

# Gjaldþrot Íbúðalánasjóðs

Hersir Sigurgeirsson

Málstofa Hagfræðistofnunar 4. nóvember 2022

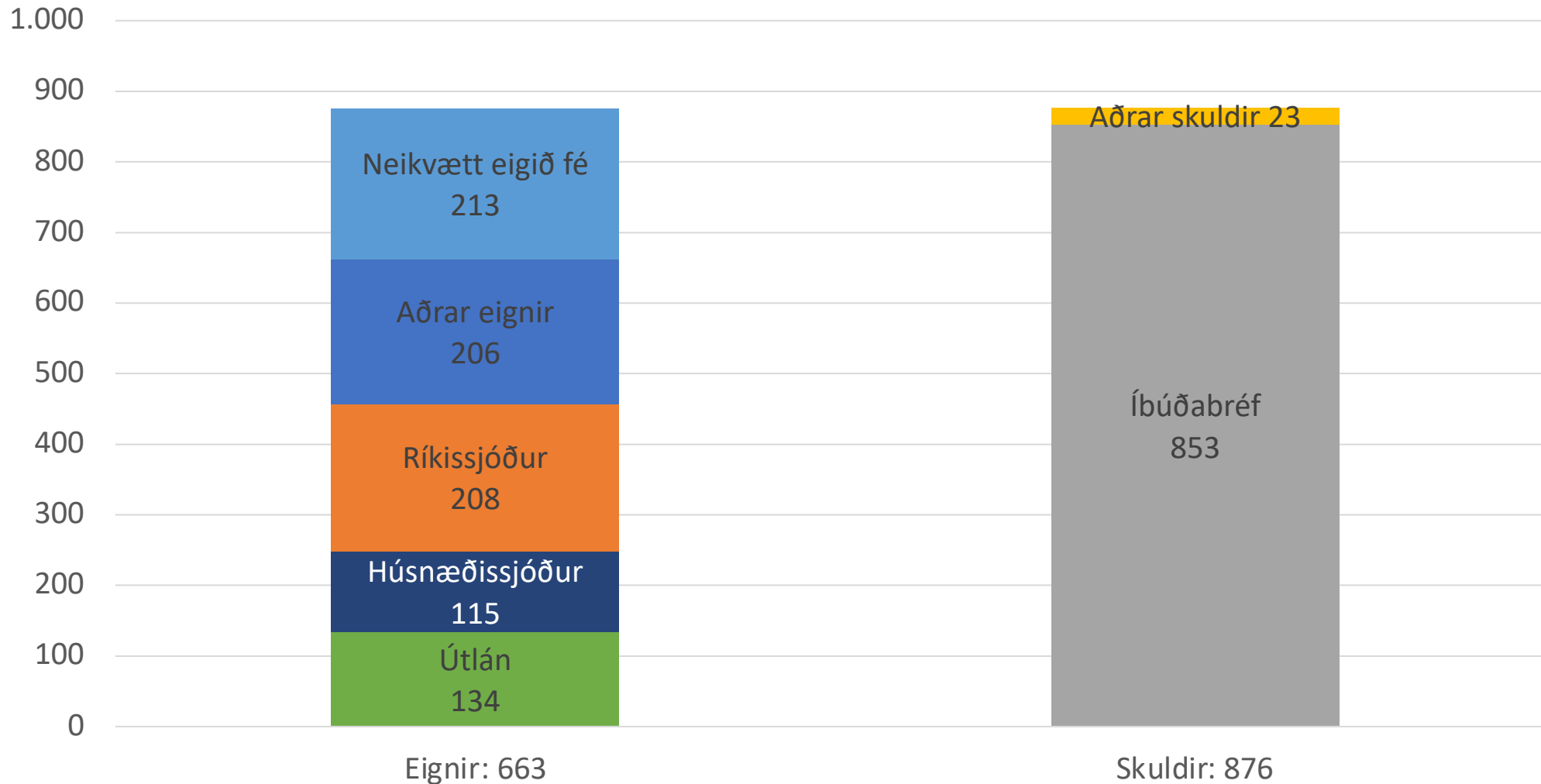
## Fyrirvari: Hagsmunatengsl

- Engir beinir fjárhagslegir hagsmunir í íbúðabréfum
- Stjórnarmaður í *Tryggingarsjóði vegna fjármálafyrirtækja* sem á íbúðabréf
- Íslenskur skattborgari og sjóðfélagi í nokkrum lífeyrissjóðum sem eiga líklega allir íbúðabréf
- Hef lækað eitt og annað er málið varðar á Facebook

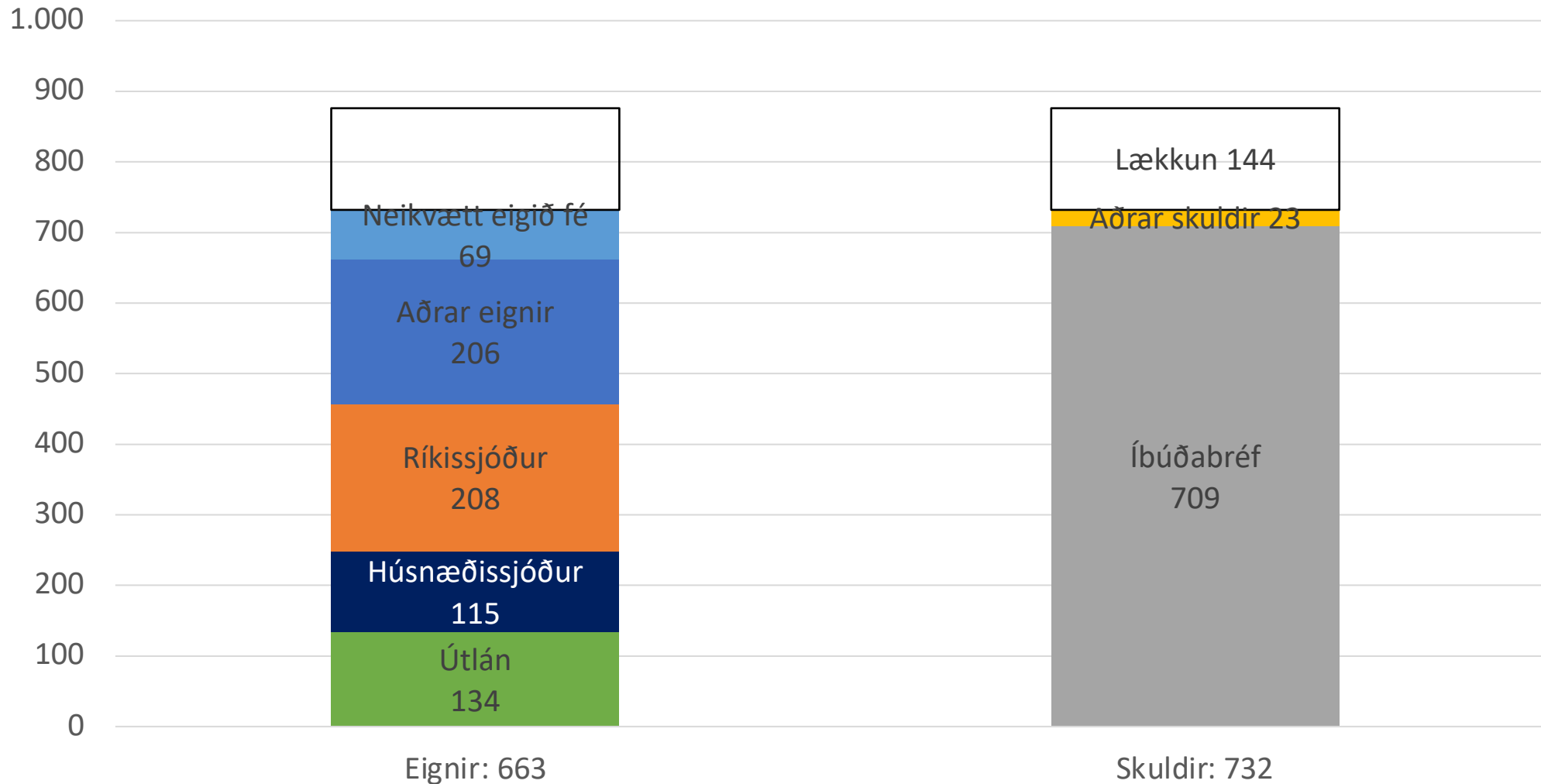
# Yfirlit

- Staða ÍL-sjóðs
- Valkostir ráðherra
- Valkostur 2 – Slit ÍL-sjóðs með lagasetningu
  - Flokkun Íbúðalánsjóðs og ÍL-sjóðs í þjóðhagsreikningum
  - Ábyrgð ríkisins á skuldum ÍL-sjóðs
  - Vanefnd þjóðríkja á skuldum í eigin mynt
  - Áhrif á lánshæfi ríkissjóðs o.fl.
  - Eignarhald lífeyrissjóða á íbúðabréfum og áhrif á þá
- Valkostur 3 – Samkomulag við skuldabréfaeigendur
- Samantekt

# Efnahagsreikningur ÍL-sjóðs H1 2022 – Bókfært virði



# Efnahagsreikningur ÍL-sjóðs H1 2022 – Höfuðstóll íbúðabréfa



# Valkostir í stöðunni að mati ráðherra 20. október 2022

- Valkostur 1: Leggja til fjármuni til 2044
  - Uppsafnað tap árið 2044 yrði um 450 ma.kr. á nafnvirði eða 200 ma.kr. að núvirði
- Valkostur 2: Slit ÍL-sjóðs með lagasetningu
  - Sérstaka heimild í lögum þarf til að knýja fram gjaldþrotaskipti eða slit á ÍL-sjóði
  - Engin slík heimild til staðar í núgildandi lögum
  - Til greina kemur að setja lög sem skilgreina slit ÍL-sjóðs og uppgjör á ríkisábyrgð.
  - „Við slit á sjóðnum gjaldfalla allar skuldbindingar hans“
  - Miðað við stöðu í hálfársuppgjöri 2022 stæði ríkissjóður þá í ábyrgð fyrir um 47 ma.kr.
- Valkostur 3: Samkomulag við skuldabréfaeigendur
  - Best væri að ná samkomulagi við skuldabréfaeigendur um uppgjör skulda ÍL-sjóðs
  - Ráðherra hefur falið milligönguaðila að kanna möguleika á slíku samkomulagi
  - Samkomulag eftir atvikum staðfest með sérstakri lagasetningu sem fæli í sér endanlegt uppgjör með fullum efndum á greiðslu höfuðstóls og áfallinna vaxta

# Flokkun Íbúðalánasjóðs og ÍL-sjóðs í Þjóðhagsreikningum

- Íbúðalánasjóður flokkaður sem stofnun í **B-hluta** ríkissjóðs 1999 – 2019
- ÍL-sjóður flokkaður sem stofnun í **B-hluta** ríkissjóðs í ríkisreikningi 2020 og 2021
- Álit Eurostat, júní 2020:

„Telur Eurostat að Íbúðalánasjóður, sem var starfræktur á tímabilinu 1999–2019, falli að skilgreiningunni um einingu sem sinnir innbyrðis fjármálastarfsemi (captive financial institutions) undir stjórn hins opinbera og sem óvirkur handhafi eigna og skulda (svokölluð sjálfstýring) eigi hann að flokkast sem hluti af hinu opinbera (S.13). Starfsemi sjóðsins hafi jafnframt haft ýmis einkenni þess sem skilgreint er sem starfsemi utan markaðar.“
- Íbúðalánasjóður uppfyllti aldrei skilyrði um að teljast sjálfstæð stofnanaeining og átti því frá upphafi átt að flokkast með ríkissjóði
- ÍL-sjóður verður stofnun í **A-hluta** í ríkisreikningi 2022
- Skuldir ÍL-sjóðs verða færðar sem skuldir ríkisins í ríkisreikningi 2022 og áfram
- Eurostat (2020, 8. júní). *Advice on the classification of the Housing Financing Fund.*
- Hagstofa Íslands. (2020, 30. nóvember). *Flokkun stofnanaeininga í þjóðhagsreikningum.* Hagtíðindi.

# Ábyrgð íslenska ríkisins á skuldbindingum ÍL-sjóðs

- Íslenska ríkið ber ábyrgð á skuldbindingum ÍL-sjóðs vegna almennrar ábyrgðar ríkisins á stofnunum sínum
- Skuldbindingar ÍL-sjóðs skv. íbúðabréfum falla undir þessa almennu ábyrgð
- Í skilmálum íbúðabréfa er þessi ábyrgð áréttuð
- Íslenska ríkið er í ábyrgð fyrir þeim skuldbindingum ÍL-sjóðs að greiða afborganir höfuðstóls og vexti af íbúðabréfunum



# Ákvæði um ríkisábyrgð í skilmálum íbúðabréfa

## STATE GUARANTEE

The New Notes benefit from a guarantee of collection (einföld ábyrgð) of the Icelandic State Treasury. The guarantee is irrevocable and covers all existing and future obligations of HFF including its obligations to make payments of principal and interest under the New Notes. The guarantee derives from a recognised principle of Icelandic law that the State Treasury guarantees the obligations of all State agencies unless the guarantee is unequivocally limited to the assets of the agency concerned. The nature of the guarantee is such that in the event of default by HFF, a holder of New Notes is required to exhaust all remedies against HFF before being entitled to make a claim against the Icelandic State. As a State agency, HFF cannot be subject to bankruptcy proceedings, as provided by Section 5(3) of Act No. 21/1991 on bankruptcy proceedings. Evidence of HFF's inability to make payments under the New Notes could be sought by entering into attachment proceedings following a judgment. An attachment showing HFF to hold insufficient assets for satisfaction of the debt would qualify as proof of HFF's inability to pay, and would thus give rise to a direct claim against the Icelandic State under the guarantee.

Housing Financing Fund. (2004, Júní 2004). Exchange offer memorandum.

# Einföld ábyrgð og sjálfskuldarábyrgð

- **Einföld ábyrgð (Guarantee of collection):**
- Ekki er unnt að ganga að ábyrgðarmanni fyrr en fullreynt hefur verið að ekki fáist greiðsla hjá aðalskuldara. Í slíkum tilvikum verður kröfuhafi því að sanna að hann hafi reynt til fulls að innheimta kröfuna hjá aðalskuldara en hann hafi ekki getað greitt.
- **Sjálfskuldarábyrgð (Guarantee of payment):**
- Unnt er að ganga að ábyrgðarmanni þá þegar að aðalskuldari hefur vanefnt kröfuna, án tillits til þess hvort kröfuhafi hafi reynt frekar að fá kröfuna greidda hjá aðalskuldara.
- (Nefnd um ábyrgðarveitingar. (1996, desember). *Ábyrgðamenn fjárskuldbindinga*. IVR Rit 96-7)
- Fram að gildistöku laga nr. 37/1961 um ríkisábyrgðir var aðalreglan sú að ábyrgð ríkissjóðs væri sjálfskuldarábyrgð
- Í framkvæmd var það oft svo að kröfuhafi reyndi ekki að fá greiðslu hjá skuldaranum heldur krafði ríkissjóð beint um greiðslu
- Með gildistöku laganna varð aðalreglan sú að ríkisábyrgð væri einföld ábyrgð

# Vanefnd ríkja á skuldum í eigin mynt

- Ávöxtunarkrafa á ríkisskuldabréfum í eigin mynt viðmið um áhættulausa vexti
- Ávöxtunarkrafa á íbúðabréfum var lengi viðmið á íslenskum markaði fyrir áhættulausa raunvexti
- Ríkissjóður getur (í prinsippi) alltaf greitt skuldir í eigin mynt, bæði afborganir og vexti
- Vanefnd á loforði ríkissjóðs um greiðslu er því alltaf pólitísk ákvörðun
  
- Ríki hafa oft ákveðið að greiða ekki skuldir í eigin mynt, að hluta eða að fullu
- A.m.k. 32 tilfelli frá árinu 1960
- Ýmis form:
  - Myntbreyting með takmörkunum
  - Lenging í gjalddögum
  - Lækkun á vaxtagreiðslum
  - Eða bara engin greiðsla (t.d. Rússland 1998)

(BoC-BoE Sovereign Default Database)

## Jafngildir valkostur 2 greiðslufalli ríkisins?

- Í ensku er orðið *default* notað yfir það að standa ekki við skuldbindingar
- Greiðslufall hefur oft verið notað sem íslensk þýðing á því orði
  - Bókstafleg merking er samt að greiða ekki – greiðsla fellur niður, *failure to pay*
- Önnur orð hafa einnig verið notuð, s.s. gjaldþrot sem er þó bara þýðing á *bankruptcy*
- *Default* nær yfir mun meira en greiðslufall eða gjaldþrot
- Í stöðluðum samningum fyrir afleiðuviðskipti (ISDA) eru átta mismunandi atburðir skilgreindir sem *default* – þar á meðal greiðslufall og gjaldþrot
- Það íslenska orð sem líklega best nær orðinu *default* er *vanefnd*
  
- BoC-BoE Sovereign Default Database tilgreinir níu atburði sem geta talist vanefnd þjóðríkis
- Valkostir 2 og 3 gætu hugsanlega fallið undir þá skilgreiningu
  - Ekki ljóst hvernig framkvæmdin yrði en ef skuldabréfaeigendur fá önnur bréf í hendur er í raun um endurskipulagningu skulda að ræða
  
- Með valkosti 2 væri ríkið ekki að efna fyllilega loforð um ábyrgð á skuldbindingum ÍL-sjóðs

# Skilgreining BoC-BoE Sovereign Default Database á vanefnd

- debt service is not paid on the due date or within a specified grace period
- payments are not made within the time frame **specified under a guarantee**
- even absent an outright payment default, creditors incur material economic losses on the sovereign debt they hold in any of these circumstances:
  - agreements between governments and creditors that reduce interest rates and/or extend maturities on outstanding debt
  - **government exchange offers to creditors where existing debt is swapped for new debt on less economic terms**
  - government purchases of debt at substantial discount to par
  - government redenomination of foreign currency debt into new local currency obligations on less favourable terms
  - swaps of sovereign debt for equity (usually relating to privatization programs) on less favourable terms
  - retrospective taxes targeting sovereign debt service payments
  - conversion of central bank notes into new currency of less-than-equivalent face value

Bank of England. (2022). *BoC-BoE Sovereign Default Database: Methodology, Assumptions and Sources*.

# Áhrif á láns hæfi ríkissjóðs

- Ríkissjóður er með láns hæfiseinkunn A hjá S&P, Moody's og Fitch bæði í erlendri og innlendri mynt
- Láns hæfiseinkunn er mat á getu (og vilja) lántaka til að standa skil á skuldbindingum sínum
- Áhrif lagasetningar skv. valkosti 2 geta verið margvísleg, bæði á láns hæfi ríkissjóðs og innlendan fjármálamarkað
- Ef lagasetning eða samningar við skuldabréfaeigendur teljast vanefnd gæti það haft áhrif á láns hæfi
- Lagasetningin og hugmyndir um síka lagasetningu getur breytt mati lánveitenda/markaðarins á ríkisábyrgðum og vilja ríkissjóðs til að efna þær
- Stofnanir með ábyrgð íslenska ríkisins hafa notið góðra lánskjara í krafti ábyrgðarinnar
- Breyttar leikreglur geta breytt því mati
- Ekki er fyllilega ljóst hvernig uppgjör ríkissjóðs á ábyrgð á skuldum ÍL-sjóðs skv. valkosti 2 yrði framkvæmt – t.d. á hvaða formi yrði greitt
- Ekki er sjálfgefið að eigendur íbúðabréfa myndu fella sig við greiðslu með ríkisskuldabréfum eða öðrum eignum – nema kveðið væri á um það í lögnum

## Er valkostur 2 í samræmi við lög?

- Að óbreyttu þýðir ábyrgð ríkisins að ríkissjóður þarf að greiða hverja afborgun og vexti af íbúðabréfunum sem ÍL-sjóður greiðir ekki
  - Einföld ábyrgð þýðir að kröfuhafar þurfa að fullreyna innheimtu hjá ÍL-sjóði áður en þeir krefjast greiðslu hjá ríkissjóði
- Valkostur 2 gerir ráð fyrir að ríkið komist hjá þessu með því að breyta lögum – eða setja ný lög
- Valkostur 2 er því ljóslega ekki í samræmi við gildandi lög
- Alþingi getur sett lög um slit ÍL-sjóðs en lagasetningin þarf að vera innan ramma stjórnarskrár
- Hugsanleg bótaábyrgð ríkisins ef ekki
- Vel þekkt að þjóðríki beiti lagasetningu til að lækka eða endurskipuleggja skuldir sínar
- Algengt tæki áður fyrr í fjárhagserfiðleikum ríkja
- Í dag eru erlendar skuldir þjóðríkja yfirleitt gefnar út undir enskum lögum eða lögum New York fylkis svo ríki geta ekki beitt lagasetningu til að koma sér undan greiðslu erlendra skulda

## Eigendur íbúðabréfa – júní 2017 (!)

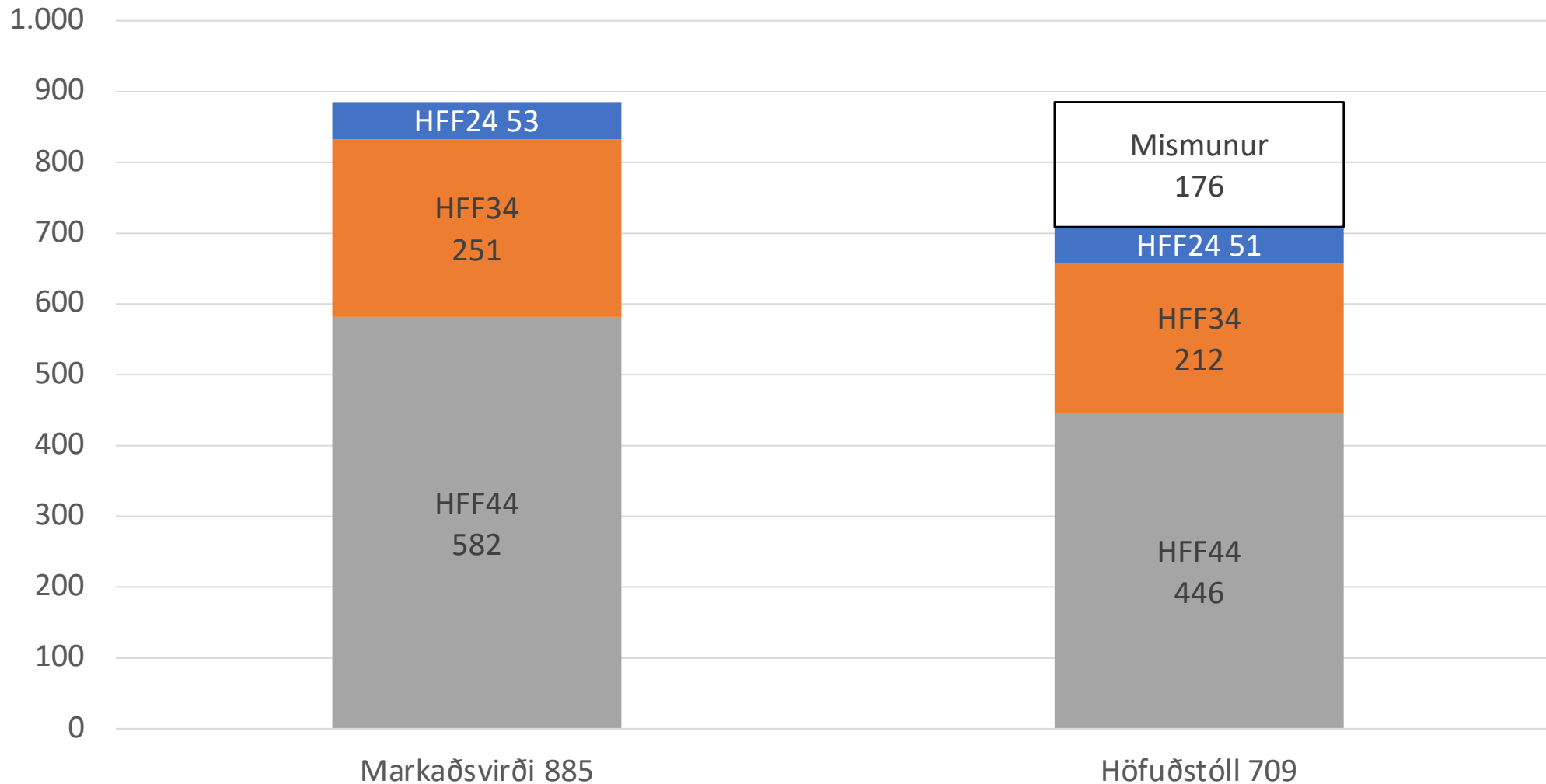
Lífeyrissjóðir langstærstir – en aðrir eigendur einnig með mikið undir

| Eigendur íbúðabréfa      | HFF24 | HFF34 | HFF44 |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| Bankar og sparisjóðir    | 1,8%  | 0,2%  | 0,1%  |
| Einstaklingar            | 3,0%  | 1,0%  | 0,6%  |
| Erlendir aðilar          | 0,8%  | 0,6%  | 0,3%  |
| Önnur fyrirtæki          | 3,9%  | 2,0%  | 0,9%  |
| Lánafyrirtæki            | 3,7%  | 3,3%  | 2,1%  |
| Lífeyrissjóðir           | 69,9% | 80,8% | 89,5% |
| Tryggingafélög           | 2,5%  | 1,2%  | 0,7%  |
| Verðbr.- og fjárf.sjóðir | 12,3% | 9,8%  | 4,4%  |
| Aðrir                    | 2,1%  | 1,2%  | 1,4%  |
| Nafnverð                 | 160,4 | 171,7 | 269,5 |

Íbúðalánasjóður. (2017). *Mánaðarskýrsla Íbúðalánasjóðs júní 2017.*



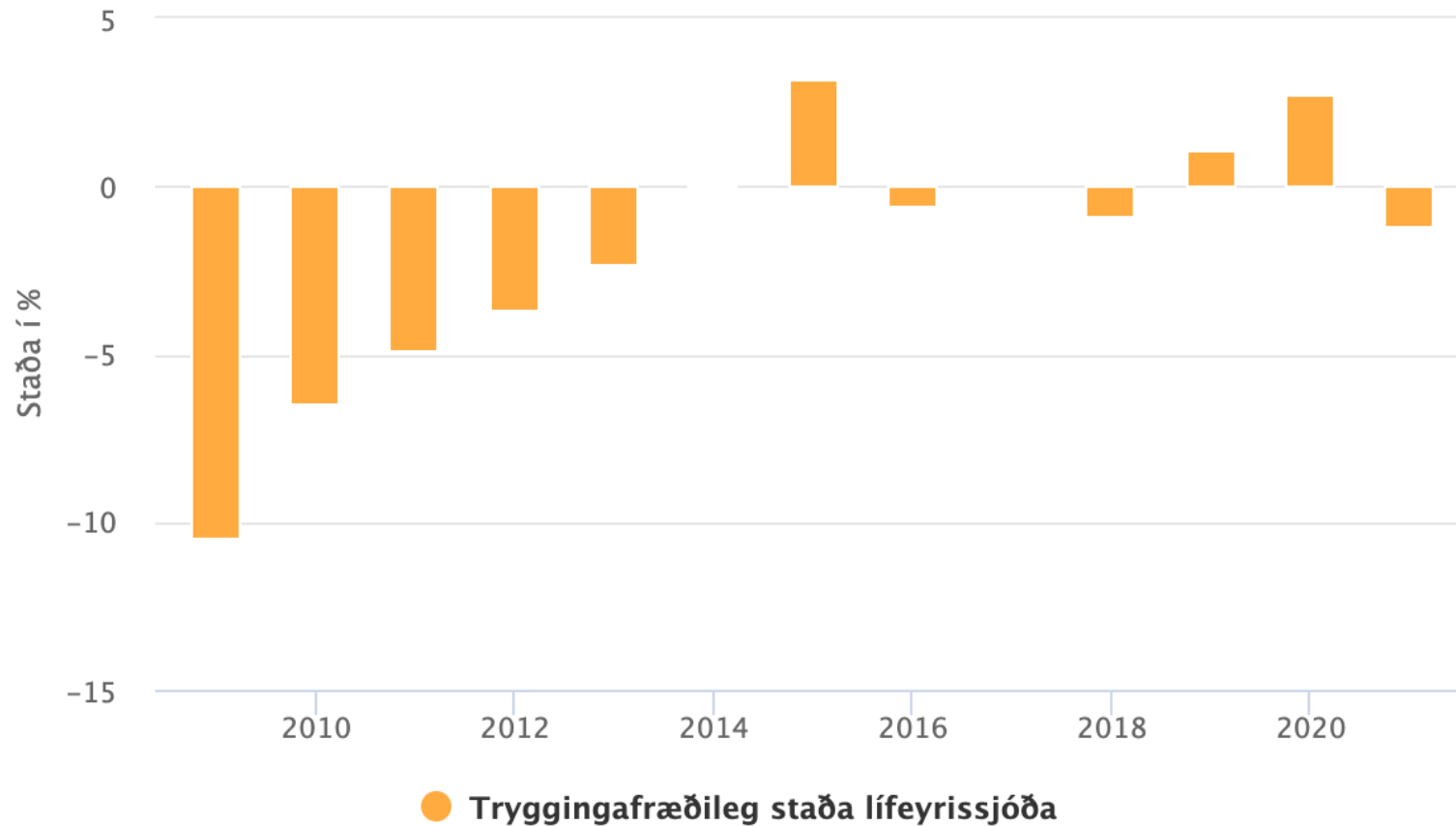
# Markaðsvirði og höfuðstóll íbúðabréfa 30. júní 2022



# Tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða

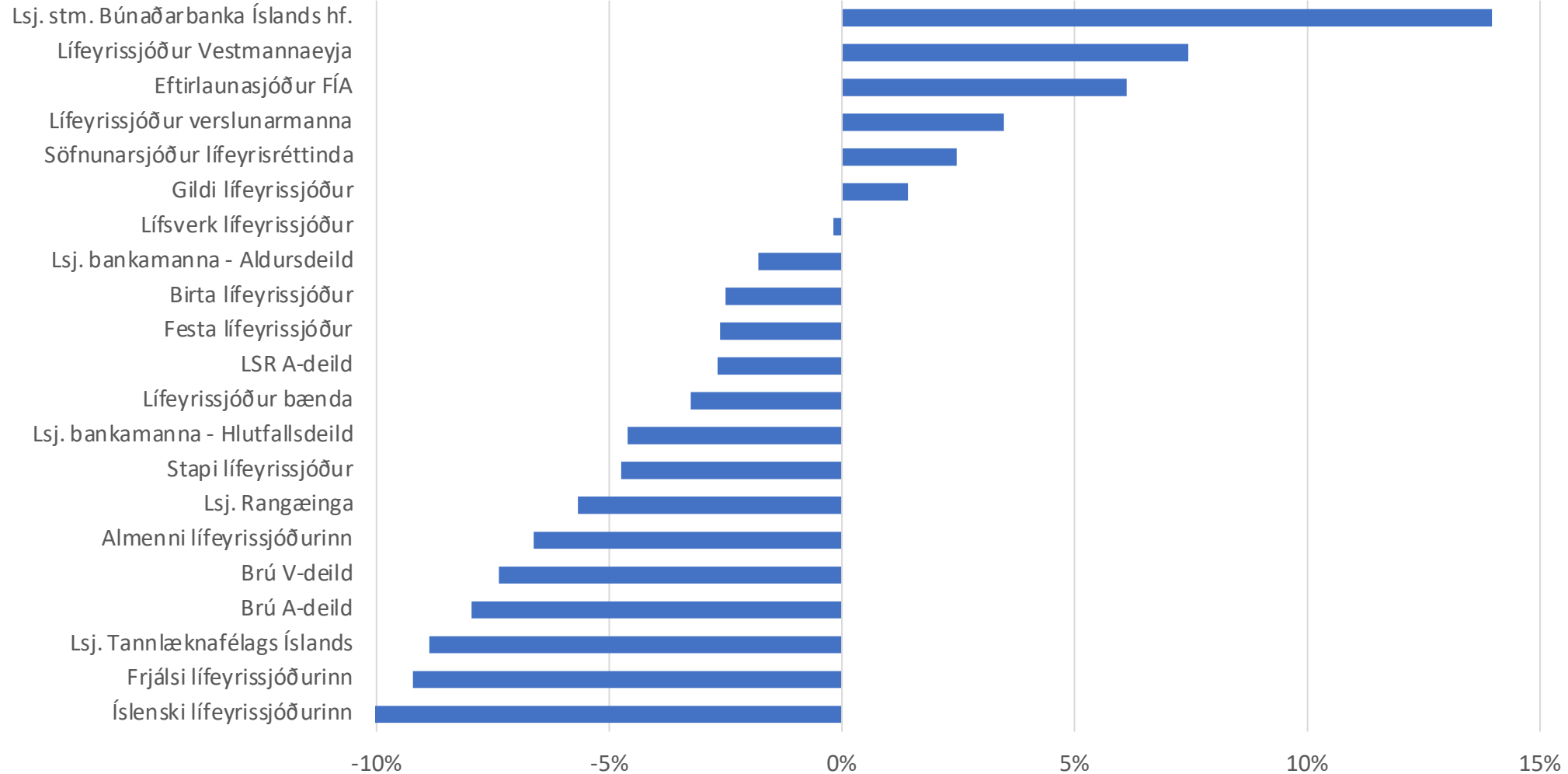
## 5.4 Tryggingafræðileg staða í árslok

Sjóðir án ábyrgðar launagreiðenda

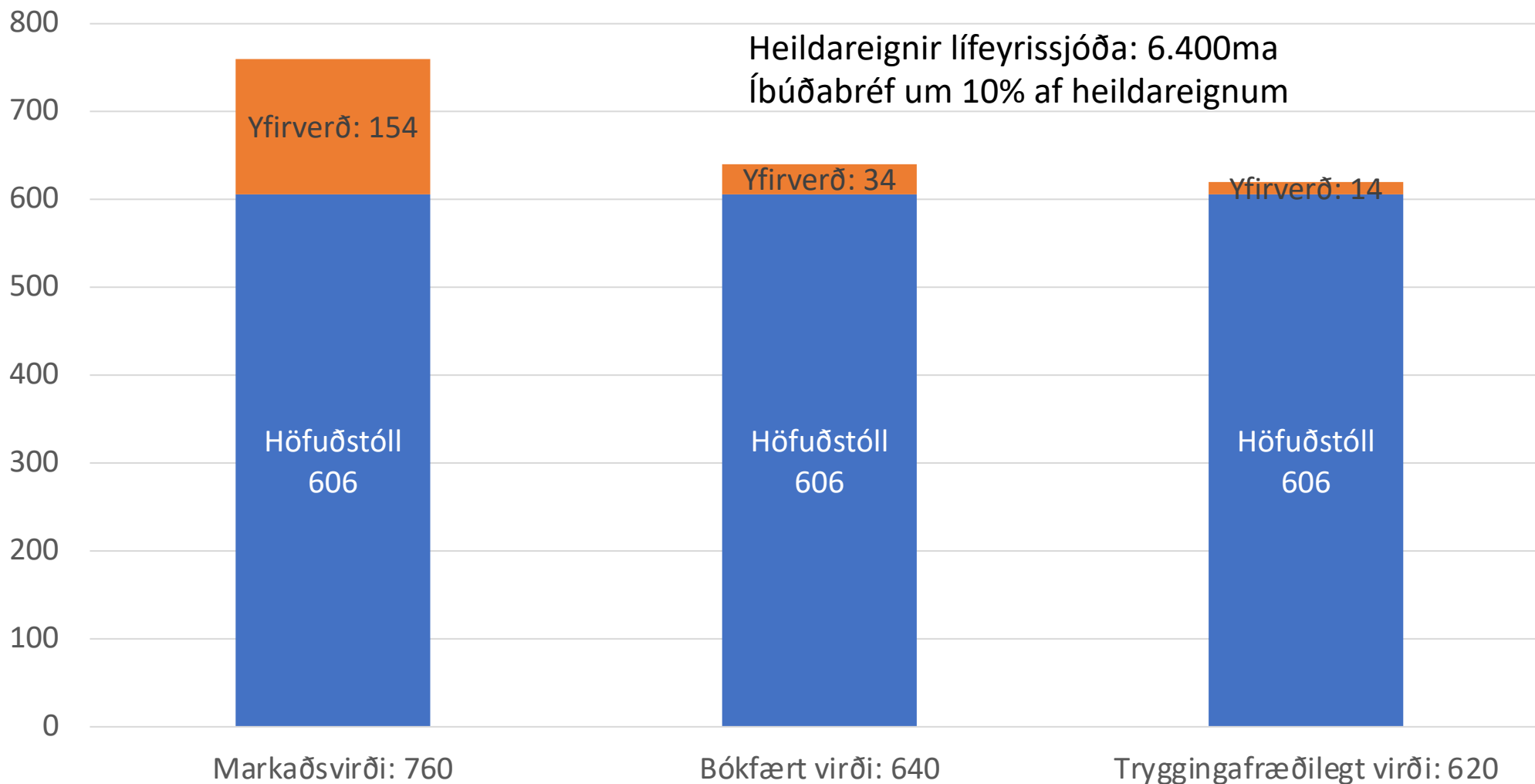


Heimild: Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands

# Tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða í árslok 2021



# Virði íbúðabréfa lífeyrissjóða 30. júní 2022



# Munu lífeyrissjóðir þurfa að skerða réttindi?

- Raunvirði eigna lífeyrissjóða myndi lækka um 154ma (m.v. 30. júní 2022) eða um tæp 2,5% af eignum sjóðanna
- **Lífeyrir allra sjóðfélaga yrði í heild um 2,5% lægri fyrir vikið – að öðru óbreyttu**
- Tryggingafræðilegt virði lækkar aðeins um 14ma eða um 0,22% af eignum
- Við fyrstu sýn virðist því tryggingafræðileg staða breytast sáralítið
- Sjóðirnir myndu hins vegar líklega kaupa eða fá verðbréf með föstum tekjum fyrir stóran hluta af andvirði íbúðabréfanna (er þó óljóst hvernig þessu yrði háttað)
- Ef fyrir allt andvirðið og með sama meðaltíma og íbúðabréfin þá lækkar tryggingafræðilegt virði um rúmlega 100ma eða 1,6% af eignum – hugsanlega einhverjir sem þyrftu að skerða réttindi strax vegna þessa
- **Hefur engin áhrif á sjóðfélaga í sjóðum með bakábyrgð launagreiðenda(!) – að óbreyttu**
- Bókfærð lækkun er aðeins um 34ma eða 0,5%
- Ávöxtun sjóðanna yrði í heild um 0,5% lægri árið 2023 (eða strax 2022) vegna þessa
- Og lægri ávöxtun en ella næstu árin hjá þeim sjóðum sem hafa bókfært á kaupkröfu

## Niðurfærsla íbúðabréfa hjá lífeyrissjóðum

- Markaðsverð íbúðabréfanna lækkaði niður í höfuðstólsvirði strax eftir kynningu ráðherra
- A.m.k. þeir lífeyrissjóðir sem færa bréfin á markaðsvirði þurfa því að færa bréfin strax niður
- Ef kaupkrafta er lægri en nafnvextir íbúðabréfanna (3,75%) getur verið eðlilegt fyrir þá sem færa á kaupkröfu líka að færa niður
- Niðurfærslan hefur engin áhrif á tryggingafræðilega stöðu þar sem bréfin eru núvirt á 3,5% kröfu í tryggingafræðilegri athugun, óháð virði eða bókfærðu verði
  - Ef fyrirséð er að bréfin verða greidd upp fyrr þá eru áhrif, en mjög lítil



### Gildi færir niður íbúðabréfin um fimmtán milljarða

**INNHERJI** 🕒 2.11.2022 13:00



# Sanngjarnt að greiða bréfin upp á höfuðstólsvirði?

- Er ekki sanngjarnt að eigendur íbúðabréfa fái til baka höfuðstól og áfallna vexti og verðbætur?
- Íbúðabréfin hafa sjaldnast verið seld á höfuðstólsvirði, hvorki á frum- né eftirmarkaði
- Stundum yfirverð, stundum undirverð
- Síðustu viðskipti með Íbúðabréf fyrir tilkynningu ráðherra:
  - HFF24: 18. október, 1.000 milljónir á verðinu 101,39 – 1,4% yfirverð
  - HFF34: 20. október, 150 milljónir á verðinu 109,40 – 9,4% yfirverð
  - HFF44: 5. október, 500 milljónir á verðinu 119,1 – 19,1% yfirverð
- Íbúðalánasjóður hélt áfram að gefa út bréfin eftir að slæm staða hans mátti vera ljós og hann átti nóg af reiðufé
- Síðustu íbúðabréfin seld á frummarkaði 16. janúar 2012
- 5,8ma af HFF44 á 2,57% ávöxtunarkröfu – um 18% yfirverð
- Forsenda fyrir verðlagningu bréfanna hefur verið að þau eru ekki uppgreiðanleg fyrir gjalddaga

## Valkostur 3: Samningar við skuldabréfaeigendur – Carrot and stick





## Valkostur 3: Samningar við skuldabréfaeigendur

- Valkostur 2 líklega fyrst og fremst **prik** fyrir skuldabréfaeigendur í samningaviðræðum
- Milligönguaðili hugsanlega líka með **gulrót** í farteskinu
- Ráðherra gerir sér væntanlega grein fyrir að afar erfitt eða ómögulegt er fyrir lífeyrissjóði að gefa eftir af sínum kröfum
  
- Ákvæði íbúðabréfa gerir ráð fyrir fundur skuldabréfaeigenda geti breytt ákvæðum bréfanna
  - Collective Action Clause (CAC) – ákvæði um sameiginlegar aðgerðir
- Aukinn meirihluti til að breyta tilteknum ákvæðum, þar á meðal um lækkun greiðslu höfuðstóls og vaxta, **75%**
- Ef aukinn meirihluti samþykkir breytinguna er hún bindandi fyrir alla skuldabréfaeigendur
  
- Slík ákvæði hafa mjög oft verið notuð til að skipta skuldabréfum út fyrir önnur
  - Exit consents – útgangssamþykktir
  
- HFF24 á lokagjalddaga eftir 15 mánuði – þyrfti aðeins að breyta HFF34 og HFF44

# Íbúðabréf – Collective Action Clause

## 15. Meetings of Noteholders; Modification and Waiver

(a) Meetings of Noteholders: The Fiscal Agency Agreement contains provisions for convening meetings of Noteholders to consider matters relating to the Notes, including the modification of any provision of these Conditions. Any such modification may be made if sanctioned by an Extraordinary Resolution. Such a meeting may be convened by the Issuer and shall be convened by it upon the request in writing of Noteholders holding not less than one-tenth of the aggregate principal amount of the outstanding Notes. **The quorum at any meeting convened to vote on an Extraordinary Resolution will be two or more persons holding or representing one more than half of the aggregate principal amount of the outstanding Notes or, at any adjourned meeting, two or more persons being or representing Noteholders whatever the principal amount of the Notes held or represented; provided, however, that certain proposals (including any proposal to change any date fixed for payment of principal or interest in respect of the Notes, to reduce the amount of principal or interest payable on any date in respect of the Notes, to alter the method of calculating the amount of any payment in respect of the Notes or the date for any such payment, to change the currency of payments under the Notes or to change the quorum requirements relating to meetings or the majority required to pass an Extraordinary Resolution (each, a “Reserved Matter”)) may only be sanctioned by an Extraordinary Resolution passed at a meeting of Noteholders at which two or more persons holding or representing not less than three-quarters or, at any adjourned meeting, one quarter of the aggregate principal amount of the outstanding Notes form a quorum. Any Extraordinary Resolution duly passed at any such meeting shall be binding on all the Noteholders, Receipholders and Couponholders, whether present or not.**

Housing Financing Fund. (2004). Exchange offer memorandum.

## Samantekt

- ÍL-sjóður tæknilega gjaldþrota, neikvætt eigið fé 213ma, skuldir 876ma
- ÍL-sjóður verður í A-hluta ríkisreiknings fyrir 2022 og skuldir hans því færðar sem ríkisskuldir
- Heildarskuldir ríkisins 2.618ma í árslok 2021, gæti bætt um 650ma við skuldir ríkisins – 25% aukning
  
- Valkostur 2 gæti talist vanefnd ríkisins
- Lækkar lífeyrisgreiðslur til sjóðfélaga í heild um 2,5% (m.v. 30. júní 2022)
- Getur lækkað tryggingafræðilega stöðu í heild um ca. 1,6% (m.v. 30. júní 2022)