

MINNISBLAÐ

Dags.: Reykjavík, 11. maí 2022

Efni: Jafnræði við sölumeðferð eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf.

Til: Bankasýslu ríkisins, Jóns G. Jónssonar forstjóra, Borgartúni 3, 105 Reykjavík

Frá: LOGOS lögmansþjónustu, Óttari Pálssyni hrl.

1 INNGANGUR

Þess hefur verið óskað að LOGOS leggi mat á hvort jafnræðis hafi verið nægilega gætt við sölumeðferð 22,5% eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf. sem lauk hinn 22. mars 2022 („útboðið“). Nánar tiltekið:

- Hvort skilyrði um að takmarka þátttöku í útboðinu við hæfa fjárfesta án viðbótarskilyrðis um lágmarkstilboð hafi falið í sér brot gegn jafnræðisreglu.
- Hvort fullnægjandi ráðstafanir hafi verið gerðar af hálfu Bankasýslu ríkisins til að tryggja aðgengi hæfra fjárfesta að útboðinu og jafnræði þeirra á milli.
- Hvort með ákvörðun um að skerða að fullu tilboð tveggja fjárfesta hafi jafnræðisregla verið brotin á þeim.

Í eftirfarandi umfjöllun okkar er fyrst vísað til þeirra lagareglna sem helst hafa þýðingu og lögskýringargagna þar sem við á (2. kafli). Í annan stað er stuttlega vikið að undirbúningi sölumeðferðarinnar og ákvörðunum í tengslum við hana (3. kafli). Í þriðja lagi er tekin afstaða til þeirra álitaefna sem fyrir okkur liggja (4. kafli). Loks eru helstu niðurstöður okkar dregnar saman (5. kafli).

2 LAGAREGLUR

2.1 Lög um Bankasýslu ríkisins

Um Bankasýslu ríkisins og störf hennar gilda lög nr. 88/2009.

Í 1.-3. mgr. 1. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins segir:

„Bankasýsla ríkisins er sérstök ríkisstofnun sem heyrir undir ráðherra.

Bankasýsla ríkisins fer með eignarhluti ríkisins í fjármálafyrirtækjum, í samræmi við lög, góða stjórnarsýslu- og viðskiptahætti og eigendastefnu ríkisins á hverjum tíma, og leggur þeim til fé fyrir hönd ríkisins á grundvelli heimildar í fjárlögum.

Bankasýsla ríkisins skal í starfsemi sinni leggja áherslu á endurreisn og uppbyggingu öflugs innlends fjármálamarkaðar og stuðla að virkri og eðlilegri samkeppni á þeim markaði, tryggja gagnsæi í allri ákvarðanatöku varðandi þátttöku ríkisins í fjármálastarfsemi og tryggja virka upplýsingamiðlun til almennings."

Þá segir í i. lið 1. mgr. 4. gr. laganna að verkefni Bankasýslu ríkisins séu meðal annars:

„Að gera tillögur til ráðherra um hvort og hvenær tilteknir eignarhlutir í fjármálafyrirtækjum verða boðnir til sölu á almennum markaði með hliðsjón af markmiðum stofnunarinnar, sbr. 3. mgr. 1. gr., og í samræmi við gildandi lög og markmið um dreifða eignaraðild.“

Í greinargerð með frumvarpi því sem síðar varð að lögum nr. 88/2009 segir:

„Með það í huga hversu stórt hlutverk fjármálastofnanir leika í nútímahagkerfi, og vegna þess að ríkið er stærsti eigandi fyrirtækja á þessum markaði, er afar mikilvægt að ríkissjóður hafi skýra stefnu sem eigandi umræddra félaga. Slík eigendastefna tekur á sjónarmiðum um starfshætti fjármálastofnana og því hvernig ríkið sem eigandi í þeim vill sjá þær þróast þannig að þær geti, hver fyrir sig og sem heild, styrkt og bætt íslenska fjármálakerfið. Þetta á sérstaklega við á næstu misserum þegar fjármálakerfið og efnahagslífið þarf að komast í gegnum mikla aðsteðjandi erfiðleika. Í þessu samhengi skiptir miklu að ríkið sem eigandi svo stórs hlutfalls fjármálafyrirtækja landsins hagi eigendaákvörðunum sínum með trúverðugum hætti þannig að ná megi fram eðlilegum viðskiptaháttum og virkri samkeppni á fjármálamarkaði þrátt fyrir að umrædd fjármálafyrirtæki séu í sömu eigu.“

Í ljósi þessa er í frumvarpinu lagt til að sérstakri stofnun, Bankasýslu ríkisins, verði falið að fara með eignarhluti ríkisins í fjármálafyrirtækjum meðan á uppbyggingu og endurreisn fjármálakerfisins stendur. Stofnunin verður fyrst og fremst rekin á faglegum forsendum með það að markmiði að byggja upp trúverðugt og traust fjármálakerfi á Íslandi til framtíðar og stuðla þannig að virkri og eðlilegri samkeppni á þessum markaði. Slík stofnun lúti sérstakri stjórn, fái rekstrarfé af fjárlögum og starfi á grundvelli eigendastefnu ríkisins.

[...]

Þá er Bankasýslu ríkisins falið að undirbúa og vinna tillögur um sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum og gera tillögur til fjármálaráðherra um hvort og hvenær fýsilegt sé að bjóða tiltekna eignarhluti til sölu á almennum markaði. Þegar endurreisn fjármálakerfisins er lokið er gert ráð fyrir því að stofnunin verði lögð niður og umsýslu þeirra eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum sem eftir standa verði hagað með hefðbundnum hætti í gegnum skýra eigendastefnu og eftirlit fjármálaráðuneytisins."

Með stofnun Bankasýslu ríkisins var samkvæmt þessu stefnt að því að eignarhald og sölumeðferð eignarhluta ríkisins færu fram á faglegum forsendum með það að markmiði að byggja upp trúverðugt og traust fjármálakerfi og stuðla að virkri samkeppni. Jafnframt

að störf stofnunarinnar samræmist þeirri stefnu sem mörkuð er í eigendastefnu ríkisins, eins og hún er á hverjum tíma.

2.2 Lög um opinber fjármál

Í 44. gr. laga nr. 123/2015 um opinber fjármál segir:

„Ráðherra mótar almenna eigendastefnu fyrir öll félög í eigu ríkisins. Í almennri eigendastefnu skal gera grein fyrir markmiðum og áherslum ríkisins með eignarhaldinu, ásamt þeim grunngildum sem skulu gilda um samskipti og upplýsingagjöf milli eiganda og félags.

Heimilt er ráðherra að setja sérstaka eigendastefnu fyrir einstök félög eða starfsemi á afmörkuðum sviðum ef sérstaða þeirra kallar á ítarlegri stefnu eða markmið eiganda en finna má í hinni almennu stefnu.

Ráðherra, eða hlutaðeigandi ráðherra eða ríkisaðili sem fer með fyrirvar eignarhlutar ríkisins í félagi, skal hafa eftirlit með að eigendastefnu sé framfylgt í starfsemi félaga í eigu ríkisins. Ef félag er í eigu fleiri aðila en ríkisins skulu þeir sem kjörnir eru í stjórn þess fyrir hönd ríkisins taka mið af þeim meginsjónarmiðum sem fram koma í þeirri eigendastefnu sem sett hefur verið fyrir viðkomandi svið eða félag.

Ráðherra tilnefdir í stjórnir félaga sem ríkið á eignarhlut í á grundvelli hæfni og menntunar eða reynslu. Ráðherra setur reglur um almenn og hlutlæg skilyrði fyrir vali til setu í slíkum stjórnnum og birtir þær opinberlega sem hluta af eigendastefnu.“

Í 45. gr. sömu laga segir:

„Við sölu, leigu og aðra ráðstöfun ríkiseigna, og eigna sem þarf að kaupa eða leigja vegna þarfa ríkisins, skal leggja áherslu á gagnsæi, hlutlægni, jafnræði og hagkvæmni. Jafnframt skal gætt að samkeppnissjónarmiðum við slíka ráðstöfun eftir því sem við getur átt.“

Í 3. mgr. 46. gr. laganna segir svo:

„Um sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum fer samkvæmt sérstökum lögum þar um.“

2.3 Lög um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum

Um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum gilda lög nr. 155/2012. Í 3. gr. laganna segir:

„Þegar ákvörðun er tekin um undirbúning og framkvæmd sölumeðferðar eignarhluta skal áhersla lögð á opið söluferli, gagnsæi, hlutlægni og hagkvæmni. Með hagkvæmni er átt við að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti. Þess skal gætt að skilyrði þau sem tilboðsgjöfum eru sett séu sanngjörn og að þeir njóti jafnræðis. Þá skal við sölu kappkosta að efla virka og eðlilega samkeppni á fjármálamarkaði.“

Í 4. gr. sömu laga segir:

„Bankasýsla ríkisins skal annast sölumeðferð eignarhluta fyrir hönd ríkisins í samræmi við ákvörðun ráðherra, sbr. 2. gr. Bankasýsla ríkisins undirbýr sölu, leitar tilboða í eignarhlut, metur tilboð, hefur umsjón með samningaviðræðum við utanaðkomandi ráðgjafa og væntanlega kaupendur og annast samningagerð.

Þegar tilboð í eignarhlut liggja fyrir skal Bankasýsla ríkisins skila ráðherra rökstuddu mati á þeim. Ráðherra tekur ákvörðun um hvort tilboð skuli samþykkt eða þeim hafnað og undirritar samninga fyrir hönd ríkisins um sölu eignarhlutarins.“

Í lögum nr. 155/2012 eru samkvæmt þessu orðaðar *meginreglur* sem boðað er að gætt skuli við sölu eignarhluta íslenska ríkisins í fjármálafyrirtækjum.

Í athugasemdum með frumvarpi því sem síðar varð að lögum nr. 155/2012 er það var lagt fram á Alþingi segir þannig um hlutverk Bankasýslu ríkisins við sölumeðferð eignarhluta:

„Gert er ráð fyrir því að Bankasýsla ríkisins gegni lykilhlutverki við sölumeðferð eignarhluta í fjármálafyrirtækjum. Eins og að framan greinir er það núverandi hlutverk stofnunarinnar lögum samkvæmt að koma fram með tillögum um sölu eignarhluta. Þegar endanleg ákvörðun ráðherra liggur fyrir um að hefja sölufæri kemur til kasta Bankasýslu ríkisins að annast það ferli. Með því móti er betur tryggt en ella að sala eignarhluta fari fram með hlutlægum hætti, enda sérstakri og sérhæfðri ríkisstofnun á sviði banka- og fjármála falið að annast söluna í stað þess að sá aðili sem á endanum afsalar eignarhlutum annist sjálfur sölu þeirra. Hlutverk Bankasýslu ríkisins við sölumeðferð er m.a. að undirbúa sölu, leita tilboða í eignarhlut, meta tilboð, skipuleggja samskipti við bjóðendur, annast samningaviðræður við utanaðkomandi ráðgjafa og væntanlega kaupendur, og annast samningagerð. Allt skal þetta gert í samræmi við þær meginreglur sem boðað er í frumvarpinu að gætt skuli að við söluna. Þannig er mikilvægt varðandi sölu eignarhluta ríkisins að jafnræðis sé gætt milli þeirra sem koma til greina sem mögulegir kaupendur svo að allir líklegir kaupendur hafi jafna möguleika á því að gera tilboð. Jafnræði verður best tryggt með því að skilyrði við sölu séu fá, skýr og öllum ljós. Séu málefnaleg rök fyrir því að þrengja skilyrðin þarf að gera það með gagnsæjum hætti þannig að forsendurnar séu augljósar og hafnar yfir vafa. Tryggja þarf hlutlægni, t.d. við mat á tilboðum, þannig að ákvörðun um hver skuli kaupa eignarhlutinn sé auðveldlega rökstudd. Jafnframt þarf ríkið að tryggja að salan sé hagkvæm, þ.e. að leitað sé hæsta verðs fyrir þá eignarhluti sem ríkið ætlar sér að selja á hverjum tíma. Ef ákveðið er að láta önnur sjónarmið gilda en verð þarf sú ákvörðun að byggjast á málefnalegum rökum og styðja við önnur markmið með sölunni. Loks ætti við sölu ríkisins á eignarhlutum að leitast ávallt við að efla samkeppni. Með þessu er m.a. átt við að leitast sé við að meta þau áhrif sem sala ríkisins á ákveðnum eignarhlutum hafi á samkeppni á þeim markaði þar sem fyrirtækið starfar. Þá er enn fremur æskilegt að við framkvæmd sölu sé lögð áhersla á að sölufæri sé skýrt og opið, frá því að ákvörðun er tekin um sölu og þar til skrifað hefur verið undir sölusamninga, og hlutverk allra aðila þannig vel skilgreind, að í flestum tilvikum sé óskað tilboða með ákveðnum skilyrðum, sem oft er vænlegasta leiðin til ná skýrum markmiðum með sölu, sem og að við framkvæmd sölunnar sjálfar horfi ríkið til ábyrgs rekstrar. Með því er átt við að þegar sala fer fram á eignarhlutum séu mögulegir kaupendur metnir með hliðsjón af því hvernig þeir hyggjast reka fyrirtækið í framtíðinni, svo sem með tilliti til samfélagslegrar ábyrgðar og framtíðaruppbyggingar þess. Með því er reynt að horfa til framtíðar og sjá fyrir sér hvernig rekstur fyrirtækisins verður í framtíðinni.“

Um þær aðferðir sem notast má við sölu segir síðan:

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

Að loknu sölufurlinu er Bankasýsla ríkisins síðan ætlað að skila ráðherra rökstuddu mati á tilboðum í eignarhluti, en ráðherra tekur ákvörðun um samþykki eða höfnun tilboða og undirritar samninga fyrir hönd ríkisins um sölu eignarhluta.“

Af framangreindu er ljóst að Bankasýsla ríkisins gegnir veigamiklu hlutverki við sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Má ráða að sérstök og sérhæfð ríkisstofnun á sviði banka- og fjármála hafi verið talin betur til þess fallin en ráðherra eða önnur stjórnvöld sem ekki búa yfir sömu sérþekkingu. Jafnframt að hagkvæmni (hæsta verð) skuli vera ráðandi við sölu á eignarhlutum í eigu ríkisins en eigi önnur sjónarmið að gilda verði sú ákvörðun að byggjast á málefnalegum rökum og styðja við önnur markmið með sölunni.

2.4 Eigendastefna ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki

Um bæði eignarhald og sölu þeirra fjármálafyrirtækja sem Bankasýsla ríkisins hefur umsjón með samkvæmt lögum gildir jafnframt sérstök eigendastefna, sem sett er á grundvelli 44. gr. laga nr. 123/2015 um opinber fjármál og 1. gr. laga nr. 88/2009. Núgildandi útgáfa hennar er frá því í febrúar 2020. Þar eru orðuð almenn markmið ríkisins um eignarhald í fjármálafyrirtækjum og þau nánar útfærð. Markmið ríkisins sem eigandi eru: að umsýsla eignarhalds og starfsemi fjármálafyrirtækja stuðli að trausti og trúverðugleika fjármálamarkaðar, að stuðla að samkeppni á fjármálamarkaði og að hámarka langtíma virði fyrir ríkissjóð að teknu tilliti til áhættu. Jafnframt eru þar tilgreind markmið um sölu og eignarhald til framtíðar en þau eru: að ásættanleg skilyrði séu fyrir hendi áður en eignarhlutur er seldur, að gæta langtímahagsmuna ríkissjóðs að teknu tilliti til áhættu og að stuðla að heilbrigðu eignarhaldi til lengri tíma.

2.5 Reglur stjórnsluréttarins

Um störf stjórnvalda gilda skráðar og óskráðar reglur stjórnsluréttarins og kann að reyna á samspil þeirra við lagareglur sem nefndar eru hér að framan. Við kaup og sölu eigna ríkisins kann jafnframt að reyna að samspil reglna stjórnsluréttar og einkaréttar.

Í 1. gr. stjórnslulaga nr. 37/1993 segir:

„Lög þessi taka til stjórnslu ríkis og sveitarfélaga.

Lögin gilda þegar stjórnvöld, þar á meðal stjórnslunefndir, taka ákvarðanir um rétt eða skyldu manna. Þau gilda þó ekki um samningu reglugerða né annarra almennra stjórnvaldsfyrirmæla. Þá gilda ákvæði X. kafla um tjáningarfrelsi, þagnarskyldu o.fl. um alla stjórnslu sem fram fer á vegum ríkis og sveitarfélaga.

Ákvæði II. kafla um sérstakt hæfi gilda einnig um gerð samninga einkaréttar eðlis.“

Við afmörkun á gildissviði stjórnarsýslulaga reynir annars vegar á hvað telst „stjórnarsýsla“ og hins vegar hvað telst „ákvörðun“ (stjórnvaldsákvörðun) í skilningi 1. og 2. mgr. 1. gr. Með stjórnvaldsákvörðun er átt við ákvörðun sem tekin er í skjóli stjórnarsýsluvalds og kveður bindandi á um rétt eða skyldur aðila í ákveðna máli. Stjórnarsýslulögin gilda almennt ekki um ákvarðanir stjórnvalda sem teljast einkaréttarlegs eðlis svo sem samninga á sviði einkaréttar.¹ Játa verður stjórnvöldum umtalsvert svigrúm til að gæta hagsmuna íslenska ríkisins þegar kemur að athöfnum sem eru einkaréttarlegs eðlis. Ýmsar óskráðar grundvallarreglur, svo sem lögmætisregla, réttmætisregla og jafnræðisregla, kunna þó að setja slíku mati ákveðnar skorður og ber stjórnvöldum ávallt að hafa þær til hliðsjónar í störfum sínum.² Það fer síðan eftir málaflokkum og atvikum hverju sinni hversu ríkar þessar skorður eru. Þannig á það t.d. almennt við í tengslum við sölu ríkiseigna að jafnræðis er helst gætt með auglýsingum eða öðrum formlegum opinberum tilkynningum um að til standi að gefa almenningi eða tilteknum hópi, sem fyrirfram er afmarkaður á málefnalegum forsendum, kost á að bjóða í slíkar eignir.³

Í réttmætisreglu stjórnarsýsluréttarins felst að allar athafnir stjórnvalda verði að byggjast á *málaefnalegum sjónarmiðum*. Greining á því hvaða sjónarmið teljist málefnaleg byggist öðru fremur á skýringu þeirra réttarheimilda sem þýðingu hafa í viðkomandi máli, m.a. að teknu tilliti til lögskýringargagna.⁴ Þau sjónarmið eru almennt talin málefnaleg sem eru til þess fallin að ná fram markmiðum þeirra laga sem ákvörðun er byggð á.

Í jafnræðisreglu stjórnarsýsluréttarins felst að stjórnvöldum beri að gæta *samræmis og jafnræðis í lagalegu tilliti*, þ.e. lagagrundvöllurinn ræður því hvaða þættir skipta máli og hvaða atriði þarf að bera saman. Í reglunni felst að samskonar mál skuli hljóta sambærilega meðferð og úrlausn en af því leiðir að leysa ber úr ósambærilegum málum með ólíkum hætti. Í þessu sambandi reynir því í fyrsta lagi á hvort þau mál eða atvik sem borin eru saman séu sambærileg í lagalegu tilliti, í öðru lagi hvort meðferð þeirra hafi verið mismunandi og í þriðja lagi, hafi aðstöðumunur verið fyrir hendi, hvort sá munur sé réttlætjanlegur, t.d. með tilliti til þeirra markmiða sem að er stefnt og hvort málefnaleg sjónarmið liggja mismunandi meðferð til grundvallar.

3 SALA EIGNARHLUTA Í ÍSLANDBANKA MEÐ TILBOÐSFYRIRKOMULAGI

Við úrlausn þeirra álitafna sem fyrir okkur liggja er óhjákvæmilegt að gera hér stuttlega grein fyrir aðdraganda sölumeðferðarinnar og helstu ákvörðunum í tengslum við útboðið.

3.1 Tillaga um sölu

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

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

¹ Sjá athugasemdir með frumvarpi því sem varð að stjórnarsýslulögum nr. 37/1993.

² Sjá m.a. Hrd. 307/1999 og álit umboðsmanns Alþingis í máli nr. 4478/2005. Sjá einnig Páll Hreinsson: *Hæfisreglur stjórnarsýslulaga*, bls. 141-142 og bls. 192-197.

³ Sjá m.a. dóma Hæstaréttar í málum nr. 407/1999 og 390/2000, sem og álit umboðsmanns Alþingis í málum nr. 1820/1996, 3163/2001 og 4478/2005.

⁴ Sjá t.d. *Starfsskilyrði stjórnvalda*, bls. 24 og 29.

Þá segir í tillögunni:

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

Í minnisblaði sem fylgdi tillögu Bankasýslu ríkisins til ráðherra kemur fram sú afstaða að stofnunin líti á sölu á öllum eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka hf. í heild sinni. Þannig hafi frumútboð á hlutum í bankanum, sem lauk 22. júní 2021, einungis verið fyrsta skrefið í samfelldri sölumeðferð. Í minnisblaðinu er svo nánar lýst þeim söluaðferðum sem stofnunin leggur til að stuðst verði við, m.a. með hliðsjón af meginreglum við sölumeðferð, sbr. ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012, markmiðum stofnunarinnar sbr. ákvæði 3. mgr. 1. gr. og i. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009, og viðteknum venjum á hlutabréfamarkaði. Þá segir:

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

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

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

Um helstu kosti og galla þessa fyrirkomulags segir síðan:

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

sölumeðferðar um hagkvæmni, sbr. ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012, sem og önnur markmið og meginreglur.“

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

Þá segir:

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

Um tilboðsfyrirkomulagið í ljósi lagaskilyrða er sérstaklega tekið fram:

„Tilboðsfyrirkomulag er fyrirkomulag sem uppfyllir skilyrði laga nr. 155/2012. Í greinargerð með lögunum segir: „Gert er ráð fyrir að bjóða skuli eignarhlut til sölu í opnu sölufarli. Nauðsynlegt er hins vegar að rökstyðja sérstaklega ef ekki stendur til að bjóða hlut til sölu með þeim hætti. Slíkt fyrirkomulag kann í undantekningartilvikum að koma til greina, t.d. við sölu á minni eignarhlutum ríkisins eða ef einhverjar sérstakar aðstæður kalla á að þetta fyrirkomulag sé viðhaft.“ Af framangreindu má sjá að vilji löggjafans var sá að gera mætti undantekningar, m.a. ef um sölu á minni eignarhlutum ríkisins væri að ræða eða aðrar sérstakar aðstæður kalli á slíkt. Ljóst er að með tilboðsfyrirkomulagi er yfirleitt seldur minni eignarhlutur en við almennt útboð eða beinni sölu ásamt því að sú áhætta sem felst í virkum og kvikum markaði með hlutabréf í Íslandsbanka mætti telja sem „sérstakar aðstæður“. Þá er forgangsmeginregla laga nr. 155/2012 mjög skýr um hagkvæmni en með því er átt við að leita eigi eftir hæsta verði. Það er samdóma álit allra ráðgjafa og Bankasýslu ríkisins að tilboðsfyrirkomulag sé ákjósanlegasta leiðin að því markmiði. Framangreint fyrirkomulag er því heimilt skv. lögum nr. 155/2012. Það er þó ljóst að slíkt fyrirkomulag er ekki að fullu í anda meginregla laga nr. 155/2012 um opið sölufarli og gagnsæi. Þannig njóta ákveðnar fjárfestar betri réttinda en aðrir ásamt því að almenningur getur ekki tekið beinan þátt og þar með ekki tryggt fullt jafnræði bjóðenda. Aftur á móti er um að ræða

hefðbundna venju á alþjóðlegum verðbréfamörkuðum sem talin er ákjósanlegasta aðferðin við áframhaldandi sölur til að hámarka verð og lágmarka áhættu.“

3.2 Samþykki ráðherra og þingleg meðferð

Með bréfi dagsettu 10. febrúar 2022 tilkynnti fjármála- og efnahagsráðherra Bankasýslunni að hann hefði samþykkt tillögu stofnunarinnar um að hefja sölumeðferð á Íslandsbanka hf.

Líkt og lög nr. 155/2012 gera ráð fyrir lagði ráðherra fyrir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis greinargerð um fyrirhugaða sölumeðferð ásamt því að leita umsagnar Seðlabanka Íslands. Í greinargerð ráðherra var meðal annars farið yfir tillögur Bankasýslunnar og gerð grein fyrir þeim markmiðum sem stefnt væri að með sölu á hlutum í bankanum. Nánar tiltekið:

„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 innlenda einstaklinga og fagfjárfesta; og ekki síst

að minnka skuldsetningu eða auka svigrúm ríkisins til samfélagslega arðbærra fjárfestinga.“

Var þingnefndunum og Seðlabanka veittur frestur til að gera athugasemdir við efni greinargerðarinnar til 2. mars 2022. Að því ferli loknu yrði síðan tekin endanleg ákvörðun um hvort sölumeðferð verði hafin.

Bankasýslan kynnti fyrirhugaða sölu fyrir fjárlaganefnd 21. febrúar 2022 og efnahags- og viðskiptanefnd 24. febrúar 2022. Í kynningum stofnunarinnar⁵ sem afhentar voru nefndunum var sérstaklega tiltekið að lagt væri til að næsti áfangi í sölumeðferð Íslandsbanka hf. færi fram með tilboðsfyrirkomulagi og því fyrirkomulagi gerð nokkuð ítarleg skil.

Seðlabanki Íslands skilaði umsögn sinni til ráðherra hinn 2. mars 2022, fjárlaganefnd 3. mars 2022 og efnahags- og viðskiptanefnd 9. mars 2022. Í umsögn fjárlaganefndar mælti meirihluti nefndarinnar með því að fram yrði haldið sölu eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf. í samræmi við tillögu Bankasýslu ríkisins og í samræmi við þau markmið sem fram koma í greinargerð ráðherra um málið. Um fyrirkomulag sölunnar segir svo í umsögn nefndarinnar:

„Í greinargerðinni og tillögu Bankasýslunnar er horft til þess að sala á eftirstandandi 65% hlut ríkisins fari fram í áföngum þar sem um stórar fjárhæðir er að ræða í samanburði við íslenskan hlutabréfamarkað. Skynsamlegt sé að tryggja sveigjanleika í sölufyrirkomulaginu til að hámarka virði eignarhlutar ríkissjóðs. Tillagan felur í sér að farin verði blönduð leið tilboðsfyrirkomulags og miðlunaráætlunar frekar en markaðssett útboð til almennings eins og gert var í

⁵ Kynningu fyrir fund 21. febrúar 2022 má finna hér: <https://www.althingi.is/alttext/erindi/152/152-3176.pdf>. Kynningu fyrir fund 24. febrúar 2022 má finna hér: <https://www.althingi.is/alttext/erindi/152/152-1370.pdf>.

fyrstu sölunni á 35% hlut. Horft er til þess að næsti áfangi sölumeðferðar fari fram með tilboðsfyrirkomulagi. Meiri hlutinn tekur undir þau rök sem hníga að háþörfun á verði eignarhlutarins þannig að dregið sé úr áhættu ríkissjóðs eins og frekast er unnt. Þar sem frumútboð hefur þegar farið fram og eignarhaldið er nú þegar fjölbreytt og dreift er hér um eðlilega söluaðferð að ræða. Almennigur getur að auki þegar keypt hlutabréf í bankanum á markaði.“

Efnislega sambærileg sjónarmið koma fram í umsögn efnahags- og viðskiptanefndar.

Í bréfi Seðlabanka Íslands er vikið að jafnræði innlendra og erlendra fjárfesta og bent á að með gildistöku laga nr. 70/2021 hafi fallið brott allar eftirstæðar takmarkanir fjármagnshafa. Núgildandi regluverk geri ekki greinarmun á innlendum og erlendum fjárfestum og ríki því full jafnræði á milli þeirra með hliðsjón af lögnum. Í bréfinu eru engar athugasemdir gerðar af hálfu Seðlabankans við greinargerðina og tillögu Bankasýslu ríkisins.

Að fengnum umsögnum þingnefnda og Seðlabanka Íslands tilkynnti fjármála- og efnahagsráðherra Bankasýslu ríkisins að hefja skyldi framhald sölumeðferðar hinn 18. mars 2022. Var þar Bankasýslu ríkisins falið, að höfðu samráði við ráðherra um tímasetningar, skiptingu áfanga og söluaðferðir, að tryggja að útfærslur á útboðs- og úthlutunarskilmálum yrðu í samræmi við greinargerðina og meginmarkmið eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálaafyrirtæki, svo sem framast væri kostur 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 hf., og að horft yrði til þess, við útfærslu og úthlutun í kjölfar tilboðsfyrirkomulags og ef nægjanleg umframtirspurn yrði í slíkum útboðum, að fjárfestar sem horfðu til lengri tíma fjárfestinga yrðu fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.

3.3 Sölumeðferðin

Í aðdraganda útboðsins gerði Bankasýsla ríkisins, fyrir hönd íslenska ríkisins, sölusamning við umsýsaraðila og söluráðgjafa með útboðinu (e. Secondary Block Trade Agreement) („sölusamningurinn“ eða „samningurinn“). Alls átta fjármálaafyrirtæki skuldbundu sig þar til að reyna að afla kaupenda að þeim eignarhlut sem selja átti í útboðinu, þar af þrjú erlend fjármálaafyrirtæki og fimm innlend. Sölusamningurinn byggir á stöðluðu samningsformi sem gefið er út af samtökum fjármálamarkaða í Evrópu (AFME) og er í samræmi við alþjóðleg viðmið í viðskiptum sem þessum.

Að undangengnum markaðspreifingum á grundvelli 11. gr. reglugerðar (ESB) nr. 596/2014 um markaðssvik, sbr. lög nr. 60/2021,⁶ og eftir lokun markaða hinn 22. mars 2022 tilkynnti Bankasýsla ríkisins að sett hefði verið af stað söluférlu með tilboðsfyrirkomulagi á þegar útgefnum hlutum í Íslandsbanka hf. Tilkynning þessi var birt á heimasíðu stofnunarinnar og í kauphöll. Er þar meðal annars tiltekið að útboðið beindist að innlendum og erlendum hæfum fjárfestum (fagfjárfestum og viðurkenndum gagnaðilum), hverjir myndu sinna hlutverki söluaðila í útboðinu og að söfnun tilboða myndi hefjast þegar í stað og gæti lokið hvenær sem er með skömmum fyrirvara. Þá segir:

„Ákvörðun um útboðsgengi og endanlegan fjölda seldra hluta verður rökstudd af Bankasýslu ríkisins en endanleg ákvörðun er í höndum fjármála- og

⁶ Markaðspreifing (e. *market sounding*) felur í sér veitingu upplýsinga, áður en tilkynnt er um viðskipti, til eins eða fleiri mögulegra fjárfesta til að kanna áhuga þeirra á mögulegum viðskiptum og skilyrði sem varða þau, s.s. mögulegt umfang þeirra eða verðlagningu.

efnahagsráðherra. Þessi ákvörðun verður tekin þegar áætlaðar niðurstöður úr sölufurlinu liggja fyrir og að teknu tilliti til meðal annars eftirfarandi þátta, dagslokagengis hlutabréfa Íslandsbanka á aðalmarkaði Nasdaq Iceland, markaðsaðstæðna, eftirspurnar ásamt öðrum þáttum.”

Síðar sama dag og að morgni 23. mars 2022 voru sendar frekari tilkynningar til kauphallar um framvindu útboðsins og niðurstöður þess. Meðal annars þess efnis að útboðinu yrði lokað kl. 21.30 GMT.

Þegar tilboð lágu fyrir að kvöldi 22. mars 2022 sendi Bankasýsla ríkisins fjármála- og efnahagsráðherra rökstutt mat á tilboðunum með vísan til 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012. Kemur þar fram að samkvæmt upplýsingum frá söluráðgjöfum stofnunarinnar hafi á milli 150 og 200 hæfir fjárfestar, íslenskir og erlendir, skráð sig fyrir hlutum fyrir samtals meira en 100 milljarða króna. Á þeim grundvelli og að virtum tillögum leiðandi söluráðgjafa stofnunarinnar og að fenginni ráðgjöf frá fjármálaráðgjafa hennar, lagði Bankasýslan til við ráðherra að lokaverð í útboðinu yrði 117 kr. á hlut og að 450.000.000 hlutum yrði úthlutað, eða 22,5% af heildarhlutafé bankans. Kemur þá fram að það frávík frá dagslokagengi sem fælist í útboðsgenginu, eða 4,1%, væri að mati ráðgjafa stofnunarinnar innan eðlilegra marka miðað við sambærileg viðskipti og að Bankasýslan teldi sig hafa tryggt hæsta mögulega verð fyrir hlutina miðað við útboðsstærð, ásamt því að hafa dregið úr langtímahættu sem fylgir eignarhaldi ríkisins á fjármálafyrirtækjum.

Vegna mikillar eftirspurnar kom fram að óhjákvæmilegt væri að skerða einstök tilboð. Í því sambandi kom fram að í lögum nr. 88/2009, lögum nr. 155/2012, ákvörðun ráðherra þann 18. mars 2022 og eigendastefnu ríkisins frá febrúar 2020 væri að finna viðmið sem lytu að sölu og eignarhaldi ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Í ljósi þeirra lagði stofnunin til að eftirfarandi atriði yrði höfð að leiðarljósi við úthlutun til bjóðenda:

„Dreift eignarhald og fjölbreytileiki í eigendahópi.

Efling innlendra fjármálamarkaða.

Aukin virk samkeppni á fjármálamarkaði.

Að fjárfestar sem horfi til lengri tíma fjárfestinga verði fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar.

Langtímahagsmunir ríkissjóðs með tilliti til áhættu.

Áhrif á eftirmarkaði.”

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

Óskaði Bankasýslan þá eftir því að ráðherra veiti stofnuninni heimild til að ráðast í endanlega sölu eignarhlutanna og úthlutun til bjóðenda, til samræmis við framangreint og ákvæði 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012. Í því fælist meðal annars að forstjóra stofnunarinnar yrði veitt umboð til að undirrita fyrir hönd ríkisins viðeigandi viðauka í sölusamningi og gefa fyrirmæli um framsal hluta við uppgjör svo unnt væri að ljúka sölumeðferðinni.

Með bréfi dagsettu sama dag, 22. mars 2022, féllst ráðherra á tillögu Bankasýslunnar um heimild til að selja 450 milljón hluti ríkisins í Íslandsbanka hf., sem samsvarar 22,5% af heildahlutafé bankans, á verðinu 117. kr. pr. hlut og að ráðstafa hlutabréfum til áskriftaraðila í samræmi við viðmið um skiptingu milli helstu flokka þjóðenda sem kynnt eru í bréfinu. Var þá stofnuninni veitt umboð til að ljúka sölumeðferðinni.

4 HEIMFÆRSLA

4.1 Almennt

Samkvæmt því sem að framan er rakið fer um sölumeðferð á eignarhlutum ríkisins eftir lögum nr. 155/2012. Í lögnum er gerð krafa um að við ákvörðun um undirbúning og framkvæmd sölumeðferðar eignarhluta skuli lögð áhersla á opið söluferli, gagnsæi, hlutlægni og hagkvæmni, þ.e. að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti. Jafnframt að þau skilyrði sem tilboðsgjöfum eru sett séu sanngjörn og að þeir njóti jafnræðis. Þá ber við sölu að kappkosta að efla virka og eðlilega samkeppni á fjármálamarkaði. Að öðru leyti er stjórnvöldum veitt svigrúm hverju sinni um nánari útfærslu sölumeðferðar, svo sem hvaða aðferð verði notuð.

Í útboðinu voru seldir hlutir í Íslandsbanka hf. sem þegar voru skráðir á skipulegan markað. Dagleg velta með hluti í bankanum í pöruðum og tilkynntum viðskiptum nemur að meðaltali hundruðum milljóna króna. Verðmyndun ræðst af framboði og eftirspurn á hverjum tíma. Andlag sölunnar voru því skráð hlutabréf sem á hverjum degi ganga greiðlega kaupum og sölu milli fjárfesta og lúta lögmaðlum markaðarins.

Aðferð sú sem Bankasýsla ríkisins lagði til að notuð yrði við sölu tók mið af þessu. Lagt var til sk. tilboðsfyrirkomulag, sem færi fram með útboði til hæfra fjárfesta. Í minnisblaði stofnunarinnar til ráðherra, dags. 20. janúar 2022, kom m.a. fram að um væri að ræða langalgengustu aðferðina sem ráðandi hluthafar notuðust við á evrópskum hlutabréfamarkaði við sölu á hlutum í skráðum félögum. Þá voru tiltekin dæmi þess að umrædd aðferð hefði verið notuð við sölu á eignarhlutum í fjármálafyrirtækjum í m.a. ríkiseigu. Var það rökstutt mat Bankasýslu ríkisins að sala með tilboðsfyrirkomulagi til hæfra fjárfesta væri besta aðferðin til að uppfylla forgangsmarkmið sölumeðferðar um hagkvæmni, sem og önnur markmið og meginreglur laga nr. 155/2012. Í samræmi við það lagði Bankasýsla ríkisins í tillögum sínum áherslu á að sölumeðferðin sjálf samræmdist markaðsframkvæmd, venjum á hlutabréfamörkuðu og uppfyllti þau skilyrði sem lög gera til einkaaðila við slíka sölu, en þó að gættum þeim sérsjónarmiðum sem gilda um sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Á þessum grunni sýnist Bankasýsla ríkisins hafa annast framkvæmd útboðsins, svo sem með ráðningu fjármálaráðgjafa og lögfræðilegra ráðgjafa og gerð samnings við söluráðgjafa um milligöngu um sölu hlutanna og uppgjörstryggingu o.s.frv. Þessir samningar og ráðstafanir sem gerðar eru á grundvelli þeirra byggja einkum á viðskiptalegum sjónarmiðum og forsendum markaðarins.

Stjórnvöld, líkt og einkaaðilar, njóta rúms svigrúms til gæta hagsmuna sinna þegar kemur að athöfnum sem eru einkaréttarlegs eðlis. Á það við hér. Reglur stjórnasýsluréttarins kunna þó að setja því svigrúmi vissar skorður líkt og áður er nefnt. Af því leiðir að þegar ákvæðum laga nr. 155/2012 sleppir kann ákvörðunarvald Bankasýslu ríkisins og ráðherra að vera háð þeim takmörkunum sem leiða af almennum og óskráðum reglum stjórnasýsluréttarins, svo sem að ráðstafanir byggji á málefnalegum sjónarmiðum (réttmætisreglan) og samræmist óskráðri grundvallarreglu stjórnasýsluréttar um jafnræði. Er við það miðað hér að neðan.

4.2 Skilyrði um hæfa fjárfesta án viðbótarskilyrðis um lágmarksfjárhæð

Ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012 mælir fyrir um að þau atriði sem leggja ber áherslu á við sölu eignarhluta ríkisins í fjármála fyrirtækjum. Af lögskýringargögnum má ráða að sjónarmið um hagkvæmni, þ.e. að leitað sé hæsta verðs, skuli þar alla jafna vega þungt. Það endurspeglast í tillögu og minnisblaði Bankasýslu ríkisins til fjármála- og efnahagsráðherra frá 20. janúar sl. og greinargerð ráðherra frá 10. febrúar 2022. Liggur fyrir að leggja hafi átt sérstaka áherslu á sjónarmið um hagkvæmni við sölu eignarhlutarins.

Áður hefur verið nefnt að lög nr. 155/2012, eins og þau verða réttilega skýrð í ljósi athugasemda í greinargerð, gera ráð fyrir að ljá beri stjórnvöldum rúmt svigrúm til mats á þeirri aðferð sem notuð er við sölu eignarhluta ríkisins. Er það eðlilegt í ljósi þess að Bankasýsla ríkisins er sérhæfð ríkisstofnun sem jafnframt reiðir sig á ráðgjöf sérfræðinga við gerð tillagna sinna. Í tillögu Bankasýslunnar og greinargerð ráðherra var sérstaklega tiltekin og rökstudd sú afstaða að tilboðsfyrirkomulag væri besta aðferðin til að uppfylla forgangsmarkmið sölumeðferðar um hagkvæmni, sem og önnur markmið og meginreglur laga nr. 155/2012. Ekki verður annað ráðið en að mat stofnunarinnar hafi stuðst við gild og málefnaleg rök.

Aðferð sú sem varð fyrir valinu í þessum áfanga sölumeðferðarinnar, þ.e. tilboðsfyrirkomulag, fól í sér að útboðinu yrði einungis beint að hæfum fjárfestum en til þeirra teljast aðilar sem eru flokkaðir sem fagfjárfestar eða viðurkenndir gagnaðilar samkvæmt 13. og 72. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.⁷ Valið var m.a. stutt sjónarmiðum um að lagakröfur um fjárfestavernd, einkum áskilnaður um útgáfu lýsingar, sem gilda þegar ráðist er í almenn útboð verðbréfa ættu ekki við þegar útboð beinist einvörðungu að hæfum fjárfestum.⁸ Undirliggjandi er að hæfir fjárfestar þarfnist ekki sambærilegrar fjárfestaverndar og almenningur. Með því að einskorða þennan þátt sölumeðferðarinnar við hæfa fjárfesta var þannig stefnt að því tryggja hagkvæmni útboðsins; útgáfa lýsingar hefði aukið kostnað seljandans, áhættu í söluferlinu, sem óhjákvæmilega hefði teygst yfir lengri tíma, og dregið úr líkum þess að hæsta verð fengist. Þá er til þess að líta að umrædd aðferð var samþykkt af hálfu ráðherra og hlaut umsögn viðeigandi þingnefnda og Seðlabanka Íslands, líkt og lög gera ráð fyrir.

Tillaga Bankasýslu ríkisins fól í sér að einungis hæfum fjárfestum stæði til boða að taka þátt í útboðinu og í henni kom skýrt fram að aðkoma almennings yrði að sama skapi takmörkuð. Sú takmörkun byggði á málefnalegum sjónarmiðum og samræmdist þeim markmiðum sem lög gera ráð fyrir við sölu eignarhluta ríkisins í fjármála fyrirtækjum. Hún lá fyrir á öllum stigum þess ferlis sem lög nr. 155/2012 mæla fyrir um. Með vísan til þess sem að framan er rakið verður ekki séð að með þessari tillögu hafi bankasýslan farið út fyrir það svigrúm sem lög gera ráð fyrir að ráðherra hafi við val á leiðum við sölumeðferð. Rétt er að áréttta að í frumvarpi því er varð að lögum um sölumeðferð eignarhluta ríkisins

⁷ Sbr. e. lið 1. mgr. 2. gr. reglugerðar (ESB) 2017/1129, sem leidd er í íslenskan rétt með lögum nr. 14/2020 um lýsingu verðbréfa sem boðin eru í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði. Skilgreiningin vísar til einstaklinga eða aðila sem taldir eru upp í 1.–4. lið I. þáttar II. viðauka tilskipunar 2014/65/ESB (þ.e. fagfjárfestar) og einstaklinga eða aðila sem eru, samkvæmt beiðni, meðhöndlaðir sem fagfjárfestar í samræmi við II. þátt þess viðauka, eða teljast viðurkenndir gagnaðilar, í samræmi við 30. gr. tilskipunar 2014/65/ESB, nema þeir hafi gert samkomulag um að vera meðhöndlaðir sem almennir fjárfestar í samræmi við fjórðu málsgrein I. þáttar þess viðauka. Tilskipun 2014/65/ESB hefur verið leidd í íslenskan rétt með lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

⁸ Sjá a. lið 4. mgr. 1. gr. reglugerðar (ESB) nr. 2017/1129 (lýsingarreglugerðin), sbr. lög nr. 14/2020 um lýsingu verðbréfa sem boðin eru í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði, en samkvæmt þeirri grein er „útboð verðbréfa, sem beint er eingöngu til hæfra fjárfesta“ undanþegið skyldu til að birta lýsingu skv. 1. mgr. 3. gr. lýsingarreglugerðarinnar.

Í fjármálafyrirtækjum er lögð sérstök áhersla á að viðhorf og markmið stjórnvalda skipti meginmáli um hvaða leið er valin og sérstaklega tekið fram að ýmsar leiðir komi til greina. Er það mat okkar að sú tilhögun sem valin var hafi ekki verið andstæð réttmætisreglu eða jafnræðisreglu.

Engu breytir um þessa niðurstöðu að útboðsskilmálar hafi ekki falið í sér viðbótarskilyrði um lágmarksfjárhæð tilboða. Í því sambandi er annars vegar til þess að líta að slíkt viðbótarskilyrði hefði í raun þrengt enn frekar þann fjárfestahóp sem átti þess raunhæfan kost að leggja fram tilboð. Skilyrðið hefði því gengið þvert gegn markmiðum laga nr. 155/2012 um opið sölufarli og hagkvæmni, sem og markmiðum um dreift eignarhald. Hins vegar skal á það bent að sá greinarmunur sem að lögum er gerður á hæfum fjárfestum og almennum fjárfestum grundvallast m.a. á reynslu, þekkingu og fjárhagslegri stöðu þeirra sem í hlut eiga líkt og áður hefur komið fram. Kröfur um fjárfestavernd eru ríkari gagnvart almenningi en fagfjárfestum. Þótt lágmarksfjárhæð tilboða hafi ekki verið áskilin í skilmálum útboðsins varð staða almennings ekki þar með lögð að jöfnu við stöðu fagfjárfesta í lagalegu tilliti. Aðgreining þessara tveggja hópa hvíldi því eftir sem áður á málefnalegum sjónarmiðum og í henni fólst ekki brot gegn jafnræðisreglu.

4.3 Aðgengi hæfra fjárfesta

Útboðið var opið hæfum fjárfestum. Það hófst samhliða því að tilkynnt var um það á heimasíðu Bankasýslu ríkisins og í kauphöll. Frekari tilkynningar voru svo sendar í kauphöll um framgang útboðsins.

Í skriflegum svörum Bankasýslu ríkisins við fyrirspurn fjárlaganefndar Alþingis, dags. 26. apríl sl., kemur m.a. fram að söluráðgjafar við útboðið hafi verið átta, þrjár erlendir og fimm íslenskir. Fjöldi innlendra ráðgjafa hafi verið ákvarðaður m.a. til þess að fá betri og nákvæmari sýn á vænt markaðsverð „og til að tryggja þátttöku hjá fjölbreyttum og breiðum hóp[i] fjárfesta, m.a. í ljósi þess skamma tíma, sem áskriftartímabil í útboði með tilboðsfyrirkomulagi stendur yfir og mikilvægi þess að verðþróun á eftirmarkaði verði þar af leiðandi jákvæð.“ Ekki var talið ráðlegt að hafa söluráðgjafa fleiri. Upplýsingar um útboðið voru enda innherjaupplýsingar í skilningi 7. gr. reglugerðar (ESB) nr. 596/2014 um markaðssvik, sbr. lög nr. 60/2021, og óhjákvæmilega til þess fallnar að hafa áhrif á verðmyndum með hluti í Íslandsbanka hf.

Í svörum Bankasýslu ríkisins segir einnig að áskriftartímabilið hafi verið lengra en almennt gerist í sambærilegum útboðum (eða rúmar fimm klukkustundir).

Samkvæmt þessu mun Bankasýsla ríkisins með opinberum tilkynningum um útboðið, samningum við átta söluráðgjafa og með lengra áskriftartímabili en hefðbundið getur talist hafa leitast við að tryggja aðgengi sem flestra fjárfesta sem uppfylltu skilyrði fyrir þátttöku í útboðinu. Er raunar vandséð um aðra kosti í stöðunni og hvernig unnt hefði verið að ganga lengra í þessum efnun án þess að stefna í tvísýnu öðrum markmiðum sölufarlisins, þ.e. einkum að lágmarka áhættu við útboðið og tryggja fjárhagslega hagsmuni ríkisins. Í ljósi þeirrar aðferðar sem valin var við söluna og að virtum þeim markmiðum sem stefnt var að verður því ekki talið að framkvæmd útboðsins hafi að þessu leyti verið andstæð þeim sjónarmiðum um jafnræði sem stjórnvöldum bar að gæta að. Ráðstafanir sem gerðar voru af hálfu Bankasýslu ríkisins voru með öðrum orðum fullnægjandi til að tryggja aðgengi hæfra fjárfesta að útboðinu og jafnræði þeirra á milli í lagalegu tilliti.

Í þessu samhengi ber að leggja á það ríka áherslu að við sölu ríkiseigna leiðir af almennum reglum stjórnvölduréttar að jafnræðisreglu er fyrst og fremst gætt með auglýsingum eða

Öðrum formlegum opinberum tilkynningum um að til standi að gefa almenningi eða tilteknum hópi, sem er fyrirfram afmarkaður á málefnalegum forsendum, kost að bjóða í slíkar eignir. Er ótvírætt að okkar mati að auglýsing Bankasýslu ríkisins og tilkynning í kauphöll um útboðið hafi tryggt að jafnræðis var gætt meðal þeirra sem áttu þess kost á að gera tilboð. Val Bankasýslu ríkisins á tilteknum söluráðgjöfum, sem hafði það jafnframt að meginmarkmiði, líkt og áður segir, að tryggja aðgengi eins stórs hóps hæfra fjárfesta og kostur var í ljósi aðstæðna, getur því ekki eins og hér er ástatt leitt til annarrar niðurstöðu enda ótvírætt að útboðið átti að vera öllum þeim sem féllu í hóp hæfra fjárfesta kunnugt með því að það var auglýst opinberlega og um það tilkynnt í kauphöll. Í því sambandi skiptir einnig verulegu máli hin sérstaka reynsla og þekking fagfjárfesta af viðskiptum á fjármálamarkaði.

Við bætist að þótt útboðið sjálft hafi eðli málsins samkvæmt tekið skamman tíma höfðu upplýsingar um það legið fyrir um allnokkurt skeið í aðdraganda þess. Má ætla að fagfjárfestar hafi almennt verið meðvitaðir um að útboðsins væri að vænta m.a. í ljósi heimildar til sölunnar í fjárlögum og þeirrar opinberu kynningar sem málið hlaut á grundvelli laga nr. 155/2012. Er ekki ósanngjarnt að gera þær kröfur til viðkomandi, m.a. í ljósi stöðu þeirra sem fagfjárfesta og þar með þekkingar og reynslu á fjármálamarkaði, að þeir hefðu gert nauðsynlegar ráðstafanir og væru undir það búnir að setja fram tilboð að eigin frumkvæði og með skömmum fyrirvara eftir að tilkynning um útboðið varð opinber.

4.4 Tilboð tveggja fjárfesta skert að fullu

Í rökstuddu mati Bankasýslunnar til ráðherra, dags. 22. mars 2022, eru tiltekin þau sjónarmið sem lagt var til að höfð yrðu að leiðarljósi við skerðingu á tilboðum einstakra bjóðenda. Byggja þau á viðmiðum sem sett eru fram í lögum nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins, lögum nr. 155/2012, eigendastefnu ríkisins og ákvörðun ráðherra frá 18. mars 2022. Öll þessi sjónarmið voru þannig beint eða óbeint leidd af lögum, eins og þau verða réttilega túlkuð í ljósi lögskýringargagna. Er það mat okkar að þau séu málefnaleg og nægilega afmörkuð í ljósi þess verkefnis sem fyrir lá og því hafi verið heimilt að líta til þeirra við skerðingu á tilboðum einstakra bjóðenda.

Ráðherra ákveður hvort tilboð skuli samþykkt eða þeim hafnað, sbr. 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012. Bankasýslan var því bundin af þeim sjónarmiðum sem ráðherra hafði samþykkt að lögð yrðu til grundvallar við skerðingu á tilboðum einstakra bjóðenda við endanlegan frágang vegna sölunnar, sbr. bréfaskipti Bankasýslunnar og fjármála- og efnahagsráðuneytis 22. mars 2022.

Líkt og áður hefur verið getið er Bankasýsla ríkisins sérhæfð ríkisstofnun á sviði banka- og fjármála. Stofnunin starfar á faglegum grunni og leitar ráðgjafar sérfræðinga eftir þörfum. Þegar kom að ákvörðun um hvort og að hvaða leyti tilboð einstakra bjóðenda yrðu skert á grundvelli umræddra sjónarmiða hafði Bankasýslu ríkisins samkvæmt framansögðu rúmt svigrúm til mats. Eitt þeirra sjónarmiða sem sérstök áhersla hafði fyrirfram verið lögð á af hálfu fjármála- og efnahagsráðherra, sbr. bréf ráðuneytis hans, dags. 18. mars 2022, var að fjárfestar sem horfðu til lengri tíma fjárfestinga yrðu fyrir minni skerðingu en skammtímafjárfestar. Til þess bar Bankasýslunni að líta við ákvörðun um skerðingu tilboða. Þá fólst í tillögu Bankasýslu ríkisins, sem ráðherra féllst á, að tekið yrði mið af viðteknum venjum á hlutabréfamörkuðum við úthlutun.

Fyrir liggur að Bankasýsla ríkisins hafnaði tilboðum frá eigin viðskiptum Landsbankans hf. og Kvikubanka hf. Í báðum tilvikum munu tilboðin hafa verið fyrir veltubækur bankanna.

Í skriflegum svörum Bankasýslu ríkisins við fyrirspurn fjárlaganefndar Alþingis, dags. 26. apríl sl., kemur fram að þessum tilboðum hafi verið hafnað, m.a. á grundvelli ráðgjafar frá fjármálaráðgjafa stofnunarinnar, þar sem ekki tíðkist í alþjóðlegum útboðum að samþykkja tilboð slíkra fjárfesta, sem í eðli sínu eru kvikir. Fyrir því eru gildar ástæður. Það er beinlínis hlutverk, tilgangur og markmið með eigin viðskiptum fjármálafyrirtækja sem fram fara í veltubók að hagnast á skammtímahreyfingum á verði fjármálagerninga.⁹ Í ljósi þeirra markmiða sem að var stefnt með útboðinu og þeirrar áherslu sem stjórnvöld lögðu á greinarmun milli þeirra fjárfesta sem gera mátti ráð fyrir að horfðu til lengri tíma annars vegar og skammtímafjárfesta hins vegar er það okkar mat að höfnun þessara tilboða hafi verið málefnaleg og að með henni hafi ekki verið brotin jafnræðisregla gagnvart þeim tveimur fjárfestum sem máttu sæta því að tilboð þeirra voru að fullu skert.

5. Niðurstöður

Samkvæmt öllu framangreindu eru helstu niðurstöður okkar þessar:

- Ákvörðun um að takmarka þátttöku í útboðinu við hæfa fjárfesta án viðbótar-skilyrðis um lágmarkstilboð fól ekki í sér brot gegn jafnræðisreglu.
- Fullnægjandi ráðstafanir voru gerðar af hálfu Bankasýslu ríkisins til að tryggja jafnt aðgengi hæfra fjárfesta að útboðinu í lagalegu tilliti.
- Ákvörðun Bankasýslu ríkisins um að skerða að fullu tilboð tveggja kvikra fjárfesta studdist við málefnaleg sjónarmið og var í samræmi við jafnræðisreglu.

Virðingarfyllst,

LOGOS lögmansþjónusta

⁹ Sjá t.d. ákvæði 3. mgr. 1. gr. reglugerðar um varfærnisröfur nr. 233/2017, sem sett er á grundvelli 117. gr. a laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002, en með henni er reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 575/2013 (CRR), með breytingum, tekin upp í íslensk lög. Í 86. tölul. 1. mgr. 4. gr. CRR er hugtakið veltubók (e. *trading book*) skilgreint sem: allar stöður í fjármálagerningum og hrávörum sem stofnun heldur, annaðhvort til veltuviðskipta eða til að verja stöður sem ætlaðar eru til veltuviðskipta. Í 85. tölul. sömu málsgreinar er orðasambandið „stöður sem eru ætlaðar til veltuviðskipta“ (e. *positions held with trading intent*) skilgreint sem: eitthvert eftirfarandi: a) stöður fyrir eigin reikning og stöður sem tengjast umsýslu fyrir viðskiptavin og viðskiptavakt, b) stöður sem ætlunin er að selja aftur innan skamms tíma, eða c) stöður sem búist er við að hækki að verðmæti vegna raunverulegs eða vænts skammtímamismunar á milli kaup- og söliverðs eða vegna annarra verð- eða vaxtabreytinga.