

## Frumvarp til laga

um breytingu á lögum nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, með síðari breytingum (fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða).

Flm.: Frosti Sigurjónsson, Pétur H. Blöndal, Líneik Anna Sævarsdóttir, Vigdís Hauksdóttir, Willum Þór Þórsson, Össur Skarphéðinsson, Kristján L. Möller, Guðmundur Steingrímsson, Steingrímur J. Sigfússon.

### 1. gr.

Eftirfarandi breytingar verða á 36. gr. laganna:

- a. Í stað orðanna „skulu hafa skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði“ í 1. másl. 2. mgr. kemur: skulu hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum markaði eða vera í viðskiptum á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF).
- b. Í stað orðsins „markaðurinn“ í 3. másl. 2. mgr. kemur: skipulegur markaður.
- c. Á eftir 3. másl. 2. mgr. kemur nýr máslíður, svohljóðandi: Með markaðstorgi fjármálagerninga (MTF) er átt við markaðstorg fjármálagerninga samkvæmt skilgreiningu laga nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum, sem rekið er á grundvelli leyfis frá Fjármálaeftirlitinu.

### 2. gr.

Lög þessi öðlast þegar gildi.

### Greinargerð.

Frumvarp þetta er byggt á frumvarpsdrögum sem Kauphöll Íslands hf. sendi efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis haustið 2013. Nefndin tók drögin til umfjöllunar á 143. löggjafarþingi og ræddi málið við ýmsa gesti. Í framhaldinu lagði nefndin frumvarpið fram á Alþingi (sjá þskj. 868 í 507. máli). Vegna anna gafst hins vegar ekki tækifæri til að mæla fyrir frumvarpinu við það tilefni. Það er nú lagt fram að nýju með smávægilegum breytingum sem ætlað er að auka líkur þess að markmiðum frumvarpsins verði náð. Með þeim er brugðist við ábendingum sem bárust efnahags- og viðskiptanefnd eftir framlagningu frumvarpsins.

### Almennt.

Með frumvarpinu eru lagðar til breytingar á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða, sbr. 36. gr. laga nr. 129/1997, um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, með síðari breytingum. Nánar tiltekið er lagt til að lífeyrissjóðum verði veitt heimild til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF) til jafns við verðbréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum markaði.

Auknar fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða á markaðstorgum fjármálagerninga mundu fjölga þeim fjárfestingarkostum sem lífeyrissjóðum standa til boða og auka fjölbreytileika og áhættudreifingu í eignasöfnum þeirra með því að gera þeim kleift að fjárfesta í auknum mæli í smáum og meðalstórum fyrirtækjum innan trausts ramma. Að sama skapi fæli breyt-

ingin í sér bætt aðgengi slíkra fyrirtækja að fjármagni sem stuðlaði að auknum fjárfestingum og hagvexti til lengri tíma. Hagur lífeyrissjóðanna er mjög háður langtímahagvexti enda er aukin verðmætasköpun forsenda þess að þeir geti staðið við skuldbindingar sínar.

Samkvæmt 1. mgr. 36. gr. laganna er lífeyrissjóðum heimilt að ávaxta fé sitt með þeim hætti sem þar er kveðið á um, svo sem með fjárfestingum í tilteknum skuldabréfum, hlutabréfum fyrirtækja og í hlutdeildarskírteinum eða hlutum verðbréfasjóða eða fjárfestingarsjóða. Það skilyrði er þó sett fyrir slíkum fjárfestingum í 2. mgr. greinarinnar að verðbréf sem lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í hafi skráð kaup- og sölugengi á skipulegum markaði.

Samkvæmt 2. másl. 2. mgr. 36. gr. er með skipulegum markaði átt við skipulegan verðbréfamarkað innan aðildarríkja Efnahags- og framfarastofnunar (OECD) og ríkja Evrópska efnahagssvæðisins sem starfar reglulega, er opinn almenningi og viðurkenndur með þeim hætti sem Fjármálaeftirlitið metur gildan. Túlkun Fjármálaeftirlitsins hefur verið sú að verðbréf sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga teljist ekki til verðbréfa sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum markaði og því fari um þau sem önnur óskráð verðbréf skv. 3. mgr. 36. gr. laganna.

Þegar hugað er að því hvaða rök liggja að baki fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða virðist ljóst að ákvæðinu er ætlað að vernda hagsmuni sjóðfélaga með því að beina lífeyrissjóðum í það sem talið er til tryggari fjárfestinga. Fær þessi skilningur stuðning í athugasemdum við 36. gr. frumvarps sem varð að lögum nr. 129/1997 þar sem m.a. kemur fram að tilgangur ákvæðisins sé að „stuðla að því að lífeyrissjóðir nái sem bestri ávöxtun á fé sjóðfélaga sinna og jafnframt að áhættunni sé dreift með eðlilegum hætti.“

Við vinnslu frumvarpsdraganna horfði Kauphöll Íslands til Danmerkur þar sem lífeyrissjóðum er heimilað að fjárfesta í hlutabréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga með sömu skilyrðum og ef um hlutabréf sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum markaði væri að ræða. Er sú heimild studd þeim rökum að vernd fjárfesta sé tryggð með sambærilegum hætti á markaðstorgum fjármálagerninga og á skipulegum mörkuðum.

### **Greining.**

Kauphöll Íslands lét gera greiningu á því með hvaða hætti skilyrði 2. mgr. 36. gr. samræmist tilgangi ákvæðisins. Sú greining var lögð til grundvallar við smíði frumvarpsins. Eðlilegt er að tæpa stuttlega á nokkrum atriðum sem einkenna skipulega verðbréfamarkaði og eru til þess fallin að tryggja verndarhagsmuni sem búa að baki skilyrði 1. másl. 2. mgr. 36. gr. laganna.

### *Virk verðmyndun.*

Telja má að það skilyrði að verðbréf sem lífeyrissjóðum er heimilt að fjárfesta í hafi verið tekin til viðskipta á skipulegum markaði sé augljóslega til hagsbóta fyrir lífeyrissjóðina þar sem virk verðmyndun auðveldar þeim að kaupa og selja eignir á markaðsverði. Með sama hætti auðveldar virk verðmyndun mat lífeyrissjóða á virði eigna sinna, þeirra verðbréfa sem þeir hafa fjárfest í.

### *Gagnsæ upplýsingagjöf, bann við markaðssvikum og eftirlit.*

Ætla verður að þær ströngu kröfur sem gerðar eru um upplýsingagjöf á skipulegum markaði séu til hagsbóta fyrir lífeyrissjóði og sjóðfélaga. Kröfur um gagnsæja og opna upplýsingagjöf á skipulegum verðbréfamörkuðum auðvelda lífeyrissjóðum að taka upplýsta ákvörðun við val á fjárfestingarkostum sem í boði eru. Ákvæði laga um verðbréfavíðskipti kveða einnig

á um að markaðssvik séu óheimil, en þar er átt við markaðsmisnotkun skv. 117. gr. laganna og innherjasvik eins og þau eru skilgreind í 123. gr. sömu laga.

Skýrt bann við markaðssvikum, kröfur um gagnsæja upplýsingagjöf og ákvæði sem tryggja eftirlit með þessum þáttum ásamt því að heimila viðurlagabeitingu vegna brota eru til þess fallin að auka trúverðugleika í tengslum við viðskipti með fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta á skipulegum mörkuðum. Með því er stuðlað að betri verðmyndun en ella sem aftur ætti að skila sér í tryggari fjárfestingum og bættri ávöxtun á fjármunum sjóðfélaga.

#### *Skilyrði fyrir skráningu.*

Loks ber að nefna að þeim ströngu skilyrðum sem gilda þegar sótt er um töku verðbréfa til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði er ætlað að tryggja að slík skráning þjóni hagsmunum almennings og verðbréfamarkaðarins. Slík skilyrði beinast m.a. að rekstrarsögu, rekstrarhæfi og hagnaðarmöguleikum félags ásamt því að sérstakt mat er lagt á hvort félag hafi getu til að veita upplýsingar til markaðarins. Loks eru sett skilyrði sem eiga að tryggja seljanleika, svo sem um framseljanleika, um lágmarksdreifingu hlutfjár til almennra fjárfesta og að félag skuli hafa nægjanlegan fjölda hluthafa.

#### **Samanburður á skipulegum verðbréfamörkuðum og markaðstorgi fjármálagerninga (MTF).**

Sé lagt mat á þau rök sem talin voru upp í kaflanum hér að framan má fullyrða að líkur standi til þess að fjárfesting í verðbréfum sem hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum markaði sé áhættuminni en fjárfesting í óskráðum verðbréfum. Þá má halda því fram að fjárfesting í skráðum bréfum skili öðru jöfnu jafnari ávöxtun. Tilefni er því til að skoða hvers vegna fjárfestingar í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga eru takmarkaðar í meira mæli en fjárfestingar í verðbréfum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum markaði.

Eins og áður hefur verið nefnt teljast verðbréf sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga til óskráðra verðbréfa og falla því undir undanþáguheimild 3. mgr. 36. gr. laganna. Þó verður að telja ljóst að þær kröfur sem gerðar eru varðandi rekstur markaðstorgs fjármálagerninga eru að mestu leyti sambærilegar þeim kröfum sem gerðar eru til reksturs skipulegra markaða. Þannig eru skráningarskilyrði og reglur um upplýsingagjöf oft sambærilegar, þó svo að markaðstorgi fjármálagerninga sé veitt meira svigrúm til mótunar eigin reglna. Spyrja má hvort raunveruleg þörf sé á því að takmarka heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga með því að fella þau undir fyrrnefnda 3. mgr. 36. gr. Kauphöll Íslands lagði mat á takmörkunarþörfina og skoðaði með hvaða hætti þau atriði sem nefnd voru í kaflanum hér að framan einkenndu skipulega markaði eins og markaðstorg fjármálagerninga. Niðurstöðurnar voru eftirfarandi:

#### *Virki verðmyndun á markaðstorgi fjármálagerninga.*

Telja verður að sömu sjónarmið eigi við um verðmyndun á markaðstorgi fjármálagerninga og skipulegum mörkuðum. Sé verslað með verðbréf á markaðstorgi fjármálagerninga er það til þess fallið að auðvelda kaup og sölu verðbréfa og gera mat á virði þeirra áreiðanlegra þar sem það styðst við markaðsvirði sem uppfærast reglulega til samræmis við framboð og eftirspurn.

*Gagnsæ upplýsingagjöf, bann við markaðssvikum og eftirlit.*

Mikilvægasti hluti þeirra reglna sem gilda um upplýsingagjöf á skipulegum mörkuðum eiga með sama hætti við á markaðstorgi fjármálagerninga. Á þetta við um ákvæði XIII. kafla laga um verðbréfavíðskipti sem ber heitið Meðferð innherjaupplýsinga og víðskipti innherja. Félagi sem hefur verðbréf skráð á markaðstorgi fjármálagerninga er þannig skylt að birta allar innherjaupplýsingar opinberlega. Með því er tekið á því sem telja verður mikilvægasta þáttinn í upplýsingagjöf félaga sem hafa verðbréf í víðskiptum á markaði.

Einnig ber að nefna í þessu sambandi að skv. 3. tölul. 3. mgr. 33. gr. laga um verðbréfavíðskipti er fjármálafyrirtæki eða kauphöll sem rekur markaðstorg fjármálagerninga skylt að tryggja að aðilar að markaðstorginu hafi aðgang að nægjanlegum opinberum upplýsingum til að geta tekið fjárfestingarákvarðanir. Kauphöll Íslands hf. sem starfrækir eina markaðstorg fjármálagerninga á Íslandi undir nafninu First North Iceland fellur undir fyrrgreint ákvæði og hefur á grundvelli þess sett reglur sem gilda um upplýsingaskyldu á First North Iceland markaðnum. Þar er m.a. að finna ákvæði um skyldu félaga sem hafa verðbréf skráð á First North Iceland til að birta opinberlega ársreikninga og árshlutareikninga.

Ljóst er að þó svo reglur um upplýsingaskyldu á markaðstorgi fjármálagerninga gangi að vissu leyti skemmra en á skipulegum mörkuðum, þá eru strangar kröfur gerðar varðandi upplýsingagjöf félaga sem hafa verðbréf skráð á markaðstorgi fjármálagerninga. Eins og að framman greinir hafa verið settar strangar reglur um upplýsingagjöf á First North Iceland markaðnum og er í því sambandi leitast við að nálgast þá skyldu sem hvílir á félögum sem hafa fengið verðbréf tekin til víðskipta á skipulegum markaði.

Hvað varðar ákvæði 117. og 123. gr. laga um verðbréfavíðskipti þar sem lagt er bann við markaðssvikum, þ.e. markaðsmisnotkun og innherjasvikum, gilda um þetta sömu reglur á skipulegum mörkuðum sem og á markaðstorgum fjármálagerninga. Fjármálaeftirlitinu er falið að hafa eftirlit með umræddum ákvæðum og lög um verðbréfavíðskipti skilgreina einnig hvaða víðurlögum það varðar að brjóta gegn ákvæðum sem leggja bann við markaðssvikum. Þess skal einnig getið að skv. 35. gr. laga um verðbréfavíðskipti skal fjármálafyrirtæki eða kauphöll sem rekur markaðstorg fjármálagerninga hafa eftirlit með því að aðilar að víðskiptum sem þar fara fram starfi eftir lögum, reglum og samþykktum sem um víðskipti á markaðstorginu gilda og reka víðeigandi eftirlitskerfi með víðskiptunum. Ákvæði 21. gr. laga um kauphallir gerir sams konar kröfu um eftirlit skipulegra markaða með víðskiptum. Það er því ljóst að ákvæði laga setja sömu skorður við markaðssvikum á skipulegum mörkuðum og markaðstorgum fjármálagerninga og tryggja sams konar eftirlit og víðurlagabeitingu.

*Skilyrði fyrir skráningu á markaðstorgi fjármálagerninga.*

Samkvæmt 2. tölul. 3. mgr. 33. gr. laga um verðbréfavíðskipti skal aðili sem rekur markaðstorg fjármálagerninga setja reglur um þau skilyrði sem fjármálagerningar þurfa að uppfylla svo að víðskipti geti farið fram með þá á markaðstorginu.

Kauphöll Íslands hefur sett ítarleg skilyrði fyrir skráningu á First North Iceland. Þó svo að ekki sé að öllu leyti gengið jafnlangt í þeim efnunum eins og oft er á skipulegum verðbréfamörkuðum þá eiga reglurnar að tryggja að skráning þjóni hagsmunum almennings og verðbréfamarkaðarins. Í þeim tilgangi hafa verið sett skilyrði sem eiga að tryggja seljanleika, svo sem um framseljanleika bréfanna og um lágmarksdreifingu hlutafjár. Einnig verður félag að tryggja að það geti uppfyllt kröfur um birtingu upplýsinga samkvæmt reglum First North Iceland. Með þessu er langt gengið í átt að því regluverki sem á við um töku fjármálagerninga til víðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.

Að þessu öllu virtu er ljóst að reglur sem gilda um skráningu fjármálagerninga á markaðstorgi fjármálagerninga eru um margt sambærilegar þeim reglum sem eiga við á skipulegum mörkuðum og fara nærri regluverki skipulegra markaða.

### **Efni frumvarpsins.**

Í 1. gr. frumvarpsins er lagt til að lífeyrissjóðum verði heimilt að fjárfesta í þeim tegundum verðbréfa sem tiltekin eru í ákvæðinu og verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF), til jafns á við verðbréf sem hafa verið tekin til viðskipta á skipulegum markaði. Hér er átt við markaðstorg fjármálagerninga samkvæmt skilgreiningu laga um verðbréfavíðskipti, nr. 108/2007, sem rekið er af til þess bærum aðila sem fengið hefur leyfi frá Fjármálaeftirlitinu.

Með þessu er aðeins lagt til að lífeyrissjóðum verði heimilað að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgum fjármálagerninga sem starfa í samræmi við þær kröfur sem gerðar eru í íslenskum lögum og falla undir eftirlit Fjármálaeftirlitsins. Ástæðan fyrir þessum áskilnaði er að mismunandi skilyrði geta átt við um rekstur og skipulag markaðstorga fjármálagerninga í löggjöf Evrópuríkja, en hér á landi hefur verið gengið lengra en víðast hvar annars staðar í því að lögfesta sambærileg skilyrði og gilda um skipulega markaði.

Telja verður að sterk rök séu fyrir því að rýmka heimildir lífeyrissjóða til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga. Það má telja ljóst að verndarhagsmunir þeir sem búa að baki þeim skilyrðum sem sett eru fram í 2. mgr. 36. gr. séu að stærstum hluta tryggðir með sama hætti með því regluverki sem gildir um markaðstorg fjármálagerninga sem rekið er hér á landi og er undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Með leyfi Fjármálaeftirlitsins er í þessum skilningi vísað til starfsleyfis skv. g-lið 6. tölul. 1. mgr. 3. gr. laga um fjármálafyrirtæki.

Ásamt því að veita lífeyrissjóðum skýra heimild til að fjárfesta í verðbréfum sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga er með breytingunni tekinn af allur vafi um að verðbréf sem falla undir ákvæðið þurfi ekki öllum stundum að hafa skráð kaup- og sölugengi eins og orðalag núgildandi laga virðist gera áskilnað um. Það er því nægjanlegt að verslað sé með verðbréfin á markaðstorgi fjármálagerninga eða þau hafi verið tekin til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði.