

Alþingi

Erindi nr. 5 116 / 1

komudagur 19 / 8 1992

Árni Vilhjálmsson,
Hlyngerði 10,
108 Reykjavík.

12. ágúst 1992

Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis,
Alþingi,
101 Reykjavík.

Ég leyfi mér hér með að gera nokkrar athugasemdir við frumvörp til laga um verðbréfavíðskipti og um Kauphöll Íslands.

Um frv. til laga um verðbréfavíðskipti

1. Síðara lið skilgreiningarinnar á verðbréfi í 1. gr. er áfátt. Af athugasemdum við frv. er ljóst, að m.a. er átt við vissar gerðir „options“ (vilnana) og „futures contracts“ (staðlaðra framvirkra samninga). Þetta eru helstu flokkar svonefndra „derivatives“ (= derivative instruments = derivative securities = d. contracts; afleiddir samningar). Það fer ekki vel á því að auðkenna slíkan samning sem „skilríki til peningagreiðslu“ og fráleitt er að nefna hann skuldaskjal. Vilnun kveður á um **rétt** til að kaupa hlut á umsömdu verði

(call option) **eða** hún kveður á um **rétt** til að selja hlut á tilteknu verði (put option)

á tilteknu tímamarki eða innan tiltekins frests. Vilnanir verða oft **einskis virði** og verður þess vegna ekki beitt. Staðlaðir framvirkir samningar kveða á um skyldu tveggja aðila; annar **skal** kaupa, hinn **skal** selja eitthvað eftir tiltekinn tíma á fyrirfram umsömdu verði. Algengt er, að aðilar komi sér út úr slíkum skuldbindingum, áður en til afhendingar kemur, með því að gera mótvæga samninga: sá sem upphaflega keypti samning selur síðar sams konar samning og verður þá, fyrir meðalgöngu sérstakrar greiðslumiðlunar-stofnunar, laus allra mála. Til eru samningar af þessari gerð, sem byggja á viðmiðun við gildi ákveðinnar verðvísitölu hlutabréfa (stock index futures). Þá kemur ekki til greina, að afhending fari fram í öðru formi en peningum. Það er hins vegar ekki vitað, þegar til samnings er stofnað, hvor samningsaðilanna muni þurfa að láta fé af hendi né heldur er þá vitað, hversu há greiðslan skuli verða. - Í ljósi þess sem hér hefur verið sagt færi betur á að lýsa þessum öllum samningum sem „skilyrtum skilríkjum til peningagreiðslu“.

Í umræddu ákvæði frumvarpsins er tekið fram, að til grundvallar slíkum samningi skuli vera tiltekið verðbréf, eitt eða fleiri. Þar með er verið að útiloka samninga, sem varða t.d. gjaldeyri og ýmsar vörur, svo sem hveiti og olíu. Slík þrenging er e.t.v. eðlileg í ljósi hugmynda, sem höfundar frv. hafa um Kauphöll Íslands sem handhafa einkaréttar til að vera vettvangur viðskipta með verðbréf.

2. Í 17. gr. frv. er gerð tillaga um, að felld verði brott heimild hlutafélaga til að

annast sjálf almennt útboð hlutabréfa sinna. Engin efnisleg rök eru færð fyrir þessari réttarskerðingu. Í athugasemdum frv. segir: „Að fenginni reynslu þykir 2rétt að sú heimild falli brott og í stað hennar komi skýrar reglur sem gildi um öll almenn útboð.“ Ekkert er látið uppi um, hvers efnis sú reynsla er, sem um er rætt. Mér er næst að ætla, að ekkert það hafi gerst eða komið í ljós, sem réttlæti afnám umræddrar heimildar. Það er villandi að segja, að **í stað** heimildarinnar komi „skýrar reglur sem gildi um öll almenn útboð“. Þótt heimild eða skylda til að setja reglur um almenn útboð verði alfarið hjá Kauphöll Íslands, en ekki jafnframt hjá Seðlabanka Íslands eins og nú er, felur sú breyting ekki í sér nein rök til að svipta hlutafélög umræddri heimild.

Mér er ekki kunnugt um, að nokkurs staðar í nágrannalöndum okkar sé hlutafélagi meinað að standa sjálft að almennu útboði. Í flestum tilvikum munu hlutafélög hins vegar leita ásjár verðbréfafyrirtækja eða áþekkra fyrirtækja við slík útboð og þá vegna þess að það þykir betri kostur. Það sem gjarnan er sóst eftir er sú sölutrygging, sem verðbréfafyrirtækið er reiðubúið að veita, svo og yfirburðaaðstaða þess til að hafa uppi á kaupendum. Vera má, að hlutafélag kæri sig ekki um þessa þjónustu og telji sig einfært um að útbúa útboðsgögn á grundvelli altækra reglna, sem lögbært yfirvald hefur sett. Þá er og ekki sjálfgefið, að þótt til séu fyrirtæki, sem uppfylla skilyrði laga til þess að kallast verðbréfafyrirtæki, vilji þau eða hafi fjárhagslega burði, eitt eða fleiri saman, til þess að taka á sig þá kvöð um sölutryggingu, sem eftir er sóst.

Skerðingu athafnafrelsis á þessu sviði mætti líkja við það, að fyrirtækjum yrði bannað að standa sjálf að gerð auglýsinga sinna, heldur væri þeim skylt að fela auglýsingastofu, sem uppfyllti einhverjar tilteknar kröfur, t.d. um skólagöngu a.m.k. eins starfsmanns, að sjá um verkefnið, hvað sem það kostaði.

3. Í 17. gr. frv. (meirihluta vinnuhóps) er lagt til, að framvegis megi ekki önnur hlutafélög efna til almenns útboðs hlutafjár en þau, sem hafi fengið hlutabréf sín skráð á „opinberum verðbréfamarkaði“. Af frumvarpi um Kauphöll Íslands virðist mega ráða, að hér sé einungis um að ræða þann markað, sem K.Í. er ætlað að hafa einkarétt til að starfrækja.

Þessi tillaga kemur eins og þruma úr heiðskíru lofti. Meðal tilskipana EBE, sem vitnað er til í frumvarpi til laga um Evrópska efnahagssvæðið (EES), bls. 137, er tilskipun 89/298/EBE, sem fjallar um gerð og meðferð útboðslýsinga (prospectus), sem útbúa skal, þegar „framseljanleg verðbréf“ (transferable securities) skulu boðin almenningi til kaups. Sérstakur kafli (Section III) fjallar gagngert um útboð verðbréfa, sem **ekki** er sóst eftir að fá skráð á opinberu kaupþingi (official stock-exchange). Í formála tilskipunarinnar segir líka, að gera megi vægari kröfur um upplýsingagjöf í slíkum útboðslýsingum: „..... for public offers of transferable securities that are not to be admitted to official stock exchange listing, less detailed information can be required so as not to burden small and medium-sized issuers unduly“

Samkvæmt frumv. skal íslenskum fyrirtækjum veitt minna svigrúm til athafna á fjármagnsmarkaði heldur en sambærilegum fyrirtækjum í Efnahagsbandalaginu og, að ég ætla, víðast hvar annars staðar í veröldinni. Og það er ekki einu sinni tekið fram í frv. meirihlutans, að með tillögu frv. í þessu efni sé gengið í berhögg við reglur EBE.

Tillögunni til stuðnings er vísað til leiðbeininga ráðgjafafyrirtækisins

Enskilda Securities. Það verður hins vegar ekki séð, að höfundar Enskilda-skýrslanna hafi lagt fram nein haldbær rök í þessu efni. - Það er líklegt, að umsvif arntaka Verðbréfabings Íslands mundu aukast í bráð hraðar en ella. En ef vöxtur og viðgangur slíkrar stofnunar væru í sjálfum sér eftirsóknarverð markmið, öllu öðru ofar, væri eðlilegt að ganga enn lengra í þvingunaraðgerðum, t.d. með því að skylda öll hlutafélög, sem fara yfir ákveðin stærðarmörk, til að koma skipulagi sínu í það horf, að bréf þeirra væru tæk til skráningar á verðbréfabinginu.

Í athugasemdum frv. er sagt, að „talið (sé) eðlilegt að aðilar, sem veittur er aðgangur að almenningi til að fjármagna starfsemi sína, virði jafnframt þann rétt almenninga að eiga greiðan aðgang að ítarlegum upplýsingum um viðkomandi verðbréf og útgefendur þeirra“. Skipan mála í ríkjum Efnahagsbandalagsins sýnir ótvírætt, að skráning bréfa á einhvers konar verðbréfabingi sé alls ekki talin vera forsenda þess, að almenningi verði tryggður aðgangur að viðeigandi upplýsingum.

Ef ákvæði frv. yrði að lögum, er vel hugsanlegt, að upp kæmi sú staða hjá að öðru leyti ágætu hlutafélagi, að því verði synjað um skráningu, vegna þess að bréfin yrðu ekki talin vera **markaðshæf**. Talið yrði fyrirfram, að hluthafarnir mundu verða of fáir, eða í ljós kæmi eftir hlutafjárútboð, að hluthafarnir væru of fáir. Orðið markaðshæfni kemur fyrir í 11. gr. frv. um Kauphöll Íslands sem eitt af skilyrðum þess, að bréf félags fái skráð. Markaðshæfni er ekki skilgreind í frv. og er e.t.v. allt með felldu um að eftirláta það verk stjórn kauphallarinnar. En vegna synjunar um skráningu kemst umrætt félag í þá sjálfheldu að vera dæmt til að halda áfram að vera smátt. Það yrði að hafna áskriftum og komið yrði í veg fyrir, að fyrirtækið geti ráðist í arðsema fjárfestingu, sem það hyggst fjármagna á heilbrigðan hátt.

Í athugasemdum frv. segir reyndar, að ekki sé „um skyldu til skráningar allra verðbréfa að ræða samkvæmt ákvæðinu heldur einungis þeirra sem boðin eru almenningi með almennu útboði. Eftir sem áður gætu útgefendur verðbréfa leitað fjármögnunar hjá þrengra hópi aðila án þess að um almennt útboð væri að ræða. Ekki er skylt að skrá slík verðbréf á opinberum verðbréfamarkaði.“ Sá alvarlegi annmarki er á frv., að ekki skuli vera gerð ítarleg grein fyrir mörkunum á milli almenns útboðs og annarra útboða. Hvað er t.d. átt við með „þrengra hópi aðila“? Fellur þar undir það tilvik, þegar t.d. 100 hluthafa félag, sem ekki leggur neinar hömlur á heimild hluthafa til meðferðar á bréfum sínum, býður hluthöfum, og þeim einum, skriflega áskrift að hlutafjárauka á grundvelli þess forkaupsréttar, sem þeir njóta að lögum? - Það er lítt þolandi að eiga úrlausn slíkra álitamála undir túlkun stjórnar kauphallarinnar eða bankaeftirlits Seðlabanka.

Eins og áður hefur verið tekið fram láta EBE ríki afskiptalaust, hvort hlutafélag, sem stendur að almennu útboði hlutafjár (offer to the public) verði skráð eða ekki. Tiiskipun 89/298 hefur þar að auki að geyma ítarleg ákvæði um, við hvaða aðstæður útgáfa nýrra verðbréfa fellur **ekki** undir kröfur tilskipunarinnar um sérstaka útbóðslýsingu, þannig að jafnvel megi komast hjá því að útbúa útbóðslýsingu. Þessi ákvæði gæti mátt hafa til fyrirmyndar við afmörkun þeirra tilvika, þegar útboð hérlandra fyrirtækja skyldi ekki talið vera almennt útboð.

Af framansögðu er ljóst, að ég tek eindregið undir sérálit Eiríks Guðnasonar.

Um frv. til laga um Kauphöll Íslands

Eftirfarandi athugasemdir lúta einungis að 1. og 2. gr. frumvarpsins.

Samkvæmt 1. gr. frv. skal K.Í. hafa einkarétt til að stunda svonefnda kauphallarstarfsemi og starfsemi í eðlilegum tengslum við hana. Í athugasemdum við frv. (um 1. gr.) segir um heimildir annarra aðila til að greiða fyrir kaupum og sölu verðbréfa einungis það, að einkaréttur K.Í. standi ekki í vegi fyrir því, að „t.d. verðbréfafyrirtæki geti birt opinberlega verð verðbréfa sem þau hafa til sölu eða óska eftir að kaupa við ákveðnu verði, hvort sem slík verðbréf eru skráð í Kauphöllinni eða ekki“. Það er ekki laust við að vera villandi að nefna verðbréfafyrirtæki í þessu sambandi. Það virðist liggja í augum uppi, að það sem þarna er sagt um réttindi verðbréfafyrirtækja, á við um hvaða fjárráða einstakling sem er.

Að mínu mati er starfsemin, sem einkarétturinn skal taka til, hins vegar ekki nógu skýrt afmörkuð. Það er mér t.d. ekki ljóst, hvort starfsemi af því tagi, sem Kaupþing hf. hóf sl. haust, með tilboðsmarkaði, og síðan hefur verið haldið áfram á vegum nokkurra verðbréfafyrirtækja undir heitinu „opni tilboðsmarkaðurinn“ fengi þrífist eftir þær breytingar, sem frv. gerir ráð fyrir. Það þyrfti að eyða allri óvissu í þessu efni. - Ég álit, að markaður af því tagi, sem OTM er, eigi fullan rétt á sér. Á hann muni eiga erindi hlutabréf fjölmargra fyrirtækja, sem annað hvort geta ekki uppfyllt eða vilja ekki uppfylla ströng skilyrði hins opinbera verðbréfamarkaðar fyrir skráningu. Að því leyti sem almenningur tortryggir slík fyrirtæki, munu þau gjalda þess með einum eða öðrum hætti; hlutabréf þeirra verða í minni metum. Það ætti ekki að meina neinu fyrirtæki að bera slíkan klafa.

Ég álit, að þegar veita eigi stofnun eins og K.Í. einkarétt, svo sem ég tel eftir atvikum vera skynsamlegt, þurfi að afmarka mjög skýrt starfssviðið, sem einkarétturinn tekur til. Þess vegna beri að nema brott ákvæðið um **einkarétt** til að stunda „starfsemi í eðlilegum tengslum við“ kauphallarstarfsemi. Menn þurfa nú þegar að gera sér skýra grein fyrir, hvers konar starfsemi þetta er. Í því efni mætti styðjast við reynslu annarra þjóða á þessu sviði, þjóða sem eru árum eða áratugum á undan okkur í þróun fjármagnsmarkaðar. - Það sýnist líka vera óheppilegt að opna hlutverk K.Í. upp á gátt eins og gert er með orðasambandinu „m.a.“ í upphafi 2. gr.

Virðingarfyllst,

Árni Víðis Magnússon