

## Nefndarálit

um frv. til l. um verðbréfavíðskipti.

Frá efnahags- og viðskiptanefnd.

Nefndin hefur fjallað um málið og fengið á sinn fund Jónínu S. Lárusdóttur og Benedikt Árnason frá viðskiptaráðuneytinu, Páll Gunnar Pálsson frá fjármálaeftirlitinu, Guðjón Rúnarsson, Helgu Hákonardóttur og Gunnar Viðar frá Samtökum banka og verðbréfafyrirtækja og Ólaf A. Sigurðsson frá Kauphöll Íslands.

Umsagnir bárust nefndinni frá Ráðgjöf og efnahagsspám ehf., Hafnabótasjóði, Siglingastofnun Íslands, Bandalagi háskólamanna, Samtökum banka- og verðbréfafyrirtækja, Félagi löggiltra endurskoðenda, Seðlabanka Íslands, Fjármálaeftirlitinu, Samtökum atvinnulífsins, Kauphöll Íslands hf., Búnaðarbanka Íslands, Neytendasamtökunum og refsiréttarnefnd.

Með frumvarpinu er lögð til ný heildarlöggjöf um verðbréfavíðskipti.

Með nýjum lögum um fjármálafyrirtæki, sem afgreidd voru fyrir jóla og tóku gildi 1. janúar sl., voru ákvæði um stofnun og starfsemi verðbréfafyrirtækja og verðbréfamíðlana, sem áður voru í lögum um verðbréfavíðskipti, sameinuð í ein heildarlög. Hegðunarreglur aðila á verðbréfamarkaði og reglur um réttindi og skyldur þeirra sem heimild hafa til verðbréfavíðskipta eru hins vegar efni þessa frumvarps.

Þróun í löggjöf á sviði verðbréfavíðskipta er afar hröð. Frá því að gildandi lög um verðbréfavíðskipti voru sett 1996 hefur Alþingi tíu sinnum samþykkt breytingar á þeim. Frumvarpið sem hér er til umfjöllunar er byggt á grunni gildandi laga en ýmsar veigamikilar breytingar eru þó lagðar til. Fyrst er að nefna þá formbreytingu sem felst í flutningi ákvæða um stofnun og starfsemi verðbréfafyrirtækja og verðbréfamíðlana yfir í lög um fjármálafyrirtæki. Í öðru lagi er gerð tillaga um að nýtt yfirhugtak, fjármálagerningur, nái til allra gerninga sem undir löggin falla, í þriðja lagi eru ákvæði um réttindi og skyldur fjármálafyrirtækja gerð ítarlegri og fyllri, í fjórða lagi eru ákvæði um almenn útböð þrengd, í fimmta lagi eru flöggunarreglur hertar með þeim hætti að flagga verður við hvern hálfan tug prósentu sem hlutur aðila eykst, í sjötta lagi eru ákvæði um yfirtökutilboð sem áður voru í reglugerðum tekin upp í löggin, í sjöunda lagi er skylda til að útbúa tilboðsyfirlit skilgreind nánar, í áttunda lagi er sett nýtt ákvæði um viðskiptavaka og í níunda lagi er innleitt nýtt refsíúrræði, stjórnvaldssektir, sem Fjármálaeftirlitinu er heimilt að beita fyrir tiltekin brot á ákvæðum laganna um innherjavíðskipti.

Eins og áður sagði er þróun löggjafar á sviði verðbréfavíðskipta hröð. Þrátt fyrir miklar breytingar á þessu sviði núna, annars vegar með lögum um fjármálafyrirtæki og hins vegar því frumvarpi sem hér er til umfjöllunar, er ljóst að ekki verður langt að bíða frekari breytinga á löggjöfinni. Til dæmis er væntanleg ný tilskipun á þessu sviði frá Evrópubandalaginu sem verður hluti af EES-samningnum og má jafnvel vænta þess að frumvarp til breytinga verði lagt fram strax á næsta þingi. Því er ljóst að endanleg niðurstaða um lagaumhverfi í þessum málaflokki er ekki í sjónmáli.

Mikil umræða fer fram um ýmis grundvallaratriði réttarins á þessu sviði. Þetta á t.d. við um skilgreiningu á innherjaupplýsingum. Samkvæmt gildandi lögum teljast innherjaupplýsingar upplýsingar um útgefanda verðbréfa, verðbréfin sjálf eða önnur atriði sem ekki hafa verið gerðar opinberar en eru líklegar til að hafa áhrif á markaðsverð fjármálagerninga ef opinberar væru. Þessi skilgreining er nú tekin óbreytt upp í frumvarpið. Hvenær upplýsingar eru líklegar til að hafa áhrif er að sjálfsögðu matskennt og endanlegt mat um það hvort svo sé heyrir undir dómstóla ef á reynir. Í athugasemdum við frumvarpið segir: „Við mat á því hvort upplýsingar teljist til innherjaupplýsinga ber hins vegar að leggja til grundvallar hvort heildarmynd skynsams fjárfestis af markaðsverðmæti útgefandans hefði breyst ef hann hefði vitað um upplýsingarnar en ekki hvort upplýsingarnar hafi í raun haft áhrif eftir að þær voru birtar opinberlega.“ Samkvæmt þessu tæmir það ekki sök þótt það liggi fyrir að upplýsingarnar hafi ekki í raun haft áhrif á markaðsverð ef þær teljast engu síður almennt til þess fallnar að hafa áhrif á það. Þessi túlkun er afar mikilvæg að mati nefndarinnar. Í umsögnum sem bárust nefndinni var lagt til að skilgreiningu innherjaupplýsinga yrði breytt á þann veg að upplýsingarnar yrðu að vera líklegar til að hafa *veruleg* áhrif á markaðsverð. Var þessi tillaga studd þeim rökum að gildandi skilgreining gerði þeim sem í hlut ættu mjög erfitt fyrir að meta hvenær þeir væru með innherjaupplýsingar í höndunum og að breytingin mundi draga úr þeirri óvissu. Nefndin fjallaði ítarlega um þetta atriði og er það álit hennar að svo stöddu að í slíkri breytingu gætu falist óheppileg skilaboð til markaðarins auk þess sem breytingin gæti haft þau áhrif að dómstólar mundu horfa til þess hvort upplýsingarnar hefðu í raun haft áhrif á markaðsverð, óháð því hvort þær hefðu verið til þess fallnar en slíkt er andstætt tilgangi ákvæðisins.

Ákvæði um yfirtökuskyldu aðila sem eignast ráðandi hlut í hlutafélagi hefur einnig verið mjög til umræðu. Hafa margir talið nauðsynlegt að lækka það hlutfall atkvæðisréttar sem leiðir til yfirtökuskyldu. Ljóst er að hluthafar eru í flestum tilvikum komnir með ráðandi hlut áður en skylda til yfirtökutilboðs stofnast samkvæmt gildandi reglum. Með lægra hlutfalli atkvæðisréttar sem leiðir til yfirtökuskyldu eru hagsmunir hluthafa í yfirteknu félagi betur tryggðir. Þá er talið að lækkan hlutfallsins leiði til skilvirkari hlutabréfamarkaðar. Nefndin leggur af þessum sökum til að hlutfallið verði lækkað niður í 40%. Ljóst er að slíkt atkvæðamagn gerir hluthöfum í flestum tilvikum kleift að hafa ráðandi áhrif á stjórnun félaga. Jafnvel má leiða að því líkur að ráðandi áhrif skapist oftast við enn lægra hlutfall atkvæðisréttar. Ekki er gengið lengra í lækkan hlutfallsins að þessu sinni en nefndin telur engu síður ástæðu til að taka það til gaumgæfilegrar skoðunar hvort rétt sé að lækka það enn meira.

Nefndin leggur til að frumvarpið verði **samþykkt** með breytingum sem gerð er tillaga um í sérstöku þingskjali.

Breytingarnar eru eftirfarandi:

1. Lagt er til að í ii-lið b-liðar 7. tölul. 2. gr. og í b-lið 2. tölul. 1. mgr. 23. gr. verði fjárfestingarsjóðir nefndir um leið og verðbréfasjóðir. Breytingin er í samræmi við frumvarp til laga um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði sem nú liggur fyrir þinginu.
2. Lögð er til breyting á 5. gr. þess efnis að það sé alveg skýrt að fjármálafyrirtækjum beri aðeins að afla sér upplýsinga um fjárhagsmálefni viðskiptavina sinna frá viðskiptavinunum sjálfum en hafi hvorki heimild né skyldu til sjálfstæðrar upplýsingaöflunar.
3. Lagt er til að orðinu „fjárhagslega“ verði skeytt á undan orðunum „ótengdum viðskiptavinum“ í 2. tölul. 14. gr. Þykir það orðalag skýrara og í samræmi við önnur hliðstæð ákvæði frumvarpsins.

4. Lagt er til að yfirtökuskylda myndist þegar aðili hefur eignast 40% atkvæðisréttar í félagi eða hefur á grundvelli samninga við aðra hluthafa rétt til að ráða yfir sem nemur sama atkvæðisrétti. Vísast til nánari umfjöllunar um þetta hér að framan.

Í þessu samhengi er lögð til breyting á bráðabirgðaákvæði frumvarpsins þess efnis að þeir sem hafa við gildistöku laganna yfir að ráða meira en 40% atkvæðisréttar séu undanþegnir tilboðsskyldunni. Rétt er að taka það skýrt fram að sama gildir um þá sem gert hafa samninga um eignayfirfærslu atkvæðisréttar fyrir gildisstöku laganna. Þannig hafi framvirkir samningar sem gerðir hafa verið fyrir gildistöku laganna ekki áhrif á tilboðsskyldu aðila, þrátt fyrir að þeir komi ekki að fullu til framkvæmda fyrr en eftir gildistöku.

Með orðalaginu „enda auki hann ekki atkvæðisrétt sinn í félaginu umfram næsta verulega hlut“ er átt við að aðili verði tilboðsskyldur þegar hlutfall atkvæðisréttar hans nær næsta heila eða hálfu tug. Með tilvísun til 1. mgr. 27. gr. er gefið til kynna að einungis sé átt við að hlutfall atkvæðisréttar aðila nái heilum eða hálfum tug, þ.e. ekki ber að meta verulegan hlut eftir ákvæðum 28. gr. frumvarpsins. Sem dæmi má nefna að aðili sem á 41% hlut við gildistöku laganna verður tilboðsskyldur þegar hann nær 45% atkvæðisréttar, aðili sem átti 46% hlut verður tilboðsskyldur þegar hann nær 50% atkvæðisréttar o.s.frv.

5. Lagt er til nýtt orðalag í 39. og 42. gr. sem fjalla um gildissvið VIII. og IX. kafla frumvarpsins. Með breytingunni nær gildissvið kaflanna til allra skráðra fjármálagerninga og fjármálagerninga er byggjast á skráðum fjármálagerningum.
6. Lagðar eru til orðalagsbreytingar á 3. mgr. 40. gr. og 1. mgr. 46. gr. Breytingarnar eru ekki efnislegar.
7. Loks er lagt til að lögin öðlist gildi 1. júlí 2003. Gert er ráð fyrir að frumvarp um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði taki gildi á þeim degi og þykir skynsamlegt að þessi tvenn lög taki gildi á sama tíma þar sem í frumvarpi þessu er óbeint vísað til frumvarps til laga um verðbréfasjóði og fjárfestingarsjóði.

Jóhanna Sigurðardóttir og Ögmundur Jónasson skrifa undir álitid með fyrirvara.

Kristinn H. Gunnarsson og Össur Skarphéðinsson voru fjarverandi við afgreiðslu málsins.

Alþingi, 6. mars 2003.

Einar K. Guðfinnsson,  
form., frsm.

Hjálmar Árnason.

Gunnar Birgisson.

Árni R. Árnason.

Adolf H. Berndsen.

Ögmundur Jónasson,  
með fyrirvara.

Jóhanna Sigurðardóttir,  
með fyrirvara.