasamkomulag við Landsbankann og forvera hans, Landsbanka Íslands hf. (hér eftir „LBI“), vegna 81,3% eignarhlutar í Landsbankanum. Bankasýslan fór á sínum tíma með eftirlit með þessum samningum, sem féllu úr gildi eftir breytingar á eignarhaldi undirliggjandi banka, þ.e. í apríl 2013 vegna Landsbankans og í mars 2016 vegna Íslandsbanka.

Aðkoma ríkissjóðs að stofnfjármögnun þessara banka var með ólíkum hætti. Þannig lagði ríkissjóður fram mun hærra hlutfall af fjármögnun sinni til Arion og Íslandsbanka í formi víkjandi lána, sem nú hafa verið greidd upp, heldur en í formi hlutafjár, eins og fram kemur í töflu A1. Með þessu fyrirkomulagi lágmarkaði ríkissjóður verulega áhættu sína vegna stofnfjármögnunar nýju bankanna. Hins vegar naut ríkissjóður ábata af hlutafjárframlagi sínu til Landsbankans vegna uppgjörs á svokölluðu skilyrtu skuldabréfi, eins og fjallað er um á eftir.

Tafla A1: Fjárframlag ríkissjóðs við stofnun viðskiptabankanna (ma.kr.)¹¹

	<u>Arion</u>	<u>Íslandsbanki</u>	<u>Landsbankinn</u>	<u>Samtals</u>
<i>Fjárhæð</i>				
Víkjandi lán	32,4	24,8	-	57,2
Hlutafé	<u>9,9</u>	<u>6,3</u>	<u>122,0</u>	<u>138,2</u>
Samtals	42,3	31,1	122,0	195,4
<i>Hlutfall</i>				
Víkjandi lán	76,6%	79,7%	0,0%	29,3%
Hlutafé	<u>23,4%</u>	<u>20,3%</u>	<u>100,0%</u>	<u>70,7%</u>
Samtals	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Í tilfalli samkomulagsins vegna 5% hlutar í Íslandsbanka tryggði ríkissjóður sér einnig sterka minnihlutavernd, eins og sæti eins stjórnarmanns af sjö (eða um 14% af stjórnarmönnum), neitunarvald í ákveðnum málum, og rétt til upplýsinga umfram almenn réttindi hluthafa. Þá hafði ríkissjóður rétt til þess að ganga inn í sölu Glitnis á þriðjungs hlut í bankanum til ótengds aðila og veitti þess vegna kaupanda á samsvarandi hlut Glitnis rétt á að kaupa hlut ríkissjóðs á sama verði.¹² Þess má geta að ekki var samið um að Glitnir fengi kauprétt á hlut 5% ríkisins, enda hafði félagið, sem eigandi 95% hlutafjár, ásamt bankanum sjálfum, rétt til að innleysa hlut ríkissjóðs skv. 24. gr. laga nr. 2/1995. Að sama skapi hafði ríkissjóður rétt til að krefjast innlausnar á sínum 5% hlut af hálfu Glitnis skv. 26. gr. sömu laga. Af þeim sökum var ekki þörf að fjalla um slíka meirihluta og minnihluta vernd með sérstökum hætti í hluthafasamkomulaginu.

¹¹ Heimild: Ríkisendurskoðun.

¹² Í ákvæði hluthafasamkomulagsins sem fjallar um skyldur ríkissjóðs að taka tilboði kaupanda á þriðjungshlut Glitnis var sérstaklega tekið fram að um væri að ræða sölu til aðila sem væri ótengdur Glitni eða seljendum („bona fide arm's-length purchaser which is not an [a]ffiliate of a [s]elling [s]hareholder“) en ekki sölu í almennu útboði með skráningu í kjölfarið á skipulegum markaði. Er um að ræða nákvæmlega sama orðalag og í hluthafasamkomulaginu vegna Arion.

Í tilfelli samkomulagsins vegna 81,3% hlutar ríkissjóðs í Landsbankanum veitti ríkið, sem meirihluta eigandi, LBI, sem þá hélt á 18,7% hlut, sams konar minnihluta réttindi eins og ríkið fékk sem minnihlutaeigandi í Arion og Íslandsbanka. Að sama skapi fékk ríkið sams konar meiri hlutaréttindi eins og Kaupskil í tilfelli Arion og Glitnir í tilfelli Íslandsbanka. LBI fékk sæti eins stjórnarmanns af fimm, sams konar neitunarvald og fulltrúi ríkisins í stjórn Arion og rétt til að ganga inn í sölu ríkisins á meirihluta í bankanum. Á móti var LBI skylt að taka tilboði kaupanda á hlut ríkissjóðs á sömu kjörum. Þá fengu ríkið og LBI, sem hluthafar, ríkan rétt til upplýsinga af hálfu bankans umfram réttindi skv. lögum nr. 2/1995. Ríkið fékk þó ekki kauprétt á hlut LBI í bankanum samkvæmt hluthafasamkomulaginu, heldur möguleika á að eignast hlut LBI samkvæmt svokölluðum rammasamningu og samningi um útgáfu skuldabréfs (RASÚS, e. *Framework and Bond Issuance Agreement*), sem fjallaði um skuldabréfafjármögnun Landsbankans af hálfu LBI og endanlegt uppgjör á milli bankanna á fjármögnun.¹³

Það er niðurstaða Bankasýslunnar að aldrei hafi hallað á ríkissjóð vegna ákvæða undirliggjandi hluthafasamkomulaga eða samninga tengdum eiginfjármögnun ríkissjóðs við stofnun nýju bankanna. Í tilfelli Landsbankans endurheimti ríkissjóður að fullu þann eignarhlut, sem átti að falla honum í skaut vegna uppgjörs á svokölluðu skilyrtu skuldabréfi á milli LBI og Landsbankans. Af þeim sökum jókst eignarhlutur ríkissjóðs í bankanum úr 81,3% í 97,9% með tilheyrandi tekjufærslu að fjárhæð 24,9 ma.kr. Frá því að þessi hlutur féll í skaut ríkissjóðs hefur hann aflað 17,9 ma.kr. í viðbótar arðstekjur frá Landsbankanum. Í tilfelli Íslandsbanka fékk ríkið svo viðbótarfulltrúa í stjórn bankans við fjölgun stjórnarmanna og átti um tíma 22% stjórnarmanna, þrátt fyrir einungis 5% eignarhlut.

¹³ Samkvæmt þeim samningi lagði LBI fram veðtryggt skuldabréf að fjárhæð 274,8 ma.kr. við stofnun Landsbankans og var því lang stærsti kröfuhafi hans. Jafnframt var samið um að Landsbankinn myndi gefa út skilyrt skuldabréf að fjárhæð allt að 92,0 ma.kr. til LBI og LBI láta þess í stað af hendi eignarhlut sinn í bankanum til ríkisins og til starfsmanna hans.