

Hr. Bjarni Benediktsson  
Fjármála- og efnahagsráðherra  
Arnarhvoli við Lindargötu  
101 Reykjavík

Reykjavík, 19. febrúar 2018

**Efni: Tillaga um sölu á 13,0% eignarhlut í Arion banka hf. vegna nýtingar kaupréttar Kaupskila ehf.**

*Inngangur*

Hér með leggur Bankasýsla ríkisins (hér eftir „Bankasýslan“) fram tillögu til ráðherra í samræmi við ákvæði j. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins um að selja 13,0% eignarhlut í Arion banka hf. (hér eftir „Arion“) til Kaupskila ehf. (hér eftir „Kaupskil“) á 23,4 ma.kr. eða 90,807 kr. á hvern hlut.

Kaupþing ehf. (hér eftir „Kaupþing“), móðurfélag Kaupskila, hefur tilkynnt stofnuninni með bréfi dags. 15. febrúar 2018 að félagið muni nýta kauprétt samkvæmt ákvæði 9. gr. hluthafasamkomulags á milli fjármálaráðuneytisins fyrir hönd ríkisstjórnar Íslands, Kaupskila og Arion, sem undirritað var þann 3. september 2009. Bankasýslan fer með eignarhlut ríkissjóðs í bankanum og þar með hluthafasamkomulagið skv. lögum nr. 88/2009.

Samkvæmt ákvæði 1. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum er ráðherra heimilt að selja eignarhlut ríkisins í Arion að fenginni heimild í fjárlögum og að fenginni tillögu frá Bankasýslu ríkisins. Alþingi samþykkti þann 30. desember 2017 fjárlög fyrir árið 2018 en þar er að finna í ákvæði 6. gr. laganna heimild til slíkrar sölu. Með tillögu þessari eru skilyrði laganna fyrir söluheimild því uppfyllt. Meginregla skv. lögum nr. 155/2012 er, eftir að ráðherra hefur fallist á tillögu stofnunarinnar, að hefja skuli ákveðið umsagnarferli við fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis ásamt því að afla umsagnar Seðlabanka Íslands, sbr. ákvæði 1. mgr. 2. gr. nefndra laga. Að því loknu getur ráðherra tekið ákvörðun um hvort sölumeðferð eignarhlutarins verði hafin í samræmi við efni greinargerðar sem hann útbýr, sbr. ákvæði 2. mgr. 2. gr. sömu laga. Um undantekningu frá þessu ferli er fjallað um í ákvæði 2. mgr. 1. gr. laganna en þar segir:

*„Ráðherra er heimilt að selja eignarhluti ríkisins skv. 1., 2. og 4. tölul. 1. mgr. í því skyni að uppfylla skyldur ríkisins sem leiðir af nýtingu kaupréttar á eignarhlut ríkisins, innlausnarréttar á eignarhlut ríkisins eða réttar meirihlutaeiganda til þess að krefjast þess að ríkið sem minnihlutaeigandi selji eignarhlut á sama tíma og meirihlutaeigandi, samkvæmt samningum sem ríkið á aðild að eða samkvæmt lögum. Í þeim tilvikum skulu ákvæði 2.–5. gr. ekki gilda um sölu viðkomandi eignarhluta.“*

Með vísan til framangreinds liggur fyrir að ákvæði 2. – 5. gr. laga nr. 155/2012 gilda ekki um sölu viðkomandi eignarhluta og því þarf ekki að afla umsagnar framangreindra aðila. Í athugasemdum í frumvarpi því sem síðar varð að lögum nr. 155/2012 kemur fram að fyrrgreind heimild ráðherra var lögfest m.a. vegna samningsbundinna og lögvarinna réttinda hluthafa bankanna.

#### Um kaupréttinn

Það er niðurstaða Bankasýslunnar að Kaupskil hafi einhliða, ótvíræðan og fortakslausan samningsbundinn rétt til að kaupa 13,0% hlut íslenska ríkisins í Arion á grundvelli fyrrgreinds hluthafasamkomulags. Í því er kveðið á um hvernig kaupréttarverð skuli reiknað út. Undirliggjandi forsendur voru að ríkissjóður skyldi ávaxta upphaflegt hlutafjárframlag (áskriftarverð) sitt til bankans á þeim árafjölda, sem líður á milli stofndags bankans, þ.e. 18. október 2008, og þess dags þegar Kaupskil nýtir kaupréttinn, sem áætlað er að verði 21. febrúar n.k. Ávöxtun ríkisins miðar við vexti á ríkisskuldabréfinu RIKH 18 1009 á þessu tímabili - á tilteknum árafjölda að viðbættu 5% álagi að frádregnum hlut ríkisins í arðgreiðslum bankans á tímabilinu:<sup>1</sup>

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

$$9.862.068.944 \text{ kr.} * (1 + 5,81\% + 5\%)^{9,481} - 2.680.600.000 \text{ kr.} = 23.422.585.119 \text{ kr.}$$

Bankasýslan hefur yfirfarið útreikning á kaupréttarverðinu og fengið staðfestingu Grant Thornton á því. Er það kaupréttarverð, sem birtist í bréfi Kaupskila, hið sama og að ofan. Telur Bankasýslan að útreikningurinn sé í samræmi við ströngustu túlkun stofnunarinnar á ákvæðum þess varðandi árafjölda og meðferð arðgreiðslna, sem koma til frádráttar. Þá telur Bankasýslan að ávöxtunarkrafa ríkissjóðs, sem lögð var til grundvallar kaupréttarverðinu, sé vel ígrunduð, bæði með tilliti til undirliggjandi vaxta (5,81%) og áhættuálags (5% umfram áhættulausa vexti). Þannig er hún í fullu samræmi við þá ávöxtunarkröfu, sem lögð var til 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. Þá samsvarar ávöxtunarkrafan skv. kaupréttarverðinu þeirri ávöxtunarkröfu, sem Bankasýslan gerir nú til bankanna.

#### Um kaupréttarverðið

Bankasýslan telur að kaupréttarverðið sé ásættanlegt í öllum samanburði.

Í fyrsta lagi telur stofnunin ríkissjóð fá góða ávöxtun á hlutafjárframlagi til bankans, þ.e. 5% umfram vexti RIKH 18 1009 skuldabréfsins eða 10,8%, hvort tveggja að teknu tilliti til endurfjárfestinga arðstekna ríkissjóðs á sömu ávöxtun.<sup>2</sup> Raunávöxtun ríkissjóðs hefur að sama skapi verið góð, þar sem kaupréttarverðið er 137,5% hærra en áskriftarverð ríkisins, en til samanburðar má nefna að vísitala neysliverðs hefur hækkað um 41,6% á sambærilegum tíma. Fari svo að hlutur ríkissjóðs verði seldur í framhaldi af nýtingu umrædds kaupréttar mun ríkissjóður Íslands einnig fá betri ávöxtun en ríkissjóðir annarra landa hafa fengið við fyrstu sölu á eignarhlut í viðskiptabanka. Þessi staðreynd er einnig staðfesting á því að íslensk stjórnvöld tóku rétta ákvörðun á sínum tíma að stofnfjármagna nýja banka í stað þess að endurfjármagna þegar starfandi banka.

<sup>1</sup> Áskriftarverð samsvarar margfeldinu af (i) 37,9310344 kr. á hvern hlut og (ii) 260 milljón hlutum.

<sup>2</sup> Ávöxtun að teknu tilliti til arðgreiðslna verður hins vegar hærra eða 11,5%.

Í öðru lagi telur Bankasýslan að kaupréttarverðið sé ásættanlegt í samanburði við áætlað markaðsverð hlutanna. Kaupréttarverðið, sem nemur 90,087 kr. á hvern hlut, samsvarar því að markaðsvirði alls hlutafjár hluthafa Arion sé 0,81x af bókfærðu virði eigin fjár hluthafa Arion þann 30. september sl. og 0,80x af bókfærðu virði eigin fjár hluthafa Arion 31. desember sl. Til samanburðar má geta þess að Kaupþing bauð lífeyrissjóðum að kaupa hlut í Arion á verði, sem samsvaraði 0,805x af bókfærðu virði samtals eigin fjár, en ekkert varð af viðskiptunum.<sup>3</sup> Þá tilkynnti Kaupþing um sölu á 5,34% hlut í Arion þann 14. febrúar sl. á 89,168 kr. á hvern hlut. Loks má geta þess að kaupréttarverðið á 90,807 kr. á hvern hlut er einungis 4,3% lægra en 94,177 kr. á hvern hlut, sem var hæsta verð, sem hluthafafundur Arion samþykkti um heimild stjórnar til kaupa á eigin hlutum. Eins og vikið verður að síðast er það fyrirætlun Arion að kaupa 9,5% hlut í bankanum af þeim 13% hlut, sem ríkissjóður myndi selja Kaupskilum vegna nýtingar félagsins á kaupréttinum, á sama verði og ríkissjóður selur hvern hlut sinn, þ.e. 90,807 kr.

Í þriðja lagi er kaupréttarverðið, þ.e. 23.423 m.kr., mun hærra en bókfært virði eignarhlutarins í ríkisreikningi 2016, þ.e. 9.862 m.kr.

Í samanburði á áætluðu markaðsvirði og bókfærðu virði hluthafa Arion er mikilvægt að hafa tvennt í huga. Í fyrsta lagi er bókfært virði eigin fjár hátt vegna þess að afkoma íslenskra banka hefur að hluta til endurspeglast af jákvæðum einskiptisliðum. Í öðru lagi gerir Fjármálaeftirlitið ríkari kröfur um eigin fé en eftirlitsaðilar í öðrum löndum. Af þeim sökum halda íslenskir bankar á eigin fé hluthafa, sem að hlutfalli við eignir þeirra, er mun hærra en í öðrum löndum. Af þeim sökum getur arðsemi reglulegs rekstrar íslenskra banka verið lægri, sem gæti endurspeglast að hluta til í afleiddu markaðsvirði sem er lægra en undirliggjandi bókfært virði.

### *Um nýtingu kaupréttarins*

Bankasýslan telur að sala ríkisins á 13% eignarhlut í Arion til Kaupskila vegna nýtingar félagsins á samningsbundnum kauprétti sé einnig skynsamleg ráðstöfun, óháð ákvæðum hluthafasamkomulagsins.

Í fyrsta lagi er sala á eignarhlut í fjármálafyrirtæki í eigu ríkissjóðs í samræmi við áherslur í sáttmála ríkisstjórnarinnar. Þar kemur fram að „[e]ignarhald ríkisins á fjármálafyrirtækjum [sé] það umfangsmesta í Evrópu og [vilji] ríkisstjórnin leita leiða til að draga úr því“. Telur Bankasýslan slíkt skynsamlegt, enda hafa ríkissjóðir allra evrópska landa, sem eignuðust hluti í bönkum og Bankasýslan lítur til í slíkum samanburði, hafið sölu eignarhluta, nema ríkissjóður Íslands.<sup>4</sup>

Í öðru lagi myndi salan minnka áhættu ríkissjóðs vegna eignarhalds á viðskiptabönkum. Þrátt fyrir að eignarhlutirnir hafi hingað til skilað ábata, er ljóst að eignarhaldi fylgir áhætta. Þannig eru t.d. RÍKH 18 1009 skuldabréfin, sem ríkissjóður lagði fram sem hlutafjárframlag til bankanna við endurfjármögnun þeirra, á gjalddaga í október á þessu ári.

Í þriðja lagi getur sala í framhaldi af nýtingu Kaupskila á kaupréttinum verið hagstæð ráðstöfun á eignarhlutum. Sem dæmi fellur enginn sölukostnaður á ríkissjóð vegna sölu með nýtingu

<sup>3</sup> Til skýringar, þá nam hlutdeild minnihluta í samtals eigin fé bankans, sem var 225.734 m.kr. þann 31. desember sl., einungis 128 m.kr. á sama tíma.

<sup>4</sup> Um er að ræða Belgíu, Bretland, Grikkland, Holland, Írland og Ísland. Sjá t.d. mynd 1 á bls. 5 í skýrslu um starfsemi Bankasýslu ríkisins 2017

kaupréttarins. Óháð nýtingu kaupréttarins er fyrirsjáanlegt að hlutir í Arion verði seldir í almennu útboði og skráðir í kjölfarið á skipulegan verðbréfamarkað (hér eftir „frumútboðið“). Í kjölfar frumútboðs falla úr gildi ýmis verndunarákvæði hluthafasamkomulagsins, eins og réttur Bankasýslunnar til að tilnefna fulltrúa í stjórn og réttur fulltrúans til að beita neitunarvaldi, en Kaupskil hafa áfram rétt til að kaupa hlut ríkisins. Er því ljóst að við frumútboðið muni halla á hagsmuni ríkisins sem hluthafa í bankanum, þrátt fyrir að búast megi við því að eignarhluturinn verði það stór að Bankasýslan geti í krafti atkvæðamagns fengið stjórnarsæti.

### *Önnur atriði*

Mikilvægt er fyrir trúverðugleika Íslands gagnvart alþjóðlegum fjárfestum, sem viðbúið er að muni sýna áhuga á fjárfestingum í innlendum bönkum, að samningsbundin réttindi fjárfesta séu virt.

Þá mun ríkissjóður áfram hafa fjárhagslega hagsmuni tengda Arion, eftir sölu eignarhlutarins. Þannig er ljóst að ríkissjóður mun fá hlutdeild í söluandvirði Kaupþings á hlutum í Arion, bæði vegna endurgreiðslu skuldabréfs og afkomuskiptasamnings. Þá mun Arion greiða háar fjárhæðir til ríkissjóðs í skatt. Skv. ársreikningi Arion fyrir 2017 greiddi bankinn 3,2 ma.kr. í sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki. Þá færði hann tekjuskatt að fjárhæð 5,8 ma.kr. Loksins mun bankinn standa skil á fjármagnstekjuskatti á arðgreiðslum til hluthafa í framtíðinni. Að lokum má geta þess að hagsmunir ríkissjóðs, sem eigandi Íslandsbanka hf. og Landsbankans hf., verða óraskaðir eftir sölu.

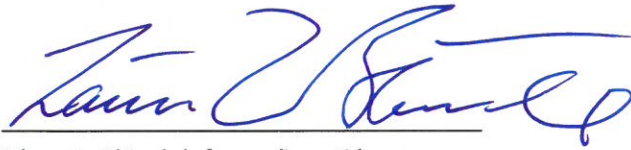
Kaupþing gerir ráð fyrir því að félagið muni bjóða Arion að kaupa 190 milljón hluti, eða 9,5% af heildar hlutfé bankans, af þeim 260 milljónum hluta, sem félagið áætlað að kaupa af ríkissjóði, á kaupréttarverðinu, þ.e. 90,087 kr. á hvern hlut, eða fyrir 17,1 ma.kr. Verða kaup Arion á þessum hlutum skilyrt nýtingu kaupréttarins og framsali áður nefndra 260 milljóna hluta. Mun sú fjárhæð einnig dragast frá væntanlegri 25,0 ma.kr. arðgreiðslu Arion, sem þá verður 7,9 ma.kr. Þá hefur Kaupþing gert Bankasýslunni nánari grein fyrir sölu á 5,34% hlut í Arion, sem tilkynnt var um 14. febrúar sl., en félagið gerir ráð fyrir að þeir 70 milljón hlutir, eða 3,5% af heildar hlutfé Arion, verði seldir áfram til innlendra fjárfesta (0,7%) og núverandi erlendra hluthafa bankans (2,8%). Er það ætlan Kaupþings að uppgjör allra þessara viðskipta, þ.m.t. framsal allra hluta ríkissjóðs, fari fram 21. febrúar n.k.

Mikilvægt er að geta þess að kaupréttur Kaupskila (e. call option) á 13,0% hlut ríkisins vegna hluthafasamkomulagsins er ótengdur forgangsrétti ríkisins (e. step-in right) á 55,57% hlut Kaupþings í bankanum undir ákveðnum kringumstæðum vegna stöðugleikasamkomulagsins. Með því að heimila sérstakan tilsjónarmann með sölu Kaupþings á meiri hluta í bankanum er ljóst að félagið hefur veitt ríkinu víðtækar heimildir til eftirlits, sem geta verið ríkari en þær sem fulltrúi Bankasýslunnar í stjórn Arion hefur. Þessar samningsbundnu og lögbundu eftirlitsheimildir tryggja til samans heildar hagsmuni ríkisins gagnvart sölu á hlutum Arion.

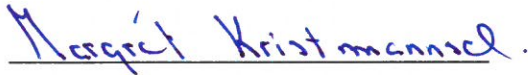
Niðurstaða

Samningsbundinn kaupréttur Kaupskila er ótvíræður og skilyrði hans hafa verið uppfyllt. Þá er mikilvægt að íslenska ríkið virði samningsbundin réttindi fjárfesta. Með vísan til ákvæða j. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins og 1. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum leggur Bankasýsla ríkisins hér með fram tillögu til fjármála- og efnahagsráðherra um að hann undirriti samning um uppgjör kaupréttar og selji Kaupskilum þannig 13,0% eignarhlut ríkisins í Arion.

Virðingarfyllst,



Lárus L. Blöndal, formaður stjórnar



Margrét Kristmannsdóttir, varaformaður



Vilhjálmur Bjarnason



Ólafur Gunnar Jónsson, forstjóri

Meðfylgjandi:

- Bréf Kaupþings til Bankasýslu ríkisins dags. 14. febrúar 2018 um nýtingu kaupréttar.
- Staðfesting Grant Thornton á útreikningi kaupréttarverðs, dags. 19. febrúar 2018
- Hluthafasamkomulag á milli fjármálaráðuneytisins fyrir hönd ríkisstjórnar Íslands, Kaupskila ehf. og Nýja Kaupings banka hf. dags 3. september 2009.
- Samkomulag um breytingu á hluthafasamkomulaginu, dags. 13. janúar 2016.