

## Nefndarálit

um frv. til l. um breyt. á l. nr. 13/1996, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum.

Frá minni hluta efnahags- og víðskiptanefndar.

Þegar frumvarp um verðbréfavíðskipti var til umfjöllunar á síðasta þingi var ekki tekið á ýmsum mikilvægum málum um verðbréfavíðskipti sem snerta innherjavíðskipti, meðferð trúnaðarupplýsinga, víðskipti með óskráð verðbréf, framkvæmd útboða og víðskipti verðbréfafyrirtækja fyrir eigin reikning. Minni hlutinn gagnrýndi mjög þessa málsmeðferð og flutti breytingartillögu sem tók á þessum málum en ýmis mál hafa komið upp á undanförunum missirum sem lúta að óeðlilegri meðferð trúnaðarupplýsinga og gagnrýnisverðum innherjavíðskiptum.

Ákvæði frumvarpsins nú þegar það kemur aftur fyrir Alþingi eru vissulega mörg til bóta og mun minni hlutinn styðja þau. Um margt ber þó frumvarpið þess merki að hagsmunaaðilar hafi tekið þátt í samningu þess, enda eru lausatök á ýmsum mikilvægum ákvæðum sem snúa að meðferð trúnaðarupplýsinga, innherjavíðskiptum og framkvæmd útboða. Jafnframt má benda á að ákvæði frumvarpsins eru ekki nægjanlega markviss og skýr til að komið verði í veg fyrir að óskráðum verðbréfum sé dreift til almennings og hefði verið rétt að styrkja ákvæði frumvarpsins frekar í því skyni.

Minni hlutinn gagnrýnir einnig vinnubrögð víðskiptaráðherra í þessu máli, en tvær nefndir á vegum ráðherra fjölluðu um málið, annars vegar nefnd um útboð verðbréfa og hins vegar nefnd um innherjavíðskipti. Í báðum þessum nefndum áttu sæti fulltrúar hagsmunaaðila, eins og Kaupþings og Íslandsbanka-FBA, og er ástæða til að gagnrýna að skipaðir hafi verið til verka þeir sem verulegra hagsmuna hafa að gæta í málinu og þeir látnir ganga frá leikreglum sem þeir eiga sjálfir að vinna eftir á verðbréfamarkaðinum. Jafnframt má draga í efa réttmæti þess að eftirlitsaðilar, eins og Verðbréfaþing og Fjármálaeftirlitið, semji frumvarp í samráði við hagsmunaaðila og þurfi þar með að leggja blessun sína yfir málamiðlunarniðurstöðu. Þetta veikir stöðu opinberra eftirlitsaðila í því að sinna ráðgefandi hlutverki sínu gagnvart löggjafanum. Eðlilegra hefði verið að þeir væru umsagnaraðilar um málið en ekki beinir samningsaðilar við hagsmunaaðila um niðurstöðuna sem varð um ákvæði frumvarpsins.

Afar mikilvægt er að vel sé gengið frá öllum efnisreglum sem lúta að útboði og trúnaðarupplýsingum og að girt sé fyrir alla möguleika á innherjasvikum. Ýmis ákvæði frumvarpsins eru til þess fallin að styrkja eðlilegar leikreglur á fjármálamarkaðinum. Of losaralega er þó frá ýmsum þáttum gengið og framkvæmdin í of miklum mæli látin í hendur verðbréfafyrirtækjunum með matskenndum ákvæðum um mikilvæga þætti verðbréfamarkaðarins.

Þar má t.d. nefna 6. gr. frumvarpsins, en þar eru verðbréfafyrirtækin sjálf látin meta hvaða einstaklingar geti átt víðskipti með verðbréf sem ekki falla undir almennt útboð. Ákvæðið lýtur að því að fyrirtæki í verðbréfaþjónustu eigi að leggja mat á faglega þekkingu, fjárhag og reynslu víðskiptavina og meta á þeim grundvelli hvort víðskiptavinir, aðrir en fagfjárfestar, búi yfir nægjanlegri þekkingu, reynslu eða fjárhagslegum styrk til að eiga víðskipti með verðbréf sem ekki falla undir reglur um almennt útboð. Fjármálafyrirtækið á með öðrum orð-

um að leggja mat á hvað telst nægjanleg reynsla, nægjanlegur fjárhagslegur styrkur og fagleg þekking. Út frá réttarfarssjónarmiði er ótækt að hafa ákvæðið svo matskennt, enda getur verðbréfafyrirtæki þurft að sæta ábyrgð ef viðskiptavinur telur sig hafa orðið fyrir tjóni vegna verðbréfakaupa samkvæmt þessu ákvæði frumvarpsins. Ákvæðið er því allt of óljóst og háð mati og virðist bjóða upp á að verðbréfafyrirtækin sjálf meti hvort þau hafi óskráð bréf til sölu án útboðs til almennings og jafnframt opnað fyrir að verðbréfafyrirtækin geti dreift til almennings óskráðum bréfum sem eru ótraust og veruleg áhættufjárfesting án þess að kaupandi bréfanna geri sér næga grein fyrir áhættunni.

Ljóst er að umfang óskráðra verðbréfa er mjög mikið og lítið minna að magni en skráðra verðbréfa. Ríkisskattstjóri hefur áætlað að nafnverð hlutafjár í óskráðum félögum samkvæmt hlutafjármiðum sé 45 milljarðar kr., en 25 milljarðar kr. þar af eru í eigu einstaklinga. Ákvæði frumvarpsins munu vafalaust stuðla að því að efla hlut óskráðra bréfa á verðbréfa-markaðinum og sú spurning hlýtur að vakna hvort eðlilegt sé að engar leikreglur gildi um svo stóran hluta hlutafjármarkaðarins sem í miklum mæli er veruleg áhættufjárfesting. Einnig er ljóst að ákvæði frumvarpsins tryggja hvergi fullnægjandi upplýsingagjöf til almennings við sölu óskráðra verðbréfa.

Minni hlutinn bendir einnig á að nauðsynlegt er að skilgreina fjárfestingarstefnu hlutabréfasjóða í lögum, en þeir virðast geta fjárfest í hverju sem er. Löggjafinn hefur þegar sett ákveðnar reglur um fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og verðbréfasjóða en ekki er síður nauðsynlegt að setja reglur um fjárfestingarstefnu hlutabréfasjóða, ekki síst í ljósi ákvæða þessa frumvarps þar sem fyrirtækin eru sjálf látin meta hvort þau bjóða almenningi bréf án útboðs. Það væri mikið öryggisatriði ef sett yrði löggjöf um fjárfestingarstefnu hlutabréfasjóðanna.

Minni hlutinn telur að til verulegra bóta væri ef komið yrði á skipulegum tilboðsmarkaði sem mundi auðvelda minni fyrirtækjum að skrá verðbréf sín og gera þann kost fýsilegri en nú er. Fjármálaeftirlitið er á sömu skoðun og minni hlutinn um að skipulegur tilboðsmarkaður mundi draga úr viðskiptum með óskráð verðbréf, en minni hlutinn óskaði eftir skriflegum upplýsingum frá því um ýmis atriði sem lúta að ákvæðum þessa frumvarps, t.d. um óskráð verðbréf. Fyrirspurn minni hlutans til Fjármálaeftirlitsins er birt sem fylgiskjal I með nefndaráráli þessu og svar Fjármálaeftirlitsins sem fylgiskjal II.

Í frumvarpinu er ekkert sem takmarkar að verðbréfafyrirtækin sjálf versli með hlutabréf fyrir eigin reikning. Í því er vissulega fólgin sú hættu að þau haldi uppi of háu gengi á bréfunum og hafi óeðlileg áhrif á það. Full ástæða er til að draga í efa að Kínamúrarnir svokölluðu dugi til að aðskilja á eðlilegan hátt viðskipti innan fyrirtækjanna eða starfssvið og að nægjanlega vel sé frá málum gengið þegar verðbréfafyrirtækjunum er treyst fyrir ávöxtun á eignasöfnum viðskiptavinanna á sama tíma og þau stunda sjálf viðskipti fyrir eigin reikning. Þar er veruleg hættu á hagsmunaaárekstrum. Má segja að Fjármálaeftirlitið taki í sama streng, en í skriflegu svari þess við fyrirspurnum minni hlutans kemur fram að upplýsingar eða áætlanir um heildarumfang viðskipta fyrirtækja í verðbréfaþjónustu fyrir eigin reikning liggja ekki fyrir. Síðan segir að á jafnsmáum eða grunnum markaði eins og um er að ræða hér á landi kunni að skapast hættu á að umfangsmikil viðskipti fyrirtækja í verðbréfaþjónustu og annarra sem heimild hafa til verðbréfavíðskipta hafi áhrif á gengi verðbréfanna. Bendir Fjármálaeftirlitið á að auk Kínamúra séu í nágrannalöndunum reglur um eigin viðskipti verðbréfafyrirtækja og viðskipti starfsmanna þeirra.

Afar sérkennilegt ákvæði er um innherjaviðskipti í 7. gr. frumvarpsins. Í stað þess að banna fruminnherjum að eiga viðskipti með verðbréf þegar ætla má að fyrir liggja trúnaðarupplýsingar hjá útgefanda, svo sem skömmu fyrir birtingu ársreiknings eða milliuppgjörs eða

skömmu fyrir tilkynningu um mikilvægar ákvarðanir eða atvik sem varða útgefanda verðbréfanna, er lagt til að fruminnherjar „skuli forðast“ að eiga slík viðskipti. Þetta ákvæði endurspeglar einmitt helsta gagnrýnisatriði minni hlutans um hve losaralega og huglægt er tekið á ýmsum mikilvægum þáttum verðbréfavíðskipta í frumvarpinu. Enn og aftur vaknar spurning um réttarstöðu aðila ef þessi ákvæði um meðferð trúnaðarupplýsinga eru brotin og hvaða lögformlega þýðingu svona óljós og matskennd ákvæði hafa. Meiri hlutinn hefur aðeins bætt hér úr með breytingartillögu, en áfram er ákvæðið þó afar óljóst.

Minni hlutinn bendir einnig á að fram kom hjá fulltrúum verðbréfafyrirtækja sem mættu á fund efnahags- og viðskiptanefndar og hafa átt þátt í að semja frumvarpið að þeir hafa margt að athuga við leiðbeiningar Fjármálaeftirlitsins um efni reglna fjármálafyrirtækja samkvæmt lögum um verðbréfavíðskipti sem sendar voru til umsagnar eftirlitsskyldra aðila á fjármálamarkaði í júlí sl.

Ljóst er að reglurnar ganga í veigamiklum atriðum mun lengra en frumvarpið sem staðfestir gagnrýni minni hlutans á vinnubrögð við meðferð málsins. Þegar borin eru saman ákvæði frumvarpsins sem lúta að innherjaviðskiptum, útboði og meðferð trúnaðarupplýsinga er ekki hægt að draga aðra ályktun en að ákvæði frumvarpsins gangi mun skemmra en leiðbeiningarreglur Fjármálaeftirlitsins, en þar má m.a. finna eftirfarandi atriði:

- að viðskipti starfsmanna með óskráð verðbréf séu óheimil,
- að hægt sé að gera kröfu um lágmarkseignarhaldstíma starfsmanna verðbréfafyrirtækja,
- að tryggt sé að viðskiptamaður sé upplýstur um eigendahagsmuni fjármálafyrirtækisins þegar ráðlagt er um viðskipti með verðbréf,
- að starfsmönnum sé óheimilt að taka þátt í útboðum á verðbréfum sem fjármálafyrirtæki sem hann vinnur hjá gefur út eða útboðum sem fjármálafyrirtækið annast fyrir aðra útgefendur nema því aðeins að í útboðum sé óskað eftir tilboðum um hlut á föstu gengi,
- að starfsmönnum sem eru faglegir ráðgjafar eða trúnaðarmenn útgefenda verðbréfa sé óheimilt að eiga viðskipti með verðbréf viðkomandi útgefenda frá því að störf hefjast og næstu þrjú mánuði eftir að störfum þeirra fyrir viðkomandi lýkur,
- að starfsmönnum sé óheimilt að taka þátt í fjárfestingarhópum sem hafa þann tilgang að þátttakendur standi sameiginlega að kaupum á verðbréfum.

Hér hefur aðeins verið tæpt á örfáum atriðum í leiðbeiningarreglunum en Fjármálaeftirlitið telur sig geta knúið á um að þessar reglur séu settar, m.a. með beitingu dagsekta, því að fyrirtækjum í verðbréfabjónustu sé skylt að setja sér reglur um innherjaviðskipti og reglur sem komi í veg fyrir hagsmunaaðrekstra í starfsemi fyrirtækja sem Fjármálaeftirlitið þarf að staðfesta.

Minni hlutinn styður þau ákvæði frumvarpsins sem horfa til bóta, styrkja verðbréfamarkaðinn og auka trúverðugleika hans. Með hliðsjón af ýmsum gagnrýnisatriðum sem hér hafa komið fram og meiri hlutinn hefur ekki tekið tillit til við meðferð málsins vísar minni hlutinn ábyrgðinni á málinu á hendur stjórnarmeirihlutanum.

Alþingi, 15. des. 2000.

Jóhanna Sigurðardóttir,  
frsm.

Margrét Frímannsdóttir.

Ögmundur Jónasson.

## Fylgiskjal I.

### **Fyrirspurn minni hlutans til Fjármálaeftirlitsins.**

Óskað er eftir að Fjármálaeftirlitið svari skriflega neðangreindum spurningum vegna frumvarps til laga um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti sem nú liggur fyrir efnahags- og víðskiptanefnd, en nefndinni var kynnt á síðasta fundi hennar að þessa yrði farið á leit við Fjármálaeftirlitið. Þess er óskað að svörin liggi fyrir skriflega sem allra fyrst og eigi síðar en fyrir 2. umræðu málsins á Alþingi.

1. Hvernig er háttáð víðskiptum verðbréfafyrirtækja fyrir eigin reikning annars staðar á Norðurlöndunum og er ekki hætt á hagsmunaárekstrum þegar verðbréfafyrirtækjum sem eru í miklum víðskiptum fyrir eigin reikning er um leið trúað fyrir ávöxtun á eignasöfnum víðskiptavina? Er annars staðar á Norðurlöndunum eða eftir atvikum í einhverjum löndum OECD settar einhverjar aðrar skorður við slíkum víðskiptum en svokallaðir „Kínamúrar“?
2. Hvert er áætlað heildarumfang víðskipta fyrir eigin reikning og má áætla að þessi víðskipti verðbréfafyrirtækjanna hafi óeðlileg áhrif á gengi hlutabréfa og hvernig er eftirliti Fjármálaeftirlitsins háttáð með þessum víðskiptum?
3. Samkvæmt upplýsingum ríkisskattstjóraembættisins er nafnverð hlutafjár í óskráðum félögum samkvæmt hlutafjármiðum að nafnverði 45 milljarðar kr., en 25 milljarðar kr. þar af eru í eigu einstaklinga. Er það eðlilegt að mati Fjármálaeftirlitsins að svo stór hluti hlutafjármarkaðarins „leiki lausum hala“ og engin laga- eða reglugerðarákvæði gildi sérstaklega um hann?
4. eru ákvæði um skaðabótaskyldu verðbréfafyrirtækja vegna óábyrgðar ráðgjafar til einstaklinga um verðbréf sem undanþegin eru reglum um almennt útboð nægjanleg neytendavernd að mati Fjármálaeftirlitsins? Hve oft hefur reynt á skaðabótaskyldu í þessu efni og þarf að styrkja ákvæði um ábyrgð verðbréfafyrirtækja og réttarstöðu einstaklinga vegna víðskipta einstaklinga með óskráð verðbréf?
5. Hvað lög og reglur gilda um óskráð hlutabréf innan OECD, sérstaklega er þó spurt um Norðurlöndin?
6. Telur Fjármálaeftirlitið að tryggilega sé gengið frá ákvæðum í frumvarpinu til að koma í veg fyrir svik í innherjaviðskiptum? Má líta svo á að ákvæði frumvarpsins feli í sér eftirfarandi skilyrði varðandi innherjaviðskipti (sbr. leiðbeiningar Fjármálaeftirlitsins um efni reglna fjármálafyrirtækja samkvæmt lögum um verðbréfavíðskipti):
  - að víðskipti starfsmanna með óskráð verðbréf séu óheimil,
  - að hægt sé að gera kröfu um lágmarkseignarhaldstíma starfsmanna verðbréfafyrirtækja,
  - að tryggt sé að víðskiptamaður sé upplýstur um eigendahagsmuni fjármálafyrirtækisins þegar ráðlagt er um víðskipti með verðbréf,
  - að starfsmönnum sé óheimilt að taka þátt í útboðum á verðbréfum sem fjármálafyrirtæki sem hann vinnur hjá gefur út eða útboðum sem fjármálafyrirtækið annast fyrir aðra útgefendur, nema því aðeins að í útboðum sé óskað eftir tilboðum um hlut á föstu gengi,
  - að starfsmönnum sé óheimilt að nýta sér innri greiningu fyrirtækis til að hagnast persónulega í verðbréfavíðskiptum,
  - að starfsmönnum sé óheimilt að taka þátt í fjárfestingarhópum sem hafa þann tilgang

- að þátttakendur standi sameiginlega að kaupum á verðbréfum?
7. Telur Fjármálaeftirlitið að tryggður sé framgangur allra ákvæða í leiðbeiningarreglum Fjármálaeftirlitsins (sent til umsagnar í júlí sl.) með ákvæðum frumvarpsins um verðbréfavíðskipti eða telur eftirlitið að rétt sé að styrkja ákvæði frumvarpsins og þá hvaða til að tryggja öryggi þess að eftir reglunum sé farið með lagastoð?
  8. Telur Fjármálaeftirlitið að ákvæði frumvarpsins séu nægjanlega örugg til að koma í veg fyrir að dreift sé óskráðum verðbréfum til almennings eða er rétt að styrkja ákvæði frumvarpsins frekar í því skyni?
  9. Má ekki líta svo á að ákvæði frumvarpsins séu of opin að því er varðar að verðbréfa-fyrirtækin sjálf geti metið hvort þau eru með óskráð bréf til sölu án útboðs til almennings?
  10. Er ekki eðlilegra að mati Fjármálaeftirlitsins að orða 32. gr. c í frumvarpinu með ákveðnari hætti þannig að fruminnherjar megi ekki eiga víðskipti (í stað þessa að forðast að eiga víðskipti) með verðbréf félagsins, þegar ætla má að fyrir liggi trúnaðarupplýsingar, t.d. skömmu fyrir birtingu ársreikninga eða milliuppgjörs?
  11. Er ákvæðum um innherjaviðskipti í frumvarpinu ekki einnig ætlað að vernda fjárfesta þó ekki sé um skipulega verðbréfamarkaði að ræða?
  12. Er fyrirtækjum á fjármálamarkaði skylt að fara að fyrirliggjandi leiðbeiningareglum Fjármálaeftirlitsins og getur eftirlitið gert kröfu til þess að þeir breyti sínum reglum í samræmi við leiðbeiningarreglur eftirlitsins?
  13. Gefur nýfallinn dómur um víðskipti með óskráð verðbréf tilefni til að herða frekar á ákvæðum um víðskipti með verðbréf og hvað er það í frumvarpinu sem hefði getað breytt niðurstöðum dómsins?
  14. Er ekki rétt að taka upp í lög bann við innherjaviðskiptum í ákveðinn tíma fyrir og eftir ársuppgjör eða milliuppgjör fyrirtækja og hve oft hefur orðið misbrestur á því að farið sé að tilmælum Verðbréfaþings þar að lútandi?
  15. Er ekki rétt að taka af skarið um það í lögum hver ber ábyrgð á því innan fyrirtækja að ekki eigi sér stað ólögleg innherjaviðskipti og misbrestur á meðferð trúnaðarupplýsinga?
  16. Eiga ákvæði hegningarlaga við um ólögleg innherjaviðskipti og hvaða ákvæðum er hægt beita þegar slík tilvik koma upp?
  17. Hvernig hefur Fjármálaeftirlitið brugðist við í þeim tilvikum sem eftirlitið hefur haft mál til meðferðar vegna meintra innherjasvika?
  18. Er rétt að setja í lög ákvæði sem skilgreina fjárfestingarstefnu hlutabréfasjóða?
  19. Gæti það dregið úr víðskiptum með óskráð bréf ef komið væri á skipulegum tilboðs-markaði og telur Fjármálaeftirlitið það rétt að beita stjórnstækjum, reglum eða lagafyrirmælum sem væru til þess fallin að draga verulega úr víðskiptum með óskráð hlutabréf?
  20. Hvaða áhrif hefur það ákvæði laga um verðbréfavíðskipti haft sem heimilar lokað útboð svo framarlega sem hópurinn er ekki stærri en 25 aðilar og hefur það ákvæði verið misnotað að mati Fjármálaeftirlitsins?
  21. Telur Fjármálaeftirlitið að ákvæðið um skilgreiningu á hvað eru fagfjárfestar nægjanlega skilgreint og hver eru rökkin fyrir að miða skilgreininguna við að eiga markaðsverðbréf að verðmæti 100 milljónir króna? Falla einstaklingar undir þessa skilgreiningu?
  22. Er eitthvað í frumvarpinu sem kemur í veg fyrir „kennitölusöfnun“ í kringum útboð á hlutafé? Ef ekki, er æskilegt að taka upp ákvæði í lög eða reglur sem takmarka slíkt?
  23. Er ekki rétt að mati Fjármálaeftirlitsins að breyta h-lið (37. gr.) í þá veru að reglur um meðferð trúnaðarupplýsinga skv. 1. mgr. skulu sendar eftirlitinu til staðfestingar?

24. Er, að mati Fjármálaeftirlitsins, fjárhags- og eiginfjárstaða og viðskiptahættir allra fjármálafyrirtækja sem eru eftirlitsskyld með þeim hætti að öryggi viðskiptavina sé tryggt?  
**Fylgiskjal II.**

**Svar Fjármálaeftirlitsins.**  
 (14. desember 2000.)

Fjármálaeftirlitið vísar til tölvubréfs yðar, sem eftirlitinu barst þann 7. þ.m., þar sem óskað er svara við tilteknum spurningum vegna frumvarps til breytinga á lögum nr. 13/1996, um verðbréfavíðskipti, sem nú liggur fyrir efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Svör Fjármálaeftirlitsins, að svo miklu leyti sem upplýsingar eru fyrir hendi um einstök efnisatriði, fara hér á eftir.

1. Lagaheimildir um viðskipti verðbréfafyrirtækja fyrir eigin reikning eru byggðar á svipuðum grunni á Norðurlöndunum og hér á landi. Fjármálaeftirlitinu er hins vegar ekki kunnugt um að gerður hafi verið samanburður á milli þessara landa á því hvernig heimildunum er beitt eða hvernig viðskiptahættir fjármálafyrirtækja hafa þróast að þessu leyti. Auk Kínamura eru í nágrennlöndunum fyrir hendi reglur um eigin viðskipti verðbréfafyrirtækja og viðskipti starfsmanna þeirra.

2. Upplýsingar eða áætlanir um heildarumfang viðskipta fyrirtækja í verðbréfaþjónustu fyrir eigin reikning liggja ekki fyrir. Á jafn smáum eða grunnum markaði eins og um er að ræða hér á landi kann að skapast hætta á að umfangsmikil viðskipti fyrirtækja í verðbréfaþjónustu og annarra, sem hafa heimild til verðbréfavíðskipta, hafi áhrif á gengi viðkomandi verðbréfa. Slík viðskipti þurfa hins vegar ekki ávallt að vera óeðlileg. Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með viðskiptum af þessu tagi með ýmsu móti, m.a. við reglubundið eftirlit með starfsemi viðkomandi, athugun erinda frá viðskiptamönnum fyrirtækjanna og með því að fylgjast með viðskiptum á Verðbréfaþingi. Í ársskýrslu Fjármálaeftirlitsins kemur fram að það hyggist á næstu misserum byggja upp styrkara eftirlit með starfsháttum á verðbréfamarkaði og í því skyni byggja upp markaðsvakt, sem bæti yfirsýn eftirlitsins yfir verðbréfamarkaðinn og gefi því færi á að grípa fyrir inn í mál sem upp koma.

3. Fjármálaeftirlitið lítur almennt svo á að hagsmunir fjárfesta og verðbréfamarkaðar í heild séu best tryggðir með því að verðbréf séu skráð á kauphöllum eða skipulegum tilboðsmörkuðum og lúti þeim reglum sem gilda á slíkum mörkuðum. Viðskipti með óskráð verðbréf eiga hins vegar fullkominn rétt á sér og geta verið heppileg, sbr. svar við tl. 19. Fjármálaeftirlitið telur ekki nauðsynlegt að um slík viðskipti verði sett sérstök laga- eða reglugerðarákvæði að öðru leyti en því sem snýr að tilboðum til almennings um viðskipti með óskráð verðbréf, þ.e. reglur um almennt útboð verðbréfa, en þær eiga einnig við um óskráð verðbréf. Breytingar sem lagðar eru til í frumvarpinu miða að því að tryggja aðgang almennings að fullnægjandi upplýsingum um verðbréf sem honum eru boðin.

4. Ákvæði 6. gr. c. í fyrirliggjandi frumvarpi kemur til viðbótar almennu ákvæði 15. gr. laganna um leiðbeiningar- og upplýsingaskyldu fyrirtækja í verðbréfaþjónustu. Tilvitnað ákvæði frumvarpsins staðfestir skyldur verðbréfafyrirtækja til þess að meta faglega þekkingu, fjárhag og reynslu viðskiptavinar. Komi til ágreinings vegna meintrar ónógrar ráðgjafar verður fyrirtækið að sýna fram á að það hafi fylgt þessum ákvæðum og takist það ekki kann það að hafa áhrif á mat hugsanlegrar bótaskyldu gagnvart viðskiptamanni. Fjármálaeftirlitinu er einungis kunnugt um tvö tilvik þar sem dómstólar hafa skorið úr um bótaskyldu vegna

þessa. Hins vegar er Fjármálaeftirlitinu kunnugt um ýmis tilvik þar sem ágreiningur af þessu tagi hefur verið leystur með samkomulagi.

5. Fjármálaeftirlitið hefur ekki upplýsingar um reglur innan OECD eða á Norðurlöndum sérstaklega um óskráð hlutabréf. Löggjöf aðildarríkja EES-samningsins byggir hins vegar á ýmsum tilskipunum Evrópusambandsins sem taka að hluta til viðskipta með óskráð verðbréf, svo sem tilskipun um almennt útboð verðbréfa.

6. Ekki verður fullyrt að lagaákvæði geti komi að öllu leyti í veg fyrir innherjasvik. Hins vegar telur Fjármálaeftirlitið ákvæði frumvarpsins til verulegra bóta í þessu sambandi og líkleg til að auka aðhald að innherjum og draga úr líkum á því að þeir eigi ólögmat innherjaviðskipti. Að því er varðar önnur atriði sem spurt er um skal tekið fram að nánar tilgreind upp-talning úr drögum að leiðbeiningum Fjármálaeftirlitsins um reglur um verðbréfavíðskipti er ekki sérstaklega tengd innherjaákvæðum laganna eða skilyrðum fyrir viðskiptum innherja, enda þótt einstök atriði reglnanna skarist við slík viðskipti. Tilvitnaðar reglur (verklagsreglur) skal setja samkvæmt 15. gr. laga nr. 13/1996 (Kínamúrar) og 21. gr. sömu laga (reglur um viðskipti fyrirtækis og starfsmanna), og er ætlað að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra í starfsemi fyrirtækis. Reglurnar taka því til fleiri atriða en innherjaviðskipta.

7. Drög að leiðbeiningarreglum sem vísað er til eru nánari útfærsla Fjármálaeftirlitsins á þeim atriðum sem talið er eðlilegt að fram komi í reglum sem fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu er ætlað að setja sér samkvæmt 15. og 21. gr. laga nr. 13/1996. Frumvarpið eins og það liggur nú fyrir tekur ekki sérstaklega til þessara reglna. Fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu er skylt samkvæmt tilvitnuðum ákvæðum að setja sér þessar reglur, en verða að fá staðfestingu Fjármálaeftirlitsins á þeim. Sú staðfesting fæst ekki nema Fjármálaeftirlitið telji þær ásættanlegar. Jafnframt getur Fjármálaeftirlitið knúð á um að þær reglur séu settar, m.a. með beitingu dagsekta. Með hliðsjón af þessu verður ekki séð að nauðsynlegt sé að styrkja ákvæði frumvarpsins að þessu leyti.

8. Ákvæðum frumvarpsins er ekki ætlað að koma í veg fyrir viðskipti almennings með óskráð verðbréf heldur er þeim ætlað að tryggja fullnægjandi upplýsingagjöf til almennings við sölu óskráðra verðbréfa. Með því er dregið úr hættunni á að almenningur eigi viðskipti með óskráð verðbréf á grundvelli ófullnægjandi upplýsinga. Í þessu ljósi telur Fjármálaeftirlitið ákvæði frumvarpsins fullnægjandi.

9. Fjármálaeftirlitið lítur ekki svo á að ákvæði frumvarpsins um þetta efni séu of opin. Eðlilegt verður að teljast að mat af þessu tagi sé í höndum fyrirtækja í verðbréfaþjónustu sem eru í beinum tengslum við fjárfesta í starfsemi sinni. Um ábyrgð verðbréfafyrirtækja vísast að öðru leyti til svars við spurningu 4.

10. Ákvæði þetta kemur til viðbótar 7. gr. b. í frumvarpinu og er ætlað að auka aðhald að fruminnherjum í viðskiptum þeirra. Ákvæðið styrkir jafnframt eftirlit með viðskiptum innherja, en af ákvæðinu leiðir að þeir þurfa að sýna fram á að þeir hafi með beinum hætti gengið úr skugga um að trúnaðarupplýsingar liggi ekki fyrir. Að mati Fjármálaeftirlitsins kemur til greina að orða ákvæði c-liðar 7. gr. frumvarpsins (32. gr.) með ákveðnari hætti en nú er gert ráð fyrir, þannig að notað verði orðalagið að „ganga úr skugga um“ í stað þess að „forðast“.

11. Um þetta vísast til athugasemda með a-lið 7. gr. frumvarpsins (30. gr.).

12. Líta verður svo á að fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu sé skylt að framfylgja þeim leiðbeiningarreglum sem Fjármálaeftirlitið mun gefa út í tengslum við reglur fyrirtækjanna samkvæmt 21. gr. gildandi laga, enda yrði það forsenda fyrir staðfestingu reglnanna af hálfu Fjármálaeftirlitsins. Að öðru leyti er vísað í svar við spurningu 7.

13. Umræddur dómur fjallar ekki sérstaklega um viðskipti með óskráð verðbréf sem slík. Dómurinn fjallar um hvort tiltekin sala verðbréfa hafi talist almennt útboð í skilningi laga nr. 13/1996 og reglugerðar nr. 505/1993 og hvort skylt hafi verið að gefa út útboðslýsingu. Ákvæði frumvarpsins eins og það liggur fyrir taka ekki mið af dómnum, enda hafði frumvarpið verið samið áður en dómurinn féll. Verði frumvarpið samþykkt verða ítarlegri efnisákvæði um almennt útboð sett í lög í stað reglugerðar, en dómur fjallaði m.a. um gildi núgildandi reglugerðar um almennt útboð verðbréfa.

14. Ákvæði 7. gr. c. í frumvarpinu kveður á um rannsóknarskyldu innherja þegar þeir eiga viðskipti. Fjármálaeftirlitið telur ekki skynsamlegt að setja í lög ákvæði um bann við viðskiptum á tilteknum tímabilum, þar sem þau geta slævt vitund innherja um stöðu sína og þar með skapað falskt öryggi. Einstakir útgefendur geta sett sér eigin reglur um bann við viðskiptum á tilteknum tímabilum með hliðsjón af aðstæðum hjá viðkomandi, sbr. 7. gr. h. í frumvarpinu. Að öðru leyti er vísað til athugasemda með grein 7. c. í frumvarpinu.

15. Kveðið er á um þetta í 7. gr. h. í frumvarpinu. Felist í spurningunni tilvísun til d-liðar 7. gr. fyrirbyggjandi frumvarps telur Fjármálaeftirlitið eðlilegt að stjórn viðkomandi fyrirtækis beri ábyrgð á að tilnefna þann aðila sem ákvæðið vísar til að teknu tilliti til skipulags fyrirtækisins.

16. Ákvæði IV. kafla og 2. mgr. 62. gr. laga um verðbréfaviðskipti eru sérrefsilagabrot og tæma sök í innherjamálum að mati Fjármálaeftirlitsins. Ákvæði hegningarlaga eiga því ekki við um slík brot.

17. Af þeim meintu ólögmætu innherjaviðskiptum sem Fjármálaeftirlitið hefur haft til rannsóknar hefur einu máli verið vísað til Ríkislögreglustjóra til frekari rannsóknar. Í öðrum málum hafa, að mati Fjármálaeftirlitsins, ekki reynst forsendur til slíkrar málsmeðferðar.

18. Fjármálaeftirlitið svo og forveri þess, bankaeftirlit Seðlabanka Íslands, hefur bent á nauðsyn þess að sett verði löggjöf um hvers konar sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum.

19. Tilkoma skipulegs tilboðsmarkaðar, þar sem gerðar væru vægari kröfur til skráningar félaga en gerðar eru vegna skráningar í kauphöll, kynni að auðvelda minni fyrirtækjum að skrá verðbréf sín og gera það fýsilegri kost en nú er. Með því myndi eðli máls samkvæmt draga úr viðskiptum með óskráð verðbréf. Hins vegar teldi Fjármálaeftirlitið heppilegt að slík þróun yrði án lagaboða eða stjórnvaldsreglna. Hafa ber í huga að nauðsynlegt kann að vera að ný fyrirtæki hafi möguleika til að afla sér fjár til starfsemi sinnar án skráningar í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði. Meginatriðið er að verðbréf þeirra verði ekki boðin almenningi nema tryggt sé að fullnægjandi upplýsingar séu fyrir hendi.

20. Ekki hefur verið gerð almenn athugun á framkvæmd svonefndra lokaðra útboða af hálfu Fjármálaeftirlitsins. Fjármálaeftirlitið, og áður bankaeftirlitið, hefur í ýmsum tilvikum krafist þess að sala á tilteknum verðbréfum væri stöðvuð og framkvæmd sölunnar færð til samræmis við reglur um almennt útboð verðbréfa.

21. Fjármálaeftirlitið vísar til umfjöllunar í skýrslu nefndar um útboð verðbréfa sem fylgir frumvarpinu, kafla 5.2.3. Fjármálaeftirlitið telur ekki rétt á þessu stigi að mæla með því að einstaklingar geti talist til fagfjáfesta. Mikilvægt er hins vegar að hafa svigrúm til að móta skilgreiningu á fagfjáfestum í reglugerð.

22. Frumvarpið hefur ekki að geyma ákvæði sem koma í veg fyrir „kennitölusöfnun“. Eigi að koma í veg fyrir viðskipti af því tagi telur Fjármálaeftirlitið eðlilegra að það verði gert í útboðsskilmálum hvers útboðs fyrir sig en verði ekki lögbundið.

23. Sú breyting sem hér er lögð til kæmi til greina að mati Fjármálaeftirlitsins og kynni



að felast í henni samræmi við málsmeðferð samkvæmt 21. gr. gildandi laga.

24. Eiginfjárstaða fjármálafyrirtækja sem falla undir eftirlit Fjármálaeftirlitsins fullnægir eiginfjárkröfum gildandi laga. Fjármálaeftirlitið hefur ekki ástæðu til að ætla eða upplýsingar sem gefa til kynna að fjárhagsstaða þeirra að öðru leyti sé ótraust. Fjármálaeftirlitið hefur gert athugasemdir við viðskiptahætti einstakra fjármálafyrirtækja sem falla undir eftirlit þess og krafist úrbóta af þeirra hálfu. Hafa athugasemdir Fjármálaeftirlitsins verið teknar til greina af viðkomandi fyrirtækjum. Um eftirlit Fjármálaeftirlitsins er að öðru leyti vísað til árs-skýrslu þess.

Virðingarfyllst,  
FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

*Ragnar Hafliðason.*

*Jóhann H. Albertsson.*