

Fjármála- og efnahagsráðuneytið  
Arnarhvoli við Lindargötu  
101 Reykjavík

Reykjavík, 10. september 2017

### Efni: Greinargerð Bankasýslu ríkisins

Þann 4. september sl. óskaði fjármála- og efnahagsráðuneytið eftir afstöðu Bankasýslu ríkisins til þriggja þátta í tengslum við almennt útboð eignarhluta Kaupþings ehf. („Kaupþings“) í Arion banka hf. („Arion banka“). Var óskað eftir afstöðu stofnunarinnar til þessara þátta með tilliti til (a) hámerkunar á virði eignarhlutar ríkisins í Arion banka við frumskráningu og (b) áhrifs á undirbúning sölufarla á öðrum bönkum. Ósk ráðuneytisins var tekin fyrir á stjórnarfundum stofnunarinnar 7. september sl.

*1. Að fallið verði frá kauprétti ríkisins (e. step-in right) á hlutum Kaupþings í Arion banka fyrir útboðsferlið*

Bankasýsla ríkisins telur rétt að ríkið falli frá þessum kauprétti. Í fyrsta lagi er fjárhagsleg áhætta ríkissjóðs vegna eignarhalds á fjármálafyrirtækjum þegar of mikil að mati stofnunarinnar. Í öðru lagi er mikilvægt að markaðsverð myndist sem fyrst á hlutabréfum í íslenskum bönkum.

Ef ekki er fallið frá kaupréttinum mun almennt útboð og skráning hluta í bankanum annað hvort tefjast, ef Kaupþing frestar almennu útboði á hlutunum, eða alls ekki eiga sér stað, ef ríkið virkjar kauprétt sinn á þeim. Í hvoru tilfalli fyrir sig mundi það tefja sölu á 13% eignarhlut ríkisins í bankanum, sem og viðbótarhlut sem ríkið mundi eignast með nýtingu kaupréttarins. Þá gæti sala eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf. („Íslandsbanka“) og Landsbankanum hf. („Landsbankanum“) einnig tafist, þar sem stofnunin telur ákjósanlegt að markaðsverð hafi þegar myndast á hlutabréfum í íslenskum bönkum þegar slík sala fari fram. Með almennu útboði og skráningu hluta í Arion banka munu opnast fleiri leiðir fyrir ríkissjóð en ella að losa um 13% eignarhlut í bankanum, eins og með almennu útboði, makaskiptasamningum, útgáfu fjármálagerninga og dreifingu hlutabréfanna til almennings.<sup>1</sup> Í ljósi þess að frumskráningarafsláttur (e. IPO discount) er talinn vera hæstur þegar fyrsta félag í sömu starfsemi er selt, getur einnig verið ákjósanlegt að fyrsti seljandi eignarhluta í íslenskum banka verði annar aðili en ríkissjóður.

Að ofangreindu er ljóst að almennt útboð og skráning hluta í Arion banka, sem mun einungis fara fram ef fallið verður frá kauprétti ríkisins, mun bæði hámarka virði núverandi eignarhlutar í bankanum og auðvelda undirbúning sölufarla eignarhluta ríkisins í öðrum fjármálafyrirtækjum.

<sup>1</sup> Sjá m.a. umfjöllun á bls. 36-47 í skýrslu stofnunarinnar frá janúar 2016, *Eignarhald og sala á Landsbankanum hf.: Stöðuskýrsla varðandi fyrirhugaða sölumæðferð*.

Bankasýsla ríkisins hefur ekki gert sjáfstætt verðmat á Arion banka. Stofnunin hins vegar bendir á að Kaupþing heldur á rétti til að kaupa 13% hlut ríkisins á svipuðu virðismati (eða um 0,77x) og ríkissjóður hefur til að kaupa (e. step-in right) hlut Kaupþings í bankanum.<sup>2</sup> Þá virðast nýir hluthafar bankans hafa afsalað sér kauprétti á viðbótarhlutum á hærra virðismati. Stofnuninni er þó kunnugt um að hlutabréf í evrópskum bönkum er nú metin á um 0,9x af innra virði.

Bankasýsla ríkisins telur einnig rétt að upplýsa ráðuneytið um þær viðteknu venjur, sem viðhafðar eru við almenn útboð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, til að setja tímasetningu slíkrar yfirlýsingar um að falla frá kauprétti í samhengi við ákvarðanir sem teknar eru í eftirstandandi sölumeðferð. Búast má við því að Arion banki og Kaupþing gefi út yfirlýsingu um skráningu (e. intention to float) mánudaginn 25. september nk. Þá fara fulltrúar greiningardeilda umsýsnaraðila með útboðinu á fundi með fjárfestum. Að loknum þeim fundum, eða mánudaginn 9. október nk., eða þar um bil, má svo búast við því að bankinn birti skráningaryfirlýsingu með því söluverðsbili sem Kaupþing mun bjóða hlutina á. Er því ljóst að þá mun í fyrsta skipti birtast með opinberum hætti verðmat á bankanum. Mikilvægt er að ákvörðun um að falla frá kauprétti liggja fyrir í síðasta lagi áður en skráningarlýsing er birt, því að öðrum kosti gætu væntanlegir fjárfestar verið áhugalausir að eiga formlega fjárfestafundi með stjórnendum Arion banka á því tveggja vikna tímabili, sem hefst eftir birtingu skráningarlýsingar og lýkur með söfnun áskrifta.

## *2. Að staðfest verði að allur arður sem Kaupþing muni fá greiddan fari til niðurgreiðslu skuldabréfs ríkisins og ef eitthvað er eftir, inná afkomuskiptasamningin*

Bankasýsla ríkisins er ekki í aðstöðu til að túlka ákvæði þeirra samninga sem gerðir voru á milli Kaupþings og ríkisins vegna stöðugleikaframlags. Stofnunin hefur hins vegar ríkan skilning á því að Arion banki greiði arð til hluthafa sinna í tengslum við almennt útboð og skráningu, þ.e. bæði fyrir og eftir, enda hefur stofnunin sams konar hugmyndir í tengslum við sölu eignarhluta í öðrum bönkum. Arðgreiðslur munu geta hámarkað samtals endurheimtur hluthafa, þar sem ekki er fyrir sjáanlegt að við núverandi aðstæður verði hlutir í bankanum seldir á hærra en innra virði.

Bankasýsla ríkisins hefur gert greiningu á arðgreiðslu svigrúmi bankans m.v. fjárhagsstöðu hans og eiginfjárviðmið 30. júní sl., sem sjá má í töflu 1. Taflan sýnir samtals útgreiðslur, hlut Kaupþings í þeim sem 57,9% hluthafi og hlut ríkisins sem 13% hluthafi í bankanum.

<sup>2</sup> Það er skilingur Bankasýslu ríkisins að kaupréttur ríkisins miðist við síðasta endurskoðaða uppgjör bankans. Samsvarar kaupréttarverð ríkisins því 0,76x af bókfærðu eigin fé hluthafa bankans 30. júní sl., á meðan kaupréttarverð Kaupþings samsvarar 0,77x.

Tafla 1: Arðgreiðslu svigrúm Arion banka 30. júní sl. (í ma.kr.)<sup>3</sup>

Útgreiðsluaðferðir	Samtals útgreiðslur	Hluttur Kaupþings	Hluttur ríkisins
<i>Fyrir almennt útboð</i>			
Með lausu fé	25,0	14,5	3,3
<i>Eftir almennt útboð</i>			
Með lausu fé	21,5	12,4	2,8
Með útgáfu víkjandi láns: Eigið fé í þætti 2	18,7	10,8	2,4
Með útgáfu víkjandi láns: Viðbótar eigin fé í þætti 1	<u>17,2</u>	<u>10,0</u>	<u>2,2</u>
Samtals útgreiðslur	82,5	47,7	10,7

Gerir stofnunin ráð fyrir að Arion banki ráðist sem fyrst í útgreiðslur á 25,0 ma.kr. Eftir almennt útboð gæti bankinn ráðist í frekari útgreiðslur með lausu fé að fjárhæð 21,5 ma.kr., þannig að samtals útgreiðslur með lausu fé næmu 46,5 ma.kr. Í framhaldi af slíkum útgreiðslum gæti bankinn ráðist í útgáfu víkjandi láns, sem teldist til eigin fjár í þætti 2, að fjárhæð 18,7 ma.kr. Með þessum þremur aðgerðum gæti bankinn reitt af hendi útgreiðslur að samtals fjárhæð 65,2 ma.kr. til hluthafa, þar sem hluttur ríkissjóðs sem eiganda 13% hlutar yrði samtals 8,5 ma.kr. Til samanburðar má nefna að bókfært virði 13% hlutar ríkissjóðs í bankanum er 9,9 ma.kr. í ríkisreikningi og áætlað kaupréttarverð Kaupþings á þeim hlut 22,2 ma.kr.

Bankasýsla ríkisins telur að verði þessi túlkun samningsákvæða staðfest, en áhöld eru uppi um það hvor túlkunin er rétt, muni bankinn ráðast í arðgreiðslur á tímabilinu 2017 til 2018, en að öðrum kosti muni bankinn ráðast í slíkar arðgreiðslur eftir að Kaupþing hefur selt alla hluti í honum, þ.e. árið 2019. Mun það auka núvirði arðgreiðslna bankans til ríkisins sem eiganda og auka því verðmæti undirliggjandi eignarhlutar. Af þeim sökum mun slík meðferð arðgreiðslu hámarka virði 13% eignarhlutar ríkisins í bankanum, þar sem núvirði arðgreiðslna verður hærra. Bankasýsla ríkisins telur hins vegar að slík túlkun hafi engin áhrif á sölumeðferð annarra eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum.

Bankasýsla ríkisins vekur athygli ráðuneytisins á því að þær fjárhæðir, sem sýndar eru sem hluti Kaupþings í arðgreiðslunni í töflu 1, samsvara þeim fjárhæðum sem túlkun samningsins snýr að. Jafnframt vekur stofnunin athygli ráðuneytisins á því að arðgreiðslur í tengslum við sölu gætu lækkað söluandvirði bankans (án arðgreiðslna) og minnkað þannig hlut ríkissjóðs í andvirðinu skv. afkomuskiptasamningi aðila.

<sup>3</sup> Við útreikning er ekki tekið tillit til mögulegra afskrifta á láni og ábyrgðum til United Silicon, sem geta samtals numið 8,0 ma.kr. Þá hefur stofnunin sett fram aðra almenna fyrirvara í þessu sambandi.

3. Að sölubann í 180 daga verði samþykkt

Bankasýsla ríkisins telur rétt að stofnunin samþykki að undirgangast 180 daga sölubann á 13% eignarhlut ríkisins í Arion banka eftir fyrsta viðskiptadag með hluti í bankanum eftir skráningu, þar sem það eykur líkurnar á því að almennt útboð hluta í bankanum verði farsælt. Sölubannið mun þó ekki hindra að stofnunin hefji undirbúning á sölumeðferð eignarhlutar ríkisins í bankanum, einungis raunverulega sölu hans á tímabilinu.

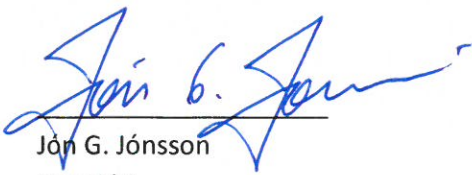
Stofnuninni hefur þegar borist ósk frá Kaupþingi um að undirgangast slíkt sölubann. Eru drög að svarbréfi stofnunarinnar meðfylgjandi. Vekur stofnunin í þessu sambandi athygli á heimild ráðherra í 3. mgr. 2. gr. laga nr. 88/2009 um stofnunina um að beina tilmælum til stjórnar hennar.

Að mati stofnunarinnar mun farsælt útboð á hlut Kaupþings í Arion banka auka verðmæti eignarhlutar ríkisins í bankanum og auðvelda undirbúning sölufarla á hlutabréfum í öðrum bönkum. Í ljósi arðgreiðslumöguleika bankans telur stofnunin einnig rétt að halda á eignarhlutnum í að lágmarki 180 daga í kjölfar almenns útboðs. Þá tekur stofnunin einnig tillit til undirliggjandi hagsmuna ríkisins sem aðili að afkomuskiptasamningi við Kaupþing.

Í þessu sambandi vill Bankasýsla ríkisins vekja athygli ráðuneytisins á því að í eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki kemur fram að sala eignarhlutarins í Arion banka muni „... líklega eiga sér stað samhliða sölu meirihlutaeigandans eða skráningu bankans á hlutabréfamarkað“. Hins vegar telur stofnunin að samþykki sölubannsins sé í fullkomnu samræmi við heildarmarkmið eigandastefnunnar.

Bankasýsla ríkisins telur mikilvægt að fyrirhugað almennt útboð Kaupþings á hlutum í Arion banka heppnist vel og að sem fæstar hindranir verði á vegi félagsins í þeirri vegferð. Það eru mikil hagsmunir í húfi fyrir ríkissjóð, sem aðila að afkomuskiptasamning við Kaupþing og handhafa skuldabréfs á milli aðila, sem eiganda 13% hlutar í Arion banka og sem eiganda nær alls hlutafjár Íslandsbanka og Landsbankans. Telur stofnunin að sala eignarhluta í þeim bönkum, sem stofnað var til með neyðarlögunum svokölluðu, vera síðasta áfangann í farsælli endurreisn íslensks efnahagslífs.

Virðingarfyllt,



Jón G. Jónsson  
Forstjóri

*Meðfylgjandi: Drög að svarbréfi til Kaupþings „Tímabundið sölubann á 13,0% eignarhlut íslenska ríkisins í Arion banka hf.“*