

Nefndasvið Alþingis  
Austurstræti 8-10  
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 5. mars 2013  
Tilvísun 111  
MKÁ

**Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um nr. 129/1997, 625. mál**

Vísað er til frumvarps til laga um breytingu á lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir), 625. mál. NASDAQ OMX Iceland hf. („Kauphöllin“) hefur farið yfir efni frumvarpsins og vill koma á framfæri viðbót við þær tillögur sem gerðar eru til breytinga á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða í 3. gr. frumvarpsins.

Kauphöllin hefur undanfarið unnið að tillögu að breytingu á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða skv. ákvæðum 36. gr. í lögum nr. 129/1997 (Isl.). Er sú tillaga fólgin í því að lífeyrissjóðum verði veitt aukin heimild til að fjárfesta í verðbréfum sem skráð eru á markaðstorgi fjármálagerna („MTF“). Grundvallast tillagan á því að nýjum málslið verði bætt við 3. mgr. 36. gr. Isl. á eftir 1. ml. og verði þar kveðið á um heimild fyrir lífeyrissjóði til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á MTF mörkuðum, upp að ákveðnu marki, til viðbótar þeirri heimild sem þegar er til staðar í 1. ml. 3. mgr. 36. gr. Isl. Kauphöllin mælir með því að umrætt mark miðist við 5% af hreinni eign lífeyrissjóðsins.

Leiða má að því líkur að slík breyting myndi auka framboð á skráðum verðbréfum til lengri og skemmri tíma, ásamt því að vera til hagsbóta fyrir lífeyrissjóði, aðra fjárfesta og atvinnulífið. Nánari rökstuðning og lýsingu á tillögunni er að finna í fylgiskjali sem Kauphöllin hefur útbúið. Ef frekari upplýsingar óskast er velkomið að hafa samband við undirritaðan.

Virðingarfyllst,

Magnús Kristinn Ásgeirsson,  
lögfræðingur

## Fylgiskjal:

### 1. Heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í verðbréfum og skilyrði 36. gr. laga nr. 129/1997

NASDAQ OMX Iceland hf. („Kauphöllin“) hefur undanfarið unnið að tillögum að breytingum á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða skv. ákvæðum 36. gr. og 36. gr. a. í lögum nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða (Isl.). Samkvæmt 1. mgr. 36. gr. Isl. er lífeyrissjóðum heimilt að ávaxta fé sitt með þeim hætti sem þar er kveðið á um, s.s. í tilteknum skuldabréfum, hlutabréfum fyrirtækja og í hlutdeildarskírteinum eða hlutum verðbréfasjóða eða fjárfestingarsjóða. Það skilyrði er þó sett fyrir slíkum fjárfestingum að verðbréf sem lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í skv. 1. mgr. 36. gr. skulu hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði<sup>1</sup>, sbr. 2. mgr. 36. gr. Isl. Þrátt fyrir skilyrði 2. mgr. er lífeyrissjóðum heimilt, skv. 3. mgr. 36. gr., að fjárfesta fyrir allt að 20% af hreinni eign sjóðsins í verðbréfum sem ekki eru skráð á skipulegum verðbréfamarkaði, enda séu verðbréfin gefin út af aðilum innan aðildarríkja OECD eða ríkja innan Evrópska efnahagssvæðisins. Þessi undanþága er þó skilyrt með þeim hætti að fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum eru eingöngu heimilar ef engar hömlur eru á viðskiptunum með hlutabréfin og ársreikningur hlutafélaganna öllum aðgengilegir.

Túlkun Fjármálaeftirlitsins hefur verið sú að hlutabréf sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF) teljist ekki til hlutabréfa sem skráð eru á skipulegum verðbréfamarkaði og því fari um þau sem önnur óskráð verðbréf skv. 3. mgr. 36. gr. Isl.

Þegar hugað er að því hvaða rök eru að baki fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða þá virðist augljóst að ákvæðinu er ætlað að vernda hagsmuni sjóðfélaga með því að beina lífeyrissjóðum í átt að því sem talið er til tryggari fjárfestinga. Fær þessi skilningur stuðning í athugasemdum við 36. gr. frumvarps sem varð að lögum nr. 129/1997 þar sem fram kemur að tilgangur ákvæðisins sé að „stuðla að því að lífeyrissjóðir nái sem bestri ávöxtun á fé sjóðfélaga sinna og jafnframt að áhættunni sé dreift með eðlilegum hætti.“

Í þessu sambandi er vert að skoða með hvaða hætti skilyrði 2. mgr. 36. gr. Isl. samræmist framangreindum tilgangi ákvæðisins. Hvað þetta varðar þá er hægt að telja til nokkur atriði sem einkenna skipulega verðbréfamarkaði og eru til þess fallnir að tryggja þá verndarhagsmuni sem búa að baki umræddu skilyrði 2. mgr. 36. gr. Isl.:

#### a. Virk verðmyndun

Það verður að telja að skilyrði ákvæðisins um að verðbréf sem lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í hafi skráð kaup- og sölugengi á skipulegum verðbréfamarkaði sé augljóslega til hagsbóta þar sem slík virk verðmyndun auðveldar lífeyrissjóðum að losa sig við eignir á markaðsverði. Með sama hætti þá auðveldar virk verðmyndun mat lífeyrissjóða á virði þeirra verðbréfa sem þeir hafa fjárfest í.

#### b. Gagnsæ upplýsingagjöf, bann við markaðssvikum og eftirlit

Telja verður að þær ströngu kröfur sem gilda um upplýsingagjöf á skipulegum verðbréfamörkuðum hljóti að teljast til hagsbóta fyrir lífeyrissjóði og sjóðfélaga. Kröfur um gagnsæja og opna upplýsingagjöf á skipulegum verðbréfamörkuðum auðveldar lífeyrissjóðum að taka upplýsta ákvörðun við val á fjárfestingarkostum sem í boði eru.

<sup>1</sup> Í ákvæði 36. gr. Isl. er hugtakið „skipulegur markaður“ notað en ákvæðið hefur verið túlkað með þeim hætti að það taki til skipulegra verðbréfamarkaða, sbr. skilgreiningu 2. tfl. 1. mgr. 2. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007. Hugtakið „skipulegur verðbréfamarkaður“ verður hér notað í stað „skipulegur markaður“ með vísan til hugtakanotkunar laga um kauphallir nr. 110/2007.

Ákvæði laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (vvl.) kveða einnig á um að markaðssvik séu óheimil, en þar er átt við markaðsmisnotkun skv. 117. gr. vvl. og innherjasvik eins og þau eru skilgreind í 123. gr. vvl.

Skýrt bann við markaðssvikum, kröfur um gagnsæja upplýsingagjöf og ákvæði sem tryggja eftirlit með þessum þáttum ásamt því að heimila víðurlagabeitingu vegna brota eru til þess fallin að auka trúverðugleika í tengslum við víðskipti með fjármálagerninga sem teknir hafa verið til víðskipta á skipulegum verðbréfamörkuðum. Með því er stuðlað að eðlilegri verðmyndun en ella sem aftur ætti að skila sér í tryggari fjárfestingum og bættri ávöxtun á fjármunum sjóðfélaga.

### c. Skilyrði fyrir skráningu

Loks ber að nefna að þau ströngu skilyrði sem gilda þegar sótt er um töku verðbréfa til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði eiga að tryggja að slík skráning þjóni hagsmunum almennings og verðbréfamarkaðarins. Slík skilyrði horfa m.a. að rekstrarsögu, rekstrarhæfi og hagnaðarmöguleikum félags ásamt því að sérstakt mat er lagt á hvort félag hafi getu til að veita upplýsingar til markaðarins. Loks eru sett skilyrði sem eiga að tryggja seljanleika, s.s. um framseljanleika, um lágmarksdreifingu hlutafjár til almennra fjárfesta<sup>2</sup> og að félag skuli hafa nægjanlegan fjölda hluthafa.

## 2. Samanburður á skipulegum verðbréfamörkuðum og MTF

Þegar þau rök sem talin eru upp undir 1. lið eru metin þá verður að telja að líkur standi til þess að fjárfesting í verðbréfum sem skráð eru á skipulegum verðbréfamarkaði sé áhættuminni en fjárfesting í óskráðum verðbréfum og skili sér því að öðru jöfnu í jafnari ávöxtun. Að því virtu er tilefni til að huga að ástæðunni fyrir því að fjárfestingar í verðbréfum sem verslað er með á MTF mörkuðum eru takmarkaðar svo mjög umfram það sem á við um fjárfestingar í verðbréfum sem skráð eru á skipulegum verðbréfamarkaði.

Eins og áður hefur verið komið inn á þá teljast verðbréf sem verslað er með á MTF mörkuðum til óskráðra verðbréfa og falla því undir undanþáguheimild 3. mgr. 36. gr. lsl. Það er þó enn fremur ljóst að þær kröfur sem gerðar eru varðandi rekstur MTF markaða eru að mörgu leyti sambærilegar þeim kröfum sem gilda um rekstur skipulegra verðbréfamarkaða. Með sama hætti eru skráningarskilyrði og reglur um upplýsingagjöf oft samskonar, þó svo að MTF mörkuðum sé veitt meira svigrúm til að móta sínar eigin reglur hvað þetta varðar. Það er því vert að skoða hvort raunveruleg ástæða sé fyrir því að takmarka svo mjög heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á MTF mörkuðum. Verður þetta metið með því að skoða með hvaða hætti þau atriði sem hér að framan eru talin einkenna skipulega verðbréfamarkaði eiga við um MTF markaði:

### a. Virk verðmyndun á MTF mörkuðum?

Það verður að telja að sömu sjónarmið eigi við um verðmyndun á MTF mörkuðum og skipulegum verðbréfamörkuðum. Skráning verðbréfa á MTF markaði er til þess fallin að auðvelda kaup og sölu verðbréfa og gerir mat á virði þeirra áreiðanlegra þar sem það styðst við markaðsvirði sem uppfærast reglulega til samræmis við framboð og eftirspurn.

### b. Gagnsæ upplýsingagjöf, bann við markaðssvikum og eftirlit

Stærstur hluti þeirra reglna sem gilda um upplýsingagjöf á skipulegum verðbréfamörkuðum eiga með sama hætti við á MTF mörkuðum. Á þetta við um ákvæði XIII. kafla vvl. (Meðferð innherjaupplýsinga og víðskipti innherja). Félagi sem hefur verðbréf í víðskiptum

<sup>2</sup> 25% hlutabréfa innan sama flokks skulu vera í eigu almennra fjárfesta.

á MTF markaði er þannig skylt að birta allar innherjaupplýsingar opinberlega. Með því er tekið á því sem telja verður mikilvægasta þættinum í upplýsingagjöf félaga sem hafa verðbréf í viðskiptum á markaði.

Þrátt fyrir þetta eiga ekki öll ákvæði um upplýsingagjöf á skipulegum verðbréfamarkaði við með sama hætti á MTF mörkuðum. Skv. ákvæðum vvl. eru félög sem hafa verðbréf í viðskiptum á MTF mörkuðum m.a. undanskilin ákvæðum VII. kafla laganna (Reglulegar upplýsingar útgefanda) um opinbera birtingu á ársreikningum og árshlutareikningum, VIII. kafla (Aðrar skyldur útgefanda um veitingu upplýsinga), IX. kafla (Breyting á verulegum hlut atkvæðisréttar – flöggun) og X. kafla (Yfirtaka). Það er því ljóst að ekki er gengið jafnlangt hvað varðar kröfur um upplýsingagjöf á MTF mörkuðum og skipulegum verðbréfamörkuðum. Þess ber þó að geta að ef fyrrgreindar upplýsingar geta haft marktæk áhrif á markaðsverð verðbréfanna þá ber að birta þær opinberlega þar sem um innherjaupplýsingar væri að ræða.

Einnig ber að nefna í þessu sambandi að skv. 3.tl. 3. mgr. 33. gr. vvl. er aðila sem rekur MTF markað skylt að tryggja að aðilar að markaðstorginu hafi aðgang að nægjanlegum opinberum upplýsingum til að geta tekið fjárfestingarákvarðanir. Kauphöllin sem starfrækir MTF markað undir nafninu First North Iceland fellur undir fyrrgreint ákvæði vvl. og hefur á grundvelli þess sett reglur sem gilda um upplýsingaskyldu á First North Iceland. eru þar m.a. ákvæði um skyldu félaga sem hafa verðbréf í viðskiptum á First North Iceland til að birta opinberlega ársreikninga og árshlutareikninga.

Það er ljóst að þó svo að reglur um upplýsingaskyldu á MTF mörkuðum gangi að vissu leyti skemur en á skipulegum verðbréfamörkuðum þá eru strangar kröfur gerðar varðandi upplýsingagjöf félaga sem hafa verðbréf í viðskiptum á MTF mörkuðum. Þær reglur geta þó verið misjafnar milli MTF markaða þar sem rekstraráðilum slíkra markaða er veitt ákveðið svigrúm til að setja eigin reglur um upplýsingagjöf umfram þá skyldu sem þegar er kveðið á um í lögum. Eins og áður hefur verið lýst þá hafa verið settar strangar reglur um upplýsingagjöf á First North Iceland og er í því sambandi gengið nærri þeirri skyldu sem hvílir á félögum sem hafa verðbréf í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði.

Hvað varðar ákvæði 117. gr. vvl. og 123. gr. vvl. sem banna markaðssvik, þ.e. markaðsmisnotkun og innherjasvik, þá gilda um þetta sömu reglur á skipulegum verðbréfamörkuðum sem og MTF mörkuðum. Fjármálaeftirlitinu er falið að hafa eftirlit með umræddum ákvæðum vvl. og lögin skilgreina einnig hvaða viðurlögum það varðar að brjóta gegn ákvæðum sem leggja bann við markaðssvikum. Þess skal einnig getið að skv. 35. gr. vvl. þá skal fjármálafyrirtæki eða kauphöll sem rekur MTF markað hafa eftirlit með því að aðilar að viðskiptum sem þar fara fram starfi eftir lögum, reglum og samþykktum sem um viðskipti á MTF markaðnum gilda og reka viðeigandi eftirlitskerfi með viðskiptunum. Ákvæði 21. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 gerir samskonar kröfu um eftirlit skipulegra verðbréfamarkaða með viðskiptum. Það er því ljóst að ákvæði laga setja sömu skordur við markaðssvikum á skipulegum verðbréfamörkuðum og MTF mörkuðum og tryggja samskonar eftirlit og viðurlagabeitingu.

#### c. Skilyrði fyrir skráningu á MTF mörkuðum

Skv. 2. tl. 3. mgr. 33. gr. vvl. skal aðili sem rekur MTF markað setja reglur um þau skilyrði sem fjármálagerningar þurfa að uppfylla svo að viðskipti geti farið fram með þá á markaðstorginu. Orðalag ákvæðisins veitir töluvert svigrúm til mats og er það að mestu leyti sett í hendur rekstraraðila slíkra markaða að ákveða hversu ströng skilyrði á að setja fyrir skráningu.

Kauphöllin hefur, með það fyrir augum að uppfylla umrætt ákvæði, sett ýtarleg skilyrði fyrir skráningu á First North Iceland. Þó svo að ekki sé að öllu leyti gengið jafnlangt í þeim efnum eins og oft er á skipulegum verðbréfamörkuðum þá eiga reglurnar að tryggja að skráning þjóni hagsmunum almennings og verðbréfamarkaðarins. Í þeim tilgangi hafa verið sett skilyrði sem eiga að tryggja seljanleika, s.s. um framseljanleika bréfanna og um lágmarksdreifingu hlutafjár<sup>3</sup>. Einnig verður félag að tryggja að það geti uppfyllt kröfur um birtingu upplýsinga skv. reglum First North Iceland. Telur Kauphöllin að með þessu sé langt gengið í átt að því regluverki sem á við um töku fjármálagerninga til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.

Að þessu öllu virtu er ljóst að reglur sem gilda um skráningu fjármálagerninga á MTF mörkuðum eru um margt sambærilegar þeim reglum sem eiga við á skipulegum verðbréfamörkuðum. Þó verður að huga að því að MTF mörkuðum er veitt meira svigrúm til að setja eigin reglur varðandi skilyrði fyrir skráningu og upplýsingagjöf en skipulegum verðbréfamörkuðum. Þó er í mörgum tilfellum gengið nærri regluverki skipulegra verðbréfamarkaða. Á þetta m.a. við á First North Iceland þar sem þau skilyrði sem sett eru varðandi skráningu fjármálagerninga og upplýsingagjöf útgefenda endurspeglar að miklu leyti kröfur sem ríkja á skipulegum verðbréfamarkaði.

### 3. Niðurstaða og tillögur að breytingum

Ef aftur er horft til ákvæða 2. mgr. og 3. mgr. 36. gr. Isl. þá verður að telja að sterk rök séu fyrir því að rýmka fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða að því marki að þeim verði í auknum mæli heimilt að fjárfesta í verðbréfum sem hafa skráð kaup- og sölugengi á MTF markaði. Þó ber einnig að líta til þess að MTF markaðir eru settir upp með mismunandi hætti og eins og áður segir þá hafa rekstraraðilar slíkra markaða töluvert svigrúm til að setja reglur varðandi skilyrði fyrir skráningu verðbréfa og skyldu útgefanda til að birta upplýsingar, umfram þau lágmarksskilyrði sem lög kveða á um.

Þegar litið er til þess regluverks sem gildir á First North Iceland markaðnum þá er erfitt að sjá hvaða rök eru fyrir því að verðbréf sem verslað er með á þeim markaði séu metin sem óskráð í skilningi 3. mgr. 36. gr. Isl. Það má telja ljóst að verndarhagsmunir þeir sem búa að baki þeim skilyrðum sem sett eru fram í 2. mgr. 36. gr. Isl. eru að stærstum hluta tryggðir með sama hætti með því regluverki sem gildir á First North Iceland. Þó svo að ekki sé endilega ástæða til að gera First North Iceland markaðnum og öðrum MTF mörkuðum sem búa við samskonar regluverk, jafn hátt undir höfði og skipulegum verðbréfamörkuðum þá er full ástæða til að hugleiða hvort ástæða sé til að veita lífeyrissjóðum aukna heimild til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á slíkum mörkuðum.

Kauphöllin hefur í þessum efnum talið að ástæða sé til að endurskoða núgildandi regluverk m.t.t. þess að lífeyrissjóðum verði í einhverju mæli veitt aukin heimild til að fjárfesta í verðbréfum sem skráð eru á MTF mörkuðum, hvers regluverk endurspeglar að stórum hluta þá regluumgjörð sem er til staðar á skipulegum verðbréfamörkuðum. Tillaga Kauphallarinnar grundvallast á því að nýjum málslið verði bætt við 3. mgr. 36. gr. Isl. á eftir 1. ml. og verði þar kveðið á um heimild fyrir

<sup>3</sup> 10% hlutabréfa innan sama flokks skulu vera í eigu almennra fjárfesta.

lífeyrissjóði til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á MTF mörkuðum, upp að ákveðnu marki, til viðbótar þeirri heimild sem þegar er til staðar í 1. ml. 3. mgr. 36. gr. lsl. Eðlilegt má telja að miðað verði við 5% af hreinni eign sjóðsins.

Ef ákvæði byggt á þessari tillögu yrði lögfest myndi það gera lífeyrissjóðum kleyft að nýta þá heimild sem veitt er í 1. ml. 3. mgr. 36. gr. til fjárfestinga í óskráðum verðbréfum eða verðbréfum sem verslað er með á MTF mörkuðum og þar að auki myndi sá málsliður sem á eftir kæmi veita heimild til fjárfestingar upp að því marki sem þar yrði ákvarðað í verðbréfum sem væru í viðskiptum á MTF markaði.

#### 4. 3. mgr. 36. gr. lsl. með tillögu að breytingum

[Þrátt fyrir ákvæði 2. mgr. er heimilt að fjárfesta fyrir allt að [XX%]<sup>1)</sup> af hreinni eign sjóðsins í verðbréfum sem falla undir [1., 2., 5., 6., 8. og 9.]<sup>4)</sup> tölul. 1. mgr. og ekki eru skráð á skipulegum markaði, enda séu verðbréfin gefin út af aðilum innan aðildarríkja OECD [eða [ríkja Evrópska efnahagssvæðisins].<sup>1)7)</sup> **Að því viðbættu er heimilt að fjárfesta fyrir allt að 5% af hreinni eign sjóðsins í verðbréfum sem falla undir [1., 2., 5., 6., 8. og 9.]<sup>4)</sup> tölul. 1. mgr. og verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF).** [Fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum skv. 6. tölul. 1. mgr. eru þó eingöngu heimilar ef engar hömlur eru á viðskiptum með hlutabréfin og ársreikningar hlutafélaganna öllum aðgengilegir.]<sup>9)</sup> [Fjárfestingar í hlutdeildarskírteinum eða hlutum annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu skv. 8. tölul. 1. mgr. eru eingöngu heimilar ef engar hömlur eru á viðskiptum með eignarhlutina. Ákvæði um að rekstrar- eða ábyrgðaraðili sjóðs um sameiginlega fjárfestingu skv. 8. tölul. 1. mgr. eigi forkaupsrétt á eignarhlut eða þurfi að samþykkja kaupanda að eignarhlut í sjóðnum teljast ekki hamla viðskiptum.]<sup>9)</sup> [Nú greiðir bakábyrgðaraðili lífeyrissjóðs, sem nýtur bakábyrgðar ríkis, sveitarfélaga eða banka, inn á skuldbindingu sína við sjóðinn með verðbréfum skv. 1. tölul. 1. mgr. sem ekki eru skráð á skipulegum markaði, og skal sjóðnum þá heimilt að eiga slík verðbréf óháð takmörkunum skv. 1. másl. þessarar málsgreinar.]<sup>10)3)</sup>