

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 20. janúar 2012
Tilvísun 111
MKÁ

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breyting á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur), 369. mál

Inngangur

Vísað er til tölvupósts viðskiptanefndar Alþingis frá 6. janúar 2012 þar sem óskað var umsagnar NASDAQ OMX Iceland hf. („**Kauphöllin**“) um frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum (yfirtökureglur).

Kauphöllin styður framgang málsins og telur mikilvægt að frumvarpið verði samþykkt. Þó vill Kauphöllin koma á framfæri þeim áherslum sem hún boðaði við gerð frumvarpsins sem ekki var tekið tillit til.

Eins og réttilega er bent á í athugasemdum við lagafrumvarpið þá á málið uppruna sinn í ábendingu Kauphallarinnar til Efnahags- og viðskiptaráðuneytisins og Fjármálaeftirlitsins varðandi óskýrleika gildandi reglna. Kauphöllin kom áhyggjum sínum á framfæri við Efnahags- og viðskiptaráðuneytið með bréfi dags. 23. mars 2011 þar sem rakin voru sjónarmið Kauphallarinnar varðandi misræmi í orðalagi undanþáguákvæða 7. og 8. mgr. 100. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti („**vvl.**“) og líklegum túlkunarvandkvæðum sem því fylgdi. Ástæða er til að rekja stuttlega þau sjónarmið sem komu fram í bréfi Kauphallarinnar og af hverju nauðsynlegt er að hraða framgangi þessa máls.

Aðdragandi lagasetningar

Þann 15. desember 2010 voru samþykkt á Alþingi lög nr. 141/2010 um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Breytingarnar fólu m.a. í sér niðurfellingu á VI. bráðabirgðaákvæði laganna sem gerði hluthöfum sem áttu yfir 30% atkvæðisréttar í félagi, sem hafði fjármálagerninga tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði fyrir 1. apríl 2009, frest til 31. mars 2011 til að draga svo úr hlutafjáreign sinni að þeir færu niður fyrir yfirtökumörk. Einnig var með lögnum gerð breyting á 7. mgr. 100. gr. vvl., en í stað hennar komu tvær nýjar málsgreinar. Ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. eftir gildistöku laga nr. 141/2010 er að mestu leyti samhljóða því ákvæði sem áður gildi. Í ákvæðinu er nú, sem og áður, kveðið á um undanþágu frá yfirtökuskyldu þegar aðili og þeir sem hann er í samstarfi við fara með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði. Sú breyting var þó gerð á ákvæðinu að felldur var út hluti málsgreinarinnar þar sem fram kom að fyrrgreindur aðili sem félli undir undanþáguákvæðið yrði ekki yfirtökuskyldur, „*enda [yki] hann ekki atkvæðisrétt sinn í félaginu umfram næsta margfeldi af fimm*“. Var þessi hluti málsgreinarinnar tekinn út með lögum nr. 141/2010 og eftir stendur ákvæði sem hljómar svo:

Nú fer aðili og þeir sem hann er í samstarfi við með yfirråd í félagi þegar verðbréf þess eru tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði og verður hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein. Þetta gildir þó ekki ef viðkomandi aðili missir yfirræðin en nær þeim að nýju.

Í 8. mgr. 100. gr. vvl. er enn fremur að finna nýtt ákvæði þar sem segir:

Nú átti eigandi hlutafjár meira en 30% atkvæðisréttar í félagi sem hefur fjármálagerninga tekna til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði fyrir 1. apríl 2009 og er hann þá ekki tilboðsskyldur samkvæmt þessari grein, enda auki hann ekki við hlut sinn. Sami tímafrestur gildir hafi aðili farið með yferráð í félagi á grundvelli samstarfs samkvæmt þessari grein.

Var 8. mgr. 100. gr. ætlað að koma í stað fyrrgreinds VI. bráðabirgðaákvæðis vvl. sem felld var úr gildi með lögum nr. 141/2010. Í athugasemdum við ákvæðið í frumvarpi kemur fram að ætlunin með ákvæðinu sé að þeir sem ákvæðið taki til verði „*læstir við þau mörk sem þeir eru við á skráningardegi eða 1. apríl 2009.*“ Má út frá þessu túlka ákvæðið með þeim hætti að þeir aðilar sem falla undir ákvæðið geti ávallt keypt upp að því marki sem þeir voru við á skráningardegi eða 1. apríl 2009. Ef aðili t.d. selur niður fyrir þau mörk sem hann átti á þeim tíma virðist hann, samkvæmt orðalagi ákvæðisins og athugasemdum, geta keypt sig aftur upp að þeim mörkum sem hann átti við skráningu eða 1. apríl 2009.

Ef aftur er horft til ákvæðis 7. mgr. 100. gr. vvl. þá benti Kauphöllin á nauðsyn þess að skýra hvaða áhrif sú breyting sem átti sér stað með lögum nr. 141/2010 hefði í för með sér varðandi túlkun ákvæðisins. Ef fyrsti málsliður ákvæðisins er skoðaður þá gefur orðalagið til kynna að aðili sem á yfir yfirtökumörkum þegar hlutabréf félags eru tekin til viðskipta sé undanþeginn tilboðsskyldu. Í þessu samhengi er aftur fróðlegt að horfa til baka til þess hvernig ákvæðið hljómaði fyrir breytinguna. Var þar kveðið á um að þessi undanþága ætti einungis við ef hluthafi yki ekki atkvæðisrétt sinn í félaginu umfram næsta margfeldi af fimm. Þessi hluti greinarinnar hefur nú verið fjarlægður og eftir stendur að enginn áskilnaður virðist gerður um að aðili auki ekki við hlut sinn.

Í ljósi þess að í 8. mgr. 100. gr. vvl. er tekið skýrt fram að undanþágan eigi einungis við auki hluthafi ekki við hlut sinn er erfitt að skilja ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. með öðrum hætti en að það sama eigi ekki við um þá sem falla undir 7. mgr. Sé það túlkað eftir orðanna hljóðan virðist hluthafa heimilt að auka við hlut sinn ef hann hefur fallið undir undanþáguna í 7. mgr. 100. gr. vvl. þegar hlutabréf voru fyrst tekin til viðskipta. Þó skal það tekið fram að annar málsliður 7. mgr. 100. gr. vvl. tekur að einhverju leyti á þessu en þar kemur fram að undanþágan frá yfirtökuskyldu gildi ekki „*ef viðkomandi aðili missir yferráðin en nær þeim að nýju*“. Þar sem yferráð miðast við 30% atkvæðisréttar í félagi virðist rökrétt að leggja þann skilning í orðalag annars málsliðar að þetta eigi einungis við ef hlutafjareign hluthafa fer undir 30% atkvæðismagns. Ef hann aftur á móti heldur sig yfir 30% mörkum væri honum frjálst að auka við hlut sinn og engin takmörk við því sett hversu hátt hlutfall atkvæðisréttar hann gæti eignast.

Það er óheppilegt að samkvæmt orðanna hljóðan virðist mikill munur á því svigrúmi sem hluthöfum er veitt samkvæmt 7. mgr. 100. mgr. vvl. annars vegar og hins vegar 8. mgr. 100. gr. vvl. Þó svo að bæði ákvæðin veiti undanþágu frá yfirtökuskyldu sem miðast við ákveðin tímamörk, þ.e. annars vegar dagsetningu töku til viðskipta og hins vegar 1. apríl 2009, þá er þeim sem eiga undir fyrra ákvæðið veitt svigrúm til að auka við hlut sinn ef þeir halda ávallt yfir 30% af atkvæðisrétti félags. Að því er varðar síðara ákvæðið þá er þeim sem falla undir undanþáguna einungis heimilt að kaupa upp að því marki sem þeir áttu þann 1. apríl 2009. Verður að telja að þetta ósamræmi í framsetningu og orðalagi grafi undan trúverðugleika

markaðarins og skapi ójafnræði milli hluthafa í félögum sem falla annars vegar undir ákvæði 7. mgr. 100. gr. vvl. og hins vegar þeirra sem falla undir ákvæði 8. mgr. 100. gr. vvl.

Tillaga Kauphallarinnar

Eins og áður hefur komið fram telur Kauphöllin að ósamræmi í orðalagi umræddra ákvæða og túlkunarvandkvæði sem því fylgir vera til þess fallin að grafa undan vernd minnihluta hluthafa í félögum sem hafa hlutabréf tekin til viðskipta í Kauphöllinni. Því sé mikilvægt að ákvæði 7. og 8. mgr. 100. gr. vvl. verði skýrð og orðalag þeirra samræmd. Enn fremur telur Kauphöllin að það svigrúm sem nú er veitt í 7. mgr. 100. gr. vvl. til að auka við hlut sinn sé ekki í samræmi við vilja löggjafans og sé því síður til hagsbóta fyrir markaðinn á þeim tíma sem mikil vinna fer fram við að byggja upp skilvirkan verðbréfamarkað. Forsenda fyrir því að sú vinna skili árangri felst í því að endurvekja traust markaðsaðila og trúverðugleika fjármálamarkaðarins.

Kauphöllin er ánægð með að Efnahags- og viðskiptaráðuneytið hafi tekið málið fyrir að tillögu hennar og fagnar því enn frekar að henni hafi boðist að koma að frumvarpsvinnunni ásamt ráðuneytinu og Fjármálaeftirlitinu. Við þá vinnu lagði Kauphöllin mikla áherslu á að breyta ætti framsetningu umræddra undanþáguákvæða og nauðsynlegt væri að hraða þeirri vinnu til að breytingin gæti tekið gildi áður en fleiri félög yrðu tekin til viðskipta í Kauphöllinni.

Við frumvarpsvinnuna lýsti Kauphöllin þeirri skoðun sinni að breyta ætti framsetningu umræddra undanþáguákvæða til samræmis við það sem áður gildi, þ.e. að heimila hluthöfum sem falla undir undanþágu 7. mgr. 100. gr. vvl. eða 8. mgr. 100. gr. vvl. að auka við hlut sinn upp að næsta margfeldi af fimm. Kauphöllin telur að með því að breyta orðalagi umræddra ákvæða með þessum hætti væri hluthöfum veitt sanngjarnt svigrúm til að auka við hlut sinn án þess þó að sú aðgerð væri til þess fallin að skaða hagsmuni minnihluta hluthafa. Ýmiss tilfelli geta komið upp þar sem hluthafi hefur ærna ástæðu til að auka við hlut sinn þó hann sé yfir yfirtökumörkum. Getur þetta t.d. átt við ef hlutafé félags er aukið í forkaupsréttarútboði. Í slíku tilfelli getur komið til þess að hlutfallslegt atkvæðamagn einstakra hluthafa breytist ef einhverjir ákveða að nýta ekki rétt sinn til að taka þátt í slíkri aukningu. Getur því hluthafi sem átti yfir yfirtökumörkum endað með hærra atkvæðamagn en fyrir hlutafjárukningu.

Það skal tekið fram að þó svo að framangreind tillaga Kauphallarinnar veiti ráðandi hluthöfum vissu rými til aukningar á eign sinni þá sníðir hún þeim mun þrengri stakk en lagaframkvæmd í nágrannaríkjum okkar þar sem hluthöfum sem falla undir samskonar undanþáguákvæði eru veittar mun rýmri heimildir til að auka við hlut sinn. Í þessu sambandi má meðal annars nefna að túlkun yfirtökureglna í sænskum rétti hefur verið með þeim hætti að eigi hluthafi yfir yfirtökumörkum þegar hlutabréf félags eru tekin til viðskipta þá sé honum ávallt heimilt að auka við hlut sinn og engin takmörk við því sett hversu mikið hann getur eignast. Samskonar skilningur hefur verið lagður í ákvæði danskra yfirtökureglna þar sem aðili sem talinn er fara með ráðandi hlut í félagi við töku til viðskipta getur aukið við hlut sinn ótakmarkað svo lengi sem hann heldur yfirráðum. Er þessi túlkun studd þeim rökum að þar sem aðili á þegar yfir yfirtökumörkum á umræddu tímamarki og fer sannanlega með yfirrád í félaginu hafi það engin áhrif á stöðu minnihluta eigenda hvort hlutur þess sem fer með yfirráðin er 30%, 60% eða 80%. Það skal þó tekið fram að fari aðili með yfir 90% atkvæðisréttar í félagi eiga aðrir hluthafar ávallt rétt á að fá hlut sinn innleystan.

Að virtum þeim sjónarmiðum sem að framan eru rakin og ef horft er til lagaframkvæmdar nágrannaríkja verður að telja að umrædd tillaga að breytingu á ákvæðum 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. sé að engu leyti ósanngjörn eða að með henni sé veitt of mikið svigrúm innan ramma undanþágunnar sem þar er veitt. Verður að telja að ósamræmi það sem nú er til staðar milli 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. sé til þess fallið að skaða íslenskan hlutfjármarkað og því sé nauðsynlegt að breyta ákvæðunum og setja þau fram með skýrari hætti. Einnig telur Kauphöllin að þó svo ekki sé ástæða til að veita ráðandi hluthöfum svo mikið svigrúm sem í nágrannaríkjunum til að auka við hlut sinn sé ljóst að ef ekkert svigrúm er veitt sé það til þess fallið að skerða samkeppnisgrundvöll Kauphallarinnar. Því væri það hagfelldasta niðurstaðan að færa ákvæðin aftur til samræmis við það sem áður gildi, þ.e. að hluthöfum sem féllu undir 7. mgr. og 8. mgr. 100. gr. vvl. væri veitt heimild til að auka við hlut sinn upp að næsta margfeldi af fimm.

Niðurstaða

Það var ljóst þegar unnið var að undirbúningi þess frumvarps sem nú liggur fyrir að ekki væri hljómgrunnur hjá Efnahags- og viðskiptaráðuneytinu og Fjármálaeftirlitinu fyrir þeirri tillögu Kauphallarinnar að veita hluthöfum sem féllu undir umrædd undanþáguákvæði takmarkað svigrúm til að auka við hlut sinn. Kauphöllin hefur verið ötull talsmaður þess að skýra þurfi ákvæði 7. og 8. mgr. 100. gr. vvl. og telur nauðsynlegt að það verkefni klárast eins fljótt og unnt er. Þó svo að frumvarpið sé ekki að fullu í samræmi við tillögur Kauphallarinnar þá styður hún framgang málsins í ljósi þess að því markmiði hefur verið náð að skýra orðalag ákvæðanna. Ákvæðin eins og þau eru sett fram í frumvarpinu auðvelda þátttakendum á hlutabréfamarkaði að sjá fyrir með hvaða hætti þeim verður beitt og eru til þess fallin að auka trúverðugleika verðbréfamarkaðarins.

Kauphöllin vill enn fremur beina athygli að því að skýra þarf fleiri þætti sem varða X. kafla laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Víðtækari yfirferð á ákvæðum kaflans er því nauðsynleg. Má í þessu sambandi nefna gildisákvæði X. kafla vvl. en Kauphöllin telur þörf á að skýra nánar hvort ákvæðum laganna um yfirtökur er ætlað að taka til félaga hvers hlutabréf hafa verið tekin til viðskipta af skipulegum verðbréfamarkaði, einhliða og án samþykkis félagsins. Ákvæði 23. gr. laga nr. 110/2007 um kauphallir veitir heimild fyrir slíku ef hlutabréfin hafa verið tekin til viðskipta á öðrum skipulegum verðbréfamarkaði á Evrópska efnahagssvæðinu. Hefur Kauphöllin m.a. beitt umræddri heimild þegar ákveðið var að taka hlutabréf Össurar hf. til viðskipta án samþykkis félagsins en hlutabréf þess eru einnig í viðskiptum í NASDAQ OMX kauphöllinni í Kaupmannahöfn.

Kauphöllin er tilbúin til frekara samstarfs í tengslum við yfirferð og breytingu á lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti og fagnar því ef Efnahags – og viðskiptaráðuneytið og Alþingi sjá ástæðu til að sækjast eftir þátttöku Kauphallarinnar í þeirri vinnu sem framundan er.

Virðingarfyllst,

Magnús Kristinn Ásgeirsson
lögfræðingur.