



BA í lögfræði

Hvað skilur viðskiptavakt frá
markaðsmisnotkun?

Júní, 2019

Nafn nemanda: Sýlvía Rut Sævarsdóttir

Kennitala: 061094 – 2109

Leiðbeinandi: Andri Fannar Bergþórsson

Útdráttur

Hvað skilur viðskiptavakt frá markaðsmisnotkun.

Meginmarkmið ritgerðarinnar er að greina hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun. Hluti af því er að greina hvað skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshögðun, þ.á m. lögmætri hegðun eins og viðskiptavakt. Fjallað verður fyrst með almennum hætti um markaðsmisnotkun og einkenni hennar. Til þess að geta greint viðskiptavakt frá markaðsmisnotkun þarf fyrst að skýra frá hvaða skilyrði þurfa að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun. Lagt er til að tvö hlutlæg skilyrði þurfi að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun. Til þess að geta komist að niðurstöðu verður greint frá viðskiptavakt og hvert eðli viðskiptavaktar sé. Viðskiptavakar eiga að stuðla að góðri verðmyndun og seljanleika á markaði með því að tryggja að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar á markaði. Hæstiréttur Íslands hefur komist að þeirri niðurstöðu að viðskiptavakt í eigin bréfum samrýmist ekki ákvæðum laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Til samanburðar við íslenska dómaframkvæmd verður greint frá dönsku máli þar sem rétturinn nálgadist málið á annan veg heldur en Hæstiréttur Íslands og fór þá leið að skoða háttsemina sjálfa. Nýlega var innleitt í EES-samninginn tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins MiFID II 2014/65/ESB um markaði fyrir fjármálagerninga og þá er nú þegar búið að innleiða reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga. Því munu reglur um viðskiptavakt taka nokkrum breytingum. Reglur MiFID II útiloka ekki, að því virðist, viðskiptavakt í eigin bréfum og því verður skoðað hvort það breyti fordæmi Hæstaréttar hvað varðar viðskiptavakt í eigin bréfum. Helsta niðurstaða ritgerðarinnar er sú að röng eða misvísandi upplýsingagjöf er það sem skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshögðun, þ.á m. lögmætri hegðun eins og viðskiptavakt.

Abstract

What does distinguish market maker from market manipulation.

The aim of this essay is to analyse when does market making become market manipulation. Part of that is to make a distinction between market manipulation from another market behavior, including legitimate behavior such as market maker. First, market manipulation will be discussed in a general manner and its symptoms. In order to distinguish between market maker and market manipulation, it is necessary to clarify what condition must be required so behavior is subsumed market manipulation. It is proposed that market manipulation requires two objective elements. Then, in order to be able to reach a conclusion, market maker will be analysed and the role of a market maker. Market maker should provide buy and sell offers in a financial instrument to ensure good price determination and a minimum liquidity in the instrument. The supreme court of Iceland has come to a conclusion that market maker in own shares does not conform to the Icelandic provision of Act no. 108/2007 on Securities Transactions. In comparison with Icelandic case law, Danish judgment will be analysed. Instead of discussing whether market maker in own shares was permitted or not like the Icelandic court approached the cases, the Danish court analysed the behavior. Directive of the European Parliament and of the Council, MiFID II 2014/65/EU on financial instruments markets was incorporated recently into the EEA agreement. The regulation of the European Union no. 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps has already been incorporated into Icelandic law. Therefore legal provisions on market making is likely to change. It seems that the provision of MiFID does not exclude market maker in own share, therefore it will be examined whether that will change the precedence of the Supreme Court of Iceland regarding market maker in own shares. The main conclusion of this essay is that wrong or misleading information is what distinguish market manipulation from other market behavior, including legitimate behavior such as market maker.

Efnisyfirlit

Lagaskrá	v
Dómaskrá.....	viii
1 Inngangur.....	1
2 Markaðsmisnotkun.....	4
2.1 Almenn um markaðsmisnotkun	4
2.2 Hlutlæg skilyrði markaðsmisnotkunar	6
2.2.1 Almenn um skilyrðin	6
2.2.2 Rangar eða misvísandi upplýsingar í verki.....	7
2.2.2.1 Sýndarviðskipti	8
2.2.2.2 Viðskipti í annarlegum tilgangi	9
3 Viðskiptavakt.....	11
3.1 Almenn	11
3.2 Samningsbundin skylda um viðskiptavaka.....	12
3.3 Eðli viðskiptavaktar	12
4 Hvað skilur viðskiptavakt frá markaðsmisnotkun?	15
4.1 Almenn	15
4.2 Íslensk dómafrankvæmd í málum er varða markaðsmisnotkun.....	17
4.2.1 Landsbankamálið og Kaupþingsmálið	17
4.3 Nálgun Hæstaréttar	19
4.4 Dönsk frankvæmd um viðskiptavakt í eigin bréfum	19
4.4.1 Almenn	19
4.4.2 Leiðbeiningar danska fjármálaeftirlitsins hvernig stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum.....	20
4.4.3 Aarhus Lokabank málið	21
4.5 Samanburður á nálgun Hæstaréttar Íslands og Vestri Landsréttar í Danmörku	22
4.5.1 Hefði Hæstaréttar getað nálgast markaðsmisnotkunarmálin með sambærilegum hætti og Vestri Landsréttur?.....	22
4.5.2 Hvernig væri hægt að nálgast sambærileg mál?	24
4.6 Breytingar með nýju Evrópuregluverki	25
4.6.1 Skilgreining á viðskiptavaka í MiFID II og skortsölureglugerðinni	25
4.6.2 MiFID II.....	27
4.6.3 Breytingar í kjölfar MiFID II og skortsölureglugerðarinnar	29

4.6.4 Munu breytingar með MiFID II og skortsölureglugerðinni breyta fordæmi Hæstaréttar?	30
5 Samantekt og niðurstöður	33
Heimildaskrá.....	36

Lagaskrá

Íslensk lög

Lög um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003, nr. 31/2005

Lög um hlutafélög, nr. 2/1995

Lög um skortsölu og skuldatryggingar, nr. 55/2017

Lög um verðbréfavíðskipti, nr. 33/2003

Lög um verðbréfavíðskipti, nr. 108/2007

Reglugerðir

Reglugerð um innherjaupplýsingar og markaðssvik, nr. 630/2005

Reglugerð um upplýsingagjöf og tilkynningarskyldu skv. lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti, nr. 707/2008

Evrópulöggjöf

Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 Supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as Regards an Exemption for Certain Third Countries Public Bodies and Central Banks, the Indicators of Market Manipulation, the Disclosure Thresholds, the Competent Authority for Notifications of Delays, the Permission for Trading during Closed Periods and Types of Notifiable Managers' Transactions [2016] OJ L 088/1

Commission Delegated Regulation (EU) 2017/578 of 13 June 2016 Supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments with Regard to Regulatory Technical Standards Specifying the Requirements on Market Making Agreements and Schemes [2017] OJ L 087/183

Commission, 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)' COM (2001) 0281 final

Commission, ‘Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)’ COM(2011) 651 final

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [2003] OJ L 096/16

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments and amending Council Directives 85/611/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [2004] OJ L145/1

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA Relevance [2014] OJ L173/349

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 1095/2010 frá 24. nóvember 2010 um að koma á fót evrópskri eftirlitsstofnun (Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin), um breytingu á ákvörðun nr. 716/2009/EB og um niðurfellingu á ákvörðun framkvæmdastjórnarinnar 2009/77/EB OJ L 331/84

Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC [2014] OJ L 173/1

Lögskýringargögn

Alþt. 1995-1996, A-deild, þskj. 102 – 99. mál

Alþt. 2004-2005, A-deild, 3639

Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 – 503. mál

Alþjóðleg lögskýringargögn

CESR/04-505b

Dómaskrá

Dómar héraðsdóms

Dómur Héraðsdóms Reykjavíkur 3. desember 2003 í máli nr. S-1635/2003

Dómar Hæstaréttar

Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015

Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014

Hrd. 12. febrúar 2015 í máli nr. 145/2014

Dómar frá Danmörku

S-2313-14. 8. júní 2016 VL

Dómar frá Svíþjóð

RH 2008 s. 4343

1 Inngangur

Í byrjun október 2008 varð íslenska efnahagskerfið fyrir gríðarlegu áfalli þegar þrjár stærstu bankar landsins féllu og ríkið tók yfir reksturinn. Traust og trúverðugleiki er forsenda þess að markaðir með fjármálagerninga geti viðgengist. Eftir efnahagshrunið árið 2008 varð traust og trúverðugleiki fyrir miklu tjóni, en það er enn verið að vinna aftur upp fullnægjandi traust.¹

Meginmarkmið með banni markaðsmisnotkunar er að stuðla að því að verðbréfamarkaðurinn geti starfað á eðlilegan hátt og að allir standi jafnt að vígi.² Bann við markaðsmisnotkun hefur meðal annars þann tilgang að stuðla að jafnræði fjárfesta, auka gagnsæi á markaði, minnka líkur á misnotkun upplýsinga og þar með auka traust og trúverðugleika á markaði.³

Fyrir efnahagshrunið árið 2008 hafði lítið reynt á markaðsmisnotkun í framkvæmd hérlendis og eina dómafordæmið var héraðsdómur frá árinu 2003.⁴ Frá árinu 2011 hafa fallið sex dómur í Hæstarétti Íslands þar sem sakfelld hefur verið fyrir markaðsmisnotkun.⁵ Hugtökin viðskiptavakt, viðskiptavaki og óformleg viðskiptavakt skiptu heilmiklu máli í markaðsmisnotkunarmálum hinna föllnu banka. Í markaðsmisnotkunarmálunum héldu ákærðu því fram að bankarnir hefðu verið að stunda óformlega viðskiptavakt eða með því að mynda markað með bréfin. Hæstiréttur Íslands komst að þeirri niðurstöðu í svonefndu Landsbankamáli⁶ og svonefndu Kaupþingsmáli⁷ að fjármálafyrirtæki, sem hefur heimild til verðbréfavíðskipta, væri óheimilt að stunda viðskiptavakt með eigin bréf í þeim tilgangi að greiða fyrir að markaðsverð skapist á hlutunum.

Hlutverk viðskiptavaka er mikilvægt á fjármálamarkaði til að stuðla að eðlilegri verðmyndun á fjármálagerningum sem skráðir eru á skipulegum verðbréfamörkuðum. Þannig geta viðskiptavakar aukið áreiðanleika og traust á markaðinum. Hugmyndin er sú að viðskiptavakar eiga að tryggja seljanleika, en ekki hafa áhrif á verðmyndun, þannig að ávallt sé til staðar kaup- og sölutilboð til að svara og ýta undir framboð og eftirspurn.⁸ Það er mikilvægt að aðilum á

¹ Aðalsteinn Egill Jónasson, *Markaðssvik* (Codex 2017) 23–24; Lárus L. Blöndal o.fl., „Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið“ (október 2018) <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=c76c0d02-fcab-11e8-942f-005056bc4d74>>.

² Jesper Lau Hansen, *Informationsmisbrug: en analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime* (Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2001) 553.

³ Aðalsteinn Egill Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Codex 2009) 329.

⁴ Dómur héraðsdóms Reykjavíkur 3. desember 2003 í máli nr. S-1635/2003; Andri Fannar Bergþórsson, „Markaðsmisnotkun við opnun og lokun markaðar“ (2012) 62 Tímarit Lögfræðinga 51, 52.

⁵ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2) Tímarit Lögréttu 238.

⁶ Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014.

⁷ Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

⁸ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 379.

markaði sé tilkynnt hver viðskiptavaki er og sé kunnugt um hegðun hans svo hún gefi ekki til kynna falskt framboð og eftirspurn.

Meginmarkmið ritgerðarinnar er að greina hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun. Hluti af því er að greina hvað skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri hegðun eins og viðskiptavakt. Þannig verður skoðað hvenær hefðbundin hegðun viðskiptavaka (stuðla að verðmyndun) verður að markaðsmisnotkun (stýra verðinu).

Umfjölluninni verður þannig háttað að í öðrum kafla verður fyrst fjallað almennt um markaðsmisnotkun. Með hliðsjón af þróun dómaframkvæmdar í málum er varðar markaðsmisnotkun mætti ætla að lægi skýrt fyrir hvaða skilyrði þurfa að vera fyrirbyggjandi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun. Hins vegar hefur skilgreiningin á markaðsmisnotkun að geyma ýmis opin og óljós hugtök.⁹ Farið verður yfir hin hlutlægu skilyrði markaðsmisnotkunar en byggt er á því að það séu tvö hlutlæg skilyrði markaðsmisnotkunar. Skilyrðin eru þau að í fyrsta lagi sé um að ræða verulega ranga eða misvísandi upplýsingagjöf, þá annaðhvort í orði eða verki, og í öðru lagi að sú upplýsingagjöf sé líkleg til að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og aðra gerninga sem falla undir bann við markaðsmisnotkun. Viðkomandi þarf að hafa vitað eða mátt vita að þessi tvö hlutlægu skilyrði séu fyrir hendi og engar lögmætar ástæður séu að baki eða um sé að ræða viðurkennda markaðsframkvæmd. Í ritgerðinni verður þó aðallega gerð grein fyrir því þegar röng eða misvísandi upplýsingagjöf er viðhöfð í verki.

Í þriðja kafla verður dregið fram hvað sé viðskiptavakt og skoðað verður meðal annars skilgreining í 116. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007.¹⁰ Fjallað verður um sammingsbundna skyldu viðskiptavaka en samkvæmt 1. mgr. 116. gr. vvl. getur fjármálafyrirtæki sem hefur heimild til verðbréfavíðskipta skuldbundið sig til að vera viðskiptavaki með samningi við útgefanda fjármálagerninga. Þá verður fjallað um hvert eðli viðskiptavaktar sé.

Meginþungi umfjöllunarinnar kemur fram í fjórða kafla ritgerðarinnar. Þar verður skoðað hver séu hin raunverulegu skil milli viðskiptavakahegðunar og markaðsmisnotkunar, þ.e.a.s. hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun. Þá verður fjallað um íslenska dóma, í

⁹ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2) Tímarit Lögréttu 238, 242.

¹⁰ Hér eftir vvl.

svonefndu Landsbankamáli¹¹ og svonefndu Kaupþingsmáli,¹² og hvernig Hæstiréttur nálgast framangreind mál. Þá verður skoðuð umfjöllun danska fjármálaeftirlitsins um viðskiptavakt en ólíkt héraðs, þar sem er sérákvæði um viðskiptavakt í 116. gr. vvl., þá voru engin ákvæði í lögum í Danmörku né reglugerðum sem mæla fyrir um hvernig eigi að stunda viðskiptavakt. Fjármálaeftirlitið í Danmörku hefur þar að auki gefið út leiðbeiningar hvernig stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum enda geta útgefendur freistast til að hafa áhrif á verð eigin hlutabréfa. Fjallað verður um danskt mál í svonefndu Aarhus Lokabank máli.¹³ Með hliðsjón af því verður skoðað hvort Hæstiréttur hefði getað nálgast háttsemina með öðrum hætti, til dæmis eins og rétturinn í danska Aarhus Lokabank málinu gerði. Jafnframt verður fjallað um hvort Hæstiréttur gæti nálgast sambærileg mál á annan veg með hliðsjón af niðurstöðu um hvað það er sem skilur viðskiptavakt frá markaðsmisnotkun.

Þá verður gerð grein fyrir skilgreiningu viðskiptavaktar í tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins MiFID II¹⁴ 2014/65/ESB um markaði fyrir fjármálagerninga¹⁵ og reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012¹⁶ um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga.¹⁷ Að lokum verður vikið að væntanlegum breytingum með MiFID II og hvort þær breyti fordæmi Hæstaréttar þar sem MiFID II gerir ekki fortakslausu kröfu um viðskiptavakasamning og að því virðist útiloka reglur MiFID II ekki viðskiptavakt í eigin bréfum.

¹¹ Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014.

¹² Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

¹³ S-2313-14. 8. júní 2016 VL.

¹⁴ Hér eftir MiFID II.

¹⁵ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA Relevance [2014] OJ L173/349.

¹⁶ Hér eftir nefnd skortsölureglugerðin.

¹⁷ Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012 frá 14. mars 2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga.

2 Markaðsmisnotkun

2.1 Almennt um markaðsmisnotkun

Við gildistöku laga nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti var tekið upp sérákvæði um markaðsmisnotkun og er nú að finna í 117. gr. vvl. Ákvæði 117. gr. vvl. gildir um annars vegar fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta eða óskað hefur verið eftir að verði teknir til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hérlendis, á Evrópska efnahagssvæðinu eða á hliðstæðum erlendum mörkuðum og hins vegar fjármálagerninga sem átt er viðskipti með á markaðstorgi fjármálagerninga hérlendis, sbr. 1.tl. 1. mgr. 115. gr. og 2. mgr. 115. gr. vvl.

Hugtakið markaðsmisnotkun¹⁸ hefur verið skilgreint á mismunandi hátt en almennt er viðurkennt að engin fullnægjandi skilgreining sé til.¹⁹ Almennt felst þó í hugtakinu markaðsmisnotkun að fjármálagerningar²⁰ eru keyptir eða seldir í því skyni að veita verðbréfamarkaðinum misvísandi upplýsingar, hafa áhrif á verðmyndun verðbréfa eða jafnvel leiða aðra aðila á markaðinum til viðskipta með verðbréfin.²¹ Fjárfestar taka því ákvörðun um að eiga viðskipti á rögum forsendum. Markaðsmisnotkun dregur því almennt úr áreiðanleika upplýsinga sem leiðir til tortryggni og dregur því úr gagnsæi og skilvirkni markaða.²² Upplýsingar um viðskipti og tilboð sem sýnileg verða aðilum á markaði er mikilvæg forsenda verðmyndunar. Viðskipti eða tilboð sem gefa ranga eða villandi mynd af framboði, eftirspurn og verði fjármálagerninga geta því haft alvarlegar afleiðingar fyrir markaðinn.²³

Miðað við þróun síðustu ára í málum er varða markaðsmisnotkun má ætla að lægi skýrt fyrir hvaða háttsemi megi falla undir markaðsmisnotkun. Hins vegar veita regluverk og dómaframkvæmd aðeins ákveðnar vísbendingar um það og virðist vandinn liggja í því hvernig markaðsmisnotkun er skilgreind bæði hérlendis og í Evrópu. Skilgreining á markaðsmisnotkun í 117. gr. vvl. er ítarleg en vísar hins vegar til hugtaka sem eru opin og matskennd, svo sem „rangar upplýsingar“ og „sýndarmennska“ sem dæmi má nefna. Markaðsmisnotkun getur varðað

¹⁸ Á ensku: „market manipulation“.

¹⁹ Daniel Fischel og David Ross, „Should the Law Prohibit „Manipulation“ in Financial Markets?“ (1991) 105 (2) Harvard law review 503, 506.

²⁰ Athuga að áður tók ákvæði 117. gr. til verðbréfa en nú tekur ákvæðið til fjármálagerninga sem nær til fleiri gerninga en verðbréfa.

²¹ Alþt. 1995-1996, A-deild, þskj. 102 - 99. mál.

²² Jóhannes Sigurðsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Codex 2004) 349.

²³ Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 - 503. mál.

sektum eða fangelsi allt að sex árum, sbr. 146. gr. vvl., og því má telja mikilvægt að átta sig á því hvaða háttsemi teljist markaðsmisnotkun.²⁴

Áður en fjallað verður um hvaða skilyrði þurfa að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun er rétt að greina frá Markaðssvikatilskipuninni (MAD)²⁵ og nýrri reglugerð um markaðssvik nr. 596/2014 (MAR).²⁶ MAD var innleitt í íslenskan rétt með breytingarlögum nr. 31/2005 og reglugerð nr. 630/2005 um markaðssvik og innherjaupplýsingar, en með innleiðingu á MAD var lagður grunnur að þeim reglum sem gilda enn í dag um markaðssvik samkvæmt ákvæðum vvl., reglugerða og reglna settum samkvæmt þeim.²⁷ Með MAD-tilskipuninni var stefnt að því að samhæfa reglur er varða innri markaði á sviði fjármála í Evrópu og efla traust fjárfesta á verðbréfamörkuðum, meðal annars með því að leggja til bann við innherjasvikum og markaðsmisnotkun.²⁸ Megintilgangur MAD-tilskipunarinnar var að koma á laggirnar banni gegn markaðssvikum á EES-svæðinu.²⁹ MAD og afleiddar tilskipanir voru hugsaðar sem lágmarkssamræming á löggjöf á þessu sviði, sem þýddi að aðildarríki innan EES þurftu að fylgja reglum tilskipunarinnar en gátu gengið lengra með ákveðnar reglur, til dæmis með því að gera auknar kröfur.³⁰

MAR er ætlað að leysa MAD af hólmi en gildissvið MAD var talið of þröngt þar sem tilskipunin náði aðeins til viðskipta með fjármálagerninga sem hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum verðbréfamörkuðum.³¹ Ákvæði 117. gr. vvl. byggir á a- til c-lið 2. tl. 1. gr. MAD en efnislega voru fáar breytingar á skilgreiningu markaðsmisnotkunar með samþykkt MAR. Því ber skilgreiningin enn með sér sömu opnu og matskenndu hugtökin sem eru að finna í 117. gr. vvl. og MAD.³² MAR nær hins vegar til fleiri markaða heldur en MAD-tilskipunin.³³ Í ljósi þess að ekki hefur enn verið innleitt MAR og afleidd löggjöf í íslenskan rétt þá er enn í gildi 1. mgr. 117.

²⁴ Andri Fannar Bergþórsson, *What Is Market Manipulation?: An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context* (Brill 2018) 4; Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 242.

²⁵ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [2003] OJ L 096/16.

²⁶ Sjá reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014 frá 16. apríl 2014 um markaðssvik [2014] OJ L 173/1.

²⁷ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 40.

²⁸ Alþt. 2004-2005, A-deild, 3639, 3666.

²⁹ Jesper Lau Hansen, „MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive“ (2004) 15 *European Business Law Review* 183, 204.

³⁰ Luca Enriques og Matteo Gatti, „Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?“ (2008) 14 (1) *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 61.

³¹ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 43.

³² Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 252.

³³ Sjá 2. gr. MAR sem fjallar um gildissvið bannsins.

gr. vvl. sem byggir á MAD. Þó eru allar líkur á að innleiðing verði lokið í lok þessa árs, 2019.³⁴ Þar sem skilgreiningin í 117. gr. vvl. verður samhljóða MAR-skilgreiningunni skiptir máli fyrir framtíðina að horfa til MAR í stað þess að fjalla um skilgreininguna í vvl. sem byggir á MAD. Hins vegar þar sem skilgreiningin í MAR er efnislega sú sama og í MAD jafnvel þó að gildissviðið hafi verið breikkað er þar af leiðandi er mögulegt að horfa til dómaframkvæmdar héraðs, sem byggir á skilgreiningunni í MAD, þegar hlutlæg skilyrði markaðsmisnotkunar samkvæmt MAR eru skoðuð.

Í eftirfarandi umfjöllun verður fjallað um hlutlæg skilyrði sem verða að vera fyrir hendi til þess að háttsemi falli undir markaðsmisnotkun. Hlutlægu skilyrðin eru þau að í fyrsta lagi sé um að ræða verulega ranga eða misvísandi upplýsingagjöf, annaðhvort í orði eða verki, og í öðru lagi að sú upplýsingagjöf sé líkleg til að hafa áhrif á virði þá fjármálagerninga sem falla undir bann við markaðsmisnotkun. Nauðsynlegt er að gera grein fyrir hvaða háttsemi getur fallið undir markaðsmisnotkun svo hægt sé að greina hana frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri hegðun viðskiptavaka.

2.2 Hlutlæg skilyrði markaðsmisnotkunar

2.2.1 Almennt um skilyrðin

Til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun, eins og það er skilgreint í núgildandi verðbréfavíðskiptalögum og í 12. gr. MAR, má segja að tvö hlutlæg skilyrði þurfi að vera fyrir hendi. Skilyrðin eru 1) að um sé að ræða verulega ranga eða misvísandi upplýsingagjöf, þá annaðhvort í orði eða verki, og 2) sú upplýsingagjöf sé líkleg til að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og annarra gerninga sem falla undir bann við markaðsmisnotkun. Þá þarf viðkomandi að hafa mátt vita að þessi tvö hlutlægu skilyrði séu til staðar og engar lögmætar ástæður séu að baki né viðurkennd markaðsframkvæmd.

Þetta er í raun einfaldað ferli og er ætlað að sýna hvaða skilyrði þurfa að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun. Hugmyndin að þessu ferli kemur óbeint frá nálgun sænskra dómstóla í markaðsmisnotkunarmálum, en sænskir dómstólar hafa í hverju máli fjallað með skipulegum hætti hvort skilyrðin séu fyrir hendi áður en komist er að niðurstöðu um

³⁴ Fjármálaeftirlitið, „Áætlun um setningu reglna og útgáfu leiðbeinandi tilmæla 2018-2019“ (*Fjármálaeftirlitið*, 31. janúar 2018) <<https://www.fme.is/media/um-fme/Aaetlun-FME-2018-januar.pdf>>.

brotið.³⁵ Þessa nálgun má meðal annars sjá í dóm sænska áfrýjunardómstólsins, Svea Hovätt, frá 30. maí 2008 í máli nr. B 4343-07.³⁶

Leggja má til grundvallar að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar.³⁷ Með rangri eða misvísandi upplýsingagjöf er átt við þegar misræmi er á upplýsingum þess sem miðlar þeim, hvað hann telur vera rétt eða hefði átt að vita að sé rétt, og hvað upplýsingarnar gefa í raun til kynna. Þannig til að mynda ef aðili veit að staðreyndin er X en segir hana vera Y, er hann að veita rangar upplýsingar. Þá breytir því engu ef staðreyndin sé Y þar sem hann taldi staðreynd X vera rétta. Upplýsingunum getur verið miðlað í orði eða verki.³⁸

Í eftirfarandi umfjöllun verður aðeins gert grein fyrir röngum eða misvísandi upplýsingum í verki (í viðskiptum eða með tilboðum) þar sem markmiðið með ritgerðinni er að greina markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri hegðun viðskiptavaka. Þar sem viðskiptavakt fer almennt fram með viðskiptum þykir ekki tilefni í ritgerð þessari að fjalla um rangar eða misvísandi upplýsingar í orði.

2.2.2 Rangar eða misvísandi upplýsingar í verki

Ef lagt er til grundvallar að rangar eða misvísandi upplýsingar séu kjarni markaðsmisnotkunar má flokka markaðsmisnotkun í tvo flokka, þ.e. markaðsmisnotkun í orði og markaðsmisnotkun í verki. Sú flokkun sé í samræmi við að upplýsingum er miðlað í orðum, töluðu máli eða rituðu, eða í verki þar sem tjáning á sér stað í viðskiptum eða með tilboðum.

Greina má rangar eða misvísandi upplýsingar í verki í tvennt, þ.e. sýndarviðskipti og eiga viðskipti í annarlegum tilgangi. Meginmunurinn á þessu er að með sýndarviðskiptum er engin raunveruleg breyting á eignaréttindum eða markaðsáhættu en með viðskipti í annarlegum tilgangi flyst eignarétturinn eða markaðsáhættan raunverulega frá seljanda til kaupanda. Hins vegar þegar ástæða fyrir viðskiptum er sú að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og hagnast á tengdri stöðu getur sú háttsemi fallið undir þann flokk að eiga viðskipti í annarlegum tilgangi.³⁹

³⁵ Andri Fannar Bergþórsson, *What Is Market Manipulation?* (n. 24) 142; Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 262.

³⁶ RH 2008 s. 4343.

³⁷ Andri Fannar Bergþórsson, *What Is Market Manipulation?* (n. 24) 82; Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 290.

³⁸ Hansen (n. 2) 15.

³⁹ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 276–277.

2.2.2.1 Sýndarviðskipti

Samkvæmt 2. tl. 1. mgr. 117. gr. vvl. er með markaðsmisnotkun átt við að eiga viðskipti eða gera tilboð sem byggð eru á þvættingi eða þar sem notuð eru einhver form blekkingar eða sýndarmennsku. Eins og fyrr kom fram byggist ákvæðið á a- til c-lið 2. tl. 1. gr. MAD⁴⁰. Í kjölfar innleiðingar á MAR, sem leysir MAD af hólmi, mun eiga sér breyting á þessu ákvæði en samkvæmt b-lið 1. tl. 12. gr. MAR er bætt við því skilyrði að viðkomandi hegðun hafi eða sé líkleg til að hafa áhrif á verð fjármálagerninga. Því mun ekki duga að sanna að tilboð eða viðskipti hafi byggst á tilbúningi eða blekkingu heldur þarf jafnframt að sanna að þau hafi eða séu líkleg til að hafa áhrif á verð fjármálagerninga. Samkvæmt leiðbeiningum Samtaka evrópskra verðbréfaeftirlita (CESR),⁴¹ en Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin (ESMA) hefur nú tekið við af CESR,⁴² getur háttsemi falið í sér markaðsmisnotkun að leyna raunverulegri eignaraðild í viðskiptum sem annars væru tilkynningarskyld.⁴³

Með sýndarviðskiptum er engin raunveruleg breyting á eignaréttindum eða markaðsáhættu. Þar af leiðandi felst ranga eða misvísandi upplýsingagjöfin í því að mikilvægum upplýsingum er haldið leyndum frá markaðinum. Markaðurinn heldur því að raunveruleg viðskipti og eftirspurn hafi átt sér stað og því er misræmi milli þess hvað markaðurinn heldur að hafi átt sér stað og hvað í raun átti sér stað, til dæmis að sá sem átti í viðskiptunum hafi verið báðum megin við borðið í viðskiptunum og því hafi hvorki átt sér stað breyting á eignaréttindum né markaðsáhættu.⁴⁴

Þegar viðkomandi sem á viðskipti er bæði, beint eða óbeint, kaupandi og seljandi þeirra, til dæmis þannig að báðir lúta yferráðum sama aðilans er það alla jafna nefnt „wash trades“. Það má segja að það sé skýrt dæmi um hvað felst í sýndarviðskiptum.⁴⁵ Háttsemin er skilgreind í a-lið 3. gr. í viðauka II í reglugerð framkvæmdastjórnarinnar frá 2016 en þar kemur fram að með „wash trades“ er átt við þegar engin raunveruleg breyting verður á eignarétti eða markaðsáhættu við

⁴⁰ Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2003/6/EB. (e. Market abuse directive 2003/6/EB).

⁴¹ „Sjá til dæmis forsendu 67. reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 1095/2010 frá 24. nóvember 2010 um að setja á fót evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnun [2010] OJ L 331/84.

⁴² Niamh Moloney, „The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market — A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making“ (2011) 12 (1) European Business Organization Law Review 41, 43; European Union, „The European Securities and Markets Authority (ESMA)“ (*European Union*, 16. júní 2016) <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en> skoðað 4. apríl 2019.

⁴³ CESR/04-505b 12. Sjá nú d-lið 3. tl. 1. hluta viðauka II við viðbótarreglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/522/EC sem mun taka gildi við innleiðingu MAR.

⁴⁴ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 279.

⁴⁵ Jóhannes Sigurðsson (n. 22) 356.

kaup eða sölu á fjármálagerningum eða þá að framsal eignaréttar eða markaðsáhattu á sér stað milli aðila sem eru eða hafa átt í samráði.⁴⁶

Slíkt átti meðal annars sér stað í svonefndu Al Thani máli⁴⁷ þar sem Kaupþing banki seldi bréf í stórum utanþingsviðskiptum til valinna viðskiptavina sem voru að fullu fjármögnuð með lánveitingum frá sjálfum Kaupþingi banka. Markaðurinn sá að raunverulegur kaupáhugi væri til staðar meðan staðreyndin var sú að viðkomandi viðskiptavinir Kaupþings banka sem keyptu bréfin tóku enga áhættu með kaupunum þar sem markaðsáhættan fluttist ekki frá bankanum yfir til kaupendanna. Þar af leiðandi voru viðskiptin blekkjandi fyrir markaðinn.

2.2.2.2 Viðskipti í annarlegum tilgangi

Öll viðskipti og tilboð eru bær um að hafa að einhverju leyti áhrif á verðmyndun fjármálagerninga. Það er fyrst sem grunur vaknar um markaðsmisnotkun þegar viðskipti eða tilboð sem bjóðast eru óvenjuleg á þann hátt að þau birti eða séu líkleg til að birta gagnvart öðrum fjárfestum ranga eða misvísandi mynd af virði fjármálagerninga.⁴⁸

Með viðskiptum í annarlegum tilgangi færast raunverulegur eignaréttur eða markaðsáhatta frá seljanda til kaupanda. Það er einungis í þeim tilvikum þegar liggur fyrir að ástæðan fyrir viðskiptunum eða tilboðunum er sú að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og hagnast á tengdri stöðu sem það geti talist röng eða misvísandi upplýsingagjöf og þar með talist falla undir þann flokk að eiga viðskipti í annarlegum tilgangi.⁴⁹ Ranga og misvísandi upplýsingagjöfin felst þar af leiðandi í því að ósamræmi er milli upplýsinga sem miðlað er til markaðarins og þess aðila sem átti viðskiptin vissi um þau, svo sem þegar markaðurinn heldur að sé kaupáhugi til staðar en í raun var enginn áhugi á að kaupa né selja heldur einungis að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og hagnast á tengdri stöðu.⁵⁰

Dæmi um þessa tegund markaðsmisnotkunar er gólf eða þak í verðmyndun þar sem er leitast er eftir því að koma í veg fyrir eða hægja á að verð fjármálagernings lækki niður fyrir ákveðin

⁴⁶ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522 of 17 December 2015 Supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as Regards an Exemption for Certain Third Countries Public Bodies and Central Banks, the Indicators of Market Manipulation, the Disclosure Thresholds, the Competent Authority for Notifications of Delays, the Permission for Trading during Closed Periods and Types of Notifiable Managers' Transactions (Text with EEA Relevance) [2016] OJ L 088/1.

⁴⁷ Hrd. 12. febrúar 2015 í máli nr. 145/2014.

⁴⁸ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 459.

⁴⁹ Andri Fannar Bergþórsson, *What Is Market Manipulation?* (n. 24) 168.

⁵⁰ Financial Services Authority, „Market abuse. Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct“ (júní 1998) 10 <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp10.pdf>>.

mörk (gólf) eða hækki yfir ákveðin mörk (þak), aðallega til þess að koma í veg fyrir neikvæðar afleiðingar sem geta stafað af breytingum á verði fjármálagernings.⁵¹ Fjárfestar geta haft hagsmuni af því að virði fjármálagernings fari ekki undir eða yfir ákveðin mörk. Til dæmis ef trygging er við láni og aukna tryggingu þarf ef gengi lækkar þá má segja að hagsmunirnir séu þeir að halda uppi gengi til þess að þurfa ekki að veita auknar tryggingar.

Í tveim dómum Hæstaréttar Íslands var dæmt fyrir hegðun sem hægt er að fella undir markaðsmisnotkun sem myndar gólf í verðmyndun hlutabréfa. Það er í fyrra lagi dómur Hæstaréttar í svonefndu Landsbankamáli⁵² og á annan bóginn dómur Hæstaréttar í svonefndu Kaupþingsmáli.⁵³ Það verður síðar gerð nánari grein fyrir þessum dómum Hæstaréttar Íslands.⁵⁴

Ekki þykir tilefni til að gera nánari grein fyrir markaðsmisnotkun í ritgerð þessari en markmið framangreindrar umfjöllunar var að skoða hvað það er sem einkennir markaðsmisnotkun og hvenær háttsemi fellur undir markaðsmisnotkun til þess að átta sig á því hvað það er sem skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun. Þó verður síðar greint frá dómaframkvæmd er varðar markaðsmisnotkun.

⁵¹ Sjá b-lið 1. gr. í A hluta í II. viðauka við framselda reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/522.

⁵² Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014.

⁵³ Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

⁵⁴ Sjá kafla 4.2.1.

3 Viðskiptavakt

3.1 Almenn

Ákvæði sem fjallaði efnislega um viðskiptavaka var fyrst lögfest í lögum nr. 33/2003, í 40. gr. laganna, en með því var lagður grunnurinn að því ákvæði sem nú er að finna í 116. gr. vvl. og segir orðrétt í ákvæðinu:

1. Fjármálafyrirtæki sem hefur heimild til verðbréfiðskipta getur með samningi við útgefanda fjármálagerninga skuldbundið sig til að vera viðskiptavaki, þ.e. kaupa og selja fyrir eigin reikning eða reikning útgefanda tiltekna fjármálagerninga, í því skyni að greiða fyrir að markaðsverð skapist á þeim.
2. Viðskiptavaki skal tilkynna um samning skv. 1. mgr. til skipulegs verðbréfamarkaðar þar sem viðkomandi fjármálagerningar hafa verið teknir til viðskipta. Tilkynningin skal innihalda eftirfarandi upplýsingar um samninginn:
 1. lágmarksfjárhæð kaup- og sölutilboða,
 2. hámarksfjárhæð heildarviðskipta dag hvern,
 3. hámarksmun á kaup- og sölutilboðum og
 4. hvernig fjármálafyrirtækið hyggst að öðru leyti fullnægja skyldum sínum samkvæmt samningnum.
3. Viðskiptavaki skal dag hvern setja fram kaup- eða sölutilboð í viðskiptakerfi skipulegs verðbréfamarkaðar áður en markaðurinn er opnaður. Verði tilboði viðskiptavaka tekið eða það fellt niður af hans hálfu skal hann setja fram nýtt tilboð eins fljótt og mögulegt er þar til hámarksfjárhæð viðskipta fyrir dag hvern hefur verið náð.
4. Geri fjármálafyrirtæki viðskiptavakasamning um viðskipti fyrir reikning útgefanda skal tryggt að útgefanda sé ekki unnt að hafa áhrif á ákvarðanir um viðskipti á grundvelli samningsins.

Viðskiptavakt felur í sér að fjármálafyrirtæki, sem hefur heimild til verðbréfiðskipta, getur skuldbundið sig með samningi við útgefanda fjármálagerninga að kaupa og selja fyrir eigin reikning eða reikning útgefanda tiltekna fjármálagerninga í því skyni að greiða fyrir því að markaðsverð myndist, sbr. 1. mgr. 116. gr. vvl. Í 115. gr. vvl. er kveðið á um gildissvið XII. kafla laganna og tekur ákvæði 116. gr. vvl. til fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta eða óskað hefur verið eftir að hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum verðbréfamörkuðum eða verðbréfamarkaði héraðs, á Evrópska efnahagssvæðinu eða á sambærilegum erlendum mörkuðum og fjármálagerninga sem tengdir eru einum eða fleiri fjármálagerningum.

3.2 Samningsbundin skylda um viðskiptavaka

Viðskiptavakasamningur felur í sér að fjármálafyrirtæki annast að kaupa og selja fyrir eigin reikning eða reikning útgefanda ákveðna fjármálagerninga í því skyni að markaðsverð myndist, sbr. 1. mgr. 116. gr. vvl. Tilgangur viðskiptavakasamnings getur meðal annars verið sá að efla viðskipti með hlutabréf félags í Kauphöllinni í því skyni að seljanleiki hlutabréfanna aukist, markaðsverð skapist og verðmyndun bréfanna verði með skilvirkum og gagnsæjum hætti.⁵⁵

Í frumvarpi til laga um verðbréfavíðskipti, sem varð að lögum nr. 33/2003, er í athugasemdum um 40. gr. kveðið á um að mögulegt verði að gera viðskiptavakasamning þar sem viðskiptin eigi sér stað fyrir reikning útgefanda. Það sé hins vegar háð því að útgefandi hafi aflað sér heimildar til eigin hluta, sbr. 55. gr. laga um hlutafélög nr. 2/1995. Þó sé mælt fyrir í 4. mgr. að í slíkum tilvikum skuli tryggja að útgefandi geti ekki haft áhrif á ákvarðanir um viðskiptin á grundvelli samningsins. Hæstiréttur hefur túlkað framangreinda málsgrein á þann veg að viðskiptavakt í eigin bréfum væri óheimil.⁵⁶ Þannig sé öruggt að viðskiptavaki taki ávallt sjálfstæðar ákvarðanir um viðskiptin. Þá sé mögulegt að mæla fyrir um þessa tilhögun í samningi um viðskiptavakt.

Samkvæmt 2. mgr. 116. gr. vvl. er viðskiptavaka skylt að tilkynna slíkan samning til skipulegs verðbréfamarkaðs þar sem viðkomandi fjármálagerningar hafa verið teknir til viðskipta. Í 1.-4. tl. framangreinds ákvæðis kemur fram hvað slík tilkynning skuli innihalda.

3.3 Eðli viðskiptavaktar

Framkvæmd viðskiptavaktar felst í raun í því að viðskiptavaki skal leggja fram dag hvern kaup- eða sölutilboð í viðskiptakerfi skipulags verðbréfamarkaðs áður en markaðurinn er opnaður. Viðskiptavaki skal setja fram nýtt tilboð eins skjótt og hægt er ef tilboði hans hefur verið tekið eða það hefur verið fellt niður af hans hálfu, eða þar til hámarksfjárhæð viðskipta fyrir hvern dag hefur verið náð, sbr. 3. mgr. 116. gr. vvl.

Viðskiptavakt fer að jafnaði þannig fram að hlutaðeigandi útgefandi fjármálagerninga gerir samning við viðskiptavaka, venjulega er það banki eða fjármálafyrirtæki, um að leggja fram mismunandi tilboð á markaðinn á hlutabréfum útgefandans til þess að tryggja að ávallt sé hugsanlegt að kaupandi eða seljandi sem samræmist ósk markaðsaðila selji eða kaupi hlutabréf í

⁵⁵ „Leiðrétting Hagar hf. endurnýja samning um viðskiptavakt með hlutabréf fyrirtækisins. Frétt birt 20161102 102607 CET“ (*Landsbankinn*) <<http://www.landsbankinn.is/markadir/frettir/?NewsID=720480&p=47>> skoðað 3. apríl 2019.

⁵⁶ Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014; Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

félaginu. Þegar söluverð viðskiptavaka er í samræmi við kauptilboð á markaðnum þá selur hann sinn hlut og þegar kaupverð viðskiptavaka er í samræmi við sölutilboð á markaði þá kaupir viðskiptavaki hlutabréfin.⁵⁷

Hlutverk viðskiptavaka er mikilvægt á fjármálamarkaði til að tryggja eðlilega verðmyndun á fjármálagerningum sem skráðir eru á skipulegum verðbréfamarkaði. Þar með geta viðskiptavakar aukið traust og trúverðugleika á markaðinum. Viðskiptavakar eiga að tryggja að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar til og þar með stuðla að góðri verðmyndun og lágmarks seljanleika á markaði.⁵⁸ Viðskiptavakar kaupa bréf þau sem þeir hafa tekið að sér þegar engir aðrir kaupendur finnast á markaðinum. Þegar enginn seljandi finnst á markaðnum þá selja viðskiptavakar af eigin bréfum. Þannig geta fjárfestar verið öruggir um að ávallt sé til staðar kaupandi að bréfum þeirra. Viðskiptavaki jafnar þannig sveiflur sem geta myndast á endursölumarkaðinum og af því leiðir að verðáhættan verður minni. Viðskiptavakar hafa tekjur sínar af því að kaupa sjálfir fjármálagerninga á ákveðnu verði og selja þá síðar á nokkru hærra verði.⁵⁹ Að ofangreindu má sjá að hlutverk viðskiptavaka er mikilvægt á fjármálamarkaði. Án viðveru viðskiptavakans yrði fjármálakerfið síður skilvirkara og mun kostnaðarsamara til að viðhalda.⁶⁰

Áhugavert er að líta til ummæla rannsóknarnefndar Alþingis í skýrslu sinni um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008. Að mati rannsóknarnefndarinnar eiga viðskiptavakar að sjá til þess að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar og þannig liðka fyrir viðskiptum og stuðla að eðlilegri verðmyndun. Þegar kaup- og söluprýstingur er til staðar á markaði hafi viðskiptavaki bæði skyldu og hag af því að aðhæfa tilboð sín þar til jafnvægi náist. Þá eigi magn kaup- og sölutilboða viðskiptavaka að vera að mestu leyti jafnt. Hlutverk viðskiptavaka sé ekki að stýra verði fjármálagerninga heldur að stuðla að eðlilegri og skilvirkri verðmyndun.⁶¹

Þegar viðskiptavaki er fjármálafyrirtæki með starfsleyfi til verðbréfavíðskipta og starfar sem slíkur á ákvæði 78. gr. um flöggunarskyldu ekki við um öflun eða ráðstöfun viðskiptavaka á

⁵⁷ Moalem Weitemeyer Bendtsen o.fl., „Fortolkning af market maing- begrebet“ (*Moalem Weitemeyer Bendtsen*, 28. febrúar 2014) <<http://www.mwblaw.dk/Nyheder/Nyheder%202014/~media/News/2014/Market%20Making%20-%20DK.ashx>>.

⁵⁸ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 379.

⁵⁹ Halldór Sveinn Kristinsson, „Skuldabréfamarkaður á Íslandi“ (2002) 4 (1) Peningamál 33, 38.

⁶⁰ Naomi Boyd, „Market Making and Risk Management in Options Markets“ (2015) 18 (1) Review of Derivatives Research 1.

⁶¹ Rannsóknarnefnd Alþingis, „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“ (Bindi 4, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) 64–65 <<https://www.rna.is/eldri- nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-4>>.

hlutunum, sbr. 90. gr. vvl. Til þess að viðskiptavaki geti nýtt framangreinda heimild má hann ekki vera í stjórn viðkomandi útgefanda eða hafa nokkur afskipti af viðskiptum hans, svo sem að hlutast til um að útgefandi haldi verði fjármálagerninga uppi. Samkvæmt 1. mgr. 7. gr. reglugerðar nr. 707/2008⁶² þarf viðskiptavaki sem ætlar að nýta sér framangreinda undanþáguheimild í 90. gr. vvl. að senda Fjármálaeftirlitinu tilkynningu um fyrirhugaða viðskiptavakt og þegar viðskiptavaki hættir að vakta útgefanda.

Hérlendis eru það einungis fjármálafyrirtæki sem er heimilt að stunda viðskiptavakt, sbr. 1. mgr. 116. gr. vvl. Geri fjármálafyrirtæki viðskiptavakasamning um viðskipti fyrir útgefanda fjármálagerninga skal það vera tryggt að útgefandi geti ekki haft áhrif á ákvarðanir um viðskipti á grundvelli sammingsins, sbr. 4. mgr. 116. gr. vvl. Orðalag í 4. mgr. 116. gr. vvl. gefur til kynna að löggjafinn hafi ekki gert ráð fyrir að útgefandi væri viðskiptavaki í eigin bréfum. Hæstiréttur hefur túlkað að það samrýmist ekki ákvæðum vvl. að útgefandi fjármálagernings sé viðskiptavaki í eigin bréfum. Þá hefur Hæstiréttur Íslands komist að þeirri niðurstöðu að fjármálafyrirtækjum, sem hafa heimild til verðbréfavíðskipta, sé óheimilt á grundvelli gagnályktunar frá 116. gr. vvl. að stunda viðskiptavakt með eigin hluti í þeim tilgangi að greiða fyrir því að markaðsverð skapist á hlutunum nema í þeim tilvikum sem 3. mgr. 115. gr. vísar til.⁶³

Eftir að hafa greint frá hvað einkenni markaðsmisnotkun og hvað felst í viðskiptavakt verður í næsta kafla reynt að svara því hver séu hin raunveruleg skil milli viðskiptavaktahegðunar og markaðsmisnotkunar, þ.e.a.s. hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun.

⁶² Reglugerð nr. 707/2008 um upplýsingagjöf og tilkynningarskyldu skv. lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti.

⁶³ Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014; Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

4 Hvað skilur viðskiptavakt frá markaðsmisnotkun?

4.1 Almenn

Brot gegn reglum um viðskiptavaka samkvæmt 116. gr. vvl. felur ekki sjálfkrafa í sér að markaðsmisnotkun hafi átt sér stað í skilningi 117. gr. vvl. Til að um markaðsmisnotkun geti verið að ræða þarf háttsemin að geta verið færð undir verknaðarlýsingu 117. gr. vvl.⁶⁴ Þá verður að hafa í huga skilgreininguna á markaðsmisnotkun í MAR, en eins og áður hefur komið fram er hún efnislega sú sama og sú sem nú er í 117. gr. vvl. þó að gildissviðið sé mun víðara.⁶⁵ Það má segja að tvö hlutlæg skilyrði⁶⁶ þurfi að vera til staðar til að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun eins og það er skilgreint í nágildandi vvl. og 12. gr. MAR.⁶⁷ Því má segja að þegar háttsemi viðskiptavaka er metin skal kanna hvort hin hlutlægu skilyrðin séu fyrir hendi, þ.e.a.s. að um sé að ræða verulega ranga eða misvísandi upplýsingagjöf í verki og að sú upplýsingagjöf sé líkleg til að hafa áhrif á virði fjármálagerninga og annarra gerninga sem falla undir bann við markaðsmisnotkun.

Það má leggja til grundvallar að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar, enda má segja að allir hlutar grunnskilgreiningarinnar á markaðsmisnotkun í 12.gr. MAR feli í sér áskilnað um ranga eða misvísandi upplýsingagjöf. Orðalag fjórða hluta skilgreiningarinnar um tilbúið og óeðlilegt verð, ii. tl. a-liðar 1. mgr. 12. gr. MAR, ber þó ekki skýrt með sér áskilnað um ranga eða misvísandi upplýsingagjöf. Hins vegar ef skoðaðar eru gaumgæfilega þær breytingar sem gerðar hafa verið á grunnskilgreiningunni, í c-lið 1. mgr. 8. gr. tillögu framkvæmdastjórnarinnar að MAR, gefa þær til kynna að orðalagið „ tryggja tilbúið eða óeðlilegt verð“ lýsi rangri eða misvísandi upplýsingagjöf.⁶⁸ Ekki verður farið ítarlegra í ritgerð þessari í þær breytingar sem gerðar voru á MAR-tillögunni. Hins vegar má þessu til stuðnings einnig líta til lögskýringargagna með MAD en þau benda til þess að ætlunin hafi verið að bannið við markaðsmisnotkun hafi einungis átt að ná til rangra eða misvísandi upplýsingagjafar, en það má meðal annars sjá í ummælum í athugasemdum við tillögu framkvæmdastjórnarinnar að

⁶⁴ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 485.

⁶⁵ Sjá 2. gr. MAR sem fjallar um gildissvið bannsins.

⁶⁶ Greint var frá hinum hlutlægu skilyrðum í kafla 2.2.

⁶⁷ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 5) 290.

⁶⁸ Commission, „Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) COM (2011) 651 final.“ (20. október 2011) 32; Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 269–271.

MAD.⁶⁹ Eins og fyrr hefur verið greint frá er skilgreiningin á markaðsmisnotkun í 117. gr. vvl., sem byggir á MAD, efnislega sú sama og í MAR. Þar af leiðandi má leggja til grundvallar að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar, enda vísa allir hlutar grunnskilgreiningarinnar á markaðsmisnotkun í 12. gr. MAR með einum eða öðrum hætti til þess.

Þar sem lagt er til grundvallar að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar má segja að hin raunverulegu skil milli viðskiptavakahegðunar og markaðsmisnotkunar, þ.e.a.s. hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun, er þegar háttsemin gefur rangar eða misvísandi upplýsingar til markaðarins. Því er röng eða misvísandi upplýsingagjöf það sem skilur að háttsemi sem fellur undir markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri háttsemi eins og viðskiptavakt.

Þá má líta til skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis en þar kemur fram að viðskiptavakar eiga að sjá til þess að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar á markaðinum og þannig liðka fyrir viðskiptum og eðlilegri verðmyndun. Viðskiptavakar eiga að haga viðskiptum sínum á þann veg að kauptilboð séu nokkurn veginn til jafns við sölutilboð. Hlutverk viðskiptavaka sé ekki að stýra verðlagi heldur að setja fram kaup- og sölutilboð á markað og þannig stuðla að eðlilegri og skilvirkri verðmyndun. Í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu, sem greint verður frá síðar,⁷⁰ báru ákærðu fyrir sig að bankinn hefði stundað óformlega viðskiptavakt eða með því að mynda markað með bréfin. Að mati rannsóknarnefndar Alþingis hefðu bankarnir sem viðskiptavakar þurft að sjá til þess að eftirspurn og framboð væru nokkurn veginn með sama móti þegar sölubrýstingur átti sér stað svo hluthafar og kaupendur gætu verið sannfærðir um að kaupendur væru til staðar ef þeir hefðu haft hug á því að selja. Með því væri lágmarkuð verðáhætta fjárfesta⁷¹ og eftirspurn hlutabréfa gæti aukist til lengri tíma og þannig væri verið að laða að fjárfesta.⁷² Því má telja að um leið og viðskiptavakar stýri verðlaginu þá séu þeir að veita rangar eða misvísandi upplýsingar til markaðarins og þannig blekkja markaðinn.

Til þess að skoða betur hin raunveruleg skil milli viðskiptavakahegðunar og markaðsmisnotkunar verður fjallað um tvo dóma Hæstaréttar, í svonefndu Landsbankamáli og

⁶⁹ Commission, „Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) COM (2001) 0281 final“ (28. ágúst 2001) 3.

⁷⁰ Sjá kafla 4.2.1.

⁷¹ Verðáhætta fjárfesta ræðst meðal annars af því hversu erfitt eða auðvelt er að selja fjármálagerninga á eftirmarkaði.

⁷² Rannsóknarnefnd Alþingis (n. 61) 64–65.

Kaupþingsmáli, og dóm Vestri Landsréttar í Danmörku, í svonefndu Aarhus Lokalbanc máli, og athugað verður hvernig rétturinn í þeim málum nálgast markaðsmisnotkun og mat á háttsemi viðskiptavaka með hliðsjón af framangreindri umfjöllun.

4.2 Íslensk dómaframkvæmd í málum er varða markaðsmisnotkun

4.2.1 Landsbankamálið og Kaupþingsmálið

Í tveimur dómum Hæstaréttar, svonefndu Landsbankamáli⁷³ og Kaupþingsmáli,⁷⁴ var dæmt fyrir hegðun sem hægt er að fella undir markaðsmisnotkun sem myndar gólf í verðmyndun hlutabréfa. Málin eru í raun keimlík hvað varðar þann hluta sem sneri að kauphliðinni en brotin voru efnislega eins. Því verður til einföldunar fjallað um málin saman.

Í málunum tveimur var ákærðu gert það að sök að hafa framið markaðsmisnotkun með því að hafa myndað gólf í verðmyndun á hlutabréfum í bankanum með umfangsmiklum kaupþilboðum og kaupum á liðlega 11 mánaða tímabili. Í báðum málunum höfðu ákærðu, sem önnuðust fjárfestingar fyrir bankann, lagt fram fyrir hönd bankans í upphafi hvers viðskiptadags á umræddu ákærutímabili tilboð með litlu innbyrðis verðbili í hlutabréf í bankanum í tilboðabók Kauphallarinnar. Þegar framboð á hlutabréfum í hvorum banka fyrir sig var meira en eftirspurn höfðu ákærðu mætt auknu framboði með því að setja ný kaupþilboð jafnharðan og fyrri kaupþilboðum þeirra var tekið. Þannig hefðu ákærðu með þessari háttsemi ýmist komið í veg fyrir eða hægðu á verðlækkun hlutabréfanna. Þá lá fyrir að Landsbankinn og Kaupþing banki höfðu ekki hug á því að eiga meira í eigin hlutum og því hafi markmiðið með viðskiptunum hvorki verið kaupáhugi né hafi viðskiptalegar forsendur legið að baki heldur að tryggja að gengið lækkaði ekki.

Í báðum málunum byggðu ákærðu vörnina meðal annars á því að bankarnir hefðu stundað umrædd viðskipti með eigin hluti með „óformlegri viðskiptavakt“ eða með því að mynda markað með bréfin. Þá héldu ákærðu því fram að allir viðskiptabankarnir hefðu stundað óformlega viðskiptavakt með eigin hluti og fjárfestar og miðlarar á markaði hefðu vitneskju um þá framkvæmd og gæti því ekki talist ólögmet.

Samkvæmt gögnum málsins í Landsbankamálinu námu kaup eigin viðskipta Landsbankans á umræddu tímabili samtals 48,4% af heildarveltu hlutabréfa í bankanum í sjálfvirkum

⁷³ Hrd. 4. febrúar 2016 í máli nr. 842/2014.

⁷⁴ Hrd. 6. október 2016 í máli nr. 498/2015.

pörunarviðskiptum í kauphöllinni. Hins vegar seldi bankinn aðeins 1,2% af heildarveltunni. Um viðskipti deildar eigin fjárfestinga Landsbanans segir Hæstiréttur m.a. eftirfarandi:

Á hinn bóginn var allt frá upphafi og fram í október 2008 augljós fylgni milli þess hvernig gengi hlutabréfa í Landsbanka Íslands hf. hreyfðist og þess hvernig eigin fjárfestingar bankans höguðu viðskiptum sínum í kauphöllinni. Þegar gengið hækkaði var dregið úr kaupunum, en þegar það lækkaði jukust kaupin og urðu þeim mun meiri eftir því sem gengið féll meira.

Í Kaupþingsmálinu er að finna sambærileg ummæli eins og fram kemur í tilvitnuðum texta.⁷⁵ Í tilvitnuðum texta virðist Hæstiréttur vera að lýsa hegðun á viðskiptum deildar eigin fjárfesta á umræddu tímabili með þeim hætti að eins konar gólf hafi myndast í verðmyndun hlutabréfanna þar sem ákærðu hafi ýmist komið í veg fyrir eða hægt á lakkun á verði hlutabréfanna. Af framangreindum ummælum Hæstaréttar og málatilbúnaði ákærvaldsins hefði mátt álíta að sakfellingin hefði verið á þeim rökum reist að ákærðu hefðu myndað gólf í verðmyndun hlutabréfanna og þannig veitt rangar eða misvísandi upplýsingar til markaðarins um verðmæti hlutabréfanna.⁷⁶

Hæstiréttur komst að þeirri niðurstöðu í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu að með gagnályktun frá 116. gr. vvl. hefði bönkunum sem fjármálafyrirtæki verið óheimilt að vera viðskiptavakar í eigin hlutabréfum. Hæstiréttur vísaði til þess að samkvæmt orðalagi ákvæðisins þyrfti fjármálafyrirtæki að gera skriflegan samning við útgefanda um viðskiptavakt og tilkynna hann til kauphallar en slík tilkynning hafi ekki verið birt opinberlega um viðskipti bankana með eigin hluti, sbr. 2. mgr. 116. gr. vvl. Þá tók Hæstiréttur fram að þegar fjármálafyrirtæki hefur gert viðskiptavakasamning um viðskipti fyrir reikning útgefanda skal vera tryggt að útgefandi geti ekki haft áhrif á ákvarðanir á grundvelli þess samnings, sbr. 4. mgr. 116. gr. vvl. Af umræddu orðalagi taldi Hæstiréttur ljóst að vvl. heimiluðu ekki viðskiptavakt í eigin bréfum.

Þá segir í niðurstöðu Hæstaréttar að skýra verði ákvæði vvl. með þeim hætt að ákærðu hafi verið óheimilt að stunda viðskiptavakt með eigin hluti í þeim tilgangi að greiða fyrir að markaðsverð skapist á hlutunum enda hafi viðskiptin ekki verið framkvæmd í samræmi við 1. tl. 3. mgr. 115. gr. vvl. um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun.⁷⁷ Því má segja að niðurstaða Hæstaréttar byggði á túlkun á 4. mgr. 116. gr. vvl.

⁷⁵ Sjá bls. 9 í Kaupþingsmálinu.

⁷⁶ Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (n. 9) 283.

⁷⁷ Ákvæði 117. gr. vvl. um markaðsmisnotkun á ekki við þegar um er að ræða viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlun eða við verðjöfnun fjármálagerninga, sbr. 1. tl. 3. mgr. 115. gr. vvl.

Í forsendum beggja dómanna kemur fram sú afstaða Hæstaréttar að enginn vafi hafi leikið á því að sá mikli fjöldi tilboða og þau umfangsmiklu viðskipti gáfu eða voru í það minnsta líkleg til að gefa eftirspurn og verð hlutabréfa í bönkunum ranglega eða misvísandi til kynna. Þá taldi rétturinn í báðum málum sannað að allir ákærðu hefðu með ásettu ráði brotið gegn a-lið 1. tl. 1. mgr. 117. gr., sbr. 1. tl. 146. gr. vvl. enda höfðu ákærðu viðurkennt að tilboðin og viðskiptin voru gerð í þeim tilgangi að mynda markað með bréfin eins og um viðskiptavakt væri að ræða. Eins og fyrr kom fram hafði rétturinn komist að þeirri niðurstöðu að slíkt væri ólöglegt.

4.3 Nálgun Hæstaréttar

Að mati höfundar má gagnrýna Hæstarétt fyrir að hafa beitt gagnályktun í málunum enda hafi Landsbankamálið og Kaupþingsmálið verið refsímál. Erfitt er að gefa nákvæmar leiðbeiningar um hvenær gagnályktun er tæk.⁷⁸ Það má telja mikilvægt að það liggi skýrt fyrir hvaða háttsemi telst falla undir markaðsmisnotkun þar sem hún getur varðað sektum eða fangelsi allt að sex árum, sbr. 146. gr. vvl. Hins vegar gefur orðalag 4. mgr. 116. gr. vvl. til kynna að löggjafinn hafi ekki gert ráð fyrir að útgefandi væri viðskiptavaki í eigin bréfum. Þá má segja að Hæstiréttur hafi í raun túlkað ákvæði 4. mgr. 116. gr. vvl. og komist að þeirri niðurstöðu að málsgreinin leiddi til þess að viðskiptavakt í eigin bréfum til að skapa markaðsverð væri ekki heimil. Það má spyrja sig hvort það hefði verið skýrara ef Hæstiréttur hefði getað nálgast málin á annan veg, en það má telja að háttsemi ákærðu í málunum hefði getað talist falla undir markaðsmisnotkun óháð því hvort útgefanda sé heimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum eða ekki.

4.4 Dönsk framkvæmd um viðskiptavakt í eigin bréfum

4.4.1 Almennt

Fyrir innleiðingu á MiFID II⁷⁹ og skortsölureglugerðinni⁸⁰ voru engin ákvæði í lögum né reglugerðum í Danmörku hvernig stunda ætti viðskiptavakt sem var ólíkt héraendis þar sem sérákvæði er í 116. gr. vvl. um viðskiptavakt. Því var ekkert sem bannaði viðskiptavakt í eigin hlutum. Þar af leiðandi gaf danska fjármálaeftirlitið, Finanstilsynet, út leiðbeiningar hvernig

⁷⁸ Davíð Þór Björgvinsson höfundur, *Lögskýringar* (Háskólinn í Reykjavík 2008) 216.

⁷⁹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA Relevance [2014] OJ L173/349.

⁸⁰ Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012 frá 14. mars 2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga.

stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum.⁸¹ Fram til þessa hafði það verið að mestu túlkunaratriði hvað varðar hugtakið viðskiptavakt. Þá má segja að leiðbeiningarnar komu kannski tiltölulega seint þar sem það höfðu þegar fallið mál á þessu sviði, til dæmis Aarhus Lokalbanc málið sem greint verður frá síðar.⁸² Með innleiðingu á MiFID II og skortsölureglugerðinni var lögfest skilgreining á viðskiptavaka.⁸³

4.4.2 Leiðbeiningar danska fjármálaeftirlitsins hvernig stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum

Í því skyni að samræma og skýra túlkun markaðsaðila á hugtakinu viðskiptavakt birti danska fjármálaeftirlitið, Finanstilsynet, þann 21. febrúar 2014 túlkun fjármálaeftirlitsins á hugtakinu viðskiptavakt í skilningi dönsku verðbréfavíðskiptalaganna. Að mati danska fjármálaeftirlitsins er hugtakið viðskiptavakt túlkað með mismunandi hætti hjá aðilum á markaði og hafa viðskiptavakar, í meiri mæli en áður, átt á hættu að brjóta gegn banni við markaðsmisnotkun og innherjasvikum, sérstaklega í þeim tilvikum þar sem útgefandi starfar sem viðskiptavaki í eigin bréfum.⁸⁴

Danska fjármálaeftirlitið hafði orðið vitni að tilfellum þar sem viðskiptavaki hafði, að mati fjármálaeftirlitsins, haldið verði hlutabréfa óeðlilega hátt uppi sem telst brot gegn banni við markaðsmisnotkun samkvæmt dönsku verðbréfavíðskiptalögnum. Þó viðurkennir danska fjármálaeftirlitið að útgefandi kunni að hafa lögmætan vilja til að tryggja seljanleika á markaði.

Fjármálaeftirlitið í Danmörku hefur þar að auki gefið út leiðbeiningar hvernig stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum enda geta útgefendur freistast til að hafa áhrif á verð eigin hlutabréfa. Viðskiptavaki getur þar af leiðandi átt á hættu að falla undir bann við markaðsmisnotkun samkvæmt dönsku verðbréfavíðskiptalögnum. Þá gæti þessi háttsemi viðskiptavaka auk þess falið í sér misvísandi upplýsingar um framboð og eftirspurn af virði hlutabréfanna.⁸⁵

Það er álit danska fjármálaeftirlitsins að útgefendur fjármálagerna eigi að sýna sérstaka aðgætni ef þeir stunda viðskiptavakt í eigin hlutabréfum þar sem ávallt sé hætta á að útgefendur

⁸¹ Finanstilsynet, „Vejledende udtalelse vedrørende market making i aktier som følge af en kontraktlig aftale mellem en udsteder og en market maker“ (*Finanstilsynet*, 21. mars 2014) <<https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Vejledende-fortolkninger/Vejl-udtalelse-vedr-market-making-i-aktier>> skoðað 1. apríl 2019.

⁸² Sjá kafla 4.4.3.

⁸³ Sjá 7. tl. 1. mgr. 4. gr. MiFID II og k-lið 1. mgr. 2. gr. skortsölureglugerðarinnar.

⁸⁴ Finanstilsynet (n. 81).

⁸⁵ sama heimild.

freistist til að hækka verðið og hafi einungis áhuga á að gengi hlutabréfanna þróist á eins hagkvæman hátt og mögulegt sé. Það geti leitt til efasemda um hvatir útgefanda til að stuðla að seljanleika. Að mati danska fjármálaeftirlitsins gæti útgefandi fjármálagerninga dregið úr slíkum efasemdum með því að ráða sjálfstæðan þriðja aðila til starfa sem viðskiptavaka. Hins vegar ef útgefandi fjármálagerninga ákveður að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum þá mælir danska fjármálaeftirlitið með því að útgefandi reyni ekki að hafa áhrif á verð fjármálagerninga. Þá mælir danska fjármálaeftirlitið með því að útgefandi undirbúi ákveðið fyrirkomulag um viðskiptavakt í eigin bréfum. Þá ætti útgefandi fjármálagerninga að tryggja fullt gangsæi hvað varðar skilyrði og umfang viðskiptavaktar.

Danska fjármálaeftirlitið hefur einnig nefnt önnur sérstök tilvik þar sem viðskiptavaki þarf að sýna aðgætni, til dæmis má nefna að viðskiptavaki þarf að gæta sín að ná ekki yfirburðastöðu við framboð og/eða eftirspurn eftir fjármálagerningi þar sem hætta er á því að hann eigi hlutdeild í að tryggja eða skapa verð fjármálagerninga sem samvari ekki markaðsverði.⁸⁶

4.4.3 Aarhus Lokalbank málið

Í dómi Vestri Landsréttar í Danmörku í svonefndu Aarhus Lokalbank máli var dæmt fyrir hegðun sem hægt er að fella undir markaðsmisnotkun sem myndar gólf í verðmyndun hlutabréfa.⁸⁷ Í málinu voru þrír fyrrverandi starfsmenn bankans og sjálfur Aarhus Lokalbank ákærðir fyrir markaðsmisnotkun fyrir að hafa með kauptilboðum og umfangsmiklum kaupum myndað gólf í verðmyndun hlutabréfa bankans á fimm mánaða tímabili. Ákærðu héldu því fram að þeir hefðu verið að stunda viðskiptavakt í eigin hlutabréfum bankans, líkt og ákærðu héldu fram í bæði Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu. Engin ákvæði voru í lögum né reglugerðum í Danmörku sem mæltu fyrir um hvernig átti að stunda viðskiptavakt, sem er ólíkt málum héraðs þar sem sérákvæði er um viðskiptavakt í 116. gr. vvl. Þannig í stað þess að ákvarða hvort Aarhus Lokalbank hefði verið heimilt að vera viðskiptavaki í eigin bréfum fór rétturinn þá leið að skoða hegðunina sjálfa enda var ekkert lagaákvæði sambærilegt eins og 116. gr. vvl. Vestri Landsréttur ákvarðaði hvort um væri að ræða hefðbundna viðskiptavakt eða hvort markmiðið með kaupunum á eigin hlutabréfaum bankans hefði verið að halda uppi verði hlutabréfanna. Rétturinn taldi að markmið viðskiptavaka væri að tryggja seljanleika með því að ganga úr skugga um að fjárfestar gætu ávallt keypt og selt hlutabréf.

⁸⁶ Moalem Weitemeyer Bendtsen o.fl. (n. 57).

⁸⁷ S-2313-14. 8. júní 2016 VL.

Eftir að Vestri Landsréttur hafði lagt mat á sjálfa háttsemina komst hann að því að hin umfangsmiklu kaup og kauptilboð ákærðu hefðu ekki verið lögmæt viðskiptavakahegðun heldur hefðu það að markmiði að hafa áhrif á gengi bréfanna. Þá taldi Vestri Landsréttur að með þessum umfangsmiklu kaupum og kauptilboðum Aarhus Lokalbank á umræddu tímabili, og jafnvel líka þegar voru til staðar kauptilboð frá öðrum fjárfestum sem hafi verið nálægt markaðsverði, hefði bankinn gengið mun lengra en nauðsyn bar til að tryggja seljanleika bréfanna. Auk þess hefði bankinn ekki aðlagð tilboð sín að markaðinum. Þegar tilefni var til þess að lækka verð á framlögðum kauptilboðum hafði Aarhus Lokalbank haldið áfram að leggja fram kauptilboð á hærra verði. Rétturinn taldi ákærðu hafa myndað gólf í verðmyndun hlutabréfa bankans og háttsemi ákærðu hefði brotið gegn banni við markaðsmisnotkun.

Eins og fyrr hefur verið greint frá voru engin ákvæði í lögum né reglugerðum í Danmörku hvernig stunda ætti viðskiptavakt og þar af leiðandi hefur danska fjármálaeftirlitið gefið út leiðbeiningar hvernig stunda eigi viðskiptavakt í eigin bréfum.⁸⁸ Hins vegar hefur Hæstiréttur Íslands komist að þeirri niðurstöðu að fjármálafyrirtækjum sé óheimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum í þeim tilgangi að greiða fyrir að markaðsverð skapist á hlutunum.⁸⁹ Það er áhugavert hversu ólík nálgunin er í hinum íslensku málum miðað við þann danska dóm sem féll í Vestri Landsrétt í Aarhus Lokalbank málinu.

4.5 Samanburður á nálgun Hæstaréttar Íslands og Vestri Landsréttar í Danmörku

4.5.1 Hefði Hæstaréttar getað nálgast markaðsmisnotkunarmálin með sambærilegum hætti og Vestri Landsréttur?

Eftir að hafa reifað framangreind mál má spyrja hvort Hæstiréttur Íslands hefði getað nálgast háttsemina í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu með öðrum hætti, til dæmis eins og rétturinn í Aarhus Lokalbank málinu gerði. Áhugavert hefði verið ef Hæstiréttur hefði nálgast málið með sama hætti og í Aarhus Lokalbank málinu og metið háttsemina sjálfa, þ.e. hvort háttsemi ákærðu að mynda gólf í verðmyndun hlutabréfanna hafi brotið gegn markaðsmisnotkun samkvæmt 117. gr. vvl. eða hvort háttsemin teljist vera viðskiptavakt.

Í 116. gr. vvl. er að finna sérákvæði um viðskiptavakt en ólíkt hérlendis voru engin ákvæði í löggjöf né reglugerðum í Danmörku um hvernig stunda ætti viðskiptavakt. Því var í raun ekkert

⁸⁸ Sjá kafla 4.4.

⁸⁹ Sjá bls. 19 í Landsbankamálinu og bls. 36 í Kaupþingsmálinu.

sem bannaði viðskiptavakt í eigin bréfum. Þar af leiðandi fór Vestri Landsréttur þá leið í Aarhus Lokalbanc málinu að meta háttsemina sjálfa í stað þess að skoða hvort bankinn hefði verið heimilt að vera viðskiptavaki í eigin bréfum. Vestri Landsréttur komst að þeirri niðurstöðu að hegðunin væri ekki viðskiptavakt heldur hefði markmiðið verið að hafa áhrif á gengi bréfanna og þar með gaf það ranga mynd af virði bréfanna til markaðarins. Ákærðu mynduðu gólf í verðmyndun hlutabréfa bankans og háttsemi þeirra var talin vera brot gegn banni við markaðsmisnotkun.⁹⁰

Orðalag 4. mgr. 116. gr. vvl. gaf til kynna að löggjafinn hefði ekki gert ráð fyrir að útgefandi væri viðskiptavaki í eigin bréfum. Hæstiréttur túlkaði í raun framangreint ákvæði og komst að þeirri niðurstöðu með gagnályktun frá 116. gr. vvl. að fjármálafyrirtækjum, sem hafa heimild til verðbréfavíðskipta, væri óheimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum til að skapa markaðsverð.

Það má spyrja hvort það hefði verið skýrara í að fjalla um háttsemina sjálfa en ekki hvort útgefandinn hefði getað stundað viðskiptavakt í eigin bréfum. Í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu báru ákærðu fyrir sig að bankinn hefði stundað umrædd viðskipti með eigin hluti með óformlegri viðskiptavakt eða með því að mynda markað með bréfin.⁹¹ Það má segja að háttsemi ákærðu hefði átt að vera útgangspunkturinn í niðurstöðu Hæstaréttar, en ekki hverjar varnir ákærðu voru. Það má ráða af orðalagi Hæstaréttar í málunum að sú viðskiptahegðun sem um ræddi hafi ekki getað talist vera viðskiptavakt í skilningi vvl., en eðli viðskiptavaka er að setja fram kaup- og sölutilboð til að tryggja lágmarks seljanleika á fjármálamarkaði. Eins og fyrr hefur verið greint frá höfðu bankarnir engan áhuga á að eiga meira í eigin bréfum heldur vildu tryggja að markaðsgengi bréfanna lækkaði ekki.⁹² Jafnvel þótt heimilt hefði verið að vera viðskiptavaki í eigin bréfum má telja að bankarnir yrðu ekki undanþegnir banni við markaðsmisnotkun skv. 117. gr. vvl. Bann við markaðsmisnotkun gildir óháð því hvort bankinn var viðskiptavaki eða ekki.⁹³

Þar af leiðandi má segja að Hæstiréttur hefði getað nálgast málin með svipuðum hætti og rétturinn gerði í Aarhus Lokalbanc málinu. Hæstiréttur hefði því getað metið háttsemi ákærðu, þ.e. hvort háttsemi ákærðu að mynda gólf í verðmyndun hlutabréfanna hafi brotið gegn

⁹⁰ Sjá bls. 31-32 í Aarhus Lokalbanc málinu.

⁹¹ Sjá bls. 19-20 í Landsbankamálinu og bls. 36 í Kaupþingsmálinu

⁹² Sjá kafla 4.2.1.

⁹³ Andri Fannar Bergþórsson, *What Is Market Manipulation?* (n. 24) 234.

markaðsmisnotkun samkvæmt 117. gr. vvl, en ekki hvort útgefandinn hefði getað stundað viðskiptavakt í eigin bréfum.

4.5.2 Hvernig væri hægt að nálgast sambærileg mál?

Eins og fyrr hefur verið greint frá má leggja til grundvallar að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar. Það sé það sem skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri háttsemi eins og viðskiptavakt.⁹⁴

Því má telja að Hæstiréttur hefði getað metið háttsemi ákærðu á þann veg að athuga hvort hún hefði falið í sér ranga eða misvísandi upplýsingagjöf. Þess í stað komst Hæstiréttur að þeirri niðurstöðu í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu að fjármálafyrirtækjum, sem hafa heimild til verðbréfavíðskipta, væri á grundvelli gagnályktunar frá 116. gr. vvl. óheimilt að stunda viðskiptavakt með eigin hluti í því skyni að greiða fyrir að markaðsverð skapist á þeim. Þá segir í niðurstöðu Hæstaréttar að einnig verði að skýra ákvæði vvl. á þann veg að lagt verði bann við því að fjármálafyrirtæki, sem hefur heimild til verðbréfavíðskipta, stundi skipuleg viðskipti með eigin hluti í þeim tilgangi að greiða fyrir að markaðsverð skapist á hlutunum, nema þegar þau tilvik eiga við sem 1. tl. 3. mgr. 115. gr. vvl. vísar til.⁹⁵

Það má telja þegar metið er hvort háttsemin sem lýst er í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu, þ.e. að mynda gólf í verðmyndun hlutabréfanna, teljist vera markaðsmisnotkun eða viðskiptavakt má líta til hvort hin hlutlægu skilyrði markaðsmisnotkunar séu uppfyllt. Eins og fyrr hefur verið greint frá fellur sú háttsemi að mynda gólf eða þak í verðmyndun undir þann flokk markaðsmisnotkunar að eiga viðskipti í annarlegum tilgangi.⁹⁶ Í málunum þótti sannað að ákærðu höfðu með þessum umfangsmiklu kauptilboðum og kaupum, en litlu magni sölutilboða og sölu í sjálfvirkum pörunarviðskiptum komið ýmist í veg fyrir eða hægðu á verðlækkun hlutabréfa í bönkunum og þannig myndað gólf í verðmyndun hlutabréfanna. Þannig hafi ákærðu tryggt óeðlilegt verð á hlutabréfunum á umræddu tímabili, búið til verð á bréfunum sem gaf eða var líklegt til að gefa til kynna ranga eða misvísandi mynd af framboði og eftirspurn.⁹⁷

Röng eða misvísandi upplýsingagjöf ákærðu hafi því falist í því að ósamræmi var milli upplýsinga sem miðlað var til markaðarins og þess sem ákærðu vissu um þau, að markmiðið hafi

⁹⁴ Sjá kafla 4.1.

⁹⁵ Sjá bls. 19 í Landsbankamálinu og bls. 36 í Kaupþingsmálinu.

⁹⁶ Sjá kafla 2.2.2.2.

⁹⁷ Sjá bls. 16 í Landsbankamálinu og bls. 32 og 37 í Kaupþingsmálinu.

verið að hafa áhrif á gengi bréfanna. Það lá fyrir að markmiðið hafi ekki verið kaupáhugi og að bankarnir höfðu engan áhuga á að eiga meira í eigin hlutum heldur vildu tryggja að markaðsgengi bréfanna lækkaði ekki.⁹⁸ Því má telja að það hafi ekki verið viðskiptalegar forsendur á bak við kaupin og þar af leiðandi hafi markaðurinn verið blekkur. Þar af leiðandi má segja að fyrri hlutlæga skilyrðið, að um sé að ræða verulega ranga eða misvísandi upplýsingagjöf, sé uppfyllt. Þá má leggja til grundvallar að hið seinna hlutlæga skilyrði markaðsmisnotkunar yrði jafnframt að teljast uppfyllt, enda hafi markmið ákærðu verið að hafa áhrif á gengi bréfanna og tryggja stöðugt hlutabréfaverð bankans. Samkvæmt framansögðu má segja að ákærðu hafi vitað að þessi tvö hlutlægu skilyrði væru fyrir hendi. Þá var ljóst að háttsemin var ekki í samræmi við viðurkennda markaðsframkvæmd á skipulegum verðbréfamarkaði enda hafi Fjármálaeftirlitið aldrei birt viðurkennda markaðsframkvæmd á grundvelli 118. gr. vvl.

Því má segja að sú háttsemi ákærðu í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu, að mynda gólf í verðmyndun hlutabréfanna geti ekki talist lögmæt háttsemi viðskiptavaka enda hafi háttsemin falið í sér ranga eða misvísandi upplýsingagjöf, sem er kjarni markaðsmisnotkunar og það sem skilur að háttsemi viðskiptavaka frá markaðsmisnotkun. Því hafi háttsemi ákærðu brotið gegn markaðsmisnotkun samkvæmt 117. gr. vvl. Hæstiréttur gæti því nálgast sambærileg mál með þessum hætti og farið með skipulegum hætti yfir hvort hin hlutlægu skilyrði séu fyrir hendi og metið hvort háttsemin feli í sér ranga eða misvísandi upplýsingagjöf.

4.6 Breytingar með nýju Evrópuregluverki

4.6.1 Skilgreining á viðskiptavaka í MiFID II og skortsölureglugerðinni

Fjármálakreppan árið 2008 leiddi til þess að ýmsir vankantar á regluverki Evrópusambandsins komu í ljós. Það hafði í för með sér að samþykktar voru ýmsar lagabreytingar til þess að samræma regluverk Evrópu enn betur. Í kjölfar fjármálakreppunnar var pólitísk samstaða aðildarríkjanna til að fela Evrópusambandinu aukið hlutverk á fjármálamarkaðinum til þess að koma á laggirnar reglum og hafa eftirlit með starfsemi fjármálamarkaða, en áður hafði skort vilja til að fela Evrópusambandinu of mikið vald.⁹⁹ MiFID II¹⁰⁰ er tilskipun sem Evrópuþingið og

⁹⁸ Sjá bls. 16 í Landsbankamálinu og bls. 28 í Kaupþingsmálinu.

⁹⁹ Moloney (n. 42) 46.

ráðið kom á fót í því skyni að auka skilvirkni, viðnámsþrótt og gagnsæi fjármálamarkaða. Tilskipunin hefur tekið við af þáverandi tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins, MiFID tilskipuninni,¹⁰¹ en nýlega er búið að taka MiFID II upp í EES- samninginn.¹⁰²

Í 7. tl. 1. mgr. 4. gr. MiFID II er að finna skilgreiningu á viðskiptavaka og segir þar orðrétt:

‘market maker’ means a person who holds himself out on the financial markets on a continuous basis as being willing to deal on own account by buying and selling financial instruments against that person’s proprietary capital at prices defined by that person.

Skilgreiningin í MiFID II segir í raun að viðskiptavaki sé aðili sem er stöðugt til staðar á fjármálamarkaði og er tilbúinn að eiga viðskipti fyrir eigin reikning með því að kaupa og selja fjármálagerninga gegn eignarhlut hans á verði skilgreindu af honum sjálfum.

Með lögum nr. 55/2017 um skortsölu og skuldatryggingar er skortsölureglugerðinni¹⁰³ gefið gildi með lögum. Í k-lið 1. mgr. 2. gr. skortsölureglugerðarinnar er hugtakið „starfsemi viðskiptavaka“ skilgreint og merkir það meðal annars þegar starfsemi fjármálafyrirtækis verslar með fjármálagerninga sem ábyrgðaraðili, hvort sem viðskiptin eru stunduð innan eða utan viðskiptavettvangs, með því að setja fram samtímis bindandi kaup- og sölutilboð sambærilegrar stærðar og á sambærilegu verði í þeim tilgangi að veita aukinn seljanleika á markaði á reglubundinn og samfelldan hátt, eða með því að uppfylla pantanir af hálfu viðskiptavina eða svör við beiðnum viðskiptavina sem þáttur í venjulegri starfsemi viðskiptavaka, eða með því að verja stöður sem verða til við starfrækslu fyrrgreindrar starfsemi viðskiptavaka.

Með skortsölureglugerðinni komu í raun engar breytingar á viðskiptavakt sem slíkri en þó kom ný skilgreining á hugtakinu „starfsemi viðskiptavaktar“. Í inngangsorðum skortsölureglugerðarinnar, nánar tiltekið 26. tl., kemur fram að viðskiptavakar eru undanþegnir ákvæðum reglugerðarinnar um tilkynningar á skortstöðum og banni við óvarinni skortsölu

¹⁰⁰ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA Relevance [2014] OJ L173/349.

¹⁰¹ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments and amending Council Directives 85/611/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [2004] OJ L145/1.

¹⁰² EFTA, „EEA Joint Committee reduces backlog by record number of acts“ (29. mars 2019) <<https://www.efta.int/EEA/news/EEA-Joint-Committee-reduces-backlog-record-number-acts-512806>> skoðað 17. apríl 2019.

¹⁰³ Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 236/2012 frá 14. mars 2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga.

hlutabréfa,¹⁰⁴ ríkisskuldagerninga og viðskiptum með skuldatryggingar sem leiða til óvarinnar skortstöðu.¹⁰⁵ Þessar undanþágur taka þó ekki sjálfkrafa gildi og eru ekki án takmarkana. Þær grundvallast á því að aðili sé skilgreindur sem viðskiptavaki og vilji aðili nýta sér undanþáguheimildirnar þarf hann að tilkynna lögbæru yfirvaldi sérstaklega að lágmarki 30 dögum áður en til stendur að nýta þær, sbr. 5. mgr. 17. gr. skortsölureglugerðarinnar. Þessar undanþáguheimildir gilda þó ekki um eigin viðskipti. Þá hefur lögbært yfirvald heimild til að neita viðkomandi aðila um þennan rétt sinn til að nýta sér undanþágurnar ef það telur að viðkomandi fullnægi ekki öllum tilteknum skilyrðum, sbr. 7. mgr. 17. gr. skortsölureglugerðarinnar.

Þar sem ekki verða miklar breytingar með skortsölureglugerðinni á viðskiptavakt fyrir utan nýja skilgreiningu á starfsemi viðskiptavaktar og framangreinda undanþágu verður í neðangreindri umfjöllun einungis farið yfir helstu breytingar í kjölfar MiFID II.

4.6.2 MiFID II

Með nýjum Evrópureglum um markaði fyrir fjármálagerninga, MiFID II, munu reglur um viðskiptavakt breytast nokkuð, en nýlega er búið að taka MiFID II upp í EES-samninginn.¹⁰⁶ Þar á meðal verður skýrt kveðið á um hvað skuli felast í viðskiptavakasamningi. Þá verður skipulegum verðbréfamörkuðum eins og Kauphöll Íslands gert að hafa eftirlit með viðskiptavaka og sjá til þess að hann uppfylli samningsbundnar skyldur sínar. Auk þess verður skipulegum verðbréfamörkuðum gert að afhenda Fjármálaeftirlitinu upplýsingar um efni samnings og aðrar upplýsingar sem það telur nauðsynlegt til að geta sinnt hlutverki sínu.¹⁰⁷

Í nýlegri grein um kröfur MiFID II til viðskiptavakasamnings er umfjöllun um sérstakar kröfur fyrir viðskiptavaka. Þar kemur fram að fjármálaþyrirtæki skuli gera skriflegan samning við útgefanda fjármálagerninga, sbr. b-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II.¹⁰⁸ Áður hafa viðskiptavakar í

¹⁰⁴ Meginreglan er sú að skortsala með hlutabréf eða ríkisskuldur verður að vera varin, sjá 12. og 13. gr. skortsölureglugerðarinnar.

¹⁰⁵ Hugtakið skortstaða er notað til þess að lýsa því þegar viðkomandi hefur fengið eign, svo sem hlutabréf eða skuldagerninga, að láni og selt það síðan til þriðja aðila. Þar með hefur viðkomandi tekið skortstöðu í viðkomandi eign. Þannig skortstaðan er nafnverð eignarinnar sem viðkomandi seldi, þ.e. eignin sem viðkomandi fékk að láni en átti ekki. Viðkomandi er í raun oftast að stunda skortsölu til þess að hagnast á lækkun verðs viðkomandi hlutabréfa eða skuldagerninga. Þannig að í raun er viðkomandi að veðja á verðlökkun hlutabréfa eða skuldagerninga.

¹⁰⁶ EFTA (n. 102).

¹⁰⁷ Rannsóknarnefnd Alþingis, „Úr skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis“ 6 <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=127c5e39-fc7d-11e8-942f-005056bc4d74>>.

¹⁰⁸ Danny Busch, „MiFID II: Regulating High Frequency Trading, Other Forms of Algorithmic Trading and Direct Electronic Market Access“ (2016) 10 (2) Law and Financial Markets Review 72, 77.

Evrópu ekki verið tilkynningarskyldir en nú með tilkomu nýrra reglna í MiFID II er gerð sú skylda að viðskiptavaki geri viðskiptavakasamning ef átt eru viðskipti meira en 50% af deginum, sbr. b-lið 1. mgr. 1. gr. reglugerðar nr. 2017/578.¹⁰⁹ Því má sjá að MiFID II gerir ekki fortakslausa kröfu um viðskiptavakasamning.

Auk þess verður fjármálafyrirtækjum gert skylt að uppfylla þær kröfur sem skilgreindar eru af viðskiptavettvangi, svo sem skipulegum verðbréfamörkuðum, markaðstorgum fjármálagerninga eða öðrum skipulegum markaðstorgum. Í 2. gr. reglugerðar nr. 2017/578 kemur skýrt fram hvert innihald viðskiptavakasamnings skuli vera, til dæmis þeir fjármálagerningar eða aðrir gerningar sem samningurinn tekur til. Það er ekki gerð sú skylda að lögbært yfirvald samþykki eða kanni inntak viðskiptavakasamnings. Hins vegar verður ekki komið í veg fyrir það svo lengi sem það er í samræmi við skyldur þess yfirvalds samkvæmt 48. gr. MiFID II.¹¹⁰ Þá verður fjármálafyrirtæki að hafa skilvirkt kerfi og eftirlit til þess að tryggja að það uppfylli skyldur sínar samkvæmt viðskiptavakasamningi, sbr. c-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II.

Samkvæmt a-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II ber fjármálafyrirtæki stöðugt að framkvæma viðskiptavakt á tilteknum viðskiptatíma til þess að tryggja seljanleika með reglulegum og gagnsæjum hætti á viðskiptavettvangi. Það er einmitt sérstaklega mikilvægt þegar það eru slæmar markaðsaðstæður að viðskiptavaki haldi áfram að stuðla að seljanleika en hörfi ekki skyndilega af markaðnum. Aftur á móti er skylda viðskiptavaka að leggja fram kaup- og sölutilboð ekki afdráttarlaus en í sérstökum kringumstæðum fellur þessi skylda viðskiptavaka niður, sbr. a-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II. Í 3. gr. reglugerðar nr. 2017/578 koma fram sérstakar undanþágur frá skyldu fjármálafyrirtækja til að tryggja seljanleika eins og kveðið er á um í a-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II. Það er meðal annars hlutverk ESMA að þróa drög að tæknilegum stöðlum sem tilgreina þær aðstæður sem falla undir þessar sérstöku kringumstæður. MiFID II gefur ESMA ákveðnar vísbindingar hvað geti falist í þessum sérstöku kringumstæðum, svo sem þegar miklar sveiflur eru á markaði og aðstæður eru á markaði sem stangast á við getu fjármálafyrirtækis að viðhalda skynsamlegri áhættustýringu sem krafist er að MiFID II svo dæmi sé nefnt.¹¹¹

¹⁰⁹ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/578 of 13 June 2016 Supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments with Regard to Regulatory Technical Standards Specifying the Requirements on Market Making Agreements and Schemes 2017 (OJ L 87/183).

¹¹⁰ Busch (n. 108) 77, 81.

¹¹¹ sama heimild 77.

Það er nú þegar búið að innleiða MiFID II hjá aðildarríkjum ESB og hafa kauphallirnar í þeim löndun þurft að bregðast við. Skipulegum verðbréfamörkuðum verður nú gert að hafa eftirlit með viðskiptavaka, eins og það er skilgreint í MiFID II, og sjá til þess að hann uppfylli sammingsbundnar skyldur sínar.¹¹²

4.6.3 Breytingar í kjölfar MiFID II og skortsölureglugerðarinnar

Eins og kom fram hér að ofan verða ýmsar breytingar í kjölfar MiFID II og skorstölureglugerðarinnar. Því má skoða hvaða breytingar það mun hafa á háttsemi viðskiptavaktar og hvort það skýri betur aðgreininguna á milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar.

Þegar skoðuð eru ákvæði MiFID II og skilgreining á starfsemi viðskiptavaktar í skortsölureglugerðinni má sjá að þar koma fram ýmis skýringar á háttsemi viðskiptavaka sem ekki koma fram samkvæmt orðanna hljóðan í 116. gr. vvl. Það má nefna að í a-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II og k-lið 1. mgr. 2. gr. skorstölureglugerðarinnar kemur fram að viðskiptavaki ber að tryggja seljanleika á markaði á reglubundinn og samfelldan hátt. Í k-lið 1. mgr. 2. gr. skortsölureglugerðarinnar kemur fram að starfsemi viðskiptavaktar felst meðal annars í því að hlutaðeigandi viðskiptavaki leggur fram samtímis bindandi kaup- og sölutilboð sambærilegrar stærðar og á sambærilegu verði í þeim tilgangi að veita aukinn seljanleika á markaði á reglubundinn og samfelldan hátt.

Þótt ljóst sé að viðskiptavakar eigi að stuðla að góðri verðmyndun og seljanleika á markaði með því að tryggja að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar til að svara og ýta undir framboð og eftirspurn fjárfesta þá er ekki kveðið á um það samkvæmt orðanna hljóðan í 116. gr. vvl.¹¹³ Jafnframt er ekki kveðið á um það í 116. gr. vvl. að viðskiptavakar eigi að setja samtímis bindandi kaup- og sölutilboð sambærilegrar stærðar og á sambærilegu verði.

Í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu voru kauptilboð og kaup margfalt fleiri heldur en magn sölutilboða og sölu í sjálfvirkum pörunarviðskiptum og þannig hefðu ákærðu komið ýmist í veg fyrir eða hægt á verði hlutabréfa í bankanum og þannig myndað gólf í verðmyndun á hlutabréfunum. Ákærðu héldu því fram að bankarnir hefðu stundað viðskiptin með eigin hluti með óformlegri viðskiptavakt eða með því að mynda markað með bréfin.

¹¹² „MiFID II Market Making Agreement And Market Making Scheme“ (*Nasdaq*)
<<https://business.nasdaq.com/trade/nordic-equities/market-making/index.html>> skoðað 3. apríl 2019.

¹¹³ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 379.

Það má telja að framangreind háttsemi ákærðu í málunum samræmist ekki skýringu á háttsemi viðskiptavaka í a-lið 3. mgr. 17. gr. MiFID II og k-lið 1. mgr. 2. gr. skorstölureglugerðarinnar, enda höfðu kaup- og sölutilboð ekki verið nokkuð jöfn og tilgangurinn með viðskiptunum hafi ekki verið að veita aukinn seljanleika á markaði.

Það liggur ekki enn fyrir hvaða áhrif þessar breytingar munu hafa á háttsemi viðskiptavaka og hvort þær skýri betur aðgreininguna milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar. Þó virðast reglur og skilgreiningar í MiFID II og skorstölureglugerðinni eiga að hjálpa við að skýra hugtök þegar liggur vafi á þýðingu þeirra. Hinar nýju Evrópureglur virðast því geta hjálpað bæði dómstólum og ákærvaldinu í þeim tilfellum sem vafi er um þýðingu hugtaka, svo sem eins og viðskiptavakt. Eins og fyrr hefur verið greint frá er verið að innleiða MAR,¹¹⁴ en skilgreiningin á markaðsmisnotkun í 117. gr. vvl. er samhljóða MAR-skilgreiningunni og ber því skilgreiningin enn með sér sömu opnu og matskenndu hugtökin sem eru að finna í 117. gr. vvl. og MAD. Áhugavert verður að sjá hvort hinar nýju reglur og skilgreiningar í MAR, MiFID II og skortsölureglugerðinni muni hjálpa dómstólum og aðilum á markaði að greina betur á milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar með því að nota skýringar á hugtökum í nýju Evrópulöggjöfinni.

Þá útiloka reglur MiFID II ekki, að því virðist, viðskiptavakt í eigin bréfum. Því verður í neðangreindri umfjöllun fjallað um hvort fordæmi Hæstaréttar varðandi viðskiptavakt í eigin bréfum sé ennþá til staðar eftir innleiðinguna á nýju Evrópulöggjöfinni.

4.6.4 Munu breytingar með MiFID II og skortsölureglugerðinni breyta fordæmi

Hæstaréttar?

Með tilkomu MiFID II og þeim breytingum sem verða í kjölfar þess má spyrja sig hvort þær breyti dómafordæmi Hæstaréttar í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu, þ.e. að fjármálafyrirtækjum sé ekki heimilt að stunda viðskipti með eigin hluti á skipulegum verðbréfamarkaði í því skyni að greiða fyrir að markaðsverð skapist á þeim. Það á hins vegar ekki við í þeim tilvikum sem 1. tl. 3. mgr. 115. gr. vvl. vísar til.

Hæstiréttur virðist telja að sér sé skylt að fylgja fyrri fordæmum sínum, en undir vissum kringumstæðum telur hann sér heimilt að hverfa frá fyrri fordæmum. Slíkar kringumstæður hafa til að mynda verið þegar réttarheimildir hafa breyst sem fordæmi Hæstaréttar byggir á.¹¹⁵ Því má

¹¹⁴ Sjá kafla 2.1.

¹¹⁵ Andri Árnason og Stefán A. Svansson, „Aðferðafræði: Réttarheimildir“ (Háskólinn í Reykjavík 2016) 128.

telja að ef væntanlegar breytingar með MiFID II leiða til þess að ákvæði 116. gr. vvl. verði breytt á þann veg að opnað verði fyrir viðskiptavakt í eigin bréfum má telja að þá séu uppi aðstæður sem væru til þess fallnar að breyta fordæmisgildi Hæstaréttar í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu.

Í málunum hafnaði Hæstiréttur að ákvæði vvl. um viðskiptavakt gætu átt við um viðskiptin. Vísaði rétturinn til þess að samkvæmt 116. gr. vvl. þyrfti skriflegan viðskiptavakasamning milli fjármálafyrirtækis og útgefanda. Jafnframt þyrfti að tilkynna hann til Kauphallar en slík tilkynning hefði ekki verið birt opinberlega um viðskipti bankanna með eigin hluti. Þá hafði deild eigin viðskipta í hvorum banka fyrir sig ekki gert viðskiptavakasamning við sjálfa bankana um að deildin væri viðskiptavaki með hlutabréf í honum. Hæstiréttur taldi að enda hefði slíkt fyrirkomulag ekki samrýmst ákvæði 4. mgr. 116. gr. vvl.¹¹⁶ Þá komst Hæstiréttur að þeirri niðurstöðu með gagnályktun frá ákvæðum vvl. og 116. gr. vvl. að fjármálafyrirtækjum sé óheimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum.¹¹⁷

Það má telja að í kjölfar innleiðingar á MiFID II verði þetta ekki svo einfalt, en eins og fyrr kom fram gerir MiFID II ekki fortakslausa kröfu um viðskiptavakasamning. Aðeins er gerð skylda um viðskiptavakasamning ef átt eru viðskipti meira en 50% af deginum, sbr. b-lið 1. mgr. 1. gr. reglugerðar nr. 2017/578. Því má telja að Hæstiréttur geti ekki útilokað að um viðskiptavakt sé að ræða ef viðskiptavakasamningur hefur ekki verið gerður heldur þyrfti hann að meta í hverju máli fyrir sig hvort viðskiptavaki hafi stundað viðskipti meira en 50% af deginum. Þá yrði að meta það óháð því hvort stunduð sé viðskiptavakt í eigin bréfum eða ekki, en eins og fyrr kom fram þá virðast reglur MiFID II ekki útiloka, að því virðist, viðskiptavakt í eigin bréfum.

Með tilkomu MiFID II mun að öllum líkindum ákvæði 116. gr. vvl. breytast og auk þess gerir MiFID II ekki fortakslausa kröfu um viðskiptavakasamning. Því virðist það ekki lengur svo einfalt hvað varðar viðskiptavakasamning. Það má telja að ef skriflegur viðskiptavakasamningur sé ekki fyrir hendi geti Hæstiréttur ekki lengur ályktað að reglur um viðskiptavakt eigi ekki við um viðskiptin. Heldur þyrfti Hæstiréttur að leggja mat á það í hverju máli fyrir sig hvort viðskiptavaki stundi viðskipti meira en 50% af deginum, sbr. b-lið 1. mgr. 1. gr. reglugerðar nr. 2017/578. Þá eins og fyrr kom fram virðast reglur MiFID II ekki útiloka viðskiptavakt í eigin

¹¹⁶ Sjá bls. 19 í Landsbankamálinu og bls. 142 í Kaupþingsmálinu.

¹¹⁷ Sjá bls. 17 í Landsbankamálinu og bls. 36 í Kaupþingsmálinu

bréfum. Af þeim ástæðum má telja að niðurstaða Hæstaréttar hafi minna vægi, enda taldi Hæstiréttur það ekki samrýmast ákvæðum vvl. að útgefandi fjármálagerninga væri viðskiptavaki í eigin bréfum.

Þá má spyrja að ef slíkar breytingar verða hvort það mun hafa í för sér að Hæstiréttur muni í sambærilegum málum frekar horfa á háttsemina sjálfa frekar en formið, þ.e. meta hvort háttsemi feli í sér markaðsmisnotkun eða hvort hún sé lögmæt viðskiptavakahegðun í stað þess að meta hvort útgefanda sé heimilt eða óheimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum. Það er hins vegar bara tíminn einn sem mun leiða það í ljós.

5 Samantekt og niðurstöður

Meginmarkmið ritgerðarinnar var að greina hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun. Hluti af því var að greina hvað skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri hegðun eins og viðskiptavakt.

Í öðrum kafla kom fram að hugtakið markaðsmisnotkun hefur að geyma að einhverju leyti óljós og opin hugtök sem ekki er skýrt frá í löggjöf heldur er í reglugerð að finna dæmi sem skal horfa til þegar metið er hvort háttsemi fellur undir markaðsmisnotkun.¹¹⁸ Vegna þessarar nálgunar á skilgreiningu á markaðsmisnotkun er óljóst hvaða skilyrði þurfa að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun. Það má telja mikilvægt að ljóst sé hvaða háttsemi telst til markaðsmisnotkunar enda getur það varðað sektum eða fangelsi allt að sex árum, sbr. 146. gr. vvl. Þá var lagt til grundvallar að tvö hlutlæg skilyrði þurfa að vera fyrir hendi til þess að fella háttsemi undir markaðsmisnotkun eins og það er skilgreint í núgildandi vvl. og í 12. gr. MAR.

Fjallað var um hvað einkennir markaðsmisnotkun og hin hlutlægu skilyrði sem þurfa að vera fyrir hendi til þess að háttsemi falli undir markaðsmisnotkun, enda er markmið ritgerðarinnar að greina hvenær viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun.

Þá var í þriðja kafla fjallað um viðskiptavakt og eðli viðskiptavaktar. Hérlandis er í 116. gr. vvl. sérákvæði um viðskiptavakt. Hlutverk viðskiptavaka er að stuðla að góðri verðmyndun og seljanleika á markaði með því að tryggja að kaup- og sölutilboð séu ávallt til staðar á markaði.¹¹⁹ Þá gefur orðalag 4. mgr. 116. gr. vvl. til kynna að löggjafinn hafi ekki gert ráð fyrir að útgefandi væri viðskiptavaki í eigin bréfum. Í Landsbankamálinu og Kaupþingsmálinu kom fram sú afstaða Hæstaréttar að það samrýmdist ekki ákvæðum vvl. að útgefandi fjármálagernings væri viðskiptavaki í eigin bréfum. Í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, kafla 12.7., er að finna áhugaverð ummæli. Að mati rannsóknarnefndarinnar er hlutverk viðskiptavaka ekki að stýra verðlagi heldur að stuðla að því að eðlileg og skilvirk verðmyndun geti átt sér stað. Því má telja að ljóst sé að viðskiptavakar eiga stuðla að góðri verðmyndun og seljanleika á markaði en ekki stýra verðinu.

Í fjórða kafla ritgerðarinnar kom fram meginþungi umfjöllunar og var þar fjallað um hver séu hin raunverulegu skil milli viðskiptavakahegðunar og markaðsmisnotkunar, þ.e.a.s. hvenær

¹¹⁸ Reglugerð um innherjaupplýsingar og markaðssvik nr. 630/2005.

¹¹⁹ Aðalsteinn Egill Jónasson (n. 1) 379.

viðskiptavakt verður að markaðsmisnotkun. Það má segja að röng eða misvísandi upplýsingagjöf sé kjarni markaðsmisnotkunar, enda má segja að allir hlutar grunnskilgreiningarinnar á markaðsmisnotkun í 12.gr. MAR feli í sér áskilnað um ranga eða misvísandi upplýsingagjöf. Þá benda lögskýringargögn MAD jafnframt til þess að ætlunin hafi verið að bannið við markaðsmisnotkun hafi átt að ná einungis til rangrar eða misvísandi upplýsingagjafar.

Til þess að skoða betur hin raunveruleg skil milli viðskiptavakahegðunar og markaðsmisnotkunar var fjallað um tvo dóma Hæstaréttar, í svonefndu Landsbankamáli og Kaupþingsmáli, og dóm Vestri Landsréttar í Danmörku, í svonefndu Aarhus Lokalbank máli, og skoðað hvernig rétturinn í þeim málum nálgast markaðsmisnotkun og mat á háttsemi viðskiptavaka. Í íslensku málunum komst Hæstiréttur að þeirri niðurstöðu með gagnályktun frá ákvæðum vvl. og 116. gr. vvl. að fjármálafyrirtæki sem hefur heimild til verðbréfavíðskipta væri óheimilt að stunda viðskiptavakt í því skyni að mynda markað með bréfin eins og um viðskiptavakt væri að ræða nema í þeim tilvikum sem 1. tl. 3. mgr. 115. gr. vvl. vísar til. Hins vegar beitti Vestri Landsréttur í Aarhus Lokalbank málinu ekki sömu gagnályktun og Hæstiréttur Íslands. Í staðinn skoðaði rétturinn hegðunina sjálfa og ákvarðaði út frá því hvort um væri að ræða hefðbundna viðskiptavakt eða hvort markmiðið hafi verið að halda uppi verði hlutabréfanna.

Þó verður að hafa í huga að fyrir innleiðingu á MiFID II og skortsölureglugerðinni voru engin ákvæði í lögum né reglugerðum í Danmörku hvernig stunda ætti viðskiptavakt sem var ólíkt hérlandis þar sem sérákvæði er í 116. gr. vvl. um viðskiptavakt. Þar af leiðandi gerði danska fjármálaeftirlitið leiðbeiningar um hvernig ætti að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum.

Reglur um viðskiptavakt munu taka þó nokkrum breytingum með MiFID II, en nýlega er búið að taka MiFID II upp í EES-samninginn. Því var fjallað um hvaða breytingar það mun hafa á háttsemi viðskiptavaktar og hvort það skýri betur aðgreininguna á milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar. Reglur og skilgreiningar í bæði MiFID II og skortsölureglunni virðast eiga að hjálpa við að skýra hugtök þegar liggur vafi á þýðingu þeirra. Hins vegar virðist það óljóst hvort þær skýri betur aðgreininguna á milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar, en áhugavert verður að sjá hvort breytingarnar munu hjálpa dómstólum og aðilum á markaði að greina betur á milli markaðsmisnotkunar og viðskiptavaktar með því að nota skýringar á hugtökum í nýju Evrópulöggjöfinni.

Þá var fjallað um hvort breytingarnar á MiFID II og skortsölureglugerðinni breyti fordæmi Hæstaréttar hvað varðar viðskiptavakt í eigin bréfum. Það verður að telja að ef ákvæði 116. gr. vvl. verður breytt á þann veg að opnað verði fyrir viðskiptavakt í eigin bréfum mun það alla jafna breyta fordæmi Hæstaréttar. Þá er ekki gerð fortakslaus krafa um viðskiptavakasamning í reglum MiFID II, en samkvæmt b-lið 1. mgr. 1. gr. reglugerðar nr. 2017/578 er aðeins gerð skylda um viðskiptavakasamning ef stunduð eru viðskipti meira en 50% af deginum. Því virðist það ekki eins einfalt að álykta að viðkomandi stundi ekki viðskiptavakt ef viðskiptavakasamningur er ekki fyrir hendi heldur þyrfti Hæstiréttur að meta það í hverju máli fyrir sig.

Þá má spyrja að ef slíkar breytingar verða hvort það muni hafa í för með sér að Hæstiréttur muni í sambærilegum málum frekar horfa á háttsemina, eins og Vestri Landsréttur gerði í Aarhus Lokabank málinu, í stað þess að meta hvort útgefanda sé heimilt að stunda viðskiptavakt í eigin bréfum eða ekki. Þá gæti Hæstiréttur farið þá leið að meta hvort háttsemin feli í sér ranga eða misvísandi upplýsingar, enda er lagt til grundvallar að það sé það sem skilur markaðsmisnotkun frá annarri markaðshegðun, þ.á m. lögmætri háttsemi eins og viðskiptavakt. Hins vegar er það bara tíminn einn sem mun leiða það í ljós og ekki útilokað að Hæstiréttur muni nálgast sambærileg mál á annan veg.

Heimildaskrá

Aðalsteinn Egill Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Codex 2009)

——, *Markaðssvik* (Codex 2017)

Andri Árnason og Stefán A. Svensson, „Aðferðafræði: Réttarheimildir“ (Háskólinn í Reykjavík 2016)

Andri Fannar Bergþórsson, „Markaðsmisnotkun við opnun og lokun markaðar“ (2012) 62
Tímarit Lögfræðinga 51

——, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2) Tímarit Lögréttu 238

——, *What Is Market Manipulation?: An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context* (Brill 2018)

Boyd N, „Market Making and Risk Management in Options Markets“ (2015) 18 (1) Review of Derivatives Research 1

Busch D, „MiFID II: Regulating High Frequency Trading, Other Forms of Algorithmic Trading and Direct Electronic Market Access“ (2016) 10 (2) Law and Financial Markets Review 72

Davíð Þór Björgvinsson, *Lögskýringar* (Háskólinn í Reykjavík 2008)

EFTA, „EEA Joint Committee reduces backlog by record number of acts“ (29. mars 2019) <<https://www.efta.int/EEA/news/EEA-Joint-Committee-reduces-backlog-record-number-acts-512806>> skoðað 17. apríl 2019

Enriques L og Gatti M, „Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?“ (2008) 14 (1) Stanford Journal of Law, Business & Finance

European Union, „The European Securities and Markets Authority (ESMA)“ (*European Union*, 16. júní 2016) <https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_en> skoðað 4. apríl 2019

Financial Services Authority, „Market abuse. Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct“ (júní 1998) 10 <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp10.pdf>>

Finanstilsynet, „Vejledende udtalelse vedrørende market making i aktier som følge af en kontraktlig aftale mellem en udsteder og en market maker“ (*Finanstilsynet*, 21. mars 2014) <<https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Vejledende-fortolkninger/Vejl-udtalelse-vedr-market-making-i-aktier.>> skoðað 1. apríl 2019

Fischel D og Ross D, „Should the Law Prohibit „Manipulation“ in Financial Markets?“ (1991) 105 (2) Harvard law review 503

Fjármálaeftirlitið, „Áætlun um setningu reglna og útgáfu leiðbeinandi tilmæla 2018 - 2019“ (*Fjármálaeftirlitið*, 31. janúar 2018) <<https://www.fme.is/media/um-fme/Aaetlun-FME-2018-januar.pdf>>

Halldór Sveinn Kristinsson, „Skuldabréfamarkaður á Íslandi“ (2002) 4 (1) Peningamál 33

Hansen JL, *Informationsmisbrug: en analyse af de centrale bestemmelser i børnsrettens informationsregime* (Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2001)

——, „MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive“ (2004) 15 *European Business Law Review* 183

Jóhannes Sigurðsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Codex 2004)

Lárus L. Blöndal o.fl., „Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið“ (október 2018) <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=c76c0d02-fcab-11e8-942f-005056bc4d74>>

„Leiðrétting Hagar hf. endurnýja samning um viðskiptavakt með hlutabréf fyrirtækisins. Frétt birt 20161102 102607 CET“ (*Landsbankinn*) <<http://www.landsbankinn.is/markadir/frettir/?NewsID=720480&p=47>> skoðað 3. apríl 2019

„MFID II Market Making Agreement And Market Making Scheme“ (*Nasdaq*) <<https://business.nasdaq.com/trade/nordic-equities/market-making/index.html>> skoðað 3. apríl 2019

Moalem Weitemeyer Bendtsen o.fl., „Fortolkning af market maing- begrebet“ (*Moalem Weitemeyer Bendtsen*, 28. febrúar 2014) <<http://www.mwblaw.dk/Nyheder/Nyheder%202014/~~/media/News/2014/Market%20Making%20-%20DK.ashx>>

Moloney N, „The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market — A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making“ (2011) 12 (1) *European Business Organization Law Review* 41

Rannsóknarnefnd Alþingis, „Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir“ (Bindi 4, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) <<https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-4>>

——, „Úr skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis“ <<https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=127c5e39-fc7d-11e8-942f-005056bc4d74>>