

Frumvarp til laga

um breyting á lögum um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, nr. 34/1998, með síðari breytingum.

(Lagt fyrir Alþingi á 131. löggjafarþingi 2004–2005.)

1. gr.

Á eftir 34. gr. laganna kemur ný grein, 34. gr. a, er orðast svo:

Markaðstorg.

Þrátt fyrir ákvæði 34. gr. getur Fjármálaeftirlitið veitt fjármálafyrirtæki sem hefur leyfi til verðbréfaviðskipta eða skipulegum verðbréfamarkaði starfsleyfi til að starfrækja markaðstorg þar sem fram fari kerfisbundin viðskipti með verðbréf sem ekki eru skráð á skipulegum verðbréfamarkaði.

Í stjórn markaðstorgs skulu vera eigi færri en þrír stjórnarmenn og ber hún ábyrgð á því að starfsemi þess fari fram á öruggan og hagkvæman hátt.

Stjórn markaðstorg ber ábyrgð á því að settar séu reglur:

1. sem tryggja nauðsynlegan aðgang að upplýsinga- og viðskiptakerfum fyrir verðbréf sem þar eru keypt og seld,
2. sem tryggja að viðskipti á markaðstorginu eigi sér stað með skýrum og gagnsæjum hætti í samræmi við ákvæði gildandi laga og reglna settra samkvæmt þeim og að gætt sé jafnræðis allra aðila að viðskiptum á markaðstorginu,
3. sem tryggja að nægjanlegt eftirlit sé með því að útgefendur verðbréfa og aðilar að markaðstorgi starfi eftir lögum og reglum, svo og samþykktum sem um það gilda,
4. sem tryggja að tilkynnt sé um brot á lögum og reglum, svo og samþykktum sem um markaðstorgið gilda, og að nauðsynlegar upplýsingar þar um berist lögbæru yfirvaldi,
5. um skilyrði þess að hefja megi viðskipti með verðbréf á markaðstorginu, svo og um upplýsingaskyldu útgefanda verðbréfa og hluthafa, svo að aðilar að því geti tekið upplýsta fjárfestingarákvörðun,
6. um skilyrði sem uppfylla þarf til þess að geta orðið aðili að markaðstorginu,
7. um skýrslugjöf vegna viðskipta í upplýsingaskyni,
8. um skipulegt viðskipta- og upplýsingakerfi og uppgjör viðskipta sem þar eiga sér stað; í þeim skal kveðið á um með hvaða hætti tilboð eru sett fram, svo og um söfnun og miðlun upplýsinga um viðskipti með verðbréf sem þar er verslað með, hvort sem viðskiptin eiga sér stað í viðskiptakerfinu eða utan þess.

Ákvæði 40. og 41. gr., 43.–51. gr. og X. og XI. kafla laga um verðbréfaviðskipti, nr. 33/2003, gilda um verðbréf sem verslað er með á markaðstorgi.

Áður en markaðsaðili má hefja viðskipti á markaðstorgi skal hann undirrita skriflegan aðildarsamning. Brjótí markaðsaðili ítrekað eða með vítaverðum hætti skilyrði þau sem sett eru fyrir aðild að markaðinum er heimilt að afturkalla aðildina.

Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með starfsemi markaðstorgs og hefur við það eftirlit allar heimildir XI. kafla þessara laga. Fjármálaeftirlitið getur afturkallað starfsleyfi markaðstorgs að uppfylltum ákvæðum XII. kafla þessara laga.

2. gr.

Lög þessi öðlast gildi 1. júlí 2005.

Ákvæði til bráðbirgða.

Fram til 1. júlí 2006 er útgefendum, sem eru með skráð verðbréf í kauphöll við gildistöku laga þessara, óheimilt að versla með verðbréf sín á markaðstorgi. Stjórn kauphallar er heimilt að veita undanþágu frá þessu banni þjóni það hagsmunum fjárfesta.

Athugasemdir við lagafrumvarp þetta.

Markmiðið með frumvarpi þessu er að koma á fót vettvangi fyrir viðskipti með verðbréf í smáum og meðalstórum fyrirtækjum og einnig nýjum fyrirtækjum sem eru í hröðum vexti. Nokkrar ástæður eru fyrir því að nú er tilefni til þess að setja reglur um þessa tegund markaða.

Í *fyrsta lagi* er vísað til þjóðhagslegra hagsmuna. Greiður aðgangur fyrirtækja að fjármagni er ein forsendna hagvaxtar. Til að Ísland geti verið leiðandi vaxtar-, þekkingar- og frumkvöðlasamfélag er mikilvægt að hafa öflugan markað fyrir áhættufjármagn. Má segja að áhættufjármagn sé forsenda þróunar og endurnýjunar í atvinnulífinu. Slíkir markaðir auka aðgengi sprotafyrirtækja að áhættufjármagni með því að skapa vettvang þar sem mögulegt verður að versla með hlutabréf þeirra. Markaðir fyrir bréf sem ekki hafa verið skráð á skipulegum verðbréfamarkaði stuðla þannig að nýsköpun og fjölgun atvinnutækifæra. Markaðstorg það sem lagt er til með frumvarpi þessu getur gegnt lykilhlutverki við að leiða saman áhættusækið fjármagn og vaxtarfyrirtæki.

Í *öðru lagi* er vísað til hagsmuna fyrirtækja. Fyrirtæki og þá sérstaklega lítil og meðalstór fyrirtæki og fyrirtæki í hröðum vexti hafa mikla hagsmuni af skilvirkum mörkuðum með bréf sem ekki hafa verið skráð á skipulegum verðbréfamarkaði. Slík fyrirtæki hafa mörg hver ekki burði til að fá bréf sín skráð í kauphöll og vantar því vettvang til fjármögnunar. Þau eru oft að stórum hluta í eigu frumkvöðla, stofnenda og áhættufjárfesta og eiga að óbreyttu ekki eins greiðan aðgang að fjármagni og æskilegt væri með hliðsjón af þjóðhagslegu mikilvægi slíkra fyrirtækja. Skráning á markaðstorgi gerir fyrirtækin sýnileg fjárfestum og veitir betra aðgengi að fjármagni. Möguleikinn á skráningu snemma í vaxtarferlinu mundi einnig gera fyrirtækjunum auðveldara um vik að afla fjármagns frá áhættufjárfestum áður en til skráningar í kauphöll kæmi, enda gætu þeir þá losað að hluta eða öllu leyti um stöðu sína fyrir en ella og þannig afhent fyrirtækin öðrum aðilum sem kunna e.t.v. betur til verka eftir að fyrirtæki ná fótfestu. Markaðstorg mundi enn fremur veita fyrirtækjunum meira svigrúm til yfirtöku annarra fyrirtækja enda hefðu þau til þess gjaldmiðil þann sem skráð bréf eru.

Í *þriðja lagi* er vísað til hagsmuna fjárfesta. Gera má ráð fyrir því að eftirspurn sé hjá fjárfestum að fjárfesta í litlum og meðalstórum fyrirtækjum sem eru komin styttra í þróun, fyrirtækjum sem ekki sjá sér fært að skrá sig miðað við þann kostnað og þær hömlur sem fylgja skráningu í kauphöll eða á skipulegan tilboðsmarkað. Áhættufjárfestar hafa einnig mikla

hagsmuni af því að geta losað um stöður sínar í sprotafyrirtækjum á skilvirkum markaði og hefur slíka markaði skort um nokkurt skeið.

Í *ffjórdða lagi* gerir ný tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2004/39/EB um markaði fyrir fjármálagerninga ráð fyrir því að settar verði reglur um markaðstorg („multilateral trading facility“ eða MTF). Skylt verður að innleiða þær reglur í íslenska löggjöf þegar tilskipunin hefur verið tekin inn í samninginn um Evrópska efnahagssvæðið. Með þessu frumvarpi eru stigin fyrstu skrefin í að setja reglur um markaði af þessum toga.

Í *fimmta lagi* eru með frumvarpi þessu lagðar til reglur um markaði með bréf sem ekki hafa verið skráð á skipulegum verðbréfamarkaði. Þannig gerir það ráð fyrir að komið verði skipulagi á viðskipti sem nú fara fram utan markaða. Með því að setja reglur um þennan hluta verðbréfamarkaðarins, sem nú lýtur ekki sérstökum reglum, er öryggi í starfsemi slíkra markaða betur tryggt. Jafnframt er fjárfestum veitt grundvallarvernd sem felst m.a. í jafnræði þeirra til að fá upplýsingar og að komið sé í veg fyrir markaðssvik, þ.e. innherjasvik og markaðsmisnotkun. Ætla má að markaðstorg stuðli þannig að aukinni skilvirkni á fjármála-markaði.

Í *sjötta og síðasta lagi* má benda á að með því að setja regluverk um þessa tegund markaða verður samkeppnisstaða íslenskra fyrirtækja sem reka verðbréfamarkaði gagnvart erlendum mörkuðum betri, sem og samkeppnisstaða innlendra fyrirtækja í leit að fjármagni. Í þessu samhengi má nefna að víða erlendis hafa verið settir á laggirnar markaðir sem ætlaðir eru minni vaxtarfyrirtækjum og gera minni kröfur en aðalmarkaðir viðkomandi landa. London Stock Exchange hefur frá árinu 1995 rekið svonefndan AIM-verðbréfamarkað. Sá markaður er byggður á reglum sem kauphöllin í London hefur sjálf sett um markaðinn. Danmörk og jafnvel fleiri nágrannalönd hafa í huga að feta í fótspor Englendinga á næstunni. AIM-markaðurinn hefur átt mjög góðu gengi að fagna og eru um 1.000 fyrirtæki þegar skráð á þeim markaði. Reiknað er með að 150–200 ný fyrirtæki skrái verðbréf á þeim markaði á hverju ári á næstu árum.

Samkvæmt núgildandi lögum hafa verðbréfmarkaðir á Íslandi verði flokkaðir með tvennum hætti, annars vegar skipulegir verðbréfamarkaðir og hins vegar aðrir verðbréfmarkaðir. Reglur laga nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, hafa fyrst og fremst fjallað um starfsemi skipulegra verðbréfamarkaða en ekki gilt um aðra verðbréfamarkaði. Undantekning frá þessu er 34. gr. laganna sem ætlað er að koma í veg fyrir rugling milli þessara tveggja markaða. Í lögum nr. 33/2003, um verðbréfaviðskipti, er að finna reglur sem gilda um viðskipti á báðum tegundum þessara markaða. Sumar reglur þeirra laga gilda hins vegar eingöngu um skipulega markaði. Má þar nefna reglur um flöggunarskyldu í V. kafla, yfirtökutilboð í VI. kafla, tilboðsyfirlit í VII. kafla, verðmyndun og markaðsmisnotkun í VIII. kafla og innherjaviðskipti í IX. kafla. Reglur um upplýsingaskyldu skv. 24. gr. laga nr. 34/1998 gilda eingöngu um fyrirtæki sem skráð eru í kauphöll. Takmörkuð upplýsingaskylda hvílir á félögum sem ekki hafa skráð verðbréf í kauphöll samkvæmt reglum um almenn útboð í IV. kafla laga nr. 33/2003 og þeim lögum sem gilda um viðkomandi félagsform, sbr. t.d. lög um hlutafélög nr. 2/1995. Þá er í lögum eingöngu að finna reglur um skilyrði skráningar á verðbréfamarkaði þegar um er að ræða skráningu verðbréfa í kauphöll og á skipulega tilboðsmarkaði, sbr. 17. og 32. gr. laga nr. 34/1998.

Við mótnun reglnanna í frumvarpi þessu hefur verið höfð hliðsjón af reglum tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins 2004/39/EB um markaði fyrir fjármálagerninga sem fjalla um markaðstorg („multilateral trading facility“ eða MTF). Megininntak þeirra reglna er að tryggja að markaðstorg fari eftir ákveðnum lágmarkskröfum sem tryggja öryggi í viðskiptum

og gott skipulag starfsemi þeirra. Einnig er gerð krafa um ákveðna lágmarksvernd fyrir fjárfesta með því að koma á upplýsingaskyldu um verðbréfin og útgefendur þeirra og reglur sem eiga að koma í veg fyrir markaðssvik. Í samræmi við ákvæði tilskipunarinnar gerir frumvarpið ráð fyrir því að þeir aðilar sem starfrækja markaði af þessum toga setji sér nánari reglur um önnur atriði í starfseminni og reglur sem þátttakendur á markaðinum verða að fara eftir. Skráning fjármálagerninga á slíkan markað felur ekki í sér þá gagnkvæmu viðurkenningu innan EES sem felst í skráningu í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði.

Á grundvelli þessara viðmiða er gert ráð fyrir að um markaðstorgin muni gilda almennar reglur um upplýsingaskyldu útgefenda verðbréfa á innherjaupplýsingum. Aðilum sem reka markaðstorg mun hins vegar sjálfum falið að setja reglur um aðra þætti í upplýsingaskyldu útgefenda, t.d. um birtingu ársreikninga og milliuppgjör, hluthafafundi o.s.frv. Þá munu reglur 43.–51. gr. laga um verðbréfavíðskipti, nr. 33/2003, um innherjaupplýsingar og innherjasvik gilda um starfsemi markaðstorga. Reglur laga um verðbréfavíðskipti um víðskiptavaka og markaðsmisnotkun, sbr. 40.–41. gr. laganna, munu einnig gilda fyrir hina nýju tegund verðbréfmarkaða.

Eins og fram kemur hér á undan er ætlunin með markaðstorgi að skapa víðskiptavettvang sem hentar smáum og millistórum fyrirtækjum og ungum fyrirtækjum í örum vexti. Hins vegar er ekki gert ráð fyrir í frumvarpinu að bundnar verði í lög takmarkanir á stærð fyrirtækja sem skráð eru á markaðstorgi. Flest rök hníga að því að láta markaðinum það eftir að ákvarða hvort fyrirtæki skrái sig í kauphöll, á skipulegan tilboðsmarkað eða markaðstorg. Ætla má að með skráningu í kauphöll eða á skipulegan tilboðsmarkað standi fyrirtækjum til boða fjármagn við lægri kostnaði en fyrirtækjum sem skráð eru á markaðstorgi (sem aftur má ætla að bjóðist hagstæðari fjármögnunarmöguleikar en óskráðum fyrirtækjum). Þennan mismun má rekja til ríkari krafna sem gerðar eru til fyrirtækja í kauphöll og á skipulegum tilboðsmarkaði og til þess að ólíkt skráningu á markaðstorgi fjármálagerninga opnar skráning á tvo fyrrnefndu markaðina leið til öflunar hlutfjár innan Evrópska efnahagssvæðisins. Allar líkur eru þar af leiðandi á því að fyrirtæki sem ætla sér að afla verulegs fjármagns, oftast stór fyrirtæki, leiti í kauphöll fremur en á markaðstorg enda yfirvinnur lægri fjármagnskostnaður hærri kostnað við skráningu. Með sömu rökum má búast við því að flest þau fyrirtæki sem skráð yrðu á markaðstorgi væru tiltölulega smá, þó að engin stærðarmörk yrðu sett. Hins vegar kunna að vera stór fyrirtæki sem ætla sér ekki að afla mikils fjár um sinn en sjá hag í skráningu af öðrum ástæðum, t.d. til að fá áreiðanlegra mat á verðmæti hlutabréfa og kaupréttá sem veittir eru starfsmönnum. Sum stór fyrirtæki kunna einnig að vilja nota markaðstorg til að fóta sig á markaðinum áður en til opinberrar skráningar í kauphöll kemur. Ekki er hagkvæmt að lokað sé fyrir möguleika slíkra fyrirtækja til skráningar með skilyrðum í lögum um stærð fyrirtækja sem geta skráð sig á markaðstorgi eða með skilyrðum um gerð þeirra að öðru leyti.

Reglum laga um verðbréfavíðskipti, nr. 33/2003, sem gilda sérstaklega fyrir útgefendur verðbréfa sem skráð eru á skipulegum verðbréfamörkuðum, eins og um flöggun og yfirtöku-tilboð, er ekki ætlað að gilda fyrir markaðstorg. Rökin eru þau að rétt sé að láta markaðina sjálfa um að ákveða hvort slíkar reglur séu heppilegar og jafnframt að gefa þeim svigrúm til að móta þessar reglur eftir eigin höfði og kröfum fjárfesta. Má nefna sem dæmi að skv. 5. mgr. 52. gr. laga um ársreikninga, nr. 144/1994, ber að tilgreina í ársreikningi fjölda hluthafa og þá hluthafa sem eiga meira en 10% í félagi. Hugsanlegt er að fjárfestum þyki upplýsingagjöf af þessum toga nægjanleg til að meta hvort viðkomandi félag er æskilegur fjárfestingarkostur. Einnig hafa hluthafar aðgang að hluthafaskrá og geta þannig aflað sér upplýsinga

um það hverjir eru hluthafar í félaginu og hversu stóran hlut þeir eiga. Því er hins vegar við að bæta að fjárfestar kunna að vilja kynna sér hluthafalista áður en þeir taka ákvörðun um kaup á bréfum. Mætti því hugsa sér að markaðstorg geti skyldað útgefendur til þess að veita opinberan aðgang að hluthafaskránni þannig að þeir gætu fylgst með breytingum á hluthafahópnum þegar þeim hentar. Mætti hugsa sér reglulega birtingu á lista yfir stærstu hluthafa, t.d. á heimasíðu félags og/eða á síðu markaðstorgs. Slíkar reglur gætu hæglega þótt fullnægjandi fyrir fjárfesta og komið í staða reglna um flöggun. Þótt reglur um yfirtökutilboð tryggi stöðu minnihlutahluthafa að vissu marki fylgir þeim hins vegar mikil kvöð fyrir aðila sem eignast meira en 40% atkvæðisréttar. Benda má á í þessu sambandi að reglur um yfirtökutilboð eru ekki samræmdar á Evrópska efnahagsvæðinu nema að takmörkuðu leyti. Þannig ákveða aðildarríkin sjálf við hvað mörk yfirtökuskylda stofnast. Markaðstorgum er ætlað að þjóna minni og meðalstórum fyrirtækjum svo og nýsköpunarfyrirtækjum. Gera má ráð fyrir að í slíkum fyrirtækjum, sem eru að þróast og umsvif að aukast, sé aðstaðan oft sú að einstakur aðili eigi stóran eignarhlut í félaginu og að sá hlutur kunni að skipta um eigendur. Strangar kvaðir um yfirtökuskylda í slíkum félögum, líkar þeim sem eiga við um fyrirtæki sem skráð eru í kauphöllum og skipulegum tilboðsmörkuðum, gætu orðið til þess að draga úr áhuga eigenda slíkra félaga til þess að skrá verðbréf á markaðstorgi og komið í veg fyrir eðlilega endurnýjun hluthafa. Markaðstorg yrði t.d. kjörinn vettvangur fyrir frumkvöðla félaga til að losa um eignarhald sitt og gætu of ströng yfirtökuskilyrði virkað hamlandi þar sem líkur eru á að stórir fjárfestar kæmu inn í félögin í staðinn og þyrfti að tryggja að þá skapaðist ekki yfirtökuskylda. Fjöldi afskráninga af markaði á síðustu missirum má rekja til gildandi lagaákvæða um yfirtöku. Auðvelt hefur reynst að yfirtaka félögin og afskrá þau í kjölfarið.

Frumvarpið gerir ekki ráð fyrir að dregið verði úr neytendavernd miðað við óskráð félög heldur ætti hún að aukast vegna krafna um upplýsingagjöf sem viðbúið er að viðkomandi markaður muni setja til að tryggja trúverðuga verðmyndun.

Athugasemdir við einstakar greinar frumvarpsins.

Um 1. gr.

Lagt er til að starfsleyfi til að reka markaðstorg verði aðeins veitt fjármálafyrirtækjum sem hafa heimild til verðbréfavíðskipta og skipulegum verðbréfamörkuðum.

Lögð er áhersla á það að stjórn markaðstorgs beri ábyrgð á því að starfsemi þess fari fram á öruggan og hagkvæman hátt. Með þessu er lögð áhersla á að stjórn markaðstorgs verði sjálf að haga starfseminni þannig að tryggt sé öryggi og hagkvæmni í starfseminni. Í 1.– 8. tölul. 3. mgr. er mælt fyrir um að stjórn markaðstorgs skuli setja reglur um tiltekna þætti í starfseminni. Gert er ráð fyrir að reglur markaðarins skuli fylgja með umsókn um starfsleyfi. Þær kröfur sem settar eru fram í 3. mgr. eru í samræmi við þær kröfur sem gerðar eru í 14., 26., 29. og 30. gr. tilskipunar 2004/39/EB um starfsemi markaðstorga fjármálagerninga („*multi-lateral trading facility*“ eða *MTF*). Í því skyni að tryggja nauðsynlega fjárfestavernd er lagt til í 4. mgr. að reglur laga um verðbréfavíðskipti um verðmyndun á verðbréfamarkaði og meðferð innherjaupplýsinga og víðskipti innherja sem fram koma í lögum skuli taka til fjármálagerninga sem skráðir eru á markaðstorgi. Reglur 4. og 5. mgr. eru í samræmi við þær reglur sem fram koma í 32. gr. laganna um skipulega tilboðsmarkaði og þarfnast því ekki frekari skýringa.

Ákvæðið gerir ráð fyrir því að Fjármálaeftirlitið hafi eftirlit með starfsemi markaðstorga með sama hætti og það hefur nú eftirlit með skipulegum verðbréfamörkuðum. Hefur Fjármálaeftirlitið því sambærilegar heimildir til upplýsingaöflunar og aðgerða ef tilefni þykir til.

Um ákvæði til bráðabirgða.

Lagt er til að girt verði fyrir að félög sem skráð eru í kauphöll við gildistöku laganna geti skráð sig á markaðstorgi fram til 1. júlí 2006. Með þessu er lögð áhersla á að markaðstorg er ætlað smáum og meðalstórum fyrirtækjum sem og vaxtarfyrirtækjum. Til frambúðar verður þó ekki girt fyrir þennan möguleika og er það í samræmi við tilskipun 2004/39/EB. Stjórn kauphallar er þó heimilt að veita undanþágu frá þessu banni þjóni það hagsmunum fjárfesta.

Fylgiskjal.

*Fjármálaráðuneyti,
fjárlagaskrifstofa:*

Umsögn um frumvarp til laga um breytingar á lögum nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, með síðari breytingum.

Markmiðið með frumvarpinu er að kveða nánar á um upplýsingagjöf og gegnsæi vegna viðskipta með eða tilboða í verðbréf sem ekki eru skráð í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði.

Verði frumvarpið óbreytt að lögum verður ekki séð að það hafi aukinn kostnað í för með sér fyrir ríkissjóð.