

Til: Efnahags- og viðskiptanefndar.
Frá: Fjármálaeftirlitinu.

I. Inngangur.

Eftirfarandi minnisblað er tekið saman í framhaldi af fundi efnahags- og viðskiptanefndar þann 25. mars sl. og í tilefni af álitserð Lex lögmannstofu, dags. 9. desember 2003, fyrir Kauphöll Íslands hf. um túlkun á 36. gr. laga nr. 129/1997 og rökum með og móti því að hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða séu skráð í kauphöll. Af lestri álitserðarinnar virðist sem ýmis misskilningur séu uppi um efni laganna. Verða helstu atriði sem Fjármálaeftirlitið telur rétt að svara tíunduð hér á eftir.

Fjármálaeftirlitið ítrekar jafnframt eins og fram kom á framangreindum fundi að neðangreind túlkun Fjármálaeftirlitsins stendur og Fjármálaeftirlitið hefur ekki í hyggju að breyta henni. Ekki ber að líta á umsögn Fjármálaeftirlitsins frá 26. febrúar sl. og minnisblað þetta sem beiðni um lagabreytingu en í ljósi þess að nefndin hefur til umfjöllunar breytingar á 36. gr. laga nr. 129/1997 taldi Fjármálaeftirlitið rétt að vekja athygli efnahags- og viðskiptanefndar á því að skiptar skoðanir hafa verið uppi um það hvernig beri að túlka 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. laganna með hliðsjón af 2. mgr. 36. gr.

II. Ákvæði 2. mgr. 36. gr., sbr. 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. laga nr. 129/1997.

Í 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. laganna kemur fram að lífeyrissjóðum sé heimilt að fjárfesta í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða, en verðbréfasafni að baki skírteinum skal skipt á aðra töluliði málgreinarinnar með tilliti til takmarkana í 2.-6. mgr.

Í 2. mgr. 36. gr. er kveðið á um að verðbréf skv. 1., 2. og 5-8. tölul. 1. mgr. skuli hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum verðbréfamarkaði.

Fjármálaeftirlitið hefur túlkað framangreind ákvæði laganna á þann hátt að sé verðbréfasafn að baki hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða skráð sé ákvæði 2. mgr. 36. gr. uppfyllt sem kveður á um að verðbréf skv. 1., 2. og 5-8. tölul. 1. mgr. skuli hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum verðbréfamarkaði.

Í álitserðinni er því m.a. haldið fram að fyrirmæli 7. tölul. 1. mgr. 36. gr., um að verðbréfasafni að baki hlutdeildarskírteinum skuli skipt á aðra tölul. 1. mgr. með tilliti til takmarkana í 2. – 6. mgr., sé almenn ákvæði gagnvart ákvæðum 2. – 6. mgr., sem mæli skýrlega fyrir um annað, eins og þar er komist að orði. Víki því fyrirmæli 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. um uppskiptingu eigna fyrir 2. mgr. 36. gr. þess efnis að verðbréf skv. 1., 2. og 5-8. tölul. skuli hafa skráð kaup- og sölugengi.

Virðist því sem í álitserðinni sé m.a. talið að ef hlutdeildarskírteini verðbréfasjóðsins séu skráð skipti ekki máli hvort undirliggjandi verðbréf hans séu skráð og því þurfi ekki skipta þeim upp á aðra töluliði 1. mgr. með tilliti til þess hvort hin undirliggjandi verðbréf séu skráð eða ekki.

Framangreinda túlkun, sem er þó ekki skýr að öllu leyti, verður að telja ranga. Í 7. tölul. 1. mgr. er kveðið skýrt á um að verðbréfasafni í verðbréfasjóði skuli skipt upp á aðra tölul. 1. mgr. með tilliti til allra þeirra takmarkana sem koma fram í 2.-6. mgr.

Hér undir fellur að sjálfsögðu að eignum verðbréfasjóðs skuli skipt upp með tilliti til skráningar (2. mgr.).

Ennfremur verður að telja að ástæða þess að kveðið er á um uppskiptingu undirliggjandi eigna verðbréfasjóða sé til þess að geta metið hvort þau takmörk sem koma fram í 2. - 6. mgr. 36. gr. laganna séu virt. T.d. varðandi hlutfall af skráðum (2. mgr.) eða óskráðum verðbréfum (3. mgr.), 50% hámarkshlutfall af hreinni eign í einstökum tegundum verðbréfa (4. mgr.) og reglu um samanlagða eign í verðbréfum útgefnum af sama aðila (5. mgr.). Í því efni verður m.a. að horfa til uppbyggingar greinarinnar og verður að telja að regla 2. mgr. sé þar grundvallarskilyrði sem eftirfarandi málsgreinar byggja á.

III. Ákvæði 3. og 4. mgr. 36. gr., sbr. 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. laga nr. 129/1997.

Í álitserðinni er vikið að því að röksemdir álitsgjafa vegna 2. mgr., sbr. II. kafla hér að framan, fái stoð í því að í 3. mgr. 36. gr. (heimild til fjárfestinga í óskráðum verðbréfum að ákv. marki – 10%) og í 4. mgr. 36. gr. (50 % hámark í einstökum tegundum verðbréfa) *séu verðbréf skv. 7. tölul., þ.e. hlutdeildarskírteini, ekki sérstaklega tilgreind.* Því er haldið fram að því er varðar 3. og 4. mgr. að þar myndi því reglan sem komi fram í 7. tölul. 1. mgr. 36. gr. gilda.

Virðist sú ályktun vera dregin í álitserðinni að fyrirmæli 7. tölul., um uppskiptingu eigna verðbréfasjóða á aðra tölul. 1. mgr. með tilliti til takmarkana 2.-6. mgr., eigi ekki við um 2. mgr. þar sem 7. tölul. er tilgreindur í 2. mgr. Jafnframt virðist sú ályktun vera dregin að uppskiptingarregla 7. tölul. eigi við um 3. og 4. mgr. þar sem 7. tölul. er ekki getið þar.

Fjármálaeftirlitið telur að hér sé um ranga túlkun sé að ræða og misskilning á ákvæðum 36. gr. Eins og áður hefur komið fram kveður 7. tölul. skýrt á um að það skuli skipta undirliggjandi eignum verðbréfasjóða upp á aðra tölul. 1. mgr. með tilliti til þeirra takmarkana sem koma fram í 2.-6. mgr. Fjármálaeftirlitið getur ekki fallist á að 2. mgr. sé þar sérstaklega undanskilin.

Fjármálaeftirlitið telur ljóst að ástæða þess að 7. tölul. 1. mgr. er ekki getið í 3. og 4. mgr. 36. gr. sé sú að það er byggt á uppskiptingarreglunni og það er horft í gegnum verðbréfasjóðinn og það eru undirliggjandi eignir hans sem skipta máli þegar metið er t.d. hlutfall af leyfilegum fjárfestingum í óskráðum verðbréfum og þegar metið er hlutfall af hreinni eign sjóðs í einstökum tegundum verðbréfa. Hér skiptir meginmáli að 3. mgr. vísar til 2. mgr. og verður að telja að 3. mgr. byggi á því að þegar sé búið að skipta undirliggjandi eignum upp skv. 2. mgr. og lífeyrissjóði sé þar af leiðandi heimilt að eiga 10% af hreinni eign sinni í óskráðum verðbréfum sem eru talin upp í 1., 2., 5., 6. og 8. tölul. 1. mgr. 36. gr.

Varðandi 4. mgr. má jafnframt taka það dæmi að hrein eign lífeyrissjóðs má aldrei vera hærri en t.d. 50% í hlutabréfum og 50% í skuldabréfum banka. Sú takmörkun, þ.e. 50% takmörkunin, á hins vegar ekki við um verðbréfasjóði þar sem 7. tölul. er ekki getið í 4. mgr. Eign lífeyrissjóðs gæti því verið 100% af hreinni eign í verðbréfasjóðum þar sem það eru undirliggjandi eignir hans sem skipta máli þegar 50% takmörkunin á einstökum tegundum verðbréfa er metin.

Kauphöll Íslands hefur ennfremur talið að þar sem 7. tölul. sé ekki getið í 3. mgr. 36. gr., sé lífeyrissjóðum aldrei heimilt að fjárfesta í óskráðum verðbréfasjóðum, sbr. bréf dags. 9. sept. 2003. Með hliðsjón af framansögðu verður ennfremur að telja að sú túlkun fái ekki staðist.

IV. Röksemdir í álitserð Lex lögmannstofu fyrir því að hlutdeildarskírteini séu skráð á skipulegum markaði.

Í álitserðinni er vikið að röksemdum fyrir því að hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða séu skráð í kauphöll. Er m.a. talið að eftirlit með fjárfestingum lífeyrissjóða verði auðveldara ef hlutdeildarskírteini séu skráð og þurfi þá ekki að fylgjast með því hvort undirliggjandi verðbréf verðbréfasjóðs séu skráð. Bent er á að eignir verðbréfasjóða í óskráðum verðbréfum geti verið nokkuð breytilegar innan þeirrar fjárfestingastefnu sem sjóðurinn hefur sett sér og eigi þetta sérstaklega við um erlenda sjóði.

Vegna þessarar röksemdar vísast til þess sem segir í köflum II. og III. hér að framan en af þeirri umfjöllun er ljóst að lögin gera klárlega ráð fyrir því að undirliggjandi verðbréfum verðbréfasjóða skuli skipt upp m.a. með tilliti til þess hvort þau séu skráð eða ekki. Skráning hlutdeildarskírteina myndi ekki breyta neinu þar um. Auk þess hefur skráning verðbréfasjóða ekki haft neina þýðingu varðandi eftirlit Fjármálaeftirlitsins með fjárfestingum lífeyrissjóða.

Í framangreindri álitserð kemur jafnframt fram að mikilvægur þáttur í eftirliti með fjárfestingum lífeyrissjóða sé fólgin í eftirliti sjóðfélaga. Í álitinu kemur fram að sjóðfélagar gætu frekar fylgst með því hvort viðkomandi sjóður færi að lögum um fjárfestingar ef gerð væri krafa um að hlutdeildarskírteini væru skráð.

Fjármálaeftirlitið telur ekki fram komin nægilega rök fyrir því að sjóðfélagar í lífeyrissjóðum séu betur upplýstir ef hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða eru skráð í kauphöll. Í lögum nr. 30/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, er m.a. kveðið á um skyldu til útgáfu útboðslýsingu verðbréfasjóðs þar sem m.a. fjárfestingastefna er birt og aðrar nauðsynlegar upplýsingar fyrir fjárfesta. Í framangreindum lögum og reglugerð nr. 792/2003, um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði, er kveðið á um hvernig innlausnarvirði verðbréfasjóðs skuli reiknað út daglega og opinbera birtingu þess auk reglna um innlausnarskyldu. Fjármálaeftirlitið fær ekki séð hvernig þær takmörkuðu upplýsingar sem birtar eru í Kauphöll Íslands um skráða verðbréfasjóði nýtist sjóðfélögum til að hafa eftirlit með því að lífeyrissjóðir fari að lögum um fjárfestingar. Í þessu sambandi ber einnig að hafa í huga að Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með því að verðbréfasjóðir fari að lögum og framfylgi eigin fjárfestingastefnu. Að því er varðar erlenda verðbréfasjóði hafa erlend eftirlitsstjórnvöld eftirlit með fjárfestingum þeirra.

Í álitserðinni er m.a. talið að það geti verið til hagsbóta fyrir eigendur hlutdeildarskírteina í verðbréfasjóðum að verð myndist á markaði með hlutdeildarskírteini. Vegna þess skal t.d. bent á að skv. tilskipun 85/611/EB sem hefur verið innleidd í lög nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði er gengið út frá þeirri meginreglu að þrátt fyrir skráningu verðbréfasjóða í kauphöll skuli gerðar ráðstafanir sem tryggja að kaup- og sölugengi sé sem næst reiknaðu innlausnarvirði verðbréfasjóðs. Skráning hlutdeildarskírteina á því ekki að hafa í för með sér sjálfstætt markaðsverð óháð innlausnarvirði verðbréfasjóðs þótt einhver munur geti orðið þar á.

Tekið skal fram að Fjármálaeftirlitið leggst ekki gegn því að hlutdeildarskírteini séu skráð á skipulegum markaði. Með hliðsjón af framangreindu þá fær Fjármálaeftirlitið hins vegar ekki séð að nægileg rök hafi komið fram fyrir því að aukið gegnsæi leiði af því að hlutdeildarskírteini hafi skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði og það sé sérstaklega til þess fallið að vernda hagsmuni eigenda og þar með talið sjóðsfélaga í lífeyrissjóðum.

Þá skal það ítrekað sem fram kemur í köflum II. og III. hér að framan að Fjármálaeftirlitið telur ekki að fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða, að því er varðar verðbréfasjóði skv. 7. tölul. 1. mgr., séu háðar því að hlutdeildarskírteini þeirra hafi skráð kaup- og sölugengi heldur skipti máli hvort hinar undirliggjandi eignir verðbréfasjóða séu skráðar eða ekki. Þar skiptir uppskiptingarreglan höfuðmáli og enn fremur varðandi aðrar takmarkanir 36. gr.

Þ.Þ. 26.03.04.