



Félag löggiltra endurskoðenda

Alþingi
Erindi nr. Þ 131/1062
komudagur 11. 3. 2005

Reykjavík 3. mars 2005
Tilv. FLE 10-2005

Nefndasvið Alþingis
Efnahags- og viðskiptanefnd
c/o Stefán Árni Auðólfsson, nefndarritari
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Málefni: Frumvarp til laga um verðbréfavíðskipti, 503. mál, EES-reglur.

Með bréfi dags. 16. febrúar sl. óskaði Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis Íslands eftir umsögn Félags löggiltra endurskoðenda (FLE) um ofangreint málefni.

Samkvæmt samþykktum félagsins sendi stjórnin ofangreint erindi til álitsnefndar FLE. Á fundi sínum í dag tók álitsnefndin málið til umfjöllunar og taldi hún að ekki væri tilefni til sérstakrar umsagnar um það af hálfu Félags löggiltra endurskoðenda.

Stjórn FLE er fyrir sitt leyti sammála niðurstöðu álitsnefndar.

Virðingarfyllst,
Félag löggiltra endurskoðenda


Sigurður B. Arnþórsson
formaður

Alþingi
Erindi nr. P 131/1030
komudagur 9.3. 2005

Nefndarsvið alþingis
bt. Efnahags- og viðskiptanefndar
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

8. mars 2005

Efni: Umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003, með síðari breytingum, 503. mál.

Félag viðskiptalögfræðinga vísar til bréfs efnahags- og viðskiptanefndar, dags. 17. febrúar sl., þar sem óskað er umsagnar um nefnt frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti, 503. mál.

Félag viðskiptalögfræðinga gerir ekki athugasemdir við frumvarpið.

Virðingarfyllst,

f.h. félags viðskiptalögfræðinga



Jóhann H. Hafstein

Alþingi
Erindi nr. P 131/1063
komudagur 11. 3. 2005

Nefndasvið Alþingis
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

9. mars 2005
Tilvísun: 2005020048
Tilvísun yðar: 503. mál

Umsögn Fjármálaeftirlitsins um frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfiðskipti, 503. mál.

Vísað er til bréfs efnahags- og viðskiptanefndar, dags. 16. febrúar sl., þar sem óskað er eftir umsögn um frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfiðskipti.

Með frumvarpinu eru innleiddar þrjár tilskipanir Evrópusambandsins með undirtilskipunum um markaðssvik, útboðs- og skráningarlýsingar og yfirtökur. Fjármálaeftirlitið styður meginefni frumvarpsins. Fjármálaeftirlitið tók þátt í starfi þeirra þriggja nefnda er unnu að samningu frumvarpsins sem og kauphallarnefndar sem hefur yfirsýn yfir innleiðingu tilskipana sem tengjast verðbréfamarkaði. Fjármálaeftirlitið hefur því haft tækifæri til að koma sjónarmiðum sínum og ábendingum á framfæri við undirbúning frumvarpsins.

Í frumvarpinu eru lagðar til ýmsar breytingar á lögum um verðbréfiðskipti sem eru til þess fallnar að auka á skýrleika með ítarlegri ákvæðum, m.a. um skyldu til að gera yfirtökutilboð og um markaðsmisnotkun. Þó eru matskennd ákvæði óhjákvæmilega mörg og geta þau dregið úr skilvirkni eftirlits og viðurlagabeitingu. Ákvæði laganna um eftirlit og valdheimildir eftirlitsaðila eru gerð ítarlegri og skýrari og kveðið er á um forræði Fjármálaeftirlitsins á eftirliti með framkvæmd laga um verðbréfiðskipti. Þá er kveðið á um heimild Fjármálaeftirlitsins til að fela skipulegum verðbréfamarkaði að sinna eftirlitsverkefnum samkvæmt lögnum. Verkaskipting milli Fjármálaeftirlits og skipulegra verðbréfamarkaða, nú Kauphallar Íslands, mun því verða skýrari verði frumvarpið að lögum og ætla má að dragi úr líkum á tvíverknaði eða skorti á eftirliti. Loks er lagt til að gagnsæi í eftirliti Fjármálaeftirlitsins með verðbréfiðskiptum verði aukið. Fjármálaeftirlitið styður þessar tillögur og hefur með umræðuskjölum um efnið sem gefin voru út í október 2003 (nr. 9) og í nóvember 2004 (nr. 5) lýst afstöðu sinni til málefnisins ásamt því að lýsa í seinna umræðuskjalinu hugmyndum um hvernig það muni standa að upplýsingagjöf fái það heimildir til aukins gagnsæis.

Ákvæði 14. gr. tilskipunar 2003/6/EB um markaðssvik um heimildir eftirlitsaðila til að beita stjórnvaldsaðgerðum og stjórnvaldssektum er ekki innleitt með þessu frumvarpi. Mat ráðuneytisins og niðurstaða nefndarinnar sem um tilskipunina fjallaði var sú að um stærra málefni væri að ræða en svo að unnt væri að ljúka því án verulegra tafa fyrir frumvarpið í heild.

Fjármálaeftirlitið óskar eftir að koma á framfæri eftirfarandi athugasemdum og ábendingum

varðandi einstakar greinar frumvarpsins.

- Í k lið 4. gr. frumvarpsins er kveðið á um að Fjármálaeftirlitið skuli hafa umsjón með staðfestingu á útboðs- og skráningarlýsingum (lýsingum). Fjármálaeftirlitið geti með samningi falið skipulegum verðbréfamörkuðum að annast staðfestingu á lýsingum. Að mati Fjármálaeftirlitsins er með þessu ekki að fullu innleiddur 2. tl. 21. gr. tilskipunar 2003/71/EB þar sem kveðið er á um að lögbæru yfirvaldi skuli heimilt að fela þriðja aðila verkefni er snúa að lýsingum. Miðað við núverandi aðstæður er eðlilegt að gert sé ráð fyrir að sá aðili sem verkefni yrðu falin sé skipulegur verðbréfamarkaður, þ.e. Kauphöll Íslands, en óheppilegt er að heimildir eftirlitsaðila til að fela öðrum verkefni sé takmarkaðra í íslenskum lögum heldur en tilskipunin gerir ráð fyrir þar sem ófyrirséðar breytingar geta orðið á vilja eða getu annars hvors aðilans til að fela eða taka við verkefnum af þessu tagi.
- Í b lið 5. gr. frumvarpsins er kveðið á um hvenær tilboðsskylda stofnast í skráðu hlutafélagi. Í 3. mgr. greinarinnar er sett fram löglíkindaregla fyrir því að samstarf verði talið vera fyrir hendi. Fjármálaeftirlitið kom því sjónarmiði á framfæri við undirbúning frumvarpsins að til þess að yfirtökureglur næðu því markmiði sínu að kveða á um yfirtökuskyldu þegar skráð félag væri undir yfirráðum tengdra aðila væri æskilegt að það hlutfall sem kveðið er á um í 3. tl. 3. mgr. nýrrar 37. gr., þ.e. 5. gr. frumvarpsins væri 20% atkvæðisréttar í stað 1/3 hlutar. Að mati Fjármálaeftirlitsins er eðlilegt að miða við 20% þegar metið er hvort samstarf sé fyrir hendi og benda má á í því sambandi að ársreikningalög skilgreina 20% eignarhlutdeild í félagi sem hlutdeildarfélag og líta því á slíka hlutdeild sem verulega eignarhlutdeild sem er til þess fallin að hafa áhrif á rekstur viðkomandi félags. Að mati Fjármálaeftirlitsins eru verulegar líkur á að sameiginlegir hagsmunir stofnast mun fyrr en við yfirráð (40% eignarhlut) eða 1/3 hluta atkvæðisréttar.
- Í b lið 1. tl. 10. gr. frumvarpsins er sett fram undanþága frá banni við markaðsmisnotkun sem samkvæmt frumvarpinu á aðeins við um b. liðinn. Af 2. tl. 1. gr. tilskipunar 2003/6/EB virðist ljóst að undanþágan eigi við um bæði a og b lið 1. töluliðar. Í tillögum nefndar sem vann að innleiðingu markaðssvikatilskipunar var undanþágan sett fram með þeim hætti að hún ætti við bæði um a og b lið. Þá hefur skýringum í greinargerð verið breytt, en í drögum sem nefndin skilaði af sér var skýrt að undanþágan átti að ná til 1. tl. í heild.
- Í 21. gr. frumvarps er vísað til 59. og 63. – 67. gr. Þetta er í ósamræmi við greinargerðartexta með frumvarpi því sem nú liggur fyrir Alþingi og tillögur nefndar þeirrar sem vann að innleiðingu markaðssvikatilskipunar, en þar var vísað til 59. og 62. - 67. gr. frumvarpsins. Af greinargerðartexta má ráða að ætlunin var að lagfæra ákvæði um stjórnvaldssektir þannig að heimild Fjármálaeftirlitsins til að leggja á stjórnvaldssektir næði til einnig 46. gr. núgildandi laga þar sem kveðið er á um rannsóknarskyldu innherja, en enginn eðlismunur er á 46. gr. og öðrum formreglum um innherjaviðskipti sem stjórnvaldssektarákvæði núgildandi laga nær til. Gera má ráð fyrir að um misritun sé að ræða í frumvarpinu sem nú er til umsagnar.
- Í 22. gr. frumvarpsins er einnig að finna breytingar frá tillögum nefndar sem vann að innleiðingu markaðssvikatilskipunar. Í tillögum nefndarinnar var lagt til að bætt yrði við 1. mgr. 55. gr. núgildandi laga, sem verður 75. gr., tilvísun til nýrrar 59. gr (13. gr.

frumvarpsins) þannig að varðaði sektum, lægi þyngri refsing ekki við broti samkvæmt öðrum lögum, að brjóta gegn ákvæðum laganna um upplýsingaskyldu, frestun upplýsingaskyldu og lögmæta miðlun innherjaupplýsinga. Þessi tilvísun hefur ekki ratað inn í frumvarp það sem nú liggur fyrir Alþingi. Ekki er ólíklegt að um mistök sé að ræða þar sem í 21. gr. frumvarpsins er kveðið á um stjórnvaldssektarheimild Fjármálaeftirlitsins vegna brota gegn sama ákvæði, þ.e. nýrrar 59. gr. og þau ákvæði sem heimilt er að beita stjórnvaldssektum við í núgildandi lögum varða öll einnig sektum. Í greinargerð með frumvarpi því sem varð að lögum 33/2003 má sjá rökstuðning fyrir þeirri skipan mála. Þá skal bent á að taki frumvarpið breytingum vegna ábendingar um 21. gr. hér að ofan þarf jafnframt að breyta 5. tl. 55. gr. sem verður 75. gr. (22. gr. frumvarpsins) þannig að vísað sé til ákvæða laganna um innherjaviðskipti skv. 62. – 67. gr.

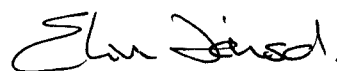
Í umsögn Fjármálaeftirlitsins um frumvarp til laga um breytingu á lögum um greiðslu kostnaðar við opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi síðasta haust, 320. mál, tók Fjármálaeftirlitið fram að það hefði ekki þá haft forsendur til að leggja fullnaðarmat á áhrif lagabreytinga á verðbréfamarkaði sem í undirbúningi væru. Eðlilegt væri að taka áhrif þessara breytinga á rekstur Fjármálaeftirlitsins til nánari umfjöllunar þegar endanleg frumvörp kæmu til umfjöllunar. Fjármálaeftirlitið vill í þessu sambandi vekja athygli á því sem fram kemur í I.e) í athugasemdum með frumvarpinu, að talsverður kostnaðarauki muni fylgja því fyrir Fjármálaeftirlitið að koma ákvæðum laganna í framkvæmd og fylgja þeim eftir. Fjármálaeftirlitið tekur undir eftirfarandi ummæli í athugasemdunum um þetta: "*Ætla má að talsverður kostnaðarauki fylgi því fyrir Fjármálaeftirlitið að koma ákvæðum laganna í framkvæmd og fylgja þeim eftir. Þau atriði sem vega mest til skemmri tíma eru: 1) mótun reglna sem lögin gera ráð fyrir, 2) eftirlit með því að aðilar sem stafa samkvæmt lögum lagi starfsemi sína að nýjum kröfum og 3) undirbúningur og beiting nýrra eftirlitsheimilda. Þau atriði sem vega mest til lengri tíma eru: 1) stóraukin ábyrgð á eftirliti á verðbréfamarkaði í heild og 2) aukin verkefni sem fylgja fleiri verkefnum og auknum eftirlitsheimildum. Gert er ráð fyrir að aukning vegna umfangs til skemmri tíma nemi a.m.k. tveimur ársverkum. Hins vegar er erfitt að meta langtímaáhrif frumvarpsins þar sem kostnaður af framkvæmd laga af þessu tagi ræðst einkum af þróun fjármálamarkaðarins. Því er talið eðlilegt að nánari áhrif frumvarpsins verði fremur metin í tengslum við frumvörp til laga um breytingu á lögum um greiðslu kostnaðar við opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, sem lögð eru fram á hverju haustþingi.*"

Virðingarfyllt,

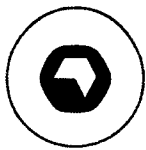
FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ



Páll Gunnar Pálsson



Elín Jónsdóttir



Efnahags- og viðskiptanefnd
Alþingi
Austurstræti 8-10
150 REYKJAVÍK

Reykjavík, 14.03.2005
Tilvísun 111
RbJ

Efni: Umsögn um brtt. á lögum nr. 33/2003 – mál 503. EES reglur

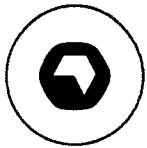
Vísað er til bréfs efnahags- og viðskiptanefndar frá 17. febrúar sl. þar sem óskað er umsagnar Kauphallar Íslands um frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 með síðari breytingum.

Með frumvarpinu eru innleiddar þrjár tilskipanir Evrópuþingsins og -ráðsins um markaðssvik, lýsingar (útboðs- og skráningarlýsingar) og yfirtökur. Ljóst er iðnaðar- og viðskiptaráðuneytið hefur staðið faglega að undirbúningi málsins fyrir Alþingi með virku samráði við aðila markaðarins. Kauphöllin álitur þær breytingar sem lagðar eru til á lögum nr. 33/2003 í flestum tilvikum til bóta fyrir íslenskan verðbréfamarkað. Þó á eftir að innleiða undirtilskipanir og reglugerðir og verður að leggja áherslu á að ekki verði gerðar ríkari kröfur til íslenskra útgefanda eða markaðsaðila heldur en þær réttargerðir gera ráð fyrir.

Þessu til viðbótar telur Kauphöllin almennt mikilvægt að við innleiðingu réttargerða Evrópusambandsins sé höfð hliðsjón af innleiðingu réttargerða ESB á Norðurlöndunum og eftir atvikum haft samráð við viðkomandi stofnanir þar til að tryggja því sem næst samræmt laga- og reglugerðarumhverfi í þessum ríkjum um þau atriði sem skipta markaðinn máli. Í seinni tíð hefur verið yfirlýstur vilji viðkomandi ráðuneyta, fjármálaeftirlita, kauphalla og verðbréfamíðstöðva til aukinnar samræmingar í regluverki enda augljósir hagsmunir fólgnir í því fyrir útgefendur verðbréfa, kauphallaraðila og fjárfesta að horft verði til Norðurlandanna sem eins markaðssvæðis. Athuga ber þó að samanburður við norrænu ríkin var erfiður að því er varðar umræddar tilskipanir, ýmist vegna þess að skammur tími var gefinn fyrir innleiðingu (markaðssvikatilskipun) eða vegna þess að talin var sérstök ástæða til að innleiða tilskipanir á fyrri stigum hérlandis en krafist er í tilskipunum (lýsingar, yfirtökur). Í einhverjum atriðum kann því að vera hætt á að lagðar séu til aðrar leiðir en farnar verða á Norðurlöndunum sem rétt kann að vera að færa í sama horf á síðari stigum.

Jafnframt er brýnt að hagkvæmni og skilvirkni sé höfð að leiðarljósi. Í því sambandi þarf að leggja áherslu á að verkefnið verði unnin þar sem hagkvæmast er og leitað verði leiða til að koma í veg fyrir skörun milli aðila. Á þetta sérstaklega við um eftirlit á verðbréfamarkaði en í frumvarpinu er gert ráð fyrir að tiltekin eftirlitsverkefni verði falin skipulegum verðbréfamarkaði í samræmi við það sem nú gildir og hagkvæmt þykir. Í ljósi þessa hafa Kauphöllin og Fjármálaeftirlitið birt yfirlýsingu um verkaskiptingu sín á milli og skipulag í eftirliti.

Síðast en ekki síst þarf að tryggja að þær breytingar sem þessi aðlögun og samræming felur í sér verði á þá lund að samkeppnisstaða innlends fjármálamarkaðar verði sem best í framtíðinni. Þetta eru grundvallarsjónarmið sem nauðsynlegt er að leggja upp með við innleiðingu á þeim réttargerðum sem falla undir Aðgerðaáætlun Evrópusambandsins á sviði fjármagnsmarkaðar.



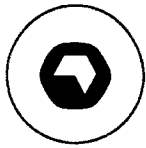
Hvað einstök ákvæði frumvarpsins varðar gerir Kauphöllin eftirfarandi athugasemdir.

Lýsingar

- Í 2. mgr. 30. gr. kemur fram að Fjármálaeftirlitið geti með samningi falið skipulegum verðbréfamörkuðum að annast staðfestingu á lýsingum. Hér þyrfti að setja inn þá viðbót að fullnægjandi heimildir til handa skipulögðum verðbréfamarkaði yrðu að fylgja framsalinu og einnig þarf að breyta tilvísun í 71. gr. þannig að hún nái yfir alla greinina en ekki bara 2. mgr. hennar.
- Í greinargerðartexta bls. 38 kemur eftirfarandi fram: „Í tilskipun um lýsingar er gert ráð fyrir að ekki þurfi að gefa út lýsingar ef um er að ræða almenn útboð þar sem heildarsöluverð er undir 200 millj. kr. eða sem nemur jafnvirði 2,5 milljónum evra (EUR). Í núgildandi lögum er ekki þörf á útboðslýsingu ef almennt útboð er undir 5 millj. kr. Ef farið yrði eftir þessu ákvæði hér á landi mundi það verða til þess að stór hluti almennra útboða yrði undanþeginn skyldu til að gera lýsingar.“ Fullyrðing þessi stenst ekki í dag að mati Kauphallarinnar. Hið rétta er að það heyrir til undantekninga ef að fjárhæðir í útboðum eru undir 200 milljónum króna en þessi breyting hefur átt sér stað á undanförunum misserum. Þessi breyting hefur einnig í för með sér að þessu leyti er síður ástæða til að setja strangari kröfur en kveðið er á um í tilskipun um lýsingar eða undirtilskipunum en frumvarpið gerir ráð fyrir að ráðherra geti gefið út reglugerð um birtingu lýsinga þegar almennt útboð verðbréfa er á bilinu 100 þús. - 2,5 millj. evra. Tryggja þarf að sá rammi sem þar yrði settur væri á sömu nótum og nágrannalönd okkar hafa hug á að setja - ekki væri gengið lengra hér á landi, en slík framkvæmd myndi veikja samkeppnisstöðu íslenska markaðarins.

Yfirtökur:

- 3. tl. 3. mgr. 32. gr., þ.e. b. liður 5. gr. frumvarpsins felur í sér löglíkindareglu sem á að hjálpa til við að leggja mat á hvort samstarf milli aðila sé til staðar. Í ákvæðinu er miðað við að um samstarf sé fyrir hendi ef félög sem aðilar skv. 1., 2. og 4. tölul. eiga með beinum eða óbeinum hætti verulegan eignarhlut í eða hafa myndað varanleg tengsl við í þeim tilgangi að hafa áhrif á rekstur þeirra; félag er talið eiga verulegan eignarhlut ef það og dótturfélag eiga þess eiga a.m.k. 1/3 hluta atkvæðisréttar í öðru félagi. Eins og fram kemur í greinargerð frumvarpsins þá var ekki samstaða í nefndinni um það við hvaða hlutfall skyldi miða í þessu sambandi. Kauphöll telur varhugavert að miða við neðri mörk en þau sem fram koma í ákvæðinu, þ.e. 1/3 hluta atkvæðisréttar en áhrif þess að miða við neðri mörk eru alls óviss. Þá verður einnig að hafa í huga að regla þessi gengur lengra en víða annars staðar og er í rauninni óvíða framkvæmd með þessum hætti en sú framkvæmd getur talist óskynsamleg ef horft á hana út frá samkeppnissjónarmiðum.
- Í ákvæðinu er gengið út frá samstarfi aðila við þau félög sem aðilar eiga beinan eða óbeinan eignarhlut í eða hafa myndað varanleg tengsl við í þeim tilgangi að hafa áhrif á rekstur þeirra. Í ákvæðinu er aðeins skýrt við hvað er átt með verulegum eignarhlut en hvorki í ákvæðinu sjálfu né í greinargerðinni sem fylgir frumvarpinu er skýrt nánar við hvað er átt með varanlegum tengslum. Þar sem hér er um líkindareglu að ræða verður að gera þá kröfu að hún sé skýr og bjóði ekki upp á matskennda túlkun. Þó það kunni stundum að vera matskennt hverju sinni hvort um varanleg tengsl sé að ræða þá verður í það minnsta að gera þær kröfur að það sé viðmiðin séu skýr, t.d. með skýringu í greinargerð.
- Í 4. mgr. 40. gr., þ.e. e liður 5. gr. frumvarpsins kemur fram að ef tilboðsgjafi býður ekki seljanlega hluti sem skráðir eru á skipulegan verðbréfamarkað sem greiðslu skal reiðufé einnig boðið fram sem valkostur. Í greinargerð kemur fram að Fjármálaeftirlitið úrskurði um vafaatriði í þeim efnunum og styðjist við ákveðin viðmið. Kauphöll vill árétta hér að

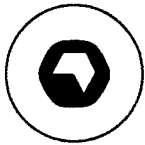


miklu skiptir að Fjármálaeftirlitið hafi ákveðinn sveigjanleika við að meta hvort hlutir séu seljanlegir eða ekki. Hafa verður það hugfast að viðmiðin sem tekin eru upp í greinargerðinni geta verið breytileg milli ára. Nauðsynlegt er að Fjármálaeftirlitið hafi svigrúm til að meta það á hverjum tíma hvað telst vera seljanlegir hlutir eða ekki.

- Til að tryggja að eftirlit með yfirtökutilboðum verði skilvirkt og sveigjanlegt er það stefna Kauphallarinnar að koma á fót Yfirtökunefnd en sambærilegar nefndir eru starfræktar í Svíþjóð og Bretlandi. Hlutverk Yfirtökunefndar er að taka til umfjöllunar hvort til yfirtökuskyldu hafi stofnast í tilteknum tilvikum og hvort tilboðseftirlit byggji á réttum forsendum. Gert er ráð fyrir því að nefndin geti tekið mál upp að eigin frumkvæði eða eftir ábendingum en nefndinni verður ekki skylt að taka mál til meðferðar sem henni berast. Yfirtökunefnd mun birta opinberlega yfirlýsingar um einstök mál. Störf Yfirtökunefndar yrði óháð eftirliti Fjármálaeftirlitsins en gert er ráð fyrir samstarfi við Fjármálaeftirlitið þegar það á við. Stofnaðilar Yfirtökunefndar skipa í nefndina en koma að öðru leyti ekki að störfum hennar. Nefndarmenn skulu hafa staðgóða menntun og þekkingu á sviði verðbréfavíðskipta og/eða starfsemi hlutabréfamarkaðarins auk þess að uppfylla skilyrði til stjórnarsetu í fjármálafyrirtæki. Nefndarmenn skulu ekki hafa beinna eða verulegra hagsmuna að gæta á verðbréfamarkaði.

Markaðssvik:

- Um 3.-4. mgr. 13. gr. (verður 3.-4. mgr. 59. gr.). Kauphöllin telur rétt að vekja athygli á þeirri heimild sem er í lokamálslið 2. tl. 6. gr. tilskipunar 2003/6/ESB þar sem ríkjum er veitt heimild til að krefjast þess að útgefandi geri viðkomandi lögbæru yfirvaldi viðvart hafi hann nýtt sér heimild til að fresta birtingu upplýsingar, sbr. 3. mgr. 13. gr. frv. Kauphöllin telur þá hættu vera fyrir hendi að orðalag ákvæðisins eins og það er í frumvarpinu gefi útgefendum ástæðu til að ætla að heimild þeirra til frestunar upplýsingagjafar sé rýmri en ætla mætti af lestri ákvæðisins. Mistök útgefenda að þessu leyti kynnu að hafa alvarleg áhrif fyrir orðspor útgefanda og leitt til refsí- eða skaðabótaábyrgðar. Að ábendingu Kauphallarinnar hefur verið bætt við tilvísun í reglugerð setta af ráðherra sem mun innleiða undirtilskipun 2003/124/ESB þar sem nánar verður lýst þeim lögmætu hagsmunum sem koma til álita sem eru fyrst og fremst mikilvægar samningaviðræður eða að ákvörðun þurfi samþykki stjórnar útgefanda til að öðlast gildi. Útgefendur hafa iðulega samband við Kauphöllina til að leita ráða standi þeir í mikilvægum samningum og eru verðbréfa þeirra í framhaldi sett undir sérstaka vakt til að tryggja rétt viðbrögð ef óvæntar verðhreyfingar verða sem gefa tilefni til að ætla að upplýsingarnar hafi borist lengra. Kauphöllin mun áfram mælast til þessa að útgefendur upplýsi hana í slíkum tilvikum. Engu að síður telur Kauphöllin rétt að tekið verði til skoðunar hvort að ekki sé rétt að nýta heimild aðaltilskipunarinnar í lokamálslið 2. tl. 6. gr. í ljósi hagsmuna markaðarins og einstakra útgefenda hlutabréfa.
- Um 19. gr. (verður 67. gr.). Í ákvæðinu er kveðið á um að stjórn útgefenda verðbréfa skuli ráða regluvörð eða staðfesta formlega ráðningu hans. Í greinargerð með ákvæðinu er ekki fjallað nánar um hvað felist í staðfestingu stjórnar á ráðningu regluvarðar og hvaða áhrif það hafi á boðvald forstjóra útgefanda yfir honum eða heimild forstjóra til að víkja honum úr starfi standist hann ekki þær kröfur sem gerðar eru. Er þetta óheppilegt, sérstaklega þar sem svo háttar til hjá velflestum útgefendum í Kauphöll Íslands að regluvarsla er eingöngu lítill hluti starfs þess starfsmanns sem ber titilinn regluvörður. Verður því að draga í efa nauðsyn þess að hafa þennan háttinn á. Ef hins vegar er talið brýnt að lögfesta ákvæði af þessu tagi er ástæða til að hafa það alveg skýrt hvort forstjóri eða stjórn ráði regluvörð.



Eftirlit á verðbréfamarkaði

- Kauphöllin lýsir almennum stuðningi við þær auknu heimildir sem Fjármálaeftirlitinu eru færðar en þó sérstaklega við heimild e. liðar 20. gr. um aukið gagnsæi í starfsemi Fjármálaeftirlitsins. Gera má ráð fyrir að við nýtingu eftirlitsheimilda sinna líti Fjármálaeftirlitið til þeirrar framkvæmdar sem er við lýði hjá systurstofnunum á Norðurlöndunum.
- Um d-lið 20. gr. (verður 71. gr.). Í ákvæðinu er kveðið á um almenna heimild Fjármálaeftirlitsins til að framselja eftirlitsverkefni til skipulegs verðbréfamarkaðar. Í ákvæðinu er tekið mið af þeirri framkvæmd sem ríkt hefur á markaðinum og gefið góða raun, þ.e. að skipulegur verðbréfamarkaður sinni tilteknum verkefnum í eftirliti. Hagsmunir skipulegs verðbréfamarkaðar, Fjármálaeftirlitsins, markaðsaðila og fjárfesta fara vel saman að þessu leyti þar sem slíkt framsal á eftirlitsverkefnum tryggir að eftirlit verði eins öflugt og hagkvæmt sem kostur er. Er þetta að mörgu leyti skynsamleg tilhögun vegna nálægðar skipulags verðbréfamarkaðar við hreyfingar á markaði og þeirrar þekkingar sem þar hefur myndast á útgefendum, t.d. vegna yfirlestrar á skráningarlýsingum og eftirliti með upplýsingagjöf útgefenda og viðskiptum á markaði. Umrætt ákvæði er afurð mikillar vinnu af hálfu iðnaðar- og viðskiptaráðuneytisins, Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar. Á grundvelli þessa hafa hinar síðastnefndu aðilar gert yfirlýsingu um verkaskiptingu og samstarf á grundvelli gildandi laga. Kauphöllin telur því að gjalda beri varhug við tillögum um breytingar á þessu ákvæði sem kynnu að raska þeim grundvelli samstarfsins. Þannig má nefna að aðgangur að viðeigandi upplýsingum er grundvallaratriði í eftirliti skipulegs verðbréfamarkaðar, t.a.m. svo að mögulegt sé að átta sig á því hvort að viðskipti verða talin brjóta gegn ákvæðum sem banna innherjasvik.

Kauphöllin áskilur sér rétt til frekari athugasemda á síðari stigum.

Virðingarfyllt,

Ragnar Þ. Jónasson,
forstöðumaður lögræðisviðs.

Nefndasvið Alþingis
Stefán Árni Auðólfsson, nefndarritari
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Reykjavík, 14. mars 2005.

Umsögn laganefndar Lögmannafélags Íslands um frumvarp til laga um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003, með síðari breytingum. 131. löggjafarþing 2004–2005. Þskj. 767 - 503. mál.

Laganefnd Lögmannafélags Íslands hefur haft ofangreint frumvarp til skoðunar og lætur í té eftirfarandi umsögn.

I **Inngangur**

Með ofangreindu frumvarpi er lagðar til fjölmargar breytingar á ákvæðum núgildandi laga um verðbréfavíðskipti. Lúta breytingarnar einkum að ákvæðum um markaðssvik, yfirtökur og útboðs- og skráningarlýsingar. Miða breytingarnar fyrst og fremst að því að innleiða í lög hér á landi þrjár tilskipanir Evrópuþingsins og ráðsins um fyrrgreind atriði, auk undirtilskipana framkvæmdastjórnarinnar um markaðssvik og útboðs- og skráningarlýsingar. Þá eru lagðar til breytingar sem er ætlað að auka gagnsæji í störfum Fjármálaeftirlitsins (FME), auk þess sem eftirlitsheimildir eru auknar.

Hér að neðan verður verður fjallað um þá helstu þætti frumvarpsins sem laganefndin telur rétt að gera athugasemdir við. Í því sambandi skal tekið fram að umsögn laganefndarinnar er á engan hátt tæmandi um þau atriði sem nefndin telur þurfa frekari skoðunar við. Helgast það af þeirri ástæðu að frumvarpið er mjög yfirgripsmikið og felur í sér umtalsverðar breytingar frá þeim ákvæðum sem nú gilda. Telur nefndin að þær veigamiklu breytingar sem um ræðir vekji upp margar spurningar sem kalla á dýpri og umfangsmeiri skoðun en þá sem nefndinni var unnt að framkvæma á þeim stutta tíma sem gefinn var til skila á umsögn þessari. Þannig lýsir nefndin sig ósammála því sem fram kemur í greinargerð frumvarpsins, um að frumvarpið leiði ekki til meiri háttar breytingar á grundvallarreglum um verðbréfavíðskipti.

Umsögn þessi er sett upp með þeim hætti að fyrst verður gerð grein fyrir þeim almennu athugasemdum sem nefndin hefur við frumvarpið. Því næst verður fjallað um efnisatriði frumvarpsins hvert fyrir sig, þ.e. útboðs- og skráningarlýsingar, yfirtökureglur, markaðssvik og atriði er lúta að Fjármálaeftirlitinu. Er umfjöllun hagað þannig að við hvern efnisþátt er fyrst gerð grein fyrir almennum athugasemdum, en síðan bent á þau helstu atriði sem nefndin telur rétt að gera athugasemdir við.

II Útboðs- og skráningarlýsingar

Þær breytingar sem lagðar eru til á núgildandi lögum miða að því að innleiða í íslenska löggjöf tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/71/EB frá 4. nóvember 2003 um lýsingar þegar fjármálagæringar eru boðnar í almennu útboði eða skráðir í kauphöll (lýsingartilskipunin).

Reglur um upplýsingaskyldu á frummarkaði hér á landi lúta annars vegar að upplýsingum sem skal veita í tengslum við almennt útboð, og hins vegar þegar verðbréf eru tekin til opinberrar skráningar í kauphöll. Reglur um opinbera skráningu í kauphöll geta átt við hvort sem skráning á sér stað að undangengnu almennu útboði eða ekki. Í lýsingartilskipuninni er fjallað um þessa þætti í einu og sömu tilskipuninni, en markmiðið er að skýra og einfalda þær reglur er lúta að skráningar- og útboðslýsingum.

Laganefndin telur tímabært að taka til heildarendurskoðunar þær reglur sem gilda hér á landi um upplýsingaskyldu á frummarkaði, enda ljóst að þær eru á margan hátt óskýrar. Innleiðing lýsingartilskipunarinnar býður upp á gott tækifæri til slíkrar endurskoðunar, með það að markmiði að skýra og bæta þær reglur sem gilda um upplýsingaskyldu á frummarkaði samhliða innleiðingu reglna Evrópusambandsins (ESB). Þrátt fyrir að þær tillögur sem lagðar eru til í frumvarpinu séu almennt til bóta, þá er það mat laganefndarinnar að breytingarnar séu ekki nægjanlega vel til þess fallnar að ná því markmiði að skýra og einfalda reglur um upplýsingaskyldu á frummarkaði. Þær reglur sem fram koma í frumvarpinu eru oft á tíðum torskildar og virðist frumvarpið ekki ná að fullu utan um það viðfangsefni sem því er ætað að fjalla um. Þannig bendir nefndin á að frumvarpstextinn er á köflum óskýr og að sú hugmyndafræði sem að býr að baki honum skilar sér ekki með nægjanlega greinagóðum hætti. Með hliðsjón af því telur nefndin æskilegt að reglur frumvarpsins um útboðs- og skráningarlýsingar verði teknar til endurskoðunar með það að markmiði að einfalda þær og skýra eftir því sem kostur er.

Auk þess sem ofan greinir gerir laganefndin eftirfarandi athugasemdir við einstök atriði 4. gr. frumvarpsins. Það skal tekið fram að hér er aðeins um að ræða nokkur atriði sem nefndin telur rétt að benda á, en ber á engan hátt að skoða sem tæmandi talningu á athugasemdum nefndarinnar:

a. (20. gr.) Gildssvið kaflans – i. (28. gr.) Undanþága frá gerð lýsinga.

- Í a. (20.gr) eru tilteknir aðilar, verðbréf og útboð undanskilin gildissviði kaflans. Í greinargerð er vísað til þess að greinin taki mið af ákvæðum lýsingartilskipunarinnar og er að öðru leyti ekki fjallað um ástæður fyrir umræddum undanþágum eða þær rökstuddar sérstaklega. Laganefndin bendir á að tilskipanir ESB gera lágmarkskröfur til aðildarríkjanna um innleiðingu á tilteknum atriðum sem talin eru nauðsynleg til að ná fram markmiðum hins innra markaðar. Þrátt fyrir að tiltekin atriði séu undanþegin ákvæðum tilskipunarinnar, þarf það ekki sjálfkrafa að leiða til þess að sama eigi að gilda hér á landi. Allar undanþágur frá reglum um útboðs- og skráningarlýsingar þarf að skoða með sjálfstæðum hætti, út frá markmiðum og tilgangi verðbréfaréttarlöggjafarinnar. Ekki verður séð af umfjöllun í greinargerð með frumvarpinu að slík greining

hafi farið fram, sem er að mati laganeðndarinnar nauðsynleg forsenda þess að leiða slíkar undanþágur í lög.

- Í i. (28. gr.) eru tiltekin útboð, verðbréf og skráningar undanþegnar þeirri skyldu að gefa út lýsingar. Um þær undanþágur er þar koma fram er vísað til sömu athugsemda og fram koma hér að ofan. Ekki virðist sem að um sjálfstæða greiningu sér þar að ræða, heldur eru ákvæði lýsingartilskipunarinnar tekin að mestu leyti sjálfkrafa upp. Telur laganeðndin að skoða þurfi hverja undanþágu fyrir sig sjálfstætt.

b. (21. gr.) – Orðskýringar.

- Gerð er athugsemdir við skilgreiningu á hugtakinu „Almennt útboð“. Telur nefndin að taka verði orðalag skilgreininguna til endurskoðunar. Er í því sambandi m.a. bent á að skilgreiningin gengur mun lengra heldur en að skilgreina hvað teljist almennt útboð, þar sem hún heldur áfram og gerir kröfur um hvað skuli koma fram í slíku boði. Almennt séð er mjög óheppilegt að blanda slíkum atriðum saman í skilgreiningum í lagatexta, auk þess sem fyrrgreind tilvísun virðist byggð á miskilningi á inntaki skilgreiningar lýsingartilskipunarinnar á almennu útboði.

Tilgangur tilvísunar tilskipunarinnar til þess að tilteknar upplýsingar komi fram í boði er að afmarka hvað teljist almennt boð, þ.e. til að koma í veg fyrir að öll boð til almennings um tiltekin verðbréf verði talin fela í sér almennt útboð. Til þess að tjáskipti teljist almennt útboð verða að koma fram tilteknar grunnupplýsingar sem gera fjárfesti kleift að kaupa viðkomandi bréf. Þannig er tilgangurinn að afmarka hvað teljist almennt útboð, en ekki að gera tilteknar kröfur um upplýsingar í því sambandi. Kröfur um upplýsingar í tengslum við almenn útboð koma fram í skyldu tilskipunarinnar um að í almennu útboði sé gerð svokölluð lýsing þar sem fram koma þær upplýsingar sem eru nauðsynlegar fyrir fjárfesti til að taka upplýsta fjárfestingarákvörðun. Mikilvægt er að þessum atriðum sé ekki ruglað saman, líkt og virðist vera raunin í frumvarpinu.

- Einnig er gerð athugsemd við skilgreininar frumvarpsins á hinum mismunandi hugtökum er tengjast lýsingum og útboðsáætlun. Umrædd hugtök virðast óljós og inntak þeirra ekki nægjanlega skýrt.

c. (22. gr.) – Skilyrði almenns útboðs og skráningar verðbréfa.

- Grein þessi markar umfang og inntak þess að gerð sé lýsing í tengslum við útboð eða skráningu á markaði. Gerð er athugsemd við þann þátt er lýtur að almennum útboðum. Telur nefndin heppilegra að inntak hugtaksins „almennt útboð“ komi einvörðungu fram í skilgreiningu því hugtaki en ekki í umræddri grein. Tilvísun til „upphaflegrar eða síðari sölu“ snúa að skilgreiningu á inntaki almenns útboð og eiga því að mati nefndarinnar heima í skilgreiningu á því hugtaki, en ekki umræddri grein.

j. (29. gr.) – Sölutrygging.

- Nefndin bendir á að skilgreining á hugtakið „sölutrygging“ fellur ekki að fullu við eðlilegan skilning á því hugtaki. Er bent á að orðið sölutrygging vísar til þess að

tryggja sölu, en inntakið skilgreiningar frumvarpsins vísar aftur á móti til þess að í sölutrygging feli í sér að tryggja áskrift en ekki sölu. Með réttu ætti fyrrgreind hugtak því að vera áskritartrygging, þar sem ekki er verið að tryggja sölu.

Hugtakið sölutrygging ætti hins vegar að ná til þess sem nefnt er á ensku „*underwriting*“, en með því fyrirkomulagi tekur fjármálafyrirtæki á sig að kaupa þau bréf sem gefa á út og endurselja þau síðan. Útgefandinn og fjármálafyrirtækið semja síðan sín á milli hversu víðtæka ábyrgð fjármálafyrirtækisins er hvað varðar sölu á viðkomandi verðbréfum. Slík ábyrgð getur þannig varðað alla útgáfuna (firm underwriting), eða aðeins hluta af henni (best effort) og getur fjármálafyrirtækið þá skilað tilteknum hluta útgáfunnar til baka til útgefandans. Telur nefndin með hliðsjón af þessu að greinin sé til þess fallin að valda miskilning og því sé nauðsynlegt að endurskoða efni hennar og inntak.

III Yfirtökureglur

Reglur um yfirtökur og yfirtökuskyldu spila gjarnan stórt hlutverk í löggjöf á sviði verðbréfaréttar. Reglur um yfirtökuskyldu eru m.a. rökstuddar með því að þegar enginn einn hluthafi er mjög stór, sé stjórn félagsins sameiginlega í höndum allra hluthafa. Þegar stjórn færir til hins vegar eins hluthafa með því að hann eignast ráðandi stöðu í því, breytist forsenda fjárfestingarinnar og því talið rétt að gefa þeim hluthöfum sem missa stjórn á félaginu möguleika á ganga út úr fjárfestingunni. Undirliggjandi er ótti um að ráðandi hluthafi muni beita valdi sínu á þann hátt sem þjónar hans eigin hagsmunum á kostnað annarra hluthafa. Þá er það almennt einnig markmið slíkra reglna að tryggja þeim sem eftir eru í félaginu að þeir fái við slíka útgöngu hlutdeild í svokallaðri *control premium*, þ.e. því yfirverði sem yfirtökuaðilinn var tilbúinn til að greiða fyrir að ná stjórn félagsins til sín. Þannig er yfirtökuaðila oft gert að setja fram yfirtökutilboðið til þeirra sem eftir eru í félaginu á hæsta verði sem hann hefur greitt fyrir bréf viðkomandi félags á ákveðnu tímabili. Þannig þykir það ekki sanngjarnt að aðeins tilteknir aðilar njóti þess yfirverðs sem greitt er fyrir stjórnunarréttinn.

Reglur sem fela í sér yfirtökuskyldu eru alls ekki óumdeildar og þess má geta að í Bandaríkjunum, sem talinn er þróaðasti hlutabréfamarkaður í heimi og sá sem veitir fjárfestum einna besta vernd, er slík regla almennt ekki í gildi. Ekki skal farið út í hina fræðilegu umræðu um grundvöll yfirtökuskyldu, en látið nægja að vísa til þess að færa má margvísleg rök með og á móti slíkri skyldu. Þannig ber að hafa í huga við innleiðingu reglna þar að lútandi að gagnsemi þeirra fyrir fjárfesta og verðbréfamarkaði er alls ekki óumdeild.

Laganefndin telur með hliðsjón af þeim miklu áhrifum sem yfirtökureglur geta haft á viðhorf fjárfesta til íslenska verðbréfamarkaðarins og þar með þróun hans, þá gangi þær tillögur sem fram koma í frumvarpinu of langt í því átt að leggja yfirtökuskyldu á aðila. Er þar fyrst og fremst vísað til reglna frumvarpsins um samstarf. Telur nefndin mikilvægt að benda á að of strangar og óskýrar reglur í þessu sambandi geti haft í för með sér ófyrirséð áhrif á vilja fjárfesta til að fjárfesta á hinum íslenska verðbréfamarkaði.

Verður hér að neðan fjallað um þau tilteknu atriði sem nefndin telur rétt að gera athugasemdir við. Það skal tekið fram að hér er aðeins um að ræða nokkur atriði sem nefndin telur rétt að benda á, en ber á engan hátt að skoða sem tæmandi talningu á athugasemdum nefndarinnar:

b. (37. gr.) – Tilboðsskylda.

- Hvað varðar 1. mgr. bendir nefndin á að tilvísun til yfirráða í hlutafélagi „sem fengið hefur skráningu fyrir einn eða fleiri flokka hlutabréfa á skipulegum verðbréfamarkaði“ virðist ofaukið þar sem sú afmörkun kemur fram í ákvæði um gildissviði kaflans.
- Hvað varðar 1. mgr., þá bendir nefndin á að sambærilegt ákvæði er nú er í gildi í lögum hefur verið túlkað með þeim hætti að við mat á þeirri prósentu sem gildi við yfirtökuskyldu, sé einnig litið til eigin bréfa og annarra bréfa sem bera ekki atkvæðisrétt. Virðist sú framkvæmd engu að síður vera í andstöðu við orðalag ákvæðsins sem vísar til atkvæðisréttar í þessu sambandi, en ekki heildarhluthafjár. Telur nefndin æskilegt að tekin verði af öllu tvímæli í þessu sambandi þannig að vísað verði til heildarhluthafjár, þ.e. ef það er ætlun löggjafans að sú regla gildi.
- Nefndin bendir á að ákvæði frumvarpsins hvað varðar samstarf fela í sér verulega breytingu frá núgildandi reglum. Telur nefndin að reglurnar um samstarf séu of opnar og óljósar og nauðsynlegt sé að þær verði endurskoðaðar með það að markmiði að þrengja þær og gera skýrari.
- Tillagan um breytingu hvað varðar samstarf aðila, tekur m.a. mið af því að innleiða ákvæði yfirtökutilskipunarinnar í íslenskan rétt, en í henni kemur fram að tilboðsskylda skuli einnig taka til „*persons acting in concert*“.¹ Reglu frumvarpsins um að það séu löglíkur fyrir samstarfi í ákveðnum tilvikum er hins vegar ekki að finna í fyrrgreindri tilskipun og virðist því vera um tillögu að sérstakri reglu sem gilda eigi á Íslandi um þessi mál.

Laganefndin leggst gegn þeirri reglu frumvarpsins að samstarf verði talið fyrir hendi í þeim tilvikum sem nefndin, nema sýnt sé fram á hið gagnstæða. Nefndin bendir á að ekki verði séð hvernig hægt sé að sýna fram á hið gagnstæða í þeim tilvikum sem um ræðir og telur jafnvel að slíkt geti verið með öllu ómögulegt. Hér sé því um að ræða hlutlæga reglu um tengsl sem leiðir til yfirtökuskyldu. Nefndin bendur á að það geta ekki talist góðir lagasetningarhættir að slík regla sé leidd inn í íslenskan rétt án þess að fræðilegur og efnahagslegur grundvöllur hennar og mögulegar afleiðingar verði kannaðar nánar. Nefndin bendir einnig á að reglan sé óskýr og of víðtæk, enda geta aðilar lent í yfirtökuskyldu á grundvelli hennar án þess að hafa nokkra stjórn á því vegna hins lága þröskulds er varðar tengsl.

- Þá leggst laganefndin gegn þeirri tillögu sem fram kemur um að FME sé heimilt að veita undanþágur frá tilboðsskyldu ef „sérstakar ástæður“ mæli með því. Í tilboðsskyldunni fellst mikilvægur réttur fyrir minnihlutann í hlutafélögum. Hafi

¹ Sjá tilskipun 2004/25/EC greinar 5(1) og 2(d).

lögjafinn metið það svo að veita eigi slíkum minnihluta þennan rétt, verður að telja ótækt að tilteknu stjórnvaldi sé veitt heimild til að svipta þá þessum rétti. Þannig verður ekki séð að hægt sé að réttlæta slíka heimild til handa FME án frekari rökstuðnings. Laganefndin telur að ef slík regla ætti að gilda yrði a.m.k. að telja þau atvik og aðstæður upp með tæmandi hætti sem geta leitt til slíkrar undanþágu.

e. (40. gr.) – Skilmálar tilboðs.

- Í frumvarpinu er lögð til sú regla að yfirtökuverð verði a.m.k. að vera jafn hátt og hæsta verð sem tilboðsgjafi „eða aðilar í samstarfi“ hafi greitt á síðustu sex mánuðum. Reglan felur í sér innleiðingu á yfirtökutilskipun ESB og fellst breyting frá núgildandi lögum í því að hér er einnig vísað til þess verðs sem aðilar í samstarfi hafi greitt fyrir bréf í viðkomandi félagi. Í ljósi þess að hér er um að ræða skyldu til yfirtöku á verði sem hugsanlega aðrir aðilar en sá yfirtökuskyldi hefur greitt, þá er mikilvægt að þröskuldur sá er skilgreinir yfirtökuskylduna sé ekki of hár. Rökstyður það enn frekar ofangreind sjónarmið um að afmörkun frumvarpsins á samstarfi sé of víðtæk.
- Þá leggst laganefndin gegn þeirri reglu að tilboðsverð verði að lágmarki að vera jafn hátt og síðasta viðskiptaverð hluta í viðkomandi félagi daginn áður en tilboðsskylda myndaðist eða tilkynnt var um fyrirhugað tilboð. Regla sem þessi býður upp á augljósa möguleika til misnotkunar af hálfu hluthafa sem tilboðsskylda beinist að og hafa komist á snoðir um mögulega yfirtöku. Slíkum hluthöfum væri í lófa lagið að eiga viðskipti með bréf sín á mjög háu verði og þannig hafa áhrif á yfirtökuverðið.
- Í 4. mgr. er fjallað um skilmála tilboðs. Bendir laganefndin á að tilvísun til „seljanlegra hluta“ sem skráðir séu á verðbréfamarkaði sé til þess fallin að valda óvissu, enda verður að gera ráð fyrir því að skráðir hlutir séu alltaf seljanlegir. Er þannig ekki fallist á þau sjónarmið sem fram koma í greinargerð með umræddu ákvæði um að FME beri að meta vafaatriði í þessu sambandi, enda er mikilvægt að skýr regla gildi um þetta atriði.
- Laganefndin gerir athugasemd við orðalag 5. mgr., en þar kemur fram að ef greiðsla sé með öðrum hætti en í reiðufé skuli tilboðsgjafi gera viðeigandi ráðstafanir til að „*reyna að tryggja*“ að hægt verði að standa við tilboðið. Vekur athygli að skylda tilboðsgjafa til að standa við tilboð sé veikari í þeim tilvikum sem hann greiðir ekki með reiðufé. Verður ekki séð hvers vegna það sé, eða með hliðsjón af hvaða sjónarmiðum sé hægt sé að réttlæta slíka niðurstöðu. Ekki verður heldur séð að fyrrgreint orðalag eigi sér stoð í yfirtökutilskipuninni, en þar er vísað til þess að aðila beri að grípa til allra viðeigandi ráðstafana til að tryggja tilboðið ef ekki er um reiðufé að ræða.
- Í 5. mgr. er gerð athugasemd við tilvísun til þess að FME geti lengt tilboðsfrest ef fyrir því séu „gildar ástæður“. Ef veita á slíkar heimildir telur nefndin ljóst að taka þurfi fram í lagatextanum hvaða tilvik geti réttlætt slíkt. Almenn opin tilvísun sem þessi getur ekki talist góðir lagasetningarhættir.
- Þá leggst lagaefndin gegn þeirri tillögu frumvarpsins að FME sé veitt opin heimild til að breyta tilboðsverði, til hækkunar eða lækkunar, ef um „*sérstakar kringumstæður*“

sé að ræða. Um fyrrgreinda heimild er í greinargerð með frumvarpinu vísað til yfirtökutilskipunarinnar. Í tilskipuninni (grein 5.4.) er heimild til handa aðilarríkjunum að veita eftirlitsaðilum heimild til að breyta verði yfirtökutilboða frá reglunni um hæsta verð á síðustu sex mánuðum, í tilvikum sem séu skýrt skilgreind og afmörkuð (*..in circumstances and in accordance with criteria that are clearly determined*). Ljóst er að með fyrrgreindri heimild í tilskipuninni er ekki ætlunin að veita eftirlitsaðilum opna heimild í þessu sambandi, heldur verða þau tilvik og grundvöllur nýs verðs að vera skýrt skilgreind í lagatextanum sjálfum. Þannig er ljóst að ef veita á FME slíka heimild verður að fjalla með tæmandi hættu um þau tilvik sem réttlæta slíkt og grundvöll verðmats með tæmandi hætti í lagatextanum.

g. (42. gr.) – Um afturköllun tilboðs.

- Gerð er athugasemd við orðalag ákvæðisins en þar er vísað til „ófyrirsjáanlegra atvika“ án þess að skýrt sé nánar hvað í því felist.

l. (47. gr.) – Innlausnarréttur tilboðsgjafa og hluthafa.

- Laganefndin bendir á að nauðsynlegt sé að skoða umræddar reglur með hliðsjón af ákvæðum laga um hlutafélög og fara yfir samspil þeirra reglna. Í því sambandi er m.a. bent á að grundvöllur mats á innlausnarverði er ekki sá sami.

m. (48. gr.) – Úrræði ef ekki er gert tilboð.

- Lagaefndin bendir á að umrædd ákvæði virðast fela í sér verulega breytingu frá gildandi rétti hvað varðar yfirtökutilboð. Núgildandi reglur verða ekki skildar með öðrum hætti en svo að minnihluti hlutafélags geti knúið fram yfirtökutilboð ef tiltekinn aðili verður á annað borð yfirtökuskýldur. Ekki hefur verið talið að slíkur aðili geti einfaldlega selt hlut sinn aftur og þannig losnað undan yfirtökuskýldunni, en það skal þó tekið fram að aðstaðan hvað þetta varðar er ekki skýr skv. núgildandi lögum. Telur laganefndin ljóst að ef ætlunin er að svipta aðila þessu einkaréttarlega úrræði, þá verði það að koma fram með skýrum hætti í frumvarpinu.

IV

Opinber fjárfestingaráðgjöf

Ákvæði 1. gr. frumvarpsins felur í sér skilgreiningu á hugtakinu opinber fjárfestingaráðgjöf. Er hugtakið skilgreint sem “[g]reining eða samantekt annarra upplýsinga sem fela í sér ráðleggingar um kaup eða sölu á fjármálagerningum eða leggja til fjárfestingarstefnu, með beinum eða óbeinum hætti, sem varða einn eða fleiri fjármálagerninga eða útgefendur þeirra og sem ætlaðar eru almenningi eða eru líklegar til að verða aðgengilegar almenningi, svo sem ef þeim er dreift til stórs hóps manna.” Það er mat laganefndar að betur mætti vanda til hugtaksskilgreiningarinnar. Þannig má sem dæmi nefna að orðinu “annarra” virðist ofaukið og málfræði í frumvarpstextanum er ábótavant.

Í 3. gr. frumvarpsins er hverjum þeim sem hyggst veita opinbera fjárfestingaráðgjöf mörkuð ákveðin skilyrði. Skal þess gætt “að slíkar upplýsingar séu settar fram af sann-

girmi og uppfylli skilyrði reglna sem Fjármálaeftirlitið skal setja á grundvelli 73. gr. Þá skal tilgreina hagsmuni eða hugsanlega hagsmunaárekstra viðkomandi aðila vegna þeirra fjármálagrunna sem upplýsingarnar varða.” Laganefnd vekur athygli á að afar erfitt er að gera sér grein fyrir því hvað felst í orðinu “sanngirmi” í þessari grein frumvarpsins og takmarkaða leiðbeiningu þar að lútandi er að finna í athugasemdum greinargerðar. Þá er það skoðun laganeftirlitsins að æskilegt sé að stjóruvaldsfyrirmæli rúmist ávallt innan ramma efnisreglna sem eru fyrirfram markaðar í settum lögum. Laganeftirlitið telur því æskilegra að efnisregla frumvarpsins geti staðið sjálfstætt og að heimild Fjármálaeftirlitsins til að setja reglur takmarkist við að útfæra nánar þá efnisreglu sem frumvarpið hefur að geyma. Af orðalagi frumvarpstextans nú verður á hinn bóginn ekki annað ráðið en að ráðgert sé að veita Fjármálaeftirlitinu sjálfðæmi um skilyrði þess að opinber fjárfestingaráðgjöf sé veitt.

V

Markaðsmisnotkun

Með 10. gr. frumvarpsins er lagt til að lögfest verði ný grein um markaðsmisnotkun og milligöngu fjármálafyrirtækis um verðbréfavíðskipti. Í athugasemdum greinargerðar við þessa grein er tekið fram að ákvæðið sé nokkuð ítarlegra en ákvæði núgildandi laga og taki mið af orðalagi markaðssvikatilskipunarinnar. Í almennum athugasemdum greinargerðarinnar kemur fram að ekki séu lagðar til miklar efnislegar breytingar á núgildandi lagaákvæðum um innherjasvik og markaðsmisnotkun (markaðssvik) heldur sé markmiðið með breytingunum að skilgreina betur þá þætti verðbréfavíðskiptalaganna er varða markaðssvik og gera þá skýrari og skilmerkilegri. Einhverjar efnisbreytingar á lögnum séu hins vegar óhjákvæmilegar vegna innleiðingar á löggjöf Evrópusambandsins.

Hugtakið markaðssvik er grundvallarhugtak í löggjöf og reglusetningu á fjármálamörkuðum. Er það mat laganeftirlitsins að mun betur mætti vanda til hugtaksskilgreiningarinnar en gert er í fyrirbyggjandi frumvarpi. Eftirfarandi ábendingar eru settar fram í þessu sambandi:

- Í b-lið 1. töluliðar ákvæðisins er talað um að eiga víðskipti eða gera tilboð sem tryggja óeðlilegt verð eða búa til verð á einum eða fleirum fjármálagrunnum. Laganeftirlitið bendir á að líklegast mætti hér finna heppilegra orðalag en að “ tryggja óeðlilegt verð” og að “búa til verð”. Þá er lagt til að orðið “fleiri” verði notað í stað orðsins “fleirum” á undan fjármálagrunnum.
- Í b-lið 1. töluliðar ákvæðisins er undantekning gerð um þær ástæður að aðili “sem átti víðskiptin eða gaf fyrirmæli um þau geti sýnt fram á að ástæður að baki þeim séu lögmætar og að víðskiptin eða fyrirmæli um þau geti sýnt fram á að ástæður að baki þeim hafi verið í samræmi við viðurkennda markaðsframkvæmd á viðkomandi skipulegum verðbréfamarkaði.” Laganeftirlitið vekur athygli á að afar erfitt er að gera sér grein fyrir því hvað felst í orðasambandinu “lögmætar ástæður” í þessari grein frumvarpsins og takmarkaða leiðbeiningu þar að lútandi er að finna í athugasemdum greinargerðar. Tekið skal fram að af innbyrðis samhengi greinarinnar verður ráðið að “lögmætar ástæður” eru aðrar en þær sem falla undir viðurkennda markaðsframkvæmd enda er hvort tveggja skilyrði þess að háttsemi teljist ekki til markaðsmisnotkunar.

- Samkvæmt 2. tölulið ákvæðisins telst það markaðsmisnotkun að eiga viðskipti eða gera tilboð “sem byggð eru á tilbúningi eða þar sem notuð eru einhver form blekkingar eða sýndarmennsku.” Að mati laganefndar eru óljós merkingarmunur þess að byggja eitthvað á “tilbúningi” eða nota einhver form “blekkingar” eða “sýndarmennsku”. Þessi hugtakanotkun er ekki skýrð í athugasemdum frumvarpsins eins og æskilegt verður að telja.
- Samkvæmt 3. tölulið ákvæðisins telst það markaðsmisnotkun að dreifa upplýsingum, fréttum eða orðrómi sem gefa eða eru líkleg til að gefa rangar eða misvísandi upplýsingar eða vísbendingar um fjármálagerninga “enda hafi sá sem dreifði upplýsingunum vitað eða mátt vita að upplýsingarnar voru rangar eða misvísandi.” Í athugasemdum greinargerðar er tekið fram að ákvæðið sé sambærilegt nógildandi reglu fyrir utan það nýmæli að gerður er áskilnaður um að sá sem dreifir slíkum upplýsingum sé grand-samur eða megi vita að upplýsingarnar séu rangar eða misvísandi. Þannig sé komið í veg fyrir að grandlausir milliliðir, t.d. dreifingaraðilar eða fjölmiðlar, gerist brotlegir gegn ákvæðinu í góðri trú. Af þessu tilefni má spyrja hvort hið sama eigi ekki jafnframt við um önnur form markaðsmisnotkunar, þ.e. að þeim sem á viðskipti eða gerir tilboð sé eða megi vera afleiðingar gerða sinna ljósar.
- Í 3. tölulið ákvæðisins er lagt til að lögfest verði sérregla er snertir fjölmiðla. Í 2. málsli. þess töluliðar segir að þegar fjölmiðlamenn miðla upplýsingum í krafti starfs síns “ber[i] að meta slíka upplýsingamiðlun með hliðsjón af reglum um starfsgrein þeirra”. Að mati laganefndar er ljóst að ákvæði sem takmarka heimildir manna til að dreifa upplýsingum og fréttum geti ekki gengið lengra en svo að þau fái samrýmt tjáningarfrelsi manna sem nýtur verndar samkvæmt 73. gr. stjórnarskrár nr. 33/1944, sbr. 11. gr. stjórnskipunarlaga nr. 97/1995, þar á meðal tjáningarfrelsi fjölmiðlanna, sem telja verður til grundvallarréttinda í lýðræðisríkjum. Þótt það verði hvorki ráðið af frumvarpstextanum sjálfum né athugasemdum greinargerðar við þetta frumvarps-ákvæði þykir líklegt að tilvísun til reglna um fjölmiðla sé ætlað að rýmka rétt þeirra til að dreifa upplýsingum sem eru líklegar til að gefa ranga mynd af fjármálagerningum. Þótt laganefndin telji vitaskuld rétt og skylt að standa vörð um frelsi fjölmiðlanna vekur það engu að síður upp spurningar hvort ástæða sé til að rýmka fyrir rétti þeirra að þessu leyti. Minnt er á að ákvæðið áskilur að sá sem upplýsingum dreifði hafi *vitað eða mátt vita* að upplýsingarnar voru rangar eða misvísandi. Er spurning hvort í því felist ekki afmörkun sem réttlætanlegt er að fella fjölmiðla við.

Þessu til viðbótar þykir loks rétt að benda á að reglan eins og hún birtist í frumvarpstextanum (“meta [...] upplýsingamiðlun með hliðsjón af reglum um starfsgrein”) er afar óskýr og er takmarkaðar leiðbeiningar að finna um inntak hennar í greinargerð. Með öðrum orðum, sé það ætlun löggjafans að veita fjölmiðlum rýmri heimildir en öðrum til að dreifa upplýsingum um fjármálagerninga, er frumvarpstíllagan ekki vel til þess fallin að veita skýra leiðbeiningu um hvað fjölmiðlunum er heimilt og hvað ekki. Þannig er til að mynda óljóst til hvaða reglna ákvæðið vísar – á tilvísunin t.d. við um siðareglur eða er hún takmörkuð við lagareglur?

VI

Meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja

1. Hugtakið innherjaupplýsingar

Í nágildandi lögum um verðbréfavíðskipti eru hugtökin innherji og innherjaupplýsingar skilgreind í 43. gr. Í frumvarpinu er lagt til að í stað þeirrar greinar komi tvær greinar og að til aðgreiningar og aukins skýrleika verði hugtakið innherjaupplýsingar skilgreint í annarri greininni og hugtakið innherji í hinn. Að því er skilgreiningu á hugtakinu innherjaupplýsingar varðar er tekið fram í athugasemdum greinargerðar með 12. gr. a frumvarpsins að ekki séu lagðar til efnislegar breytingar frá því sem nú er, “heldur skýrt með nákvæmari hætti hvað felist í hugtakinu.”

Breytingar þær sem frumvarpstextinn gerir ráð fyrir á skilgreiningu hugtaksins innherjaupplýsingar virðast eftirfarandi: Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að þær upplýsingar sem í hlut eiga séu “nægjanlega tilgreindar”. Í öðru lagi að upplýsingarnar verði “beint eða óbeint” útgefendur verðbréfa, verðbréfin sjálf eða önnur atriði. Í þriðja lagi að upplýsingarnar séu líklegar til að hafa “marktæk” áhrif á markaðsverð fjármálagerninga ef opinberar væru. Loks að hugtakið skuli nánar skilgreint í reglugerð viðskiptaráðherra. – Laganefndin telur álitamál hvort það standist sem fram kemur í athugasemdum greinargerðar, að frumvarpstíllagan muni ekki fela í sér efnislegar breytingar á nágildandi rétti.

Að því er einstaka efnisþætti varðar þykir rétt að benda á að ekki virðist rökrétt að nota orðið “nægjanlega” með þeim hætti sem gert er í skilgreiningunni. Það orð myndi alla jafna vísa til þess hvort eitthvað, í þessu tilviki upplýsingar, fullnægi fyrirfram skilgreindum kröfum. Hér er orðið á hinn bóginn notað til að *skilgreina* þær kröfur. Laganefndin bendir jafnframt á að líklegast væri heppilegra að nota annað hvort orðið “afmarkaðar” eða orðið “ákveðnar” í stað orðsins “tilgreindar” í skilgreiningunni en hið síðarnefnda gefur til kynna meðvitaða framsetningu eða afmörkun upplýsinganna. Minnt er á að í enskum texta markaðssvikatilskipunar Evrópusambandsins er notast við orðasambandið “precise nature” í þessu samhengi og þykir tillaga laganeftardarinnar betur falla að þeim orðum en frumvarpstextinn í núverandi mynd.

Ennfremur þykir laganeftardinni mjög orka tvímælis að notast við orðasambandið “marktæk áhrif” á markaðsverð. Sú regla virðist samkvæmt orðanna hljóðan óþarflega ströng (ummæli í greinargerð styðja hins vegar vægari túlkun) og ekki í samræmi við enskan texta markaðssvikatilskipunarinnar. Laganefndin bendir á að á meðan minnstu áhrif á markaðsverð hljóta að teljast marktæk, séu þau til staðar á annað borð, sýnist ensk útgáfa tilskipunarinnar gera ráð fyrir ríkara svigrúmi til viðskipta. Í þeirri útgáfu er talað um “significant effect” í þessu samhengi, þ.e. umtalsverð eða veruleg áhrif á markaðsverð. Sýnist því sem undir hugtakið innherjaupplýsingar í frumvarpstextanum geti fallið ýmsar upplýsingar sem ekki teljist til innherjaupplýsinga í réttarkerfum annarra aðildarríkja EES-samningsins. Sú aðstaða er óæskileg að mati laganeftardarinnar.

Þá skal á það bent að laganeftdin telur æskilegt að hugtakið innherjaupplýsingar sé skilgreint í löggjöfinni þannig að það geti ávallt staðið sjálfstætt, t.d. í einni setningu. Heim-

ild ráðherra til að útfæra hugtakið nánar í reglugerð komi síðan í beinu framhaldi í sjálfstæðri setningu.

Loks bendir laganefndin á að orðalag lokamálsliðar 12. gr. a gefur til kynna að upplýsingar verði því aðeins opinberar í skilningi greinarinnar að þeim hafi verið miðlað á verðbréfamarkaðnum með opinberum og viðurkenndum hætti. Það er þó ekki svo. Ljóst er að upplýsingar gætu talist opinberar í skilningi greinarinnar jafnvel þótt þeim hefði strangt tiltekið ekki verið miðlað á verðbréfamarkaði. Hér má sem dæmi nefna innherjaupplýsingar sem verða opinberar vegna fréttáflutnings. Í greinargerð er gengið út frá á að slíkar upplýsingar teldust opinberar í skilningi ákvæðisins. Að mati laganefndar væri æskilegt að frumvarpstextinn endurspeglaði þann skilning.

2. Hugtakið innherji

Tillaga frumvarpsins í 12. gr. b frumvarpsins um skilgreiningu á hugtakinu innherji er að mestu óbreytt frá því sem er í gildandi lögum. Efnisbreyting felst þó í því að gert er ráð fyrir að fallið verði frá að skilgreina aðila sem fruminnherja á grundvelli eignaraðildar eingöngu og að slíkur aðili verði þess í stað skilgreindur sem tímabundinn innherji.

Laganefndin fagnar því að lagt sé til að fallið sé frá því að líta á stóra hluthafa sem fruminnherja á grundvelli eignaraðildar. Sú regla gildandi réttar er að mati nefndarinnar órökrett í ljósi þess grundvallaraðskilnaðar sem er milli félags með takmarkaða ábyrgð og hluthafanna. Hluthafi sem ræður yfir stórum eignarhlut á ekki greiðari aðgang að upplýsingum um rekstur félags en minnihlutaeigandi nema hlutnum fylgi aðgangur að stjórn félagsins. Réttlæting fyrir því að skipa stórum eiganda með fruminnherjum leiðir því, ef og eftir því sem við á, af stjórnunarþátttöku, og þar með aðgangi að upplýsingum umfram aðra hluthafa, en ekki eignaraðildinni sem slíkri.

Í frumvarpinu er sem áður segir lagt til að unnt verði að skilgreina menn sem tímabundna innherja á grundvelli eignaraðildar. Laganefndin telur að það fái ekki staðist enda vandkvæðum bundið að sjá hvernig unnt er að búa yfir innherjaupplýsingum “vegna eignaraðildar”, sbr. það sem rakið er hér að ofan. Þá bendir laganefndin á að umfjöllun í greinargerð með þessu ákvæði er síst til þess fallin að varpa ljósi á þá hugmyndafræði sem liggur frumvarpstillögunni að baki.

3. Upplýsingaskylda

Í 13. gr. frumvarpsins gefur að líta nýmæli en þar er fjallað um upplýsingaskyldu, frestun upplýsingaskyldu og lögmæta miðlun innherjaupplýsinga. Ákvæði 1. mgr. greinarinnar fela í sér að útgefanda skráðra verðbréfa ber að tilkynna þegar í stað allar þær innherjaupplýsingar sem varða hann til viðkomandi skipulegs verðbréfamarkaðar sem síðan sér um að miðla þeim upplýsingum áfram til fjárfesta. Í athugasemdum greinargerðar segir um þetta ákvæði að tilgangur þess sé að auka vernd fjárfesta “en ákvæðið er sambærilegt ákvæðum 24. gr. laga nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða.”

Þótt telja verði að umrætt ákvæði frumvarpsins feli ekki í sér nákvæmlega sömu efnisreglu og tilvitnað ákvæði kauphallalaganna, er engu að síður ljóst að upplýsingar sem

yrðu tilkynningarskyldar á grundvelli frumvarpsins yrðu í flestum tilvikum jafnframt tilkynningarskyldar samkvæmt 24. gr. kauphallalaga. Laganefndin bendir á að verði frumvarpið að lögum í óbreyttri mynd verði til staðar tvær afar áþekkar reglur, sem þó eru ekki eins, um upplýsingaskyldu útgefenda skráðra fjármálagerna til markaðarins. Telja verður hætt við að fyrirkomulagið verði til þess fallið að auka óvissu um það hvaða upplýsingar eru undirorpnar tilkynningarskyldu og hvaða upplýsingar ekki, svo og hvenær slík upplýsingaskylda stofnast. Laganefndin telur því afar brýnt að hugað verði nánar að samspili 24. gr. kauphallalaga og þeirrar reglu um upplýsingaskyldu sem felst í 13. gr. frumvarpsins áður en frumvarpið verður að lögum.

4. Innherjasvik

Í 14. gr. frumvarpsins eru lagðar til nokkrar breytingar á 44. gr. núgildandi laga um verðbréfavíðskipti. Miða breytingarnar að því “að skýra betur hvað felst í innherjasvikum” svo notuð séu orð greinargerðar með frumvarpinu.

Hugtakið innherjasvik er grundvallarhugtak í löggjöf og reglusetningu á fjármálamörkuðum. Er það mat laganefndar að betur mætti vanda til afmörkunar þess en gert er í fyrirleggjandi frumvarpi. Eftirfarandi ábendingar eru settar fram í þessu sambandi:

Í athugasemdum greinargerðar við þessa grein er vikið að því að ákveðið ósamræmi sé í skilgreiningum markaðssvikatilskipunarinnar annars vegar og íslenska lagaákvæðisins hins vegar með því að tilskipunin gerir ráð fyrir að innherjaupplýsingar séu nýttar í viðskiptum. Áskilnaður um nýtingu upplýsinganna hafi hins vegar verið felldur úr íslenskum lögum árið 2002. Laganefndin telur ástæðu til að nota þetta tækifæri til að koma þeirri ábendingu á framfæri að umræddur munur á útfærslu hugtaksins innherjasvik samkvæmt tilskipun Evrópusambandsins annars vegar og að gildandi íslenskum rétti hins vegar hefur grundvallarþýðingu í för með sér. Að mati laganefndarinnar er það annmarki á hugtakinu innherjasvik eins og það er skilgreint í núgildandi lögum um verðbréfavíðskipti að ekki skuli áskilið að upplýsingar séu nýttar í þágu þess sem býr yfir þeim. Skortur á þessum áskilnaði leiðir til þess, að mati nefndarinnar, að ýmis víðskipti sem varla eru ámælisverð falla undir hugtakið innherjasvik og eru þar af leiðandi refsínæm að íslenskum rétti. Sem dæmi má hér nefna víðskipti milli A og B sem báðar búa yfir sömu innherjaupplýsingunum. Annað dæmi er þegar verulegum eignarhlut er ráðstafað og ráðstöfunin er sem slík til þess fallin að hafa verðmótandi áhrif á fjármálagerna. Það er mat laganefndarinnar að við endurskoðun á innherjasvikahugtakinu nú sé fullt tilefni til að huga að þessum þáttum.

Í b-lið 14. gr. er m.a. lagt til að ákvæði 1. mgr. nái einnig til “aðila sem búa yfir innherjaupplýsingum á grundvelli ólögmæts atferlis.” Í athugasemdum greinargerðar er þetta nýmæli útskýrt með því að talið sé að nauðsyn beri til að festa slíkt ákvæði í lög “enda verður að gera ráð fyrir að innherjasvik geti átt sér stað með notkun innherjaupplýsinga sem eiga ekki rætur sínar að rekja til lögmætrar starfsemi heldur einhvers konar afbrota.” Af þessu tilefni tekur laganefndin fram að hún hefur talið að bann við víðskiptum á grundvelli innherjaupplýsinga (eða aðrar birtingarmyndir innherjasvika) eigi við óháð því hvort innherjinn hafi komist yfir innherjaupplýsingar með lögmætum eða ólögmætum hætti. Bannið eigi við um víðskipti sem fara fram við þær aðstæður að innherji býr yfir

innherjaupplýsingum, ráðstafar þeim eða veitir ráð á grundvelli þeirra án tillits til þess hvernig hinn sami komst yfir innherjaupplýsingarnar. Í ljósi þess fær laganefndin ekki séð hverju nýmælið bætir við gildandi rétt.

5. Miðlun upplýsinga um viðskipti fruminnherja til markaðarins

Ákvæði 17. gr. frumvarpsins varða upplýsingar um viðskipti stjórnenda. Miðar greinin að því að birting upplýsinga um viðskipti takmarkist við helstu stjórnendur, þ.e. stjórnarmenn, forstjóra, framkvæmdastjóra o.fl., en nái ekki til allra fruminnherja eins og í núgildandi lögum. Ljóst er að upplýsingar um viðskipti ýmissa fruminnherja hafa litla sem enga þýðingu fyrir fjárfesta. Af þeim sökum telur laganefndin þessa breytingu af hinu góða.

6. Fylgni við reglur um meðferð innherjaupplýsinga

Í 19. gr. frumvarpsins er gert ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu verði falið að setja reglur um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja í stað stjórnar útgefenda áður. Stjórn útgefanda *beri* hins vegar *ábyrgð á* eftirliti með því að reglum þessum sé fylgt.

Hugtakið “ábyrgð” hefur víða merkingu að lögum og getur til að mynda bæði átt við um refsíábyrgð og skaðabótaábyrgð. Í frumvarpstextanum er ekki alls kostar ljóst hvað átt er við með orðunum “[s]tjórn ... ber ábyrgð á” og telur laganefndin því æskilegra að notast sé við orðalag eins og “stjórn útgefanda skal hafa eftirlit með að ...” eða sambærilegt.

Í 19. gr. er jafnframt gert ráð fyrir að stjórn ráði regluvörð og staðgengil hans eða staðfesti formlega ráðningu þeirra. Regluvörður hafi m.a. umsjón með “að framangreindum reglum sé framfylgt innan útgefandans”. Í ljósi þess sem áður segir um “ábyrgð” félagsstjórnar á að innherjareglum sé fylgt, eru að mati laganeftdarinnar óljós skilin milli hlutverks stjórnar annars vegar og regluvarðar hins vegar samkvæmt frumvarpstextanum í núverandi mynd.

Laganeftnd tekur loks fram hér að hlutverk regluvarðar að gildandi lögum í tengslum við viðskipti innherja hefur í framkvæmd vakið upp spurningar og álitamál. Að mati nefndarinnar hefði verið tilefni til að endurskoða frá grunni lagareglur sem að þessu lúta, þ.m.t. reglur um fyrirfram tilkynningarskyldu fruminnherja til regluvarðar.

VII

Eftirlitsheimildir Fjármálaeftirlitsins

Í 20. gr. frumvarpsins er ráðgert að fela Fjármálaeftirlitinu verulega auknar valdheimildir til eftirlits með því að regluverki fjármagnsmarkaðarins sé fylgt og úrræði ef út af er brugðið.

1. Eftirlit með innherjasvikum og markaðsmisnotkun

Í 20. gr. b frumvarpsins er lagt til að Fjármálaeftirlitinu verði, í tengslum við eftirlit með markaðssvikum, heimilt að stöðva atvinnustarfsemi tímabundið, krefjast þess að skipulegur verðbréfamarkaður stöðvi tímabundið viðskipti með fjármálagerninga, krefjast

kyrrsetningar eigna og krefjast aðgangs að fyrirliggjandi gögnum síma- og fjarskiptafyrirtækja. Breytingarnar miða að því að innleiða í íslenskan rétt ákvæði markaðssvikatilskipunar Evrópusambandsins en sú tilskipun mælir m.a. fyrir um lágmarks valdheimildir þess stjórnvalds sem bært er til að hafa eftirlit með fjármagnsmörkuðum. Laganefndin telur að vel hafi tekist til með þessar breytingar sem jafnframt eru vel rökstuddar í athugasemdum greinargerðar með frumvarpinu.

2. Eftirlit með almennu útboði og lýsingum

Í 20. gr. c frumvarpsins eru Fjármálaeftirlitinu fengnar sérstakar valdheimildir til eftirlits með lýsingum. Af athugasemdum greinargerðar má ráða að ákvæðið byggist á 21. gr. lýsingartilskipunarinnar. Takmarkaða umfjöllun er að öðru leyti að finna í greinargerð með þessu ákvæði enda þótt fullt tilefni sé til útskýringa að mati laganefndarinnar.

Það er mat laganefndar að frumvarpstillöguna mætti orða betur. Laganefndin vekur athygli á að ólík skilyrði virðast fyrir því að einstökum úrræðum sé beitt án þess að nauðsynleg greinargerð fylgi til skýringar. Þannig má sem dæmi nefna að samkvæmt 7. tölul. 2. mgr. er Fjármálaeftirlitinu heimilt að fresta, eða fara fram á það við viðkomandi skipulega markaði (ætti að vera “verðbréfamarkaði”), að þeir fresti viðskiptum tímabundið ef “rökstuddur grunur” er á að brotið hafi verið í bága við ákvæði IV. kafla. Samkvæmt 8. tölul. sömu málsgreinar er Fjármálaeftirlitinu hins vegar heimilt að ganga skrefinu lengra og banna viðskipti á skipulegum verðbréfamarkaði ef það “telur” að brotið hafi verið gegn ákvæðum IV. kafla. Ekki er með öllu ljóst hver munurinn er á hinum ólíku skilyrðum fyrir beitingu þeirra úrræða sem um ræðir. Tilætlun löggjafans að þessu leyti ætti að lágmarki að skýra í greinargerð að mati laganefndarinnar.

3. Eftirlit skipulegs verðbréfamarkaðar

Í 20. gr. d frumvarpsins er lagt til að Fjármálaeftirlitinu verði heimilt að fela skipulegum verðbréfamarkaði eftirlitsverkefni samkvæmt lögunum. Er þá skipulegum verðbréfamarkaði heimilt að afla upplýsinga hjá aðilum viðkomandi markaðar vegna þeirra eftirlitsverkefna sem honum eru falin. Af þessu tilefni bendir laganefndin á að álitamál kunna að vakna um það hvort og að hvaða marki kauphöll eða öðrum skipulegum verðbréfamarkaði er skylt að fylgja ákvæðum stjórnsýslulaga nr. 37/1993 eða almennra reglna stjórnsýsluréttar við framkvæmd framseldra eftirlitsstarfa. Þykir æskilegt að löggjafinn taki af hugsanlegan vafa um stjórnsýslulega stöðu skipulegs verðbréfamarkaðar að þessu leyti.

4. Gagnsæi í störfum Fjármálaeftirlitsins

Í 20. gr. e frumvarpsins er gert ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu verði heimilt að birta opinberlega niðurstöður í málum og athugunum er varða ákvæði laganna. Undantekning er þó gerð ef slík birting er talin stefna hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu, varðar ekki hagsmuni hans sem slíks eða velur hlutaðeigandi tjóni sem ekki er í eðlilegu samræmi við það brot sem um ræðir. Gert er ráð fyrir að Fjármálaeftirlitinu verði skylt að virta opinberlega þá stefnu sem eftirlitið fylgir við framkvæmt slíkrar birtingar.

Breytingarnar miða að því að auka gagnsæi í eftirliti og eru til bóta að mati laganefndar. Ekki aðeins felst í gagnsæi mikilvægt aðhald gagnvart þeim sem lúta þurfa reglum fjár-

magnsmarkaðarins heldur verður gagnsæi jafnframt talið nauðsynlegt til að tryggja jafnræði í stjórnsýslu Fjármálaeftirlitsins. Laganefndin styður því tillöguna en bendir engu að síður á að afmarka mætti betur í lagatexta af hvaða tilefni og við hvaða aðstæður opinber birting er heimil.

VIII

Reglugerðarheimildir ráðherra og Fjármálaeftirlitsins

Í 20. gr. f frumvarpsins er gert ráð fyrir heimildum ráðherra og Fjármálaeftirlits til að setja reglugerðir um fjölmörg atriði sem snerta almenn útboð og skráningar, markaðssvik, upplýsingaskyldu, opinbera fjárfestingaráðgjöf o.fl. Jafn víðtækt framsal löggjafarvalds og um ræðir, á jafn mikilvægu sviði og fjármálamarkaðir eru, kallar vitaskuld á vönduð vinnubrögð af hálfu stjórnvalda. Er ljóst að bæði ráðherra og Fjármálaeftirlitið eiga nokkuð starf fyrir höndum.

Í 2. mgr. 20. gr. f er mælt fyrir um heimild ráðherra til að setja ákvæði í reglugerð “sem samræmast ákvæðum tilskipunar 2003/71/EBE um útboðs- og skráningarlýsingar og undirgerð hennar”. Að mati laganefndarinnar samræmist þessi opna tilvísun til tilskipunar Evrópusambandsins illa góðum lagasetningarháttum; telja verður æskilegra að löggjafinn sjálfur marki skýran ramma utan um heimild ráðherra til að setja ákvæði um lýsingar í reglugerð.

Virðingarfyllst,

f.h. Laganefndar Lögmannafélags Íslands

Jóhannes Rúnar Jóhannsson, hrl., formaður



29. mars 2005

Alþingi,
efnahags- og viðskiptanefnd,
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

Efni: Umsögn um frv. til l. um brt. á l. um verðbréfavíðskipti (503. mál)

Vísað er í bréf nefndarinnar dags. 16. febrúar sl. þar sem óskað er eftir umsögn um ofangreint mál

Eins og fram kemur í greinargerð frumvarpsins er um innleiðingu á nokkrum EB tilskipunum að ræða. SBV áttu fulltrúa í þeim nefndum sem unnu einstaka þætti þessa máls, þ.e. yfirtökureglur, útboðslýsingar og markaðsmisnotkun.

SBV eru fylgjandi meginefni frumvarpsins, enda mikilvægt að íslenskur verðbréfaamarkaður búi við sams konar reglur og fjármálamarkaðir annarra Evrópuríkja. EES-samningnum er ætlað að tryggja þetta, en þó liggur fyrir að tilskipanir veita aðildarríkjum oft töluvert valfrelsi um með hvaða hætti einstök atriði eru innleidd. Þegar um slíkt er að ræða er æskilegt að horfa til þeirrar leiðar sem tryggir sem best samkeppnishæfni viðkomandi markaðar. Í ljósi þess eru hér settar fram nokkrar athugasemdir við frumvarpið:

Athugasemdir við einstakar greinar frumvarpsins

Við h-lið 4. gr. (27. gr.)

Í stað orðanna „verulegar breytingar“ í 1. mgr. komi: marktæk áhrif.

Breytingin er til að tryggja samræmi við ákvæði 1.-liðar 12. gr. (Innherjaupplýsingar).

Við b-lið 5. gr. (37. gr.)

Við 3. tölul. 3. mgr:

Upphaflega var ætlunin að viðmiðun við verulegan eignarhlut væri við 40% mörkin. Á síðustu stundu nefndastarfsins var hins vegar ákveðið að fara í 33% viðmiðun. SBV telja mörg rök mæla með því að hafa viðmiðunina einfalda, þ.e. 40%, eins og upphaflega var ráðgert, þannig að sama viðmið væri í gegnum alla greinina. Slíkt hefði einnig verið í betra samræmi við gildandi flöggunarreglur.

Við 4. tölul. 3. mgr:

SBV hefðu talið æskilegt að fyrir lægi úttekt á áhrifum þessarar breytingar áður en í hana er ráðist. Hugsanlegt er að slíkt ákvæði gæti leitt til mjög óeðlilegrar niðurstöðu, t.d. ef framkvæmdastjóri sem kaupir mjög lítinn hluta í félagi verður yfirtökuskyldur.

Við e-lið 5. gr. (40. gr.)

Í lokamálslið 2. mgr. kemur fram að tilboðsverð skuli að lágmarki vera jafnhátt og síðasta viðskiptaverð daginn áður en tilboðsskylda myndaðist. SBV telja æskilegra að miðað sé við ákveðið meðaltalstífmabil á undan, t.d. meðalverð síðustu 30 daga.

Við m-lið 5. gr. (48. gr.)

Greinin fjallar um úrræði ef ekki er gert tilboð innan tilboðsfrests af aðila sem er tilboðsskyldur. FME getur þá fellt niður atkvæðisrétt viðkomandi aðila í félaginu. Jafnframt kemur fram að viðkomandi aðilum sé að því búnu skylt að selja þann hluta eignarhlutarins sem er umfram leyfileg mörk, sbr. 37. gr. (um tilboðsskyldu). Skal FME setja tímamörk í því skyni og skal fresturinn ekki vera lengri en fjórar vikur. Síðan segir að sé hlutur ekki seldur á tilskildum tíma er Fjármálaeftirlitinu heimilt að beita aðila dagsektum samkvæmt lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

Sú spurning hlýtur að vakna hvernig slík söluskylda getur samræmst ákvæðum sömu laga um innherjaviðskipti, þar sem þeir aðilar sem söluskyldir yrðu skv. 48. gr. gætu í einhverjum tilvikum ekki mátt selja á grundvelli reglna sem banna viðskipti meðan viðkomandi býr yfir innherjaupplýsingum. Viðkomandi væri þá í þeirri stöðu að sama hvað hann aðhefðist væri hann að brjóta af sér. Hann ætti þá yfir höfði sér ákæru vegna innherjasvika ef seldi, en bryti hann gegn 48. gr. og ætti jafnframt yfir höfði sér dagsektir ef seldi ekki.

Við f-lið 20. gr. (73. gr.)

Í stað orðanna "sem samræmast ákvæðum.." í 2. mgr. komi: til innleiðingar á ákvæðum. Mikilvægt er að liggi skýrt fyrir hvaða heimild ráðherra hefur í raun.

Á undan 6. gr. komi tvær nýjar greinar svohljóðandi:

6. gr.

35. gr. laganna, sem verður 49. gr., orðast svo:

Ákvæði þessa kafla gilda um tilboðsyfirlit sem skylt er að útbúa og birta opinberlega í tengslum við yfirtökutilboð.

7. gr.

36. gr. laganna fellur brott í heild sinni.

Skýringar við breytingar:

Við nýja 6. gr.

Lagt er til að orðalagi greinarinnar verði breytt, þar sem að með nýjum reglum um lýsingar sem lagafrumvarpið hefur að geyma er gerð krafa um að gerð sé útboðslýsing ef um endursölu þegar útgefinna hluta er að ræða. Ákvæði frumvarpsins ganga því lengra en gert er í núgildandi 35. gr.

Við 7. gr.

Vísað er til sömu röksemda og við 6. gr., þ.e. ákvæði frumvarpsins um skyldu til að gera útboðslýsingar ganga lengra en núgildandi 36. gr. og verður ákvæðið því úrelt við samþykkt frumvarpsins.

Almennar athugasemdir til viðbótar

Skráningarlýsing í upphafi nægjanleg

SBV telja ljóst að vegna viðskipta í viðskiptakerfi kauphalla sé aðeins krafist skráningarlýsingar við fyrstu skráningu viðkomandi verðbréfa, en ekki eftirleiðis vegna síðari viðskipta í viðskiptakerfi skipulegs verðbréfamarkaðar á eftirmarkaði. Hafa SBV m.a. leitað álits Evrópsku bankasamtakanna, sem voru mjög virk í vinnsluferli tilskipunarinnar, á þessu og fengið staðfestingu á þeirri túlkun. Hins vegar mætti snúa út úr orðum tilskipunarinnar hvað þetta varðar, þannig að framlagning tilboðs í viðskiptakerfi skipulegs verðbréfamarkaðar teldist almennt útboð og þar með væri nauðsyn á að leggja fram skráningarlýsingu. Slík túlkun gengur hins vegar of langt og hamlar virkni og hagkvæmni skipulegra verðbréfamarkaða. Almennt útboð getur hins vegar átt sér stað á eftirmarkaði með þegar skráð verðbréf, enda fari fram almenn kynning á þeim og söluaðferðir falla að öðru leyti undir skilgreiningu á almennu útboði. Rétt gæti verið að hnykkja á þessu í nefndaráli

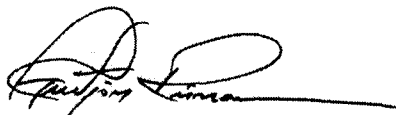
Staðfesting lýsinga þegar um erlent félag er að ræða

SBV hafa vissar áhyggjur af því að sú staða gæti komið upp eftir gildistöku laganna að skráning erlends félags með heimilisfesti í EES-ríki á Íslandi, í umsjón íslensks fjármálafyrirtækis, væri háð staðfestingu eftirlitsaðila í heimaríki viðkomandi félags þar sem skv. 1. tl. 13 gr. tilskipunarinnar er meginreglan sú að heimaríki aðila staðfesti lýsingu. Slíkt kæmi annkannarlega út í ljósi þess að útboðinu væri eingöngu beint að íslenskum fjárfestum og hlutabréfin skráð á íslenskum markaði.

Á móti kemur að samkvæmt ii-lið m-liðar 2. gr. tilskipunarinnar hafa aðilar tiltölulega rúmar heimildir til að velja sér heimaríki og geta því erlendir aðilar sem hyggjast skrá félag hérlandis valið Ísland sem heimaríki og þar með væri FME sá aðili sem staðfesta þyrfti lýsinguna. Þess til viðbótar er staðan sú að ef hinn erlendi aðila kysi einhverra hluta vegna að velja sitt heimaland sem heimaríki, hefur hið lögbæra yfirvald í því ríki þar sem erlendi aðilinn er skráður rétt til að framselja staðfestingarheimildina til FME, fallist FME á það (5. tl 13. gr. tilsk.). Því má ætla að erlent yfirvald sjái sér hag í að yfirfara og staðfesta lýsingu erlends félags sem gerð væri í samræmi við íslensk lög og reglur.

SBV eru ekki að leggja til breytingu á lagatexta frumvarpsins hvað þetta varðar, en telja æskilegt að ofangreint sjónarmið (túlkun á tilskipun) kæmi fram í nefndarálit.

Virðingarfyllst,



Guðjón Rúnarsson,
framkvæmdastjóri

Alþingi
Erindi nr. P 131/1167
komudagur 5.4.2005

Nefndasvið Alþingis
Bt. Stefáns Árna Auðólfssonar nefndarritara
Austurstræti 8-10
150 Reykjavík

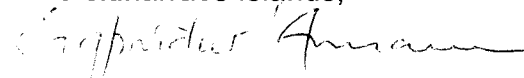


Reykjavík, 1 apríl 2005.

Efni: Frv. til l. um br. á l. um verðbréfavíðskipti, (503. mál)

Verslunarráð þakkar nefndinni fyrir það tækifæri að fá að koma að athugasemdum vegna ofangreinds frumvarps. Verslunarráð leggur áherslu á að aðeins sé krafist skráningarlýsingar við fyrstu skráningu viðkomandi verðbréfa en ekki eftirleiðis vegna síðari viðskipta í viðskiptakerfi skipulegs verðbréfamarkaðar á eftirmarkaði. Hvað einstakar greinar varðar vill Verslunarráð gera athugasemd við **m-lið 5. gr. (48. gr.)** er varðar úrræði ef ekki er gert tilboð. Tryggja verður að viðkomandi aðili eigi ekki yfir höfði sér ákæru vegna innherjasvika, samkvæmt lögum um innherjaviðskipti, ef hann selur en að beita megi sama aðila dagsektum samkvæmt lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi ef hann selur ekki.

Virðingarfyllst,
f.h. Verslunarráðs Íslands,


Sigprúður Ármann.