



## **BA í lögfræði**

**Breytingar og nýjungar í viðskiptum og  
umgjörð innherja með tilkomu MAR**

**Júní, 2020**

**Nafn nemanda:** Haraldur Andrew Aikman

**Kennitala:** 010397-2949

**Leiðbeinandi:** Aðalsteinn Egill Jónasson

## Útdráttur

Þann 12. júní 2014 birtist í Stjórnartíðindum Evrópusambandsins reglugerð um markaðssvik nr. 596/2014 (MAR). Reglugerðin tók formlega gildi 3. júlí 2016 í aðildarríkjum Evrópusambandsins og var tekin upp í samninginn um Evrópska Efnahagssvæðið í kjölfar ákvörðunar sameiginlegu EES nefndarinnar 25. október árið 2019. MAR leysir af hólmi tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB (MAD) sem lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (vvl.) byggja á. Verðbréfavíðskiptalöggjöf Íslands hefur lengi vel mótast nánast alfarið af tilskipunum og reglugerðum frá Evrópusambandinu. Í þessari ritgerð er leitast við að meta hvaða áhrif MAR mun hafa á reglur og umgjörð um víðskipti innherja. Fyrsti kafli er tileinkaður umfjöllun um Evrópurétt og þeim grundvelli sem vvl. byggir á og sérstök áhersla lögð á aðdraganda og þá þróun sem liggur að baki MAD og MAR. Í öðrum kafla eru innherjum gerð skil eins og þeir eru skilgreindir í vvl. ásamt þeim breytingum sem MAR mun hafa í för með sér. Í þriðja kafla er gerð grein fyrir innherjalistum og áhrifum þess að vera settur á slíkan lista. Að auki er þar að finna helstu breytingar sem munu eiga sér stað með tilkomu MAR. Í fjórða kafla er varpað ljósi á núverandi mynd reglna um víðskipti innherja og hvaða breytingar þær reglur muni verða á þeim reglum með innleiðingur MAR. Í fimmta kafla er 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. skoðaður þar sem gert er grein fyrir helstu sjónarmiðum að baki reglunum auk þess sem gefinn er gaumur að helstu dómum sem hafa áhrif á túlkun ákvæðisins. Í sjötta kafla er samantekt og niðurlag. Þar er stiklað á stóru úr umfjöllun kaflanna á undan og dregnar saman þær breytingar og nýjungar sem MAR kemur til með að hafa á víðskipti og umgjörð innherja.

## **Abstract**

On June 12th, 2014, the new market abuse regulation no. 596/2014 (MAR) was published in the Official Journal. The regulation entered into force on July 3rd 2016 in all member states of the European Union and was incorporated in the Agreement on the European Economic Area following the decision of the EEA Joint Committee on 25 October 2019. MAR replaced the provisions of Directive 2003/6/EC (MAD) which the current Securities Act no. 108/2007 is based on. In this thesis, an attempt is made to assess what effect MAR will have on the rules and framework of insider trading. The first chapter is dedicated to the discussion of European law and how it has affected the Securities Acts throughout the years. In the second chapter there is a review on the insider term and how MAR will affect it. Chapter three describes the insider lists and the effect of being included in such lists. In addition, there are major changes that will occur with the implementation of MAR. Chapter Four sheds light on the current form of rules of insider trading and what changes are to be seen when MAR comes into force. Fifth chapter contains a review on insider dealing in Article 123 of the Securities Act. The focus will be on the first paragraph regarding when an insider acquires or disposes a financial instrument based on inside information as well as the main judgments that affect the interpretation of the provision. The sixth chapter summarizes preceding chapters and lists up the changes and innovations that MAR brings about to provisions on insider trading and the insider's framework.

## Efnisyfirlit

1.	Inngangur	1
1.1	Evrópskt samstarf og markaðssvikatilskipunin (MAD) .....	1
1.2	Úr MAD í MAR.....	4
2.	Innherjar	5
2.1	Fruminnherjar .....	6
2.2	Tímabundnir innherjar .....	7
2.3	Aðrir innherjar .....	7
2.4	Fjárhagslega tengdir aðilar.....	8
2.5	Breytingar með MAR .....	9
3.	Innherjalistar	10
3.1	Innherjalistar og 128. gr. vvl.....	10
3.2	Áhrif þess að vera settur á innherjalista og skyldur útgefanda .....	11
3.3	Breytingar með MAR .....	12
4.	Viðskipti innherja	14
4.1	Almennt um reglur um innherjasviðskipti .....	14
4.2	Innherjaupplýsingaákvæði laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007.....	15
4.3	Innherjaupplýsingaákvæði MAR .....	16
4.4	Rannsóknarskyldan .....	18
4.4.1	Breytingar með MAR	20
4.5	Tilkynningar- og birtingarskylda .....	21
4.5.1	Viðskipti stjórnenda	22
4.5.2	Breytingar með MAR	23
5.	Innherjasvik	29
5.1	Innherjasvikaákvæði laga nr. 108/2007 .....	29
5.1.1	Að afla eða ráðstafa fjármálagerningum og að nýta innherjaupplýsingar	30
5.2	Að afla eða ráðstafa með MAR .....	33
6.	Samantekt og niðurlag	35
7.	Heimildaskrá	37

## **Lagaskrá**

Lög um Evrópska Efnahagssvæðið nr. 2/1993

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 13/1996 (*brottfallin*)

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 163/2000 (*brottfallin*)

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 39/2002 (*brottfallin*)

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 (*brottfallin*)

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 31/2005 (*brottfallin*)

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007

Lög um meðferð sakamála nr. 88/2008

## **Alþingistíðindi**

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

Alþt. 2000-2001 A-deild þskj. 251 — 233. mál.

## **Regluverk Evrópusambandsins**

Reglugerð Evrópuþingsins og -ráðsins nr. 596/2014 um markaðssvik (Market Abuse Regulation) OJ L 173/1

Tilskipun Evrópuþingsins og -ráðsins nr. 2003/6/EB um innherjasvik og markaðsmisnotkun (markaðssvik) OJ L96/16

Tilskipun Framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB um skilgreiningu og birtingu á innherjaupplýsingum og skilgreiningu á markaðsmisnotkun OJ L339/70

Tilskipun Evrópuráðsins nr. 89/592/EB um samhæfingu reglna um innherjasvik OJ L 334/30

Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2004/72/EB um framkvæmd tilskipunar 2003/6/EB að því er varðar viðurkenndar markaðsframkvæmd, skilgreining á innherjaupplýsingum í tengslum við afleiður á hrávörum, gerð lista yfir innherja, tilkynning um viðskipti stjórnenda og tilkynning um grunsamleg viðskipti OJ L 162/70

Innleiðingarreglugerð Framkvæmdastjórnarinnar 2016/347 um reglur um framkvæmd tæknilegra staðla með tilliti til nákvæms sniðs innherjalista og uppfærslu á innherjalistum í samræmi við reglugerð nr. 596/2014 Evrópuþingsins og -ráðsins OJ L 65/49

Reglugerð Framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/522 til viðbótar við reglugerð Evrópuþingsins og Ráðsins nr. 596/2014 um undanþágu fyrir opinbera aðila og seðlabanka þriðju ríkja og vísbendingar um markaðsmisnotkun, mörk upplýsingaskyldu, lögbær yfirvöld fyrir

tilkynningar um tafir, leyfi til viðskipta á lokuðum tímabilum og tegundir tilkynninga sem tilkynnt er um viðskipti stjórnenda OJ L 88/1

### **Reglugerðir**

Reglugerð um innherjaupplýsingar og markaðssvik nr. 630/2005

Reglugerð um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja nr. 1050/2012

Reglugerð um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja nr. 987/2006

### **Alþjóðasáttmálar**

Consolidated Version of the Treaty on European Union [2008] OJ C326/13

Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union [2012] OJ C326/1

Samningur um Evrópska Efnahagssvæðið (samþykktur 4. febrúar 1993, tók gildi 1. janúar 1994) Stj. tíð. C, 31/1993.

## **Dómaskrá**

### **Dómar Hæstaréttar Íslands**

Dómur Hæstaréttar Íslands 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011

Dómur Hæstaréttar Íslands 12. desember árið 2013 í máli nr. 193/2013

### **Dómar Landsréttar**

Dómur Landsréttar 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018

### **Dómar Héraðsdóms Reykjavíkur**

Dómur Héraðsdóms Reykjavíkur 29. október 2001 í máli nr. S-601/2001

Dómur Héraðsdóms Reykjavíkur 8. nóvember 2018 í máli nr. S-705/2001

### **Dómar Evrópudómstólsins**

Mál C-19/11 Markus Geltl gegn Daimler AG [2012] EU:C:2012:397

Mál C-45/08 Spector Photo Group NV & Chris Van Raemdonck gegn Commissie CBFA [2009] EU:C:2009:806

Mál C-391/04 Ipourgios Ikononikon og Proistamenos DOI Amfissas gegn Charilaos Gergakis [2007] EU:C:2007:272

### **Ákvarðanir Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands**

Sektarákvörðun FME gegn Icelandair Group hf., 18. desember 2012

Sáttagerð FME við HS Veitur hf. þann 20. ágúst 2013

Sáttagerð FME við Reginn hf. þann 27. ágúst 2013

Sáttagerð FME við Ríkisútvarpið ohf. þann 21. ágúst 2013

### **Erlendar leiðbeiningar og sektarákvarðanir**

Leiðbeinandi tilmæli danska fjármálaeftirlitsins (Finanstilsynet) um innherjalista og algeng mistök tengd þeim <<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/Indhold-til-nyhedsbreve/211-pdf-pdf.pdf?la=da>> skoðað 15. maí 2020

Leiðbeiningar fjármálaeftirlitsins í Bretlandi (FCA) um tilkynningarskyldu viðskipta stjórnenda, 3. júlí 2016 <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/3/1.html>> skoðað 16. apríl 2020

Leiðbeiningar norska Fjármálaeftirlitsins (Finantilsynet) varðandi lög um verðbréfavíðskipti, 25. apríl 2014 <<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/laws-and->

[regulations/guidelines/securities-trading-act-comments-chapter-3-and-4.pdf](#)> skoðað 29.  
febrúar 2020

Stjórnvaldssekt breska Fjármálaeftirlitsins (FCA) gegn Mr Kevin Gorman, 12. desember 2019  
<<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/kevin-gorman-2019.pdf>> skoðað 24.  
febrúar 2020



# 1. Inngangur

Í ritgerð þessari reynir höfundur að varpa ljósi á þær breytingar sem munu eiga sér stað á regluverki er tengist í fyrsta lagi umgjörð í kringum innherja og í öðru lagi breytingum sem snúa að reglum um viðskipti innherja með tilkomu nýrrar markaðssvikareglugerðar Evrópusambandsins. Reglugerðin tók gildi í aðildarríkjum Evrópusambandsins þann 3. júlí árið 2016 og hefur verið tekin upp í samninginn um Evrópska Efnahagssvæðið (“EES-samninginn”) með ákvörðun sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 259/2019.<sup>1</sup> Í svari Fjármálaráðuneytisins við fyrirspurn höfundar kemur fram að áætluð innleiðing reglugerðarinnar muni fara fram á fyrsta ársfjórðungi árið 2021. Þar að auki segir í svari ráðuneytisins að reglugerðin verði innleidd með tilvísunaraðferð og að sett verði ný sérlög ásamt því að XII.-XIII. kafli laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (“vvl.”) falla brott.<sup>2</sup>

Þróun og uppbygging fjármagns- og verðbréfamarkaðar gegnir mikilvægu hlutverki þegar fjármagna á atvinnustarfsemi í hagkerfinu. Eftir margra ára doða og lægð í kjölfar efnahagshrunsins 2008 hefur íslenskur verðbréfamarkaður verið að taka við sér undanfarin ár; sprotum atvinnulífsins að fjölga og hagkerfið að blómstra á ný. Stöðug og eðlileg virkni þessara markaða er algjört lykilatriði þegar unnið er að langtímahagvexti og stöðugleika.<sup>3</sup> Með auknum sýnileika fyrirtækja og fjölgun tækifæra fyrir fjárfesta og almenning til að fjárfesta sköpum við ný störf og ný tækifæri fyrir einstaklinga jafnt sem atvinnulífið.<sup>4</sup>

## 1.1 Evrópskt samstarf og markaðssvikatilskipunin (MAD)

Evrópusambandið byggir á tveimur stofnsáttmálum, *Sáttmálanum um Evrópusambandið* (ESBS) og *Sáttmálanum um framkvæmd Evrópusambandsins* (SFE). Evrópudómstóllinn hefur ítrekað lagt áherslu á grundvallargildi þessara sáttmála með því að skilgreina þá sem eins konar stjórnarskrá og æðstu réttarheimild ESB réttar. Bæði ESB sáttmálarnir og EES-samningurinn eru þess eðlis að ekki er hægt að skýra þá með því að bera saman við aðra milliríkjasamninga eða með almennum hugtökum sem notuð eru til að lýsa hefðbundnum milliríkjasamningum. Þess þá heldur hefur þessum samningum verið lýst sem sérstaks eðlis (*sui generis*).<sup>5</sup> Með heimildum í stofnsamningunum koma stofnanir ESB á fót réttarreglum í formi reglugerða,

<sup>1</sup> Ákvörðun Sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 259/2019, 25. október 2019.

<sup>2</sup> Fjármálaráðuneytið, svar við fyrirspurn höfundar um frekari upplýsingar í tengslum við innleiðingu MAR (Reykjavík 6. júní 2020)

<sup>3</sup> Seðlabanki Íslands, „Mikilvægi skilvirkra fjármálamarkaða“

<<https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6294>> skoðað 19. apríl 2020.

<sup>4</sup> Bryndís Ásbjarnardóttir, „Verðbréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki“ (2019) (2) Fjármál 23, 23 <<https://www.fme.is/media/utgefid-efni/Verdbrefamarkadurinn-og-fjarmalastodugleiki.pdf>> skoðað 19. apríl 2020

<sup>5</sup> Þorbjörn Björnsson. „Hvert er eðli EES-samningsins?“ (*Evrópuvefurinn* 27. apríl 2012) <<http://evropuvefur.is/svar.php?id=62485>> skoðað 1. maí 2020.

tilskipana, ákvarðana og tilmæla en þessar fjórar tegundir réttarreglna ganga undir nafninu *afleiddur réttur*.<sup>6</sup>

Reglugerðir og tilskipanir sem settar eru af Evrópusambandinu þjóna sama tilgangi en hafa ólík réttaráhrif. Reglugerðum er ætlað að hafa almenna þýðingu, gilda milliliðalaust innan aðildarríkjanna og vera með öllu bindandi. Með öðrum orðum taka reglugerðir, settar af ESB, gildi í aðildarríkjum þess án nokkurs konar lögfestingar- eða innleiðingarferlis.<sup>7</sup> Aftur á móti skuldbinda tilskipanir ríkin að markmiði sínu en gefa engu að síður svigrúm ákvarða hvaða leið er farin til að innleiða markmið tilskipunarinnar í landsrétt. Markmiðum tilskipunarinnar er lýst í tilskipuninni og gefinn er upp einskonar rammi sem aðildarríki ESB, og eftir atvikum EFTA ríkin, færa síðan í landsrétt á þann hátt sem hvert og eitt ríki telur að henti best.<sup>8</sup> Ekki er lögð sú skylda á ríki að lögleiða texta tilskipana heldur dugir að efnislega samhljóða reglu sé að finna í regluverki hvers ríkis óháð því hvernig slíkt er innleitt í landsrétt.<sup>9</sup>

EES-samningurinn var undirritaður af hálfu aðildarríkja ESB og EFTA, þann 2. maí 1992 en samningurinn tók gildi þann 1. janúar 1994 þegar hann var lögfestur með lögum nr. 2/1993. Tilgangur samningsins er að færa út kvíar innri markaðarins með það að leiðarljósi að frjálst flæði vöru, vinnuafis, þjónustu og fjármagns sé ekki einskorðað við aðildarríki ESB heldur nái einnig til EFTA ríkjanna.<sup>10</sup> Við samningaborðið höfðu EFTA ríkin tvö markmið að leiðarljósi; í *fyrsta lagi* að tryggja EFTA ríkjunum aðgang að innri markaði Evrópusambandsins á sömu forsendum og önnur aðildarríki Evrópusambandsins og í *öðru lagi* að takmarka framsal fullveldis þannig að það stæðist stjórnskipunarreglur EFTA ríkjanna.<sup>11</sup> Vegna aðildar Íslands að EES-samningnum er ýmis afleidd löggjöf, sem sett er af stofnunum ESB, innleidd í íslenskan landsrétt.<sup>12</sup>

Til þess að framkvæmd EES-samningsins sé sem skilvirkust þurfa lög og reglur ekki eingöngu að vera samhljóða heldur þarf auk þess samræmi að ríkja í túlkunum og beitingu þessara reglna á öllu EES-svæðinu enda hefur þessi regla verið talin ein helsta meginregla EES-

---

<sup>6</sup> Sigurður Línal og Skúli Magnússon, *Réttarkerfi Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins* (Hið íslenska bókmenntafélag 2011) 51-53

<sup>7</sup> sama heimild, 57

<sup>8</sup> sama heimild, 58.

<sup>9</sup> Davíð Þór Björvinsson, *Lögskýringar* (JPV útgáfa 2013) 325.

<sup>10</sup> sama heimild, 321.

<sup>11</sup> Þorbjörn Björnsson. „Hvert er eðli EES-samningsins?“ (*Evrópuvefurinn* 27. apríl 2012) <<http://evropuvefur.is/svar.php?id=62485>> skoðað 1. maí 2020.

<sup>12</sup> Margrét Einarsdóttir, „Upptaka afleiddrar löggjafar í EES-samninginn og innleiðing í íslenskan rétt“ (2015) 65 (4) *Tímarit lögfræðinga* 545, 546; Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik*. (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 37.

samningsins.<sup>13</sup> Í 4. lið aðfararorða EES-samningsins er þetta markmið um einsleitni sett með eftirfarandi hætti:

Hafa í huga það markmið að mynda öflugt og einsleitt Evrópskt efnahagssvæði er grundvallist á sameiginlegum reglum og sömu samkeppnisskilyrðum, tryggri framkvæmd, meðal annars fyrir dómstólum, og jafnrétti, gagnkvæmni og heildarjafnvægi hagsbóta, réttinda og skyldna samningsaðila.

Með hugtakinu *einsleitni*<sup>14</sup> er verið að vísa til þess að reglur EES-samningurinn séu þær sömu og Evrópusambandsins og skal beiting, skýring og túlkun á þessum reglum vera sambærileg því sem á sér stað innan Evrópusambandsins.<sup>15</sup> Til að tryggja að beiting, skýring og túlkun afleiddrar löggjafar sé eins í öllum ríkjum er samningsaðilum skylt skv. 6. gr. EES-samningsins að skýra ákvæði hans í takt við þá dóma Evrópudómstólsins sem kveðnir voru upp fyrir undirritunardag EES-samningsins.

Íslensk löggjöf á sviði verðbréfavíðskipta hefur meira og minna mótast alfarið af afleiddri löggjöf Evrópusambandsins. Lög nr. 31/2005 sem tóku gildi 1. júlí 2005 byggðu á tilskipun 2003/6/EB um markaðsmisnotkun og innherjasvik (MAD) auk undirgerðum hennar.<sup>16</sup> MAD er sú tilskipun sem íslensk löggjöf um verðbréfavíðskipti byggir á enn í dag. Aðdragandi MAD er sá að 1. júlí árið 2000 fól Ráðherraráðið nefnd undir stjórn Alexandre Lamfalussy að greina hvað stæði helst í vegi fyrir samræmdari og einsleitnari fjármálamörkuðum í Evrópu.<sup>17</sup> Niðurstaða nefndarinnar var að skortur væri á samræmdri löggjöf í Evrópu á sviði fjármálamarkaða og lagði nefndin í kjölfarið fram tillögu að nýju lagasetningarferli sem hefur hlotnast heitið *Lamfalussy-ferlið*. Skýrslan varpaði ljósi á hvernig hefðbundin lagasetning hefði brugðist seint og illa við þeirri þróun og þeim breytingum sem höfðu átt sér stað á verðbréfamörkuðum.<sup>18</sup> Án þess að rakið sé ítarlega allt það ferli þá skiptist það í fjóra þætti. Í *fyrsta lagi* eru settar rammareglur í formi tilskipana og reglugerða sem í *öðru lagi* er fylgt eftir með innleiðingargerðum og stöðlum, *þriðja skefið* felur í sér útgáfu leiðbeininga og

<sup>13</sup> Með EES-svæðinu er átt við bæði EFTA-ríkin og aðildarríki Evrópusambandsins.

<sup>14</sup> Einsleitnismarkmið EES-samningsins er að finna strax í 1. mgr. 1. gr. EES-samningsins: “Markmið þessa samstarfssamnings er að stuðla að stöðugri og jafnri eflingu viðskipta- og efnahagstengsla samningsaðila við sömu samkeppnisskilyrði og eftir sömu reglum með það fyrir augum að mynda einsleitt Evrópskt efnahagssvæði sem nefnist hér á eftir EES.”

<sup>15</sup> Davíð Þór Björvinsson, *Lögskýringar* (JPV útgáfa 2013) 324-325

<sup>16</sup> Enska heitið á þessari tilskipun er *Market Abuse Directive* en verður vitnað til hennar sem *MAD*.

<sup>17</sup> Gunnar Þór Pétursson, „Innleiðing gerða skv. EES samningnum á sviði fjármálaþjónustu í íslenskan rétt“ (Viðauki 6 birtur með skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) <<https://www.rna.is/media/skjol/RNAvefVidauki6.pdf>> skoðað 20. apríl 2020

<sup>18</sup> Alþt. 2004-2005 A-deild, 3639, 3662-3663

ráðlegginga til að gæta að samræmdri túlkun. Síðast er *fjórða skrefið* sem felur í sér eftirlit með innleiðingu regluverksins ásamt því að svara spurningum eftirlitsaðila aðildarríkja o.s.frv.<sup>19</sup>

MAD er tilskipun sem hönnuð var með hliðsjón af Lamfalussy lagasetningarferlinu. Tilskipunin er því hluti af fyrsta stigi Lamfalussy ferlisins og samanstendur af reglum um upplýsingaskyldu útgefanda og banni við markaðsmisnotkun og innherjasvikum. Í samanburði við forvera MAD var um yfirgrips- og umfangsmikla tilskipun að ræða sem þörf var á til að samræma regluverk á sviði verðbréfamarkaða í Evrópu. Í kjölfarið voru samþykktar þrjár innleiðingartilskipanir og ein reglugerð um nánari útfærslu MAD.<sup>20</sup>

Eins og áður var rakið gera tilskipanir ekki þá kröfu að innihald þeirra sé innleitt beint í lög heldur er ríkjum veitt frelsi, sem er þó háð ýmsum takmörkum, til að ákvarða hvernig það innleiðir slíkt í sinn landsrétt svo fremi sem útfærslan er efnislega samhljóða tilskipuninni. Reglugerðir hafa þann ókost að mun tímafrekara er að koma þeim á laggirnar þar sem ekkert svigrúm er fyrir aðildarríki ESB til að innleiða þær í sinn landsrétt og leiðir slíkt til þess að erfiðara er fyrir aðildarríkin að koma sér saman um lagatexta sem allir eru tilbúnir að fallast á. Tilskipanir eru hinsvegar tvíeggja sverð. Kostirnir eru þeir að lagasetningarferlið tekur mun styttri tíma og frelsi til innleiðingar er mikið. Ókosturinn er hinsvegar aukin hætta á að misræmi skapist á milli mismunandi ríkja. Ef lítið samræmi er milli ríkja eftir innleiðingu tilskipunar, getur það leitt til vandkvæða í framkvæmd. Þar með hefur skapast forsendubrestur fyrir setningu löggjafarinnar.<sup>21</sup>

## 1.2 Úr MAD í MAR

Á sínum tíma þótti MAD mjög árangursrík þó tíminn hafi leitt í ljós misræmi milli ríkja, sem orsakaðist vegna mismunandi innleiðingar MAD í landsrétt, og gróf undan heilindum á markaðnum ásamt trausti og trú fjárfesta á verðbréfamarkaðnum.<sup>22</sup> Með MAD var í fyrsta skipti kynnt til sögunnar samræmd skilgreining á hvað fælist í markaðsmisnotkun.<sup>23</sup> Með því að skipta MAD út fyrir MAR er verið að reyna ná fram hámarkssamræmingu á m.a. markaðsmisnotkunarhugtakinu og öðru tilheyrandi.<sup>24</sup> Til að bregðast við neikvæðum áhrifum

<sup>19</sup> Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2) Tímarit Lögréttu 238, 247-249.

<sup>20</sup> sama heimild 250; Marco Ventrizzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotate Guide* (Oxford University Press 2017) 6.

<sup>21</sup> Gunnar Þór Pétursson, „Innleiðing gerða skv. EES samningnum á sviði fjármálaþjónustu í íslenskan rétt“ (Viðauki 6 birtur með skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) <<https://www.rna.is/media/skjol/RNAvefVidauki6.pdf>> (skoðað 20. apríl 2020) 8-9

<sup>22</sup> Marco Ventrizzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, commentary and annotate guide* (Oxford University Press 2017) 6.

<sup>23</sup> Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2) Tímarit Lögréttu, 238, 250

<sup>24</sup> sama heimild, 255.

Þess að hafa markaðssvikalöggjöfina í formi tilskipunar óskaði Evrópuráðið eftir því við Evrópuþingið að samin yrði ný löggjöf um markaðssvik og skyldi hún vera í reglugerðarformi. Rökin fyrir því að velja reglugerð í stað tilskipunar voru þau að samræmd löggjöf væri algjör grundvöllur virks evrópsks verðbréfamarkaðs. Reglugerð myndi þannig auðvelda bæði eftirlitsaðilum og útgefendum á markaði að sinna sínum störfum, ekki síst ef tiltekinn útgefandi væri skráður á markað í fleiri en einu landi. Þar að auki var bent á verndarhagsmuni þessa regluverks þ.e. að skapa trú og heilindi á markaði. Í 3. og 4. tl. formála MAR er þessum sjónarmiðum haldið á lofti auk þess sem undirstrikuð er nauðsyn þess að uppfæra löggjöfina til að stuðla að frekari hagvexti og atvinnusköpun.<sup>25</sup>

## 2. Innherjar

Hugtakið innherji hefur að mati höfundar fengið á sig slæma ímynd. Ástæðan er trúlega sú að viðskipti innherja verða yfirleitt ekki umræðuefni nema þegar farið er á svig við lög og reglur. Eðli málsins samkvæmt þykir það sjaldnast fréttæmt ef innherji á viðskipti í útgefanda og farið er eftir öllum reglum. Þó eru undantekningar á því, til dæmis þegar stór hluthafi í útgefanda eykur eða dregur úr hlut sínum. Samkvæmt MAD og 121. gr. vvl. er innherji sá aðili sem hefur aðgang að eða býr yfir innherjaupplýsingum um tiltekna fjármálagerninga eða eftir atvikum upplýsingar um útgefanda, sem hafa ekki verið gerðar opinberar en væru líklegar til að hafa áhrif á markaðsverð bréfanna yrðu þær opinberaðar.<sup>26</sup> Skilgreiningin tekur ekki tillit til þess hvernig aðili kemst yfir innherjaupplýsingarnar. 121. gr. vvl. sækir sína efnislegu fyrirmynd í 1. tl. 1. gr. MAD en þar er að finna umfjöllun um innherja sem búa yfir innherjaupplýsingum vegna stjórnarsetu sinnar eða setu í framkvæmdastjórn útgefanda. Þar að auki eru taldir upp þeir sem búa yfir innherjaupplýsingum sökum eignaraðildar, starfs síns vegna, hlutverks- og/eða skuldbindinga við útgefanda og því til viðbótar þeir sem komast yfir innherjaupplýsingar með ólögætum hætti. Þá segir í 4. gr. MAD að kvaðir sem koma fram í 1. tl. 1. gr. skuli einnig gilda um þá sem búa yfir innherjaupplýsingum vegna annars en kveðið er á um í þeirri grein svo lengi sem þeir viti eða megi vita að upplýsingarnar séu innherjaupplýsingar.<sup>27</sup>

Á Íslandi var farin sú leið að flokka innherja í þrennt þ.e. fruminnherja, tímabundna innherja og aðra innherja en framangreind flokkun þekktist vel meðal fræðimanna. Fyrirmynd

<sup>25</sup> *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) COM(2011) 651 final.*

<sup>26</sup> Páll Sigurðsson o.fl. (ritstj.), *Lögfræðiorðabók með skýringum* (Bókaútgáfan CODEX : Lagastofnun Háskóla Íslands 2008) 209-210

<sup>27</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 275-276.

þessarar flokkunar á uppruna sinn að sækja í norsk verðbréfavíðskiptalög. Ákveðið var að fara að fordæmi nágranna okkar í ljósi þess að sérregla hafði verið búin til fyrir þá sem hafa “að jafnaði aðgang” að innherjaupplýsingum.<sup>28</sup> Með því að fara “norsku leiðina” héldust flokkun innherja og sérreglur um víðskipti fruminnherja í hendur.<sup>29</sup>

Þegar löggjafinn hóf að skilgreina og flokka innherja; m.a. með setningu laga nr. 163/2000 um verðbréfavíðskipti, kviknuðu áhyggjur manna um að flokkunin myndi valda vanda með afmörkun og vandkvæði tengdum réttarfarslegum atriðum.<sup>30</sup> Í dæmaskyni má nefna dóm Hæstaréttar frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011, sem betur er þekktur undir nafninu *Ráðuneytisstjórnin*, þar sem aðili var ákærður fyrir innherjasvik sem *annar innherji* en sakfelldur sem *tímabundinn innherji*. Í kjölfar uppkvaðningar dómsins komu upp efasemdir um að slíkt samræmist 180. gr. laga um meðferð sakamála nr. 88/2008 þar sem kveðið er á um að ekki megi dæma ákærða fyrir aðra hegðun en þá sem í ákæru greinir.<sup>31</sup> Verður ekki farið í nánari umfjöllun um framangreindan dóm en áætla má að framangreindar vangaveltur um flokkun innherja hafi snúið að vandkvæðum áþekkingum þeim sem áttu sér stað í framangreindum dómi.

## 2.1 Fruminnherjar

Í 1. tl. 1. mgr. 121. gr. vvl. er skilgreint hvað átt sé við með fruminnherja. Þeir teljast til fruminnherja sem hafa að jafnaði aðgang að innherjaupplýsingum vegna aðildar að stjórn, rekstri, eftirliti eða vegna annarra starfa á vegum útgefanda fjármálagerninga sem skráð hefur verið í kauphöll eða á skipulegum verðbréfamarkaði. Það sem greinir fruminnherja helst frá öðrum tegundum innherja er að ekki þarf að meta hvort viðkomandi innherji búi yfir innherjaupplýsingum heldur er frá upphafi gengið út frá því, eins og orðalag greinarinnar ber með sér, að aðilinn búi *ad jafnaði* yfir innherjaupplýsingum.

Í greinagerð sem fylgdi frumvarpi er varð að lögum nr. 163/2000 er tiltekið í dæmaskyni nokkrar stöður sem undantekningarlaust teljast til sem fruminnherja. Þar á meðal eru endurskoðendur, stjórnarmenn, og framkvæmdastjórnar.<sup>32</sup> Öll eiga þessi starfsheiti það sameiginlegt að þurfa að taka, samþykkja eða endurskoða ákvarðanir sem teknar eru innan útgefanda sem gerir það að verkum að upplýsingar sem snerta umræddar ákvarðanir eru mjög viðkvæmar og geta haft verðmótandi áhrif á verðbréf útgefanda. Því má segja að löggjafinn

<sup>28</sup> Sérreglur fruminnherja snúa að rannsóknar- og tilkynningarskyldu þeirra þegar þeir ætla sér að eiga víðskipti með bréf í útgefanda.

<sup>29</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 275-276.

<sup>30</sup> Alþt. 2000-2001 A-deild, 1192, 1201

<sup>31</sup> Eiríkur Elís Þorláksson, „Ekki má dæma ákærða fyrir aðra hegðun en þá sem í ákæru greinir“. (2013) 66 (1) Úlfjótur 5

<sup>32</sup> Alþt. 2000-2001, A-deild, 1192, 1201

hafi verið að reyna útlista nánar og skýra hvað átt sé við með að hafa að jafnaði aðgang að innherjaupplýsingum. Eðli starfsins er meðhöndlun óbirtra upplýsinga eða er jafnvel uppspretta innherjaupplýsinga og því eðlilegt að áætla að aðili sem sinnir framangreindum stöðum búi að jafnaði yfir innherjaupplýsingum eða hafi að minnsta kosti aðgang að þeim. Að fullyrða að aðilar í framangreindum stöðum skuli *undantekningarlaust* vera flokkaðir sem fruminnherjar er eflaust of djúpt í árinna tekið þar sem þær aðstæður eru mögulegar að aðili hafi ekki reglubundinn aðgang að innherjaupplýsingum þrátt fyrir að gegna fyrrgreindum stöðum.<sup>33</sup>

## 2.2 Tímabundnir innherjar

Í 2. tl. 1. mgr. 121. gr. vvl. er skilgreint hvað átt sé við með tímabundnum innherja. Þeir sem flokkast sem tímabundnir innherjar eru þeir aðilar sem teljast ekki fruminnherjar en búa yfir innherjaupplýsingum vegna eignaraðildar, starfs síns, stöðu eða skyldna. Tímabundnir innherjar eru frábrugðnir fruminnherjum að því leyti að þeir þurfa raunverulega að búa yfir innherjaupplýsingum. Það sem aðskilur tímabundna innherja frá öðrum innherjum eru þær trúnaðarskyldur sem tímabundnir innherjar gegna gagnvart útgefanda.<sup>34</sup> Ef litið er til eignaraðildar má sem dæmi nefna það þegar stór eigandi í útgefnum verðbréfum útgefanda tekur ákvörðun um að losa sig við eitthvað af t.d. hlutabréfum.<sup>35</sup> Salan er líkleg til þess að hafa marktæk áhrif á markaðsvirði hlutabréfa í útgefanda ásamt því sem skilaboðin sem felast í sölunni vekja fjárfesta til umhugsunar. Yrði því viðkomandi hluthafi gerður að tímabundnum innherja og sömuleiðis sá sem hyggðist kaupa hið selda. Eins og að framan greinir getur aðili verið færður á lista yfir tímabundna innherja vegna starfs síns, stöðu eða skyldna. Þar er vert að nefna aðila sem sinnir tímabundnum verkefnum eða skyldum gagnvart útgefanda sem tekur enda einn daginn.<sup>36</sup> Viðkomandi innherji gæti verið starfsmaður útgefanda eða utanaðkomandi ráðgjafi sem fenginn hefur verið í einhver afmörkuð verkefni þar sem myndast innherjaupplýsingar. Þegar því verkefni eða þeirri ráðgjöf er lokið; lýkur einnig innherjastöðu viðkomandi starfsmanns.<sup>37</sup>

## 2.3 Aðrir innherjar

Í 3. tl. 1. mgr. 121. gr. vvl. er skilgreint hvað sé átt við með öðrum innherja. Aðrir innherjar eru þeir sem hvorki teljast fruminnherjar né tímabundnir innherjar en hafa fengið vitneskju um innherjaupplýsingar, enda hafi viðkomandi vitað eða mátt vita hvers eðlis upplýsingarnar voru. Með setningu þessa flokks má áætla að íslenski löggjafinn hafi verið að reyna búa til ákvæði

<sup>33</sup> sama heimild, bls 1201-1202.

<sup>34</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 240-241.

<sup>35</sup> Vegna eðli slíkra upplýsinga eru þær kallaðar *sjálfsprottnar innherjaupplýsingar*.

<sup>36</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 241.

<sup>37</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

sem tæki til þeirra sem falla utan hinna tveggja flokkanna. Ólíkt því sem á við um fruminnherja og tímabundna innherja þá þarf að meta hvort viðkomandi aðili hafi vitað eða mátt vita hvers eðlis upplýsingarnar væru. Einfalt gáleysi<sup>38</sup> væri þannig ekki gild afsökun, á þeim tímapunkti þegar hann býr yfir innherjaupplýsingum, sem myndi fría viðkomandi undan refsingu gerist hann sekur um innherjasvik.<sup>39</sup> Í 18. tl. formála MAD-tilskipunarinnar, sem fjallað var um hér að framan, var settur fram mælikvarði um hvernig ætti að meta slíkt og miðast það við eins konar bonus pater eða vir optimus mælikvarða þ.e. hvernig hinn góði og gegni aðili myndi meta slíkar upplýsingar.

## 2.4 Fjárhagslega tengdir aðilar

Tilgangur reglna um fjárhagslega tengda aðila er tvíþætt. Í fyrsta lagi auðvelda þær eftirlitsaðilum að hafa eftirlit með framgangi og framkvæmd innherjaviðskipta. Í öðru lagi að skapa varnaðaráhrif gagnvart aðilum sem tengjast innherjum á þann hátt sem skilgreint er í 16. gr. reglugerðarinnar. Með öðrum orðum; að koma í veg fyrir að fjárhagslega tengdir aðilar eigi viðskipti byggð á innherjaupplýsingum og aukinheldur að draga úr freistingu innherja að eiga viðskipti í gegnum þá.<sup>40</sup> Fjárhagslega tengdir aðilar eru skilgreindir í 16. gr. reglna Fjármálaeftirlitsins nr. 987/2006 um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja og eru skilgreindir svo:

1. Maki, maki í staðfestri samvist og sambúðarmaki,
2. ófjárráða börn, kjörbörn og stjúpbörn á heimili innherja,
3. önnur skyldmenni sem búa á heimili með innherja og hafa búið á heimili með innherja í a.m.k. eitt ár þegar viðskipti eiga sér stað,
4. lögaðili:
  - a. sem lýtur framkvæmdastjórn innherja eða aðila sem talinn er upp í lið 1, 2 og 3 hér að framan,
  - b. sem er stjórnað með beinum eða óbeinum hætti af innherja eða aðila sem er talinn upp í lið 1, 2 og 3 hér að framan,
  - c. annar en í lið a eða b ef fjárhagslegir hagsmunir hans eru samtvinnuðir hagsmunum innherja eða aðila sem talinn er upp í lið 1, 2 eða 3 hér að framan.

Reglan á sér fyrirmynd í 2. tl. 1. gr. innleiðingartilskipunar nr. 2004/72/EB en þar er skilgreiningin um fjárhagslega tengda aðila eingöngu lätin ná til stjórnenda og er því þrengri en 16. gr. reglnanna þar sem hún nær til bæði fruminnherja og tímabundinna innherja. Með MAR er gildissviðið víkkað og fært í átt að því sem þekkist í íslenskri löggjöf og nær því ekki eingöngu til stjórnenda.<sup>41</sup> Óháð gildissviðsbreytingum er skilgreiningin byggð efnislega á

<sup>38</sup> Með einföldu gáleysi er átt við t.d. vanþekkingu á lögum og reglum.

<sup>39</sup> Alþt. 2000-2001, A-deild, 1192, 1202.

<sup>40</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 292.

<sup>41</sup> sama heimild, 292-293.



sjónarmiðum um sameiginlegan fjárhag, forsjárskyldu innherja og annarra skyldmenna sem hafa búið innan sömu veggja og innherji í lengur en eitt ár.<sup>42</sup> Þá byggir skilgreiningin á fjárhagslega tengdum lögðilum á stjórn þeirra aðila sem greinir í 1-3 tl. skilgreiningarinnar eða stjórnad óbeint t.d. í skjóli eignaraðildar viðkomandi í félagi. Þá er síðast vikið að því þegar hagsmunir annarra lögaðila en talið er upp í a og b lið skilgreiningarinnar, eru samtvinnaðir hagsmunum innherja<sup>43</sup>

## 2.5 Breytingar með MAR

Í a-d liðum 4. tl. 8. gr. MAR er að finna skilgreiningu á hugtakinu “innherji” sem er efnislega samhljóða þeirri skilgreiningu sem er að finna í MAD. Skilgreiningin í MAR er eftirfarandi:

This Article applies to any person who possesses inside information as a result of:

- (a) being a member of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer or emission allowance market participant;
- (b) having a holding in the capital of the issuer or emission allowance market participant;
- (c) having access to the information through the exercise of an employment, profession or duties; or
- (d) being involved in criminal activities.

This Article also applies to any person who possesses inside information under circumstances other than those referred to in the first subparagraph where that person knows or ought to know that it is inside information.

Í ofangreindri skilgreiningu MAR er að finna sömu upptalningu á stöðugildum og aðstæðum þar sem viðkomandi sem býr yfir innherjaupplýsingum er skilgreindur sem innherji. Vísast hér til umfjöllunar framar í kaflanum.

Með því að taka upp þriggja flokka innherjakerfi fór íslenski löggjafinn ef til vill flóknari leið heldur en t.d. Danmörk. Þar í landi var fyrir gildistöku MAR, gerð sú krafa til útgefanda að þeir settu saman lista yfir þá sem hefðu aðgengi að innherjaupplýsingum.<sup>44</sup> Í MAR er ekki að sjá neina sérstaka flokkun heldur snýr skráning innherja fremur að því hverjir búa yfir innherjaupplýsingum eða hafa aðgang að þeim. Einnig er farið fram á skráningu á því hvers vegna viðkomandi er á listanum, hvenær viðkomandi komst yfir innherjaupplýsingar og hvenær listinn var gerður sbr. a-d liður 3. tl. 1. mgr. 18. gr. MAR.<sup>45</sup> Slík framkvæmd hefur

<sup>42</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 243.

<sup>43</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 294-298.

<sup>44</sup> Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Fjármál 11, 12.

<sup>45</sup> sama heimild, 12.

verið við lýði í Evrópu og með tilkomu MAR mun íslenska flokkunin þ.e. fruminnherji, tímabundinn innherji og annar innherji, líða undir lok.

Í afleiddri löggjöf Evrópusambandsins hefur ýmist verið rætt um fjárhagslega tengda aðila í sambandi við stjórnendur, sem sérstaklega er fjallað um í köflum 4.5 - 4.5.2.1. Fjárhagslega tengdir aðilar eru skilgreindir í 27. tl. 1. tl. 3. gr. MAR og er að efninu til samhljóða ákvæðinu í 2. tl. 1. gr. tilskipunar 2004/72/EB með einni undantekningu; ákvæðið er ekki lengur notað eingöngu yfir aðila sem teljast nátengdir stjórnendum. Skilgreiningin er þannig líkari núgildandi ákvæði 16. gr. reglna Fjármálaeftirlits Seðlabankans.<sup>46</sup> Einn viðmælandi höfundar bindur vonir við að ekki verði gerðar sömu kröfur og gerðar eru í dag hvað varðar skráningu fjárhagslega tengdra aðila. Telur viðkomandi ýmsar aðrar leiðir færar til þess að halda ströngu eftirliti án svo ítarlegrar skráningar á þeim fjölda sem skilgreindir eru sem fjárhagslega tengdir aðilar. Bendir viðmælandinn á að skynsamlega væri að skoða sérstaklega þær kennitölur, sem eiga viðskipti – og eru alveg einstaklega heppnar í viðskiptum sínum.<sup>47</sup>

### 3. Innherjalistar

#### 3.1 Innherjalistar og 128. gr. vvl.

Útgefendur fjármálagerna sem eiga undir gildissvið XIII. kafla vvl. er gerð sú krafa að útbúa lista yfir alla fruminnherja, tímabundna innherja og aðila sem eru fjárhagslega tengdir þeim. Útgefandi skal halda uppfærðum innherjalista yfir framangreinda aðila sbr. 128. gr. vvl. og 1. mgr. 13. gr. reglna nr. 1050/2012 og senda Fjármálaeftirlit Seðlabankans uppfærða lista á a.m.k. sex mánaða fresti sbr. 2. mgr. 128. gr. vvl. og 2.-3. mgr. 18. gr. sömu reglugerðar. Framangreind laga- og reglugerðarákvæði byggja á 3. mgr. 3. tl. 6. gr. MAD tilskipunarinnar.<sup>48</sup> Í framkvæmd eru samskipti regluvarðar og Fjármálaeftirlits Seðlabankans mikil. Um leið og breytingar verða á einhverjum af framangreindum listum, þarf að fara beint í að uppfæra Fjármálaeftirlit Seðlabankans með nýjum lista sbr. 2. mgr. 18. gr. reglugerðarinnar.<sup>49</sup> Upplýsingar um fruminnherja eru síðan gerðar opinberar á vefsvæði Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands sbr. 4. mgr. 128. gr. vvl.<sup>50</sup>

<sup>46</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 293-294.

<sup>47</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>48</sup> Á ensku hljóðar ákvæðið svo: “Member States shall require that issuers, or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them, under a contract of employment or otherwise, who have access to inside information. Issuers and persons acting on their behalf or for their account shall regularly update this list and transmit it to the competent authority whenever the latter requests it.”

<sup>49</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>50</sup> Fruminnherjalistar eftirlitsins eru aðgengilegir á þessari vefslóð: <https://www.fme.is/eftirlit/verdbrefamarkadur-og-sjodir/utgefendur-verdbrefa/fruminnherjar/>

Vanræksla útgefanda á að standa skil á innherjalistum eða að uppfæra þá getur varðað stjórnvaldssektum sbr. 141. gr. vvl. en sektum eða fangelsi sbr. 145. gr. vvl. fyrir alvarlegri brot. Í dæmaskyni má nefna *sáttargerð FME gegn Ríkisútvarpinu ohf. þann 21. ágúst 2013* þar sem félagið viðurkenndi brot sitt á 128. gr. vvl. með því að hafa ekki staðið skil á lista yfir fjárhagslega tengda aðila fruminnherjum. Sama var upp á teningnum í *sáttargerð FME gegn HS Veitur hf. þann 20. ágúst 2013* þar sem félagið hafði ekki farið eftir kröfum 128. gr. vvl. að uppfæra lista yfir aðila fjárhagslega tengdum fruminnherjum á réttum tíma en umrætt félag hafði ekki uppfært listann í yfir 6 mánuði en eins og framur er getið er útgefendum skylt að endurskoða innherjalista eigi sjaldnar en á sex mánaða fresti.

Þrátt fyrir að innherjalistar hafi verið færðir yfir á rafrænt form, sem hafði í för með sér mikinn vinnusparnað, eru viðmælendur höfundar<sup>51</sup> þeirrar skoðunar að enn sé stór hluti af vinnu regluvarðar að halda slíkum listum uppfærðum.<sup>52</sup> Innherjalistarnir eru þó ekki tilgangslausir enda gagnast þeir regluvörðum að halda utan um þá sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum ásamt því að hjálpa eftirlitsaðilum að rannsaka ýmis grunsamleg viðskipti.<sup>53</sup>

### **3.2 Áhrif þess að vera settur á innherjalista og skyldur útgefanda**

Þegar aðili er færður á innherjalista skal regluvörður senda skriflega tilkynningu þess efnis að búið sé að skilgreina viðkomandi aðila sem innherja skv. 129. gr. vvl. Sama gegnir þegar sami aðili er tekinn af slíkum lista. Eintak eða upplýsingar um aðgengi að reglum um viðskipti innherja skal fylgja tilkynningunni sbr. 1. mgr. 17. gr. reglugerðarinnar. Innherja skal síðan gefið blað til útfyllingar á fjárhagslega tengdum aðilum ásamt því að hann þarf að staðfesta að hann og fjárhagslega tengdir aðilar hafi kynnt sér allt framangreint og þær reglur sem um viðskipti þeirra gilda. sbr. 3. mgr. 17. gr. reglugerðarinnar.

Þó svo að aðili hefur ekki verið skráður á viðeigandi lista er slíkt ekki bindandi fyrir eftirlitsaðila og dómstóla. Endanlegt mat er í höndum dómstóla sem ákvarðar hvort aðili, sem hefur átt viðskipti með fjármálagerninga eða miðlað upplýsingum tengdum þeim, hafi verið fruminnherji, tímabundinn innherji, eða aðili fjárhagslega tengdur þeim. Aðili getur þannig verið skráður sem tímabundinn innherji en verið skilgreindur af dómstólum sem fruminnherji

<sup>51</sup> Viðtöl voru tekin við Hákon Má Pétursson, regluvörð Arion Banka hf. Viðtal tekið 9. mars 2020 í höfuðstöðvum Arion Banka hf. og Ara Guðjónsson, regluvörð Icelandair Group hf. Tekin voru viðtöl við fleiri regluverði en viðmælendur þeirra útgefanda vildu ekki láta hafa neitt eftir sér í ritgerðina. Höfundur vill engu að síður þakka þeim fyrir að gefa sér tíma í að ræða viðfangsefnið við sig.

<sup>52</sup> „FME: Innherjalistar verða rafrænir“ (Fjármálaeftirlitið, 10. desember 2006) <<https://www.fme.is/utgefingid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettir/nr/124>> skoðað 1. maí 2020

<sup>53</sup> Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020).

sé það endanlegt mat dómstólsins að viðkomandi hafi verið flokkaður á rangan máta.<sup>54</sup> Má framangreint ráða af dómi Hæstaréttar 17. febrúar árið 2012 í máli nr. 193/2013 en ákærða var þar gefin sök á að hafa í fimm aðskilin skipti átt viðskipti með hlutabréf í útgefanda þrátt fyrir að búa yfir innherjaupplýsingum um lausafjárstöðu bankans vegna stöðu hans innan bankans.

Í niðurlagi dómsins segir orðrétt:

“Það skiptir engu máli um refsíabyrgð ákærða þótt hann hafi aldrei verið skráður á lista sem tímabundinn innherji og regluvörður hafi veitt heimild til sölu hlutabréfanna. Á endanum er það mat dómsins sem ræður því hvort ákærði hafi verið tímabundinn innherji, enda væri það ótækt að einstaklingur gæti komið sér undan refsíabyrgð með því að vanrækja að vekja athygli á því þegar hann telst vera tímabundinn innherji eða þegar regluvarsla fjármálafyrirtækis virkar ekki sem skyldi.”<sup>55</sup>

Ætla má að það sama gildi í málum þar innherjar eru ranglega flokkaðir og vísar höfundur í því samhengi til dóms Hæstaréttar í máli nr. 279/2011 sem lauslega var getið í upphafi 2. kafla. Af framangreindu er ljóst að aðilar geta ekki nýtt sér það í málsvörn sinni að gleymst hafi að færa viðkomandi inn á innherjalista þó svo að slíkt geti haft áhrif á gáleysismat eftirlitsaðila, refsinaemi verknaðar og ákvörðun refsingar eða stjórnvaldssektar.<sup>56</sup>

### 3.3 Breytingar með MAR

Í 18. gr. MAR er að finna reglu sem skyldar útgefendur og aðila sem gegna störfum fyrir hans hönd til að útbúa lista yfir aðila sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum á hverjum tíma. Í fyrsta lagi á þetta við um starfsmenn útgefanda. Í öðru lagi aðila sem starfa fyrir hönd útgefanda samkvæmt ákveðnum samningi og síðast en ekki síst aðila sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum. Með tilkomu MAR ber þannig ekki eingöngu útgefanda – heldur einnig þeim aðilum sem starfa í hans umboði – skylda til að útbúa og halda uppfærðum lista yfir innherja.<sup>57</sup> Í a-lið 1. tl. 18. gr. MAR er sérstaklega tekið dæmi um framangreint þ.e. þá sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum og eru þar tíndir til ráðgjafar, endurskoðendur sem og fyrirtæki sem framkvæma lánsþjónustur.<sup>58</sup>

Með tilkomu MAR taka reglur um upplýsingaflæði milli eftirlitsaðila og útgefanda breytingum. Útgefendum verður ekki skylt að senda uppfærðan lista á eftirlitsaðila nema að beiðni eftirlitsaðilans sbr. c-lið 1. tl. 18. gr. MAR. Tilgangur ákvæðisins er að létta á þessum

<sup>54</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Bókaútgáfan Codex 2015) 429.

<sup>55</sup> Undirstrikanir höfundar.

<sup>56</sup> sama heimild, 429.

<sup>57</sup> European Securities and Markets Authority, „Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR)“ (ESMA 29. mars 2019) ESMA70-145-111. Version 14 <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf)> skoðað 8. maí 2020. 34.

<sup>58</sup> Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Fjármál 11, 12.

stanslausu samskiptum eftirlitsaðila og útgefanda. Að sögn fyrrum forstöðumanns verðbréfaeftirlits FME er mikið hagræði falið í þessari breytingu.<sup>59</sup> Viðmælendur höfundar draga hinsvegar þennan vinnusparnað í efa. Þeir benda á að listana þurfi eftir sem áður að vinna og uppfæra enda þurfi þeir alltaf að vera tiltækir óski Fjármálaeftirlit Seðlabankans eftir eintaki af innherjalistum. Framangreint úrræði eftirlitsaðila, að óska eftir innherjalistum, getur gegnt sama tilgangi og í dag, og jafnvel gætu kröfurnar orðið strangari ef óskað er eftir uppfærðum lista með stuttu millibili.<sup>60</sup> Hins vegar er skýrt tekið fram í 56. tl. formála MAR að sú skylda að halda innherjalistum stöðugt uppfærðum sé mjög íþyngjandi. Í ljósi þess að eftirlitsaðilar geti sinnt eftirlitshlutverki sínu án þess að nýta sér innherjalistana sé því sú skylda afnumin og eingöngu gerð krafa um að slíkum listum sé skilað inn að beiðni eftirlitsaðila.

Í 56. tl. formála MAR segir að lönd gera mismunandi kröfur um hvaða upplýsingar skuli koma fram á innherjalista – og það geri útgefendum erfitt fyrir. Til að koma í veg fyrir þau óþægindi, var komið á innleiðingarreglugerð 2016/347/EB um tæknilega útfærslu á innherjalistaákvæði MAR. Í reglugerðinni eru útlistaðar þær form- og efniskröfur sem gerðar eru til innherjalista auk lágmarkskrafna sem tilgreindar eru í a-d liðum 3. tl. 18. gr. MAR. Útgefendum ber að útbúa tvær tegundir innherjalista, viðburðar- og verkefnaþaða innherjalista. Innan hvers lista skal gera grein fyrir einstökum innherjaupplýsingum og innherjar skulu færðir inn á þá innherjalista sem á við þær innherjaupplýsingar sem þeir búa yfir.<sup>61</sup> Til að koma í veg fyrir að sömu aðilar séu færðir oft inn á mismunandi lista er heimilað í 4. tl. formála reglugerðarinnar að nota form nr. 2 í viðauka nr. I fyrir innherja sem hafa að jafnaði aðgang að öllum innherjaupplýsingum innan útgefanda (e. *permanent insiders*).<sup>62</sup> Á slíkum listum skulu einungis vera aðilar sem, rétt eins og fruminnherjar í vvl., hafa alltaf aðgang að innherjaupplýsingum, vegna eðlis starfs síns eða stöðu hjá útgefanda. Þrátt fyrir útgefendum sé heimilt að nýta sér fruminnherjalista ber að varast að mistnoka þá. Sem dæmi má nefna að Danska Fjármálaeftirlitið biðlar til útgefenda að misnota sér ekki fruminnherjalistann með því að hrúga fólki á hann heldur er listinn einungis ætlaður þeim sem búa alltaf eða hafa ávallt aðgang að innherjaupplýsingum.<sup>63</sup>

Nú þegar hafa íslenskir útgefendur innleitt verkferla tengdum 18. gr. MAR. Af svörum viðmælenda höfundar er þó ljóst að mismunandi leiðir hafa orðið fyrir valinu. Sumir nota

---

<sup>59</sup> sama heimild, 12.

<sup>60</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>61</sup> Sjá viðauka I til útskýringar á eftirfarandi vefslóð: [https://eur-lex.europa.eu/eli/reg\\_impl/2016/347/oj](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_impl/2016/347/oj)

<sup>62</sup> Hér eftir verður vísað til þessa lista sem *fruminnherjalista*.

<sup>63</sup> Leiðbeinandi tilmæli Danska fjármálaeftirlitsins (Finanstilsynet) um innherjalista og algeng mistök tengd þeim <[https://www.finanstilsynet.dk/~media/Nyhedscenter/Indhold-til-nyhedsbreve/211-pdf-pdf.pdf?la=da](https://www.finanstilsynet.dk/~/media/Nyhedscenter/Indhold-til-nyhedsbreve/211-pdf-pdf.pdf?la=da)> (Skoðað 15. maí 2020)

aðkeypta þjónustu þar sem innherjum er gefinn aðgangur að rafrænu kerfi til að færa inn upplýsingar um sig og aðila sem eru fjárhagslega tengdum þeim á meðan aðrir nýta sér gamla mátann og vinna sína innherjalista í excel.<sup>64</sup>

## 4. Viðskipti innherja

### 4.1 Almennt um reglur um innherjasviðskipti

Reglum um innherjaviðskipti er ætlað að vernda fjárfesta og trúverðugleika verðbréfamarkaðar. Reglurnar eru settar til þess að treysta gegnsæi fjármálamarkaðar, jafnræði fjárfesta og heiðarleika í verðbréfavíðskiptum.<sup>65</sup> Af afleiddri löggjöf Evrópusambandsins á sviði verðbréfavíðskipta má ráða að ekki sé hægt að vinna traust fjárfesta nema að lagðar séu til grundvallar skýrar reglur um viðskipti innherja og nægt eftirlit sé með þeim.<sup>66</sup>

Í fylgiskjölum með frumvarpi sem varð að lögum nr. 163/2000 er að finna skýrslu nefndar um innherjaviðskipti. Þar eru sett fram rök fyrir því að heimila innherjaviðskipti án sérstakra takmarkana að það hljóti að teljast bæði eðlilegt og nauðsynlegt að innherjar fjárfesti í eigin fyrirtæki og lýsi þannig trausti á fyrirtækið og hæfni sinni til að reka það.<sup>67</sup> Í þeim viðtölum sem höfundur tók við regluverði í hinum ýmsu skráðu félögum á Íslandi kom fram samhljóða álit þeirra að viðskipti stjórnenda væru almennt ekki stór hluti viðskipta með verðbréf útgefanda. Kaup þeirra á hlutabréfum í útgefanda þjónuðu yfirleitt fyrst og fremst þeim tilgangi að tengja hagsmuni stjórnenda við fyrirtækið. Einnig bendu þeir á að stjórnendur seldu bréf sín helst ekki nema brýna nauðsyn bæri til enda væru flestar aðrar ástæður litnar hornauga af hálfu annarra stjórnenda. Slík viðskipti gæfu til kynna að viðkomandi hefði ekki lengur trú á verkefninu eða starfsemi viðkomandi útgefanda.<sup>68</sup>

Reglur um innherjaviðskipti eru ótvírætt mjög stór hluti af regluverki um verðbréfavíðskipti. Í 119. gr. vvl. er að finna gildissvið XIII. kafla um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja. Þannig er ákvæðum kaflans ætlað að taka til eftirfarandi:

1. fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta eða óskað hefur verið eftir að teknir verði til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi, á Evrópska efnahagssvæðinu eða á sambærilegum erlendum mörkuðum og fjármálagerninga sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF) hér á landi og

<sup>64</sup>Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020) og Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020)

<sup>65</sup> 12.-13. tl. formála MAD.

<sup>66</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Bókaútgáfan Codex 2015) 396

<sup>67</sup> Alþt. 2000-2001 A-deild, 1192, 1251.

<sup>68</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

2. fjármálagerninga sem tengdir eru einum eða fleiri fjármálagerningum skv. 1. tölul.

Þá er tekið sérstaklega fram að innherjasvikaákvæði 123. gr. vvl. eigi ekki við þegar um er að ræða viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlunum eða við verðjöfnun fjármálagerninga, enda hafi viðskiptin farið fram í samræmi við reglugerð um innherjaupplýsingar og markaðssvik nr. 630/2005. Að því sögðu er gildissvið reglna um innherjaviðskipti dregin lína við fjármálagerninga sem hafa verið teknir eða óskað hefur verið eftir að verði teknir til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði sbr. 1. tl. 1. mgr. 119. gr. vvl. Gildissvið kaflans er í samræmi við 1. mgr. 9. gr. MAD og a-d liði 1. mgr. 2. gr. MAR.<sup>69</sup>

#### 4.2 Innherjaupplýsingaákvæði laga um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007

Eins og fyrr greinir er markmið þessarar ritgerðar meðal annars að varpa ljósi á breytingar á reglum um viðskipti innherja. Engu að síður verður samhengisins vegna ekki hjá því komist að fjalla stuttlega um hugtakið *innherjaupplýsingar* þar sem það er órjúfanlegur hluti af viðskiptum innherja. Samkvæmt 120. gr. vvl. er hugtakið skilgreint á eftirfarandi hátt:

Með innherjaupplýsingum er átt við nægjanlega tilgreindar upplýsingar sem ekki hafa verið gerðar opinberar og varða beint eða óbeint útgefendur fjármálagerninga, fjármálagerningana sjálfa eða önnur atriði og eru líklegar til að hafa marktæk áhrif á markaðsverð fjármálagerninganna ef opinberar væru, eins og nánar er kveðið á um í reglugerð sem sett er skv. 131. gr.<sup>70</sup>

Ákvæðið á sér fyrirmynd í 1. mgr. 1. tl. 1. gr. MAD. Í skilgreiningunni kemur fram að innherjaupplýsingar verði að vera nægjanlega tilgreindar upplýsingar. Í reglugerð nr. 630/2005 segir í 2. mgr. 2. gr. að upplýsingar séu nægjanlega tilgreindar ef þær gefa til kynna aðstæður sem eru fyrir hendi eða sem ætla má að verði fyrir hendi eða þá atburð sem hefur átt sér stað eða ætla megi að muni eiga sér stað.

Í 1. mgr. 1. gr. innleiðingartilskipunar Evrópusambandsins 2003/124/EB er að finna orðalagið “reasonably be expected” sem hægt væri að þýða sem “af sanngirni má ætla”; þ.e. að aðstæður séu eða yrðu fyrir hendi eða atburður mundi eiga sér stað. Af óþekktum ástæðum var orðinu “reasonably” hins vegar sleppt í innleiðingunni í íslenskan rétt. Þrátt fyrir það hefur því verið haldið fram að reglugerðarákvæðið yrði túlkað í samræmi við ákvæðið í innleiðingartilskipuninni.<sup>71</sup> Þar að auki er vísað til þess að upplýsingarnar þurfi að vera nægilega nákvæmar til að hægt sé að draga ályktun um möguleg áhrif þeirra aðstæðna eða

<sup>69</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 230.

<sup>70</sup> Undirstrikanir höfundar.

<sup>71</sup> Andri Fannar Bergþórsson, “Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?” (2019) 69 (1) Tímarit lögfræðinga 3, 3-4.

atburðar á verð fjármálagerninga eða afleiddra fjármálagerninga sem þeim tengjast.<sup>72</sup> Af reglugerðarákvæðinu má ráða að aðili sem býr yfir upplýsingum, sem benda til þess að atburður muni eiga sér stað eða aðstæður skapast, þá teljist þær nægjanlega tilgreindar til að uppfylla skilyrðið.<sup>73</sup>

Í dómi Hæstaréttar í máli nr. 279/2011, sem gengur undir nafninu “Ráðuneytisstjórinn” og fjallað var um framar í ritgerðinni, var tekist á um hvort upplýsingar sem ráðuneytisstjóri bjó yfir hafi verið nægjanlega tilgreindar til að geta talist innherjaupplýsingar. Í stuttu máli voru málavextir þeir að ráðuneytisstjórinn var sakfelldur fyrir innherjasvik fyrir að hafa selt hlutabréf sín í Landsbankanum eftir að hafa settið fund í samráðshópi stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðbúnað. Dómurinn tók sérstaklega fram að þær upplýsingar um var að ræða í ákæruliðum á hendur ráðuneytisstjóranum væru í öllum tilvikum nægjanlega tilgreindar. Því til rökstuðnings benti meirihluti réttarins á að hann (ráðuneytisstjórinn) hefði getað dregið ályktun um möguleg áhrif þeirra aðstæðna sem uppi voru eða þeirra atburða sem áttu eftir að gerast á verð fjármálagerninganna.

Til að upplýsingar geti talist innherjaupplýsingar þurfa þær ekki eingöngu að vera nægilega tilgreindar heldur þurfa þær að vera líklegar til að hafa marktæk áhrif á markaðsverð fjármálagerninga, sbr. 120. gr. vvl. Í framangreindri reglugerð er að finna skýringar á því hvað teljist vera marktæk áhrif en í 3. mgr. 2. gr. segir að með því sé átt við þær upplýsingar sem upplýstur fjárfestir noti sem hluta af þeim grunni sem hann byggir fjárfestingarákvarðanir sínar á. Í framangreindu máli *Ráðuneytisstjórans* er vikið að sömu sjónarmiðum um upplýstan fjárfesti.

Síðasta skilyrðið til að upplýsingar teljist innherjaupplýsingar er að þær hafi ekki verið gerðar opinberar. Í 120. gr. vvl. segir að upplýsingar teljist opinberar þegar útgefandi hefur birt þær almenningi á EES-svæðinu. Að því sögðu verður ekki farið nánar út í ákvæði vvl. um innherjaupplýsingar eins og það lítur út í dag þó svo ýmis álitaefni og frekari flækjur séu til staðar við þar að lútandi.

### **4.3 Innherjaupplýsingaákvæði MAR**

Skilgreiningin á hugtakinu *innherjaupplýsingar* breytist efnilega lítið með innleiðingu MAR.<sup>74</sup> Í a-lið 1. tl. 7. gr. MAR er að finna þau skilyrði sem upplýsingar þurfa að uppfylla til að teljast

<sup>72</sup> Marco Ventrizzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, commentary and annotate guide* (Oxford University Press 2017) 189-190

<sup>73</sup> Andri Fannar Bergþórsson, „Hvenær ber útgefanda fjármálagerninga að birta innherjaupplýsingar?“ (2013) 63 *Tímarit lögfræðinga* 241, 242.

<sup>74</sup> Andri Fannar Bergþórsson, “Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?” (2019) 69 (1) *Tímarit lögfræðinga* 3, 3-4.



innherjaupplýsingar. Innherjaupplýsingar þurfa að vera nægilega tilgreindar, óopinberar, eiga beint eða óbeint við útgefanda og síðast en ekki síst að hafa marktæk áhrif á verðmótun fjármálagerninga útgefanda. Þær breytingar sem eiga sér stað með MAR snúa helst að lögfestingu á dómaframkvæmd Evrópudómstólsins (e. *European Court of Justice*).

Í 2. tl. 7. gr. MAR er að finna sömu sjónarmið og áður hafa verið rakin um hvenær upplýsingar skuli teljast nægjanlega tilgreindar og hvenær upplýsingar eru taldar hafa marktæk áhrif. Þá er sérstaklega bent á eftirfarandi:

In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information<sup>75</sup>.

Þessa skilgreiningu á innherjaupplýsingum er ekki að finna í eldri reglugerðum og tilskipunum ESB þ.e. orðalagið “intermediate steps of that process”. Orðalagið má þýða sem “í þrepaskiptu ákvörðunarferli.” Ástæður að baki þessari viðbót eru þær að í máli Evrópudómstólsins, *Markus Gettl gegn Daimler AG*, 28. júní 2012 í máli C-19/11 setti dómstóllinn fram sína túlkun á því hvenær upplýsingar teldust nægjanlega tilgreindar þegar aðstæður eða atburður hefði ekki átt sér stað. Nánar tiltekið var um að ræða upplýsingar um starfslok framkvæmdarstjóra en lokaákvörðun um starfslok hans hafði þó ekki verið tekin og því ekki víst að af uppsögninni yrði. Niðurstaðan var sú að með orðalaginu<sup>76</sup> væri verið að benda á að *raunhæfar líkur* væru á því að atburður eða aðstæður myndu eiga sér stað ef tekið væri mið af öllum þeim þáttum sem voru til staðar á tilteknum tíma.<sup>77</sup> Þrepaskiptar ákvarðanir sem hafa það að markmiði framkalla ákveðinn atburð eða búa til einhverjar aðstæður, geta verið innherjaupplýsingar þó svo að atburðurinn eða aðstæðurnar séu ekki orðnar að veruleika. Evrópudómstóllinn lagði áherslu á að túlkun sem horfði framhjá millistigum í þrepaskiptum ákvörðunum græfi undan markmiðum MAD tilskipunarinnar sem á að auka trúverðugleika markaða og efla traust fjárfesta. Ef ákvarðanir í þrepaskiptu ferli væri virtar að vettugi væri jafnréttisgrundvöllur fjárfesta ekki lengur til staðar.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> Undirstrikanir höfundar.

<sup>76</sup> Vísað til orðalagsins “*reasonably be expected*”.

<sup>77</sup> Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, commentary and annotate guide* (Oxford University Press 2017) 191-192

<sup>78</sup> Herbert Smith Freehills LLP, „Market abuse – ECJ holds in Daimler case that steps preceding a decision may constitute inside information” <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9981fe96-9251-4bee-9c79-ae27786c50e6>> skoðað 12. apríl 2020

Með þessum dómi var ofangreind túlkun staðfest, að upplýsingar geti talist nægilega tilgreindar þrátt fyrir að vera ekki endlanlegar.<sup>79</sup> Túlkun Evrópudómstólsins í máli Daimler er því búið að ramma inn í reglugerð með 2. og 3. tl. 7. gr. MAR. Þáttur í þrepaskiptum ákvarðanatökum getur eitt og sér verið innherjaupplýsingar ef þær uppfylla þau skilyrði sem koma fram í 1. tl. 7. gr. MAR.<sup>80</sup>

#### 4.4 Rannsóknarskyldan

Rannsóknarskylda fruminnherja var innleidd með lögum nr. 163/2000 og má finna í 125. gr. vvl. þar sem fruminnherjum er gert að kanna hvort innherjaupplýsingar liggi fyrir áður en hann eða aðili, sem er honum fjárhagslega tengdur, á viðskipti með fjármálagerninga útgefanda. Tilgangur og markmið reglunnar er að koma í veg fyrir að innherjar ættu viðskipti sem gætu verið andstæð reglum um viðskipti innherja.<sup>81</sup> Fyrir setningu laganna var umræða þess efnis hvort banna ætti viðskipti innherja á viðkvæmum tímabilum þegar algengt væri að innherjaupplýsingar lægju fyrir innan veggja útgefanda.<sup>82</sup> Í dæmaskyni má nefna tímabil skömmu fyrir birtingu árs- eða milliuppgjöra útgefanda. Fyrir gildistöku MAR tók Danská kauphöllin þá ákvörðun að setja reglu sem takmarkaði viðskipti innherja við fyrstu sex vikur eftir birtingu árshluta- og ársuppgjör og Noregur færði sambærilegar takmarkanir í lög. Norðmenn hófu hins vegar endurskoðun á sínum verðbréfavíðskiptalögum og afnumu þessar takmarkanir á svipuðum tíma og löggjafinn á Íslandi hóf endurskoðun á sínum lögum. Í athugasemdum við frumvarp, sem varð að lögum nr. 163/2000, um breytingar á lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti, segir að fyrirmynd rannsóknarskyldunnar eigi rætur sínar að rekja til breytingarfrumvarps Norðmanna. Í stað þess að setja ákvæði sem bannaði innherjavíðskipti á tilteknum tímabilum var útbúin ný regla; hin svokallaða rannsóknarregla.<sup>83</sup>

Innri starfsreglur útgefanda eru mis ítarlegar. Ítarlegar innri starfsreglur og ákvæði um innherjavíðskipti hafa tilhneigingu til að vekja traust fjárfesta.<sup>84</sup> Í athugasemdum við frumvarp til laga nr. 163/2000, sem vikið hefur verið að hér að framan, segir:

Með ákvæðinu (rannsóknarskyldunni)<sup>85</sup> er lögð á fruminnherja rannsóknarskylda, þ.e. skylda til þess að ganga úr skugga um það með tilteknum hætti í samræmi við reglur sem settar eru af stjórn útgefanda að ekki sé óheimilt eða óheppilegt að hann eigi viðskiptin.

<sup>79</sup> Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Fjármál 11, 13.

<sup>80</sup> Andri Fannar Bergþórsson, “Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?” (2019) 69 (1) Tímarit lögfræðinga 3, 4

<sup>81</sup> Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, 2004. *Verðbréfamarkaðsréttur*. Bókaútgáfan Codex. bls 324-325.

<sup>82</sup> *Alþt.* 2000-2001, A-deild, 1192, 1208

<sup>83</sup> *Alþt.* 2000-2001, A-deild, 1192, 1209

<sup>84</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti innherja*. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 247.

<sup>85</sup> Breyting höfundar.

Á tímum framangreinds frumvarps hafði *Verðbréfaþing Íslands hf.*<sup>86</sup> hvatt útgefendur til að setja í sínar innri starfsreglur að innherjar skyldu aðeins eiga viðskipti með bréf útgefanda innan sex vikna frá birtingu uppgjöra. Þessi hvatningarorð féllu að miklu leyti í grýttan jarðveg og urðu ekki til þess að útgefendur innleiddu þessar viðskiptahömlur í innri starfsreglur sínar.<sup>87</sup> Hins vegar hafa útgefendur almennt séð sér hag í því að herða innri starfsreglur og gera ítarlegri kröfur en lög gera ráð fyrir til að vekja upp traust fjárfesta. Þar að auki hefur útgefandi í raun lítilla hagsmuna að gæta varðandi persónuleg viðskipti innherja, ef frá er talin áhættan sem útgefandi ber. Fjármunir sem innherji lætur í fjárfestingar í bréfum útgefanda eru hans eigin og til að lágmarka áhættu útgefanda eru settar strangar kröfur varðandi viðskipti innherja.<sup>88</sup>

Rannsóknarreglan er nánar útfærð í reglum um meðferð innherjaupplýsinga og viðskipti innherja nr. 987/2006 en þar segir í 23. gr. að regluvörður skuli aðstoða fruminnherja við að uppfylla sína rannsóknarskyldu. Innherji skal beina fyrirspurn til regluvarðar í hvert skipti sem hann hyggst eiga viðskipti með bréf útgefanda en regluvörður upplýsir síðan hvort hann telji að fyrir liggi innherjaupplýsingar sbr. 29. gr. reglugerðarinnar. Í kjölfar ráðleggingar regluvarðar verður viðkomandi að eiga viðskipti samdægurs. Takist það ekki verður innherjinn að leita til regluvarðar á nýjan leik og óska eftir álit.<sup>89</sup>

Álit regluvarðar á fyrirhuguðum kaupum er ekki bindandi fyrir innherjann þó svo varhugavert sé að ráðast í kaup og/eða sölu gegn ráðleggingum regluvarðar. Þó innherji hljóti samþykki frá regluverði til að eiga viðskipti með bréf útgefanda getur viðkomandi innherji gerst sekur um innherjasvik á grundvelli 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl., komi í ljós og sé sannað að hann hafi búið yfir innherjaupplýsingum.<sup>90</sup> Hefur framangreint verið staðfest í dómaframkvæmd m.a. í dómi *ráðuneytisstjórans* sem vitnað var til í kafla 2 og 4.2. Í því dómsmáli voru innherjaupplýsingar innan útgefanda, sem að mati regluvarðar og lögfræðiráðgjafa bankans þóttu ekki innherjaupplýsingar. Í máli sínu ítrekar dómurinn að mistök í regluvörslu teljist ekki gild afsökun fyrir innherjasvikum.

Svipaðar aðstæður voru upp á teningnum í dómi Hæstaréttar 17. febrúar árið 2012 í máli nr. 193/2013 sem vikið var að í kafla 3.2. en ákærða var þar gefið að sök að hafa í fimm aðskilin skipti átt viðskipti með hlutabréf í útgefanda þrátt fyrir að hafa stöðu sinnar vegna innan bankans búið yfir innherjaupplýsingum um lausafjárstöðu hans. Í dómi Hæstaréttar segir orðrétt:

<sup>86</sup> Verðbréfaþing Íslands hf. er gamla heitið á það sem í dag er Kauphöll Íslands. Breytingin var gerð árið 2002.

<sup>87</sup> *Alþt.* 2000-2001, A-deild, 1192, 1209

<sup>88</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>89</sup> Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, 2004. *Verðbréfamarkaðsréttur*. Bókaútgáfan Codex. bls. 326

<sup>90</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221, 230.

Það skiptir engu máli um refsíabyrgð ákærða þótt hann hafi aldrei verið skráður á lista sem tímabundinn innherji og regluvörður hafi veitt heimild til sölu hlutabréfanna. Á endanum er það mat dómsins sem ræður því hvort ákærði hafi verið tímabundinn innherji, enda væri það ótækt að einstaklingur gæti komið sér undan refsíabyrgð með því að vanrækja að vekja athygli á því þegar hann telst vera tímabundinn innherji eða þegar regluvarsla fjármálafyrirtækis virkar ekki sem skyldi.<sup>91</sup>

Þarna er því slegið föstu að mistök eða varfærni regluvarðar þegar kemur að því að heimila viðskipti innherja getur ekki orðið til þess að firra viðkomandi allri ábyrgð. Ekki er hægt að treysta regluverði einum til að meta hvað hver og einn fruminnherji veit eða má vita. Þar af leiðandi þarf hver og einn, sem flokkaður er fruminnherji, að meta það hverju sinni hvort hann telji sjálfan sig búa yfir upplýsingum, sem regluvörður veit ekki af.<sup>92</sup>

#### 4.4.1 Breytingar með MAR

Eins og fram hefur komið er MAR reglugerð, ólíkt forvera sínum MAD, sem gerir það að verkum að ekkert svigrúm er veitt til innleiðingar nema það sé sérstaklega heimilað í reglugerðinni. Að mati höfundar er rannsóknarreglan mikilvægur öryggisþáttur í eftirliti með viðskiptum fruminnherja og ekki síður ákveðinn varnagli í undirmeðvitund innherja. Rannsóknarskyldan geti þannig verið viðkomandi hvatning til að staldra við og spyrja ekki einungis regluvörð heldur einnig sjálfan sig hvort hann kunni að búa yfir hverri vitnestju sem flokkast geti sem innherjaupplýsingar. Hvorki í MAD né MAR er minnst orði á rannsóknarskylduna enda á reglan rætur að rekja til verðbréfamarkaðslaga Norðmanna.<sup>93</sup> Ef MAR verður tekinn upp eins og hún leggur sig án nokkurra breytinga er ljóst að brottfall rannsóknarreglunnar úr íslenskum landsrétti er óumflýjanlegt.

Það er hins vegar undir stjórn útgefenda komið að viðhalda rannsóknarreglunni í innri starfsreglum útgefanda. Í sektarákvörðun Fjármálaeftirlitsins í Bretlandi, sem skoðuð er í kafla 4.5.2. má sjá dæmi um að rannsóknarreglan hafi verið innleidd í innri starfsreglur útgefanda. Í hugum viðmælenda höfundar er rannsóknarreglan mikilvæg í tengslum við viðskipti innherja. Líta þeir á regluna sem öryggistæki fyrir innherja sem miði að því að koma í veg fyrir að innherji eigi viðskipti sé honum ekki kunnugt um þær innherjaupplýsingar sem fyrir liggja

<sup>91</sup> Undirstrikanir höfundar.

<sup>92</sup> Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, 2004. *Verðbréfamarkaðsréttur*. Bókaútgáfan Codex. 325.

<sup>93</sup> Leiðbeiningar norska Fjármálaeftirlitsins (Finantilsynet) varðandi lög um verðbréfavíðskipti, 25. apríl 2014 <<https://www.finanstilsynet.no/globalassets/laws-and-regulations/guidelines/securities-trading-act-comments-chapter-3-and-4.pdf>> skoðað 29. febrúar 2020 bls. 24.

innan útgefanda. Þeir sem rætt var við vildu þó ekki staðfesta að reglan yrði innleidd í innri starfsreglur þeirra félaga en þeir myndu þó tala fyrir því, þegar að því kæmi.<sup>94</sup>

#### 4.5 Tilkynningar- og birtingarskylda

Fruminnherjum og aðilar fjárhagslega tengdir þeim, ber að tilkynna öll þau viðskipti sem þeir eiga með verðbréf útgefanda eða fjármálagerninga sem þeim tengjast sbr. 126. gr. vvl. sem nánar er útfærð í 1.-2. mgr. 20. gr. reglugerðar nr. 1050/2012. Reglan er tvíþætt og tekur annars vegar til fyrirhugaðra viðskipta fruminnherja og þeirra sem honum eru fjárhagslega tengdir og hins vegar til aðstæðna eftir að slík viðskipti hafa átt sér stað. Í túlkun Fjármálaeftirlitsins frá 24. júní 2016 segir:

Í fyrrgreindu ákvæði 126. gr. vvl. er ekki gerður greinarmunur á því hver er aðdragandi viðskiptanna sem tilkynningarskyldan varðar. Þá er hvergi getið um undanþágu frá tilkynningarskyldu í lögunum. Þar af leiðandi telur Fjármálaeftirlitið að tilkynningarskylda samkvæmt 126. gr. vvl. eigi alltaf við vegna tilfærslu á eignarhaldi fjármálagerninga [...] Tilgangur ákvæðisins er m.a. að tryggja að Fjármálaeftirlitið geti sinnt eftirliti sínu með viðskiptum með fjármálagerninga.<sup>95</sup>

Ljóst er að FME túlkar ákvæði vvl. um tilkynningarskyldu mjög rúmt. Í framkvæmd er það svo að fruminnherji hefur samband við regluvörð og greinir honum frá því að hann hyggist eiga viðskipti með fjármálagerninga félagsins. Hefur viðkomandi þá uppfyllt fyrri hluta tilkynningarskyldu 126. gr. vvl. og oftast en ekki einnig rannsóknarskyldu 125. gr. vvl. Þar sem viðkomandi ráðfærir sig við regluvörð um fyrirhuguð viðskipti. Samkvæmt 7. gr. framangreindrar reglugerðar er regluverði skylt að halda utan um samskipti sín við innherja, er varða viðskipti þeirra, í sérstakri samskiptaskrá. Í 1.-3. tl. 4. mgr. 7. gr. reglugerðarinnar eru nánari efnisskilyrði um hvað beri að skrá í samskiptum regluvarðar og innherja.

Útgefandi, sem fær senda til sín tilkynningu þess efnis, að fruminnherji eða honum fjárhagslega tengdur aðili ætli sér að eiga eða hafi átt viðskipti með bréf útgefanda, skal tilkynna slíkt samdægurs til Fjármálaeftirlitsins sbr. 1. og 2. mgr. 126. gr. vvl. og 24. gr. reglugerðarinnar. Í 1.-11. tl. 21. gr. sömu reglugerðar eru listaðar upp efnislegar kröfur sem gerðar eru til slíkra tilkynninga en regluvörður sér um að senda þær til Fjármálaeftirlitsins sbr. 3. mgr. 20. gr. reglugerðarinnar. Eins og síðar verður rakið eru viðskipti fruminnherja ekki birt almenningi ólíkt því sem á við um viðskipti stjórnenda. Rökin fyrir því að birta engin viðskipti

<sup>94</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020) og Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020)

<sup>95</sup> Túlkun Fjármálaeftirlits Seðlabankans, 24. júní 2016 <<https://www.fme.is/media/tulkanir/Tilkynningaskylda-fruminnherja-skv-logum-um-verdbrefavidskipti.pdf>> skoðað 11. feb 2020

nema viðskipti stjórnenda eru að viðskipti stjórnenda eru talin hafa meira upplýsingagildi fyrir fjárfesta en viðskipti annarra innherja.<sup>96</sup>

Sinni fruminnherji ekki rannsóknar- og/eða tilkynningarskyldu er regluverði skylt, komist hann á snodir um slíkt, að tilkynna grun um lögbrot til Fjármálaeftirlitsins. Sama gildir ef fruminnherji eða aðili fjárhagslega tengdur honum á viðskipti sem ganga þvert á ráðleggingar regluvarðar. Við brotum á ákvæðum 125. og 126. gr. vvl. hefur Fjármálaeftirlitið heimild skv. 39. og 40. tl. 141. gr. til að beita stjórnvaldssektum. Þar að auki geta sömu brot varðað sektum eða fangelsi allt að tveimur árum sbr. 17. og 18. tl. 145. gr. vvl.

Útgefandi hefur fremur knappan tíma til að tilkynna viðskipti fruminnherja en 126. gr. vvl. gerir kröfu um að gengið sé frá slíku samdægurs. Sektarákvarðanir og sáttagerðir Fjármálaeftirlitsins eru mjög afdráttarlausar hvað það varðar að tilkynning til eftirlitsins þurfi að fara fram samdægurs og fruminnherji tilkynnir viðskipti með fjármálagerninga útgefanda. Dæmi um þetta er m.a. í sektarákvörðun FME gegn Icelandair Group hf. þann 18. desember árið 2012 vegna brots á tilkynningarskyldu 126. gr. vvl. Um var að ræða viðskipti fruminnherja sem tilkynnt voru útgefanda eftir lokun markaða 9. júní 2008. Tilkynningin útgefanda til Fjármálaeftirlitsins barst ekki fyrir en tveimur dögum seinna og eftirlitið sektaði félagið um 1.000.000 krónur.

Í sáttargerð Fjármálaeftirlitsins gegn Reginn hf. þann 27. ágúst 2013 gekkst Reginn við því að hafa brotið gegn 126. gr. vvl. með því að ekki tilkynnt viðskipti stjórnenda og fruminnherja fyrir en deginum eftir að viðskiptin áttu sér stað; einum degi eftir lögmæltan tímafrest. Málinu var lokið með sátt upp á 250.000 krónur.

#### **4.5.1 Viðskipti stjórnenda**

Ítarlegri reglur gilda um viðskipti innherja sem flokkast sem *stjórnendur* í útgefanda. Í MAD er tilkynningarskyldan eingöngu bundin við stjórnendur en íslenski löggjafinn lét skylduna vísvitandi einnig ná til fruminnherja eins og að framan greinir. Hugtakinu um *stjórnanda* (*e. person discharging managerial responsibilities*) er ætlað að ná yfir stjórnarmanna, forstjóra, framkvæmdastjóra, eftirlitsnefndir og aðra stjórnendur sem eru fruminnherjar hjá útgefanda og hafa umboð til að taka ákvarðanir sem geta haft áhrif á framtíðarþróun og afkomu útgefandans sbr. 3. mgr. 127. gr. vvl. Í kjölfar viðskipta stjórnenda skal útgefandi opinberlega birta tilkynningu þess efnis á EES-svæðinu eins fljótt og auðið er og á jafnræðisgrundvelli sbr. 127. gr. vvl. og 22. gr. reglugerðarinnar sem vitnað er í hér að framan. Tekur framangreint einnig til

---

<sup>96</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 314.

viðskipta þeirra sem flokkast sem fjárhagslega tengdir aðilar (*e. Person Closely Associated*) viðkomandi stjórnenda.

Rökin sem liggja að baki ákvæðinu í lögnum snúa í *fyrsta lagi* að eftirlitssjónarmiðum; það geri Fjármálaeftirliti Seðlabankans kleift að átta sig á því hvort viðskipti stjórnenda séu hugsanlega að brjóta í bága við ákvæði vvl. Í *öðru lagi* þjóni tilkynningaskyldan veigamiklu hlutverki þar sem viðskipti stjórnenda hafi oftast en ekki verðmótandi áhrif á verðbréf útgefenda.<sup>97</sup> Í 26. tl. formála MAD segir að birtingarskylda hafi auk þess ákveðin varnaðaráhrif; minnki líkur á því að upplýsingar sem stjórnendur búa yfir séu misnotaðar.

Skyldan til að birta upplýsingar um viðskipti stjórnenda nær samkvæmt 127. gr. vvl. til viðskipta með hluti í útgefanda, og aðra fjármálagerninga tengdum þeim. Nær framangreint því ekki til viðskipta með skuldabréf eða annarra fjármálagerninga sem útgefandi hefur gefið út og teknir hafa verið til viðskipta á markaði.<sup>98</sup> Ekki er öll eignarhaldsbreyting í viðskiptum stjórnenda birtingarskyld þar með talin minniháttar viðskipti þar sem þau séu ekki þess eðlis að geta haft verðmótandi áhrif á verðbréf útgefanda. Samkvæmt 127. gr. vvl. er miðað við að birtingarskyld viðskipti verði að nema að markaðsvirði a.m.k. 500.000 kr. eða að heildarviðskipti næstu fjögurra vikna nemi 1.000.000 kr. að markaðsvirði. Varast skal að tülka 127. gr. vvl. á þann veg að öll viðskipti stjórnenda sem nema minna en 500.000 krónum að markaðsvirði séu ekki birtingarskyld heldur þarf að gæta að seinni mörkum ákvæðisins þ.e. að heildarviðskipti nema meira en 1.000.000 kr. á næsta fjögurra vikna tímabili.<sup>99</sup>

#### 4.5.2 Breytingar með MAR

Tilkynningarskylduna í MAR er að finna í 19. gr. MAR. Hvorki í MAR né MAD tilskipuninni er að finna þá kröfu að tilkynna beri viðskipti annarra en stjórnenda og þeirra sem eru fjárhagslega tengdir þeim. MAR setur þá lágmarkskröfu að viðskipti framangreindra aðila skuli tilkynna til eftirlitsaðila og enn fremur birta þau viðskipti almenningi á EES-svæðinu sbr. 1. tl. 19. gr. MAR. Þrátt fyrir 1. tl. 19. gr. er heimild í 2. tl. 19. gr. MAR til að láta tilkynningarskylduna ná til fleiri en eingöngu stjórnenda og þeirra sem eru fjárhagslega tengdir þeim. Viðmælendur höfunda voru frekar staðfastir í sinni spá og töldu að Fjármálaeftirlitið myndi eflaust nýta þessa heimild til að láta tilkynningarskylduna ná yfir fleiri en eingöngu stjórnendur eða að skilgreiningin á stjórnendum yrði rýmkuð hÉrlendis og þannig látin ná yfir fleiri en skilgreining MAR gerir ráð fyrir.<sup>100</sup> Í krafti heimildar 2. tl. 19. gr. MAR er því tækifæri

<sup>97</sup> *Alþt.* 2004-2005, A-deild, 3639, 3705

<sup>98</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 316

<sup>99</sup> *Alþt.* 2004-2005, A-deild, 3639, 3706

<sup>100</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020); Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020).

fyrir stjórnvöld til að endurskilgreina þá sem tilkynningarskyldan nær yfir, hvort sem slíkt verði niðurnjörvað frá núverandi ástandi eða láta skylduna ná til fleiri en það sem þekktist til í dag.

Þá er útgefendum skylt að birta tilkynningarskyld viðskipti stjórnenda ekki seinna en þremur sólarhringum eftir að viðskiptin áttu sér stað og skal það gert á jafnræðisgrundvelli sbr. 3. tl. 19. gr. MAR. Í 2. mgr. 2. tl. 19 gr. er frestur til að tilkynna viðskipti stjórnenda til eftirlitsaðila þrjú sólahringar frá því að viðskiptin áttu sér stað. Eins og fram hefur komið er tímarammi tilkynningarskyldunnar knappur þar sem útgefanda ber að tilkynna viðskiptin sama dag og þau eiga sér stað. Af framangreindu má ráða að um mikla bót fyrir útgefendur er að ræða vegna þess aukna svigrúms sem myndast. Krafan um að tilkynna samdægurs getur verið hausverkur fyrir starfsfólk í regluvörslu útgefanda – ekki síst ef viðskiptin eiga sér stað undir lok dags.<sup>101</sup>

Þó svo að verið sé að rýmka tímarammann til að tilkynna viðskipti hér á landi er á sama tíma verið að þrengja tímarammann sem MAD setti fram í 1. tl. 6. gr. innleiðingartilskipunar Evrópusambandsins 2004/72/EB þar sem miðað er við að tilkynningarskyld viðskipti skuli vera tilkynnt innan 5 daga til eftirlitsaðila.<sup>102</sup> Þannig má velta fyrir sér hvort reglan samræmist reglum um birtingu innherjaupplýsinga eða þegar t.d. fjárfestir fréttir af ótilkynntum viðskiptum einhvers innherja. Höfundur ályktar að þó svo verið sé að gera starfsfólki í regluvörslu mikinn greiða sé samt sem áður verið að opna á ógnir sem vinna gegn hagsmunum verðbréfamarkaðarins um gagnsæi, traust fjárfesta og hagsmuni markaðarins í heild.

#### 4.5.2.1 Stjórnendur undir MAR

Skilgreiningin á hugtakinu *stjórnendur* samkvæmt MAR helst óbreytt eins og hún er í núgildandi verðbréfiðskiptalögum og MAD tilskipuninni. Skilgreininguna á stjórnendum má finna í 25. tl. 3. gr. MAR og er efnislega samhljóða því sem kemur fram í 127. gr. vvl. og 1. tl. 1. gr. í framangreindri innleiðingartilskipun. Í MAR er stjórnandi skilgreindur sem eftirfarandi:

Person discharging managerial responsibilities' means a person within an issuer, an emission allowance market participant or another entity referred to in Article 19(10), who is:

- (a) a member of the administrative, management or supervisory body of that entity; or
- (b) a senior executive who is not a member of the bodies referred to in point (a), who has regular access to inside information relating directly or indirectly to that entity and power to take managerial decisions affecting the future developments and business prospects of that entity.

<sup>101</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>102</sup> Marco Ventrizzo og Sebastian Mock, Market Abuse Regulation, commentary and annotate guide (Oxford University Press 2017) 416.



Útgefendum er skylt að skilgreina í innri reglum, hverja hann skilgreinir sem stjórnendur, eins og nógildandi ákvæði 3. mgr. 6. gr. reglugerðar nr. 987/2006 gerir einnig kröfur um. Þrátt fyrir það eru það eftirlitsaðilar, og eftir atvikum dómstólar, sem eiga lokaorðið; hvort aðili sé stjórnandi innan útgefanda eða ekki. Í dæmaskyni úr framkvæmd MAR má sjá í sektarákvörðun breska fjármálaeftirlitsins (FCA) frá 12. desember 2019, þar sem einstaklingi (Mr. Gorman) voru bornar þær sakir að hafa þrívægis brotið gegn 19. gr. MAR vegna sölu á bréfum í útgefanda (Braemar). Í ákvörðuninni segir:

Mr Gorman failed to notify Braemar or the Authority of all three sale transactions promptly and no later than within three business days, in breach of Article 19(1) of MAR. As a result, Braemar was not in a position to announce the necessary PDMR notifications to the market in accordance with Article 19(3) of MAR. Mr Gorman also failed to seek prior authorisation from Braemar to trade, as required by Braemar's internal policies [...]<sup>103</sup>

Í rökstuðningi sínum, nánar tiltekið í lið 4.4 sömu stjórnvaldsákvörðunar, má sjá þankaganginn að baki niðurstöðunnar um að Mr. Gorman hafi verið lykilstjórnandi (e. senior executive) innan útgefandans í skilningi fyrrgreinds ákvæðis MAR. Þar segir að viðkomandi hafi verið hluti af framkvæmdastjórninni, sem í heildina skipuðu 5 aðilar sem allir sinntu háttsettum stöðum innan útgefandans, þar á meðal forstjóri félagsins. Þó svo að Mr. Gorman hafi ekki verið hluti af stjórn útgefanda hafi hann verið hluti af framkvæmdastjórn félagsins þar sem trúnaðarupplýsingar voru ræddar. Í kafla 3.1 í leiðbeiningum Breska fjármálaeftirlitsins (FCA) um upplýsingagjöf og reglur um gagnsæi segir í 2. gr:

An individual may be a "senior executive", as defined in article 3(1)(25)(b) of the Market Abuse Regulation, irrespective of the nature of any contractual arrangements between the individual and the issuer and notwithstanding the absence of a contractual arrangement between the individual and the issuer, provided the individual has regular access to inside information relating, directly or indirectly, to the issuer and has power to make managerial decisions affecting the future development and business prospects of the issuer.<sup>104</sup>

Að framangreindu er ljóst að einstaklingur getur verið talinn lykilstjórnandi í skilningi 1. mgr. 3. gr. MAR óháð því hvort og/eða hvernig samningssamband er á milli útgefanda og viðkomandi, að því tilskildu að einstaklingurinn hafi reglulega aðgang að innherjaupplýsingum sem tengjast útgefandanum beint eða óbeint og hafi einnig vald til að taka ákvarðanir sem snerta framtíðarþróun eða viðskiptahorfur útgefanda.

<sup>103</sup> Stjórnvaldssekt breska Fjármálaeftirlitsins (FCA) gegn Mr Kevin Gorman, 12. desember 2019 <<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/kevin-gorman-2019.pdf>> skoðað 24. febrúar 2020

<sup>104</sup> Leiðbeiningar fjármálaeftirlitsins í Bretlandi (FCA) um tilkynningarskyldu viðskipta stjórnenda, 3. júlí 2016 <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/3/1.html>> skoðað 16. apríl 2020

#### 4.5.2.2 Hvaða viðskipti ber að tilkynna og birta?

Í MAD var eingöngu gerð krafa um tilkynningu og birtingu viðskipta stjórnanda sem vörðuðu hlutabréf og fjármálagerninga sem þeim tengdust. Skuldabréf og aðrar tegundir skuldarviðurkenninga eða aðrir fjármálagerningar féllu því ekki innan gildissviðs tilkynninga- og birtingarskyldu MAD. Með innleiðingu MAR er verið að gjörbreyta því hvaða viðskipti stjórnanda og aðila sem eru fjárhagslega tengdir þeim skuli tilkynna og birta. Í a-c lið 1. mgr. 7. tl. 19. gr. MAR er sérstaklega kveðið á um að tilkynninga- og birtingarskyldan skuli ná yfir lán á fjármálagerningum, líftryggingaskilmála og einnig þegar þriðji aðili tekur ákvarðanir um viðskipti stjórnanda eða aðila fjárhagslega tengdum honum. Tilkynninga- og birtingarskyldan eru nánar útfærðar í 10. gr. viðbótarreglugerðar framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins nr. 2016/522/EB en þar er langur og ótæmandi listi<sup>105</sup> yfir gerninga sem virkja tilkynninga- og birtingarskyldu 19. gr. MAR.<sup>106</sup>

Í 58-59. tl. formála MAR er lögð áhersla á að eyða öllum vafa um hvort lán og veðsetningar teljist falla undir hugtakið *viðskipti*. Þar er því slegið föstu að veðsetning og lán fjármálagerninga skulu ótvírætt vera talin viðskipti sem tilkynninga- og birtingarskyldan nær til sbr. einnig 1. mgr. 7. tl. 19. gr. MAR og 2. mgr. 7. tl. sömu greinar. Þegar veðsetning fjármálagerninga er annars vegar verður tilkynningarskyldan virk þegar veðsetningin fer fram þ.e. þegar veðsetningunni er komið á fyrir ákveðnum lána- eða tryggingasamningi. Rökin sem mæla helst með því að framangreint virki tilkynninga- og birtingarskyldu stjórnanda og aðila sem eru fjárhagslega tengdum þeim er að í nafni gagnsæis verði að tryggja að fjárfestar viti að möguleiki er á því að mögulegar eignarhaldsbreytingar geti orðið á bréfum komi til þess að gengið verði að hinu veðsetta. Getur slíkt haft meðal annars haft í för með sér skyndilega mikinn vöxt í framboði á hlutum í útgefanda eða að tap á hlutum sem fylgir kosningarréttur.<sup>107</sup>

#### 4.5.2.3 Fjárhæðamörk viðskipta.

Ekki eru öll viðskipti stjórnanda og fjárhagslega tengdra aðila tilkynningarskyld undir MAR líkt og vvl. og MAD kveða á um. Viðskipti stjórnanda þarf ekki að tilkynna nemi heildarviðskipti hans minna en 5 þúsund evrum, án nettunar á hverju almanaksári sbr. 8. tl. 19. gr. MAR. Heimild til að hækka þennan þröskuld er að finna í 9. tl. 19. gr. MAR en hámark slíkrar hækkunar nemur 20 þúsund evrum á hverju almanaksári. Eftirlitsaðilar þurfa þó að

<sup>105</sup> Íslenska þýðingu á þeim lista er kemur fram í 10. gr. viðbótarreglugerðarinnar er að finna í bók Aðalsteins E. J., Markaðssvik, á blaðsíðum 346-347.

<sup>106</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 345-347; Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotate Guide* (Oxford University Press 2017) 412-414.

<sup>107</sup> Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, commentary and annotate guide* (Oxford University Press 2017) 412.

senda ESMA upplýsingar um slíka ákvörðun, ástæðurnar fyrir hækkuninni og þau sjónarmið sem liggja að baki henni. Viðmælendum höfundar þykir mjög ólíklegt að sótt verði um slíka hækkun af hálfu Íslands þó svo að viðskiptin sem eigi sér stað í dag séu yfirleitt en sem nemur 5 þúsund evrum.<sup>108</sup>

ESMA hefur á grundvelli 9. tl. 19. gr. MAR birt lista yfir þau lönd sem hafa hækkað framangreint þrep úr 5 þús. evrum og upp í allt að 20 þúsund evrur. Nýjasta tilkynning ESMA, sem var birt 19. desember árið 2019, kveður á um að alls 5 lönd hafi sótt um heimild til að hækka þrepið í 20 þúsund evrur.<sup>109</sup> Þar á meðal er Danmörk þar sem beiðnin var rökstudd á þannig að eftirlitsaðilum þar í landi þætti 20 þúsund evrur vera fullkomið jafnvægi milli þess að tryggja gagnsæi á markaði og að lágmarka þá byrði sem fylgdi tilkynningaskyldu um stjórnenda. Þau lönd sem hafa sótt um undanþágur hafa tekið í sama streng og virðist vera viðleitni til þess að minnka óþarfa tilkynningar sem ekki hafa upplýsingagildi fyrir fjárfesta.<sup>110</sup>

#### 4.5.2.4 Banngluggi MAR.

Með MAR er tekinn upp „banngluggi“ fyrir stjórnendur til að eiga viðskipti með fjármálagerninga útgefanda á tilteknu tímabili. Samkvæmt 11. tl. 19. gr. skal einstaklingur sem sinnir stjórnunarskyldu innan útgefanda ekki eiga viðskipti fyrir eigin reikning eða fyrir reikning þriðja aðila, beint eða óbeint, sem varða hlutabréf eða skuldabréf útgefanda eða afleiðusamninga eða annarra fjármálagerninga sem tengjast þeim, 30 daga fyrir tilkynningu um árshlutauppgjör eða ársreikningsuppgjör. Bannið gildir fyrir hvert og eitt uppgjör og hefst 30 dögum fyrir opinbera tilkynningu. Síðasti dagur bannsins sá dagur sem tilkynningin á sér stað. Bannið tekur eingöngu til þeirra sem eru stjórnendur í útgefanda sbr. fyrri umfjöllun um birtingaskyldu útgefanda vegna viðskipta stjórnenda. Bannið gildir hins vegar óháð því hvort viðskiptin standist reglur um innherjasvik.

Það getur skipt máli hvenær stjórnendur eiga viðskipti með verðbréf útgefanda. Eins og áður var getið hafa viðskipti stjórnenda mikið upplýsingagildi sem fjárfestar nota óspart við heildarmat á því hvort þeir fjárfesti í verðbréfum útgefanda. Bannið stuðlar að því að viðskipti stjórnenda eigi sér ekki stað á jafn viðkvæmum tímum og þegar stutt er í árshluta- eða ársuppgjör. Í dæmaskyni má nefna atvik sem átti sér stað þann 30. september 2016 þegar stjórnarmaður í Icelandair Group hf. seldi 400.000 hluti í félaginu á síðasta viðskiptadegi

<sup>108</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020) og Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020)

<sup>109</sup> Lönd sem hafa sótt um hækkun á þrepinu eru Danmörk, Ítalía, Spánn, Þýskaland og Frakkland.

<sup>110</sup> European Securities and Markets Authority, “List of national competent authorities that have increased the threshold of transactions of persons discharging managerial responsibilities and closely associated persons” (ESMA 19. desember 2019) ESMA70-145-1020.

ársfjórðungs. Viðskiptin féllu ekki betur í kramið hjá öðrum fjárfestum Icelandair en svo að hlutabréf félagsins lækkuðu verulega í verði.<sup>111</sup>

Í tilviki útgefanda er hvergi að finna bann við því að hann eigi viðskipti með eigin bréf innan tímaramma bannluggans. Viðskipti útgefanda með eigin bréf eru framkvæmd af stjórnendum eða starfsmönnum útgefanda í krafti stöðu sinnar. Þrátt fyrir það verður ekki litið svo á að viðkomandi stjórnandi eða starfsmaður sé að eiga viðskiptin í eigin nafni fyrir reikning þriðja aðila. Hins vegar er talið að ef séu innherjaupplýsingar til staðar innan útgefanda og fjárfest er út frá þeim, fyrir reikning útgefanda, brjóti það í bága við 1. tl. 8. gr. MAR um bann við innherjasvikum.<sup>112</sup>

Í *Spurt og svarað um MAR*<sup>113</sup> gaf ESMA svör við því hvort um væri að ræða sömu tegundir viðskipta sem væru bönnuð á bann tímabili 11. tl. 19. gr. MAR og þeim tegundum viðskipta sem stjórnendum bæri að tilkynna skv. 1. tl. 19. gr. MAR. Ákvæðin hanga saman þ.e. öll þau viðskipti sem stjórnendum ber að tilkynna til eftirlitsaðila eru jafnframt bönnuð 30 dögum fyrir árshluta- og ársuppgjör. Að því tilskildu að fjárhagslega tengdir aðilar búi ekki yfir innherjaupplýsingum og gætt er að tilkynningaskyldu 11. tl. 19. gr. MAR er þeim heimilt að eiga viðskipti á meðan bannlugginn er í gildi.<sup>114</sup>

Undantekningar á banni á viðskiptum stjórnenda á bann tímabilinu koma fram í 12. tl. 19. gr. MAR. Í tveimur tilvikum getur útgefandi heimilað stjórnanda að eiga viðskipti á bann tímabili fyrir eigin reikning eða fyrir reikning þriðja aðila. Hægt er að heimila slíkt *annars vegar* vegna sérstakra aðstæðna (*e. existence of exceptional circumstances*) vegna fjárhagserfiðleika stjórnanda sem krefjast tafarlaugar sölu hlutabréfa og *hins vegar* þegar viðskiptin eru hluti af kaupréttaráætlun starfsmanns eða þegar raunveruleg eignaraðild að fjármálagerningnum breytist ekki. Þrátt fyrir framangreint er skýrt tekið fram í 11. tl. 19. gr. að burt sé frá bannlugganum og undantekningum á viðskiptum stjórnenda innan þess tímaramma skulu reglur um viðskipti innherja í hávegum hafðar; þar með talið reglur um innherjasvik.

<sup>111</sup>Viðskiptablaðið, “Dýrasti sumarbústaður Íslandssögunnar?” 30. september 2016 <<https://www.vb.is/skodun/dyrasti-sumarbustadur-islandssogunnar/131692/?q=Katr%C3%ADn%20Olga%20J%C3%B3hannesd%C3%B3ttir>> Skoðað 5. júní 2020.

<sup>112</sup>European Securities and Markets Authority, „Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR)“ (ESMA 29. mars 2019) ESMA70-145–111. Version 14 <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf)> skoðað 8. maí 2020 bls. 26.

<sup>113</sup>Spurt og svarað um MAR (*e. Questions and Answers on MAR*) er svar ESMA við ýmsum spurningum sem snerta MAR. Tilgangurinn með þessu skjali er að stuðla að sameiginlegri og samræmdri framkvæmd en framtakið er hluti af því sem komist var að í Lamfalussy skýrslunni. Svörin eru hluti af fjórða og síðasta stigi í Lamfalussy lagasetningarferlinu.

<sup>114</sup>sama heimild, 25.

Stjórnendur þurfa þannig að ganga úr skugga um að þeir búi ekki yfir innherjaupplýsingum áður en þeir eiga viðskipta á grundvelli undanþágu á viðskiptabannlugga MAR.<sup>115</sup> Viðmælendur höfundar segja það erfitt er að gera sér grein fyrir hvernig FME muni bregðast við ef slík undanþáguviðskipti verði heimiluð og þá hversu brýn þarf nauðsynin að vera.<sup>116</sup>

## 5. Innherjasvik

Innherjasvik eru viðskipti innherja sem eru ólögmat.<sup>117</sup> Kjarni innherjasvika felst í því að innherjar nái ósanngjörnu forskoti á aðra fjárfesta með því að nýta sér innherjaupplýsingar, sem aðrir fjárfestar búa ekki yfir, til að eiga viðskipti með bréf þess útgefanda sem innherjaupplýsingarnar lúta að. Eins og áður hefur komið fram grefur slíkt undan trú almennings og fjárfesta á verðbréfamarkaði ásamt því að gagnsæi markaðarins bíður hnekki.<sup>118</sup>

### 5.1 Innherjasvikaákvæði laga nr. 108/2007

Í 1.-3. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. er kveðið á um það sem innherja er óheimilt að gera og skiptast tegundir innherjasvika í þrjá töluliði sömu greinar. Í *fyrsta lagi* er innherja óheimilt að afla eða ráðstafa fjármálagerningum með beinum eða óbeinum hætti, fyrir eigin reikning eða annarra, búi hann yfir innherjaupplýsingum. Í *öðru lagi* er innherja óheimilt að láta þriðja aðila innherjaupplýsingar í té, nema það sé gert í eðlilegu sambandi við starf hans, stöðu eða skyldur þess sem upplýsingarnar veitir. Í *þriðja og síðasta lagi* er innherja óheimilt að ráðleggja þriðja aðila á grundvelli innherjaupplýsinga að afla eða ráðstafa fjármálagerningi. Eftirfarandi umfjöllun mun snúa að 1. tl. 123. gr. vvl. þar sem helstu breytingar með tilkomu MAR lúta að þeim tölulið ákvæðisins.

Um gildissvið XIII. kafla segir í 1. tl. 1. mgr. 119. gr. vvl. að ákvæðin taki til fjármálagerninga sem teknir hafa verið til viðskipta eða óskað hefur verið eftir að teknir verði til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi, EES svæðinu og sambærilegum erlendum mörkuðum sem og fjármálagerninga sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga hér á landi. Í 2. tl. 1. mgr. 119. gr. vvl. eru sérstaklega nefndir þeir fjármálagerningar sem tengdir eru öðrum fjármálagerningum skv. 1. tl. 1. mgr. 119. gr. Þar að auki gildir innherjasvikaákvæði 123. gr. vvl. ekki þegar um er að ræða viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlunum eða við verðjöfnun fjármálagerninga.

<sup>115</sup> Womble Bond Dickinson, “Esma clarifies application of MAR to trading in closed periods in updated MAR Questions and Answers” <https://www.womblebonddickinson.com/uk/insights/articles-and-briefings/esma-clarifies-application-mar-trading-closed-periods-updated-mar> (Skoðað 3. apríl 2020)

<sup>116</sup> Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

<sup>117</sup> Orðskýring Héraðssaksóknara aðgengileg á vef hans: <https://www.hersak.is/ordalisti/innherjasvik> (skoðað 14 maí 2020)

<sup>118</sup> 23. tl. formála MAR

Innherjasvik eru eitt af þeim meinum sem koma í veg fyrir gagnsæi á markaði en gagnsæi er forsenda þess að viðskipti eigi sér stað á fjármálamörkuðum.<sup>119</sup> Reglur um innherjasvik taka ekki mið af því hvort einhver hafi hagnast á innherjasvikunum enda eru viðskipti sem byggð eru á innherjaupplýsingum þess eðlis að þau grafa undan trausti og trúverðugleika markaðarins og trausti fjárfesta á honum.<sup>120</sup> Viðskipti innherja eru í flestum tilfellum lögum samkvæmt svo fremi sem viðskiptin eru ekki byggð á innherjaupplýsingum.<sup>121</sup> Það ber að hafa það hugfast að innherjaviðskipti eru eðlileg og jafnvel nauðsynleg.<sup>122</sup> Þrátt fyrir alla þá löggjöf sem sett hefur verið með það að markmiði að koma í veg fyrir innherjasvik eru enn efasemdir um hvort að löggjöfin skapi nægjanlega vernd fyrir fjárfesta og verðbréfamarkaði í heild sinni.<sup>123</sup>

### 5.1.1 Að afla eða ráðstafa fjármálagerningum og að nýta innherjaupplýsingar

Fyrsta tegund innherjasvika er þegar aðili aflar eða ráðstafar fjármálagerningi, beint eða óbeint, fyrir sinn reikning eða fyrir reikning þriðja aðila en 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. byggir í heild sinni á MAD tilskipuninni en í 1. mgr. 2. gr. MAD segir orðrétt:

Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information<sup>124</sup> by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.

Það sem helst vekur athygli við skoðun á ákvæði MAD og 123. gr. vvl. er að MAD kveður á um að til að fullframningarstigi innherjasvika teljist hafa verið náð þurfa innherjaupplýsingarnar að hafa verið nýttar. Með setningu laga nr. 39/2002, vegna breytinga á eldri lögum um verðbréfiðskipti, var orðalagið *nýta ... til öflunar* fellt úr lögunum. Átti sú breyting sér stað í kjölfar niðurstöðu Héraðsdóms Reykjavíkur 20. október 2001 í máli nr. S-601/2001 oftar þekkt sem *Skeljungsmálið*.<sup>125</sup>

Í Skeljungsmálinu var stjórnarmaður í Skeljungi ákærður fyrir innherjasvik eftir að hafa átt viðskipti með bréf Skeljungs sem hann átti að hafa framkvæmt á grundvelli innherjaupplýsinga. Umræddar innherjaupplýsingar tengdust betri rekstrarafkomu en við hefði mátt búast á fyrstu fimm mánuðum ársins. Innherjasvikaákvæðið á tímum þessa dómsmáls kvað svo á að viðkomandi yrði að hafa nýtt innherjaupplýsingar við viðskipti með verðbréf.

<sup>119</sup> 15. tl. formála MAD.

<sup>120</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 356.

<sup>121</sup> Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, *Verðbréfamarkaðsréttur*. (Bókaútgáfan Codex 2004) 309.

<sup>122</sup> Alþt. 2000-2001, A-deild, 1192, 1200

<sup>123</sup> Barry Alexander K Rider o.fl., *Market abuse and insider dealing* (3. útg., Bloomsbury Professional 2016) 1.

<sup>124</sup> Undirstrikun höfundar.

<sup>125</sup> Aðalsteinn E Jónasson, “Nýta...tilöflunar...” (2007) 57 (3) Tímarit lögfræðinga 267, 272-273

Niðurstaða héraðsdóms byggði á því að ákærvaldinu hefði ekki tekist að sanna að innherjaupplýsingarnar hefðu verið ákvörðunarástæða stefnda fyrir viðskiptunum. Að mati dómsins gerði innherjasvikaákvæðið að skilyrði að beinn ásetningur þyrfti að vera til staðar til að eiga viðskiptin á grundvelli innherjaupplýsinganna. Þar að auki mat dómstóllinn skýringu ákærða, að hann hafi notað hluta þeirra peninga sem hann fékk greidda vegna slysabóta til að kaupa verðbréfin, trúverðuga.

Í kjölfar Skeljungsmálsins var skilyrðinu um nýtingu innherjaupplýsinga, til að eiga viðskiptin, afnumið. Hafði það í för með sér að hægt var að flokka ýmsa háttsemi undir innherjasvik sem stríðir ekki gegn verndarhagsmunum reglna um innherjaviðskipti en getur samt sem áður flokkast sem innherjasvik.<sup>126</sup> Gildandi vvl. ganga því lengra en MAD og eru ekki í samræmi við MAD og MAR þar sem gerður er áskilnaður um nýtingu innherjaupplýsinga sem forsendu innherjasvika. Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands hefur enn sem komið er ekki tekið afstöðu til þess hvort að skýra beri ákvæði vvl. í samræmi við MAD tilskipunina þrátt fyrir að slíkt hafi borið upp í sektarákvörðun Fjármálaeftirlitsins gegn Arion banka 4. desember 2015.<sup>127</sup>

Arion banki var í framangreindri sektarákvörðun fundinn sekur og sektaður fyrir brot gegn 1. mgr. 123. gr. vvl. með því að hafa selt hlutabréf sem bankinn átti í Högum hf. á meðan bankinn bjó yfir innherjaupplýsingum sem tengdust Högum hf. Hluti af málsvörn Arion Banka byggðist á því að undanskilja ætti viðskipti bankans þar sem Arion Banki hefði ekki notað upplýsingarnar. Máli sínu til stuðnings benti bankinn á að túlka ætti 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. til samræmis við MAD vegna þess misræmis sem væri milli íslensku löggjafarinnar og tilskipunarinnar. Í niðurstöðukafla Fjármálaeftirlitsins var ekki fallist á röksemdafærslu Arion banka en eftirlitið áréttar að ekki væri tekin almenn afstaða til þess hvort túlka bæri íslenska ákvæðið eftir orðanna hljóðan eða hvort undanskilja ætti þau tilvik þar sem ekki væri um notkun á innherjaupplýsingum að ræða.

Í 3. gr. laga nr. 2/1993 um EES-svæðið er samningsaðilum, þar á meðal Íslandi, skylt að skýra lög og reglur að svo miklu leyti sem við á, til samræmis við EES-samninginn og þær reglur sem samningurinn byggir á. Samkvæmt þeirri grein væri hægt að renna stoðum undir þá fullyrðingu að notkunarskilyrði MAD ætti ennþá við þó það standi ekki berum orðum í íslensku löggjöfinni. Hæstiréttur hefur í málum sínum aftur á móti slegið þann grunntón að lögskýring

<sup>126</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 356.

<sup>127</sup> sama heimild, 386.

sem byggir á framangreindu ákvæði laga um EES-svæðið geti ekki orðið til þess að texta íslenskra laga verði gefin önnur merking en það sem stendur berum orðum í lögnum.<sup>128</sup>

Evrópudómstóllinn hefur varpað ljósi á hvað sé átt við með nýtingu og hvernig beri að túlka ákvæði 1. mgr. 2. gr. MAD tilskipunarinnar. Í máli dómstólsins þann 23. desember 2009 nr. C-45/08 (Spector) var um að ræða belgískt mál þar sem leitað var fyrirskurðar dómstólsins. Spurningin sem lögð var fyrir dómstólinn var tvískipt, *í fyrsta lagi* hvort það væri þannig að þegar aðili byggir yfir innherjaupplýsingum á sama tíma og hann aflaði eða ráðstafaði fjármálagerningi, fæli það sjálfkrafa í sér að viðkomandi hefði nýtt sér upplýsingarnar til að eiga viðskiptin. Dómstóllinn svaraði því neitandi. Í *öðru lagi* var þeirri spurningu beint til hans hvort skilja mætti ákvæðið svo að í því fælist krafa um að sanna þyrfti að viðkomandi hefði nýtt sér innherjaupplýsingarnar af ásetningi. Þeirri spurningu svaraði dómstóllinn einnig neitandi en benti þó á að ákvæðið gerði engar sérstakar kröfur um huglæga afstöðu við notkun innherjaupplýsinganna. Þá benti dómurinn á að túlka bæri ákvæðið á þann veg að löglíkur væru á mistnotkun þegar aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum á viðskipti. Sá aðili á hins vegar rétt á að sanna hið gagnstæða.

Í máli Evrópudómstólsins 10. maí 2007 í máli nr. C-391/04 (Georgakis) reyndi meðal annars á túlkun 1. mgr. 2. gr. innleiðingartilskipunarinnar frá 1989. Þó svo að túlkunin hafi átt sér stað í tíð eldri tilskipunar Evrópusambandsins nr. 1989/592/EB hafa fræðimenn litið til hennar í ljósi þess að sömu sjónarmið og eiga við um MAD voru lögð til grundvallar í dóminum.<sup>129</sup> Í túlkun dómstólsins var lagt til grundvallar að viðskipti tveggja aðila, sem búa yfir sömu innherjaupplýsingum, geti ekki verið flokkuð sem innherjasvik þar sem innherjaupplýsingarnar væru ekki lengur innherjaupplýsingar milli þeirra. Í rökstuðningi sínum benti dómstóllinn á að tilgangurinn með banni á viðskiptum sem byggja á innherjaupplýsingum sé að tryggja jafnræði fjárfesta og að hindra að aðilar, sem búa yfir innherjaupplýsingum geti hagnast á kostnað þeirra sem ekki búa yfir þeim.

Nýlega féll dómur í Landsrétti þar sem byggt var á því af hálfu ákærvaldsins að ákærði hafi ekki mátt eiga viðskipti þar sem hann bjó yfir innherjaupplýsingum. Í þessum dómi Landsréttar þann 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018 hafði ákærði selt hluti úr N hf., sem hann keypti í eigin nafni sama dag, til einkahlutafélagsins W, sem var í eigu og laut stjórn ákærða, á sama tíma og ákærði bjó yfir innherjaupplýsingum um N hf. Innherjaupplýsingarnar sneru að því að markaðsvirði hlutabréfa í bankanum gaf ranga mynd af verðmæti þeirra og hærri en

<sup>128</sup> sama heimild, 386-388

<sup>129</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 274



raunin var vegna stórfelldrar markaðsmisnotkunar. Af hálfu ákærvaldsins var byggt á því að ekki skipti máli þó um viðskipti milli tengdra aðila væri að ræða. Niðurstaða Héraðsdóms Reykjavíkur 8. nóvember 2018 í máli nr. S-705/2016 í þessu máli byggði sakfellingu ákærða á þeim rökum að hlutirnir sem seldir voru til einkahlutafélags ákærða hafi verið sjálfstæð lögpersóna og þar af leiðandi væri ekki um viðskipti milli sama aðila að ræða, þó svo að ákærði hafi vissulega verið eigandi félagsins. Viðskiptin hafi verið byggð á innherjaupplýsingum sem sneru að röngu markaðsvirði seldra bréfa. Þannig hafi ákærði uppfyllt skilyrði 123. gr. vvl. um að hafa ráðstafað fjármálagerningi, með sölu hlutabréfa, á sama tíma og ákærði bjó yfir innherjaupplýsingum. Í hinu áfrýjaða máli fyrir Landsrétti leit dómurinn, við skýringu á 123. gr. vvl., sérstaklega til markmiða reglna um innherjaviðskipti. Dómurinn benti á að fellt hafi verið úr innherjasvikaákvæðinu efnisskilyrði um að nýta þyrfti innherjaupplýsingar en af því yrði ekki dregin sú ályktun að við skýringu ákvæðisins yrði horft með öllu fram hjá því þegar tveir innherjar eiga viðskipti sín á milli þegar þeir búa yfir sömu upplýsingum. Í málinu lá fyrir fundargerð samstarfsfundar Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar 3. maí 2006 þar sem kom fram sameiginleg skýring að þegar tveir jafn upplýstir innherjar eiga viðskipti sín á milli sé ekki um innherjasvik að ræða jafnvel þó svo að innherjaupplýsingar liggi fyrir. Var ákærði því sýknaður af þeim ákærulið. Ekki hefur verið tekin ákvörðun, þegar þetta er skrifað, hvort Hæstiréttur veiti leyfi til áfrýjunar.

Niðurstaða Landsréttar er byggð á verndarhagsmunum reglna um innherjaviðskipti sem og Evrópuþómstóllinn gerði í máli Georgakis. Af niðurstöðu Landsréttar má sjá að dómurinn beitir markmiðsskýringu til þess að túlka 1. tl. 1. mgr. 123. gr. og kemst að þeirri niðurstöðu að ekki var um innherjasvik að ræða. Var litið svo á að þegar tveir aðilar búa yfir sömu innherjaupplýsingum standa þeir jafnfætis þannig að hvorugur þeirra hefur forskot á hvorn annan. Þó svo það komi ekki bersýnilega fram má velta fyrir sér hvort þeir hagsmunir þurfi á vernd að halda þegar sami aðili, beint eða óbeint, situr beggja vegna við samningaborðið. Fjárhagsleg áhætta ákærða tók engum breytingum í ljósi þess að viðtakandi bréfanna var félag í hans eigu.

## **5.2 Að afla eða ráðstafa með MAR**

Í 1. tl. 8. gr. MAR er að finna efnislega samhljóða skilgreiningu á innherjasvikum og er að finna í 1. mgr. 2. gr. MAD sem 123. gr. vvl. byggir á. Þríþættar breytingar eiga sér stað með tilkomu MAR í íslenskan rétt og má þar í *fyrsta lagi* nefna breytingar á gildissviði ákvæðisins eða öllu heldur MAR í heild sinni. Í *öðru lagi* tiltekur verknaðarlýsing innherjasvikaákvæðis MAR sérstaklega það þegar aðili breytir eða afturkallar tilboð í viðskiptum með

fjármálagerninga<sup>130</sup> og í þriðja lagi hefur ákvæði MAR um innherjasvik að geyma skilyrði um að nýta þurfi innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti, þannig að þau geti talist innherjasvik.<sup>131</sup> Eins og fram hefur komið gerir 123. gr. vvl. ekki áskilnað um að aðili hafi nýtt sér innherjaupplýsingarnar til að afla eða ráðstafa fjármálagerningi. Með tilkomu MAR verður það skilyrði hins vegar tekið upp í innherjasvikaákvæði hérlendis. Verður þannig slegið á þann vafa sem myndast hefur með misræmi MAD og vvl. og hvort eigi að túlka eigi íslenska ákvæðið í samræmi við MAD. Eins og staðfest var í framangreindu máli Spector túlkar dómstóllinn það svo að löglíkur séu á því að innherji hafi notfært sér innherjaupplýsingar hafi hann átt viðskipti með fjármálagerninga í útgefanda á meðan hann bjó yfir innherjaupplýsingum. Koma þessi sömu sjónarmið fram í 24. tl. formála MAR en þar að auki segir að við mat á því hvort aðili hafi gerst sekur um innherjasvik verði að horfa á aðstæðurnar með verndarhagsmuni MAR í huga – eins og gert var í Georgakis málinu og fyrrgreindum dómi Landsréttar.

Í viðtali höfundar við Aðalsteinn Eymundsson, forstöðumann verðbréfaeftirlits Seðlabanka Íslands, benti hann á að sönnunarbyrðin í málum sem snúa að innherjasvikum sé nú þegar frekar strembin fyrir eftirlitið og endurupptaka á skilyrðinu um að viðkomandi hafi nýtt sér innherjaupplýsingar í viðskiptum gerir sönnunarstöðu ekki auðveldari þó svo að löglíkur séu á að aðili hafi nýtt sér innherjaupplýsingar eigi hann viðskipti á sama tíma og hann búi yfir innherjaupplýsingum.<sup>132</sup>

---

<sup>130</sup> Ekki er um eiginlega breytingu að ræða en verknaðarlýsinguna er ekki að finna í 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. en hún getur aftur á móti falið í sér tilraun til innherjasvika sem er refsivert sbr. 3. mgr. 147. gr. vvl.

<sup>131</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Reykjavík, Bókaútgáfan Codex 2017) 357-358

<sup>132</sup> Aðalsteinn Eymundsson, forstöðumaður verðbréfaeftirlits Seðlabanka Íslands, viðtal við höfund (Reykjavík 12. maí 2020)

## 6. Samantekt og niðurlag

Markmið þessarar ritgerðar var að varpa ljósi á helstu breytingar sem munu verða á reglum um umgjörð og viðskipti innherja í kjölfar innleiðingar MAR. Eins fram kemur í fyrsta kafla eru réttaráhrif reglugerðar öðruvísi en tilskipunar að því leytinu að ekkert svigrúm er gefið til innleiðingar nema slíkt sé sérstaklega heimilað. Ljóst er að MAR verður innleidd í íslenska löggjöf með tilvísunaraðferð og stefnt er að því að það verði gert á fyrsta ársfjórðungi árið 2021.

Íslensk löggjöf hefur í langan tíma flokkað innherja í þrennt, ólíkt því sem MAD gerði ráð fyrir. Með tilkomu MAR mun framangreind flokkun líða undir lok en áherslur MAR snúa fremur að því að greina þá sem búa yfir innherjaupplýsingum eða hafa aðgang að þeim, óháð skráningu. Þá munu reglur um fjárhagslega tengda aðila taka breytingum þar sem skilgreiningin tekur ekki eingöngu til stjórnenda, eins og MAD gerði ráð fyrir, heldur færir sig nær skilgreiningunni eins og hún er í 16. gr. reglna fjármálaeftirlitsins nr. 987/2006.

Reglur um skráningu innherja á innherjalista munu taka breytingum með innleiðingu MAR. Þar er útgefendum og aðilum sem starfa í hans þágu skylt að útbúa tvær tegundir lista þ.e. viðburðatengda lista þar sem aðilar eru skráðir á lista tengdum ákveðnum verkefnum eða þegar innherjaupplýsingar myndast innan afmarkaðs hóps og síðan fruminnherjalista. Þá er útgefendum ekki skylt að senda Fjármálaeftirliti Seðlabankans uppfærðan innherja lista að eigin frumkvæði heldur skulu listarnir vera uppfærðir innan útgefanda og vera tilbúnir til afhendingar að ósk Fjármálaeftirlits Seðlabankans, komi til rannsóknar á viðskiptum innherja innan útgefanda. Síðast en ekki síst hafa formkröfur til innherjalista verið samræmdar milli ríkja í Evrópu og er það gert í því skyni að koma á einsleitnara formi í þágu útgefanda sem eru með verðbréf sín skráð í fleiri en einu landi.

Breytingar á reglum um viðskipti innherja eru talsverðar með tilkomu MAR. Til innherjaupplýsinga geta ákvarðanir í þrepaskiptum ákvarðanatökum einar og sér talist til innherjaupplýsinga. Var framangreint fært í MAR í kjölfar Daimler málsins. Aðrar efnisbreytingar er ekki að finna í skilgreiningu MAR á innherjaupplýsingum. Sérregla Íslands um rannsóknarskyldu fruminnherja mun hverfa úr íslenskri löggjöf í ljósi þess að MAR gerir ekki kröfu um rannsóknarskyldu innherja. Það er undir útgefendum komið hvort þeir vilji halda í rannsóknarregluna í innri starfsreglum. Tilkynningarskyldan í MAR tekur eingöngu til stjórnenda og er samofin birtingarskyldunni. Í MAR er þó að finna heimild fyrir ríki til að skilgreina hverjir falla undir tilkynningarskylduna og því ríkir enn óvissa um hvort slíkt verði nýtt til að fjölga þeim aðilum sem beri að tilkynna viðskipti sín til útgefanda. Þá tekur

tilkynningaskyldan til mun fleiri tegunda viðskipta en þekkist með MAD og hefur tíminn sem útgefandi hefur til að tilkynna viðskiptin verið lengdur í þrjá sólahringa en á Íslandi hefur krafan hingað til miðast við að viðskipti séu tilkynnt samdægurs. Engar breytingar verða á fjárhæðarmörkum tilkynninga- og birtingarskyldra viðskipta en ríkjum er þó heimilt að sækja um undanþágu til að hækka þau mörk, sem þó nokkur ríki í Evrópu hafa nú þegar nýtt sér.

Með MAR er kynntur til sögunnar lokaður viðskiptagluggi fyrir stjórnendur til að eiga sem kemur í veg fyrir viðskipti með verðbréfa útgefenda 30 daga fyrir fyrir árshluta- og árslokauppgjör. Útgefendur hafa brugðið á það ráð að banna eða heimila viðskipti innherja innan ákveðins tímaramma. Með MAR, verður slíku komið fyrir í lög.

Að lokum mun innherjasvikaákvæði MAR hafa það í för með sér að áskilnaður um nýtingu innherjaupplýsinga verður forsenda innherjasvika á ný. Skilyrðið var afnumið í kjölfar Skeljungsmálsins en ljóst er að með tilkomu MAR verður engum vafa undiropið að nýting innherjaupplýsinga er skilyrði fyrir því að um innherjasvik geti verið að ræða.

## 7. Heimildaskrá

Aðalsteinn E Jónasson, “Nýta...tilöflunar...” (2007) 57 (3) Tímarit lögfræðinga 267

——, Markaðssvik (Bókaútgáfan Codex 2017)

——, Viðskipti innherja. (2008) 5 Tímarit Lögréttu 221

——, Viðskipti með fjármálagerninga (Bókaútgáfan Codex 2015)

Aðalsteinn Eymundsson, forstöðumaður verðbréfaeftirlits Seðlabanka Íslands, viðtal við höfund (Reykjavík 12. maí 2020)

Andri Fannar Bergþórsson, “Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?” (2019) 69 (1) Tímarit lögfræðinga 3

——, „Hvenær ber útgefanda fjármálagerninga að birta innherjaupplýsingar?“ (2013) 63 Tímarit lögfræðinga 241

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

Ari Guðjónsson, regluvörður Icelandair Group hf., viðtal við höfund (Reykjavík 11. mars 2020)

Bryndís Ásbjarnardóttir, „Verðbréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki“ (2019) Árgangur (2) Fjármál 23 <<https://www.fme.is/media/utgefid-efni/Verdbrefamarkadurinn-og-fjarmalastodugleiki.pdf>> skoðað 19. apríl 2020

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

Davíð Þór Björvinsson, Lögskýringar (JPV útgáfa 2013)

Eiríkur Elís Þorláksson, „Ekki má dæma ákærða fyrir aðra hegðun en þá sem í ákæru greinir“ (2013) 66 (1) Úlfjótur,5

European Securities and Markets Authority, “List of National Competent Authorities that have increased the Threshold of Transactions of Persons discharging managerial Responsibilities and closely associated Persons” (ESMA 19. desember 2019) ESMA70-145-1020

——, „Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR)“ (ESMA 29. mars 2019) ESMA70-145–111. Version 14

<[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf)>  
skoðað 8. maí 2020

„FME: Innherjalistar verða rafrænar“ (Fjármálaeftirlitið, 10. desember 2006)

<<https://www.fme.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettir/nr/124>> skoðað 1. maí 2020

Fjármálaráðuneytið, svar við fyrirspurn höfundar um frekari upplýsingar í tengslum við innleiðingu MAR (Reykjavík 6. júní 2020)

Gunnar Þór Pétursson, „Innleiðing gerða skv. EES samningnum á sviði fjármálaþjónustu í íslenskan rétt“ (Viðauki 6 birtur með skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, Rannsóknarnefnd Alþingis 2010) <<https://www.rna.is/media/skjol/RNAvefVidauki6.pdf>> skoðað 20. apríl 2020

Hákon Már Pétursson, regluvörður Arion banka hf., viðtal við höfund (Reykjavík 9. mars 2020)

Herbert Smith Freehills LLP, „Market abuse – ECJ holds in Daimler case that steps preceding a decision may constitute inside information”

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9981fe96-9251-4bee-9c79-ae27786c50e6>  
skoðað 12. apríl 2020

Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Bókaútgáfan Codex 2004)

Marco Ventrizzo og Sebastian Mock, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

Margrét Einarsdóttir, „Upptaka afleiddrar löggjafar í EES-samninginn og innleiðing í íslenskan rétt“ (2015) 65 (4) Tímarit lögfræðinga 545

Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Fjármál 11

Páll Sigurðsson o.fl. (ritstj.), *Lögfræðiorðabók með skýringum* (Bókaútgáfan CODEX : Lagastofnun Háskóla Íslands 2008)

Rider BAK o.fl., *Market abuse and insider dealing* (3. útg., Bloomsbury Professional 2016)

Seðlabanki Íslands, „Mikilvægi skilvirkra fjármálamarkaða“

<<https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6294>> skoðað 19. apríl 2020

Sigurður Líndal og Skúli Magnússon, *Réttarkerfi Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins* (Hið íslenska bókmenntafélag 2011)

Túlkun Fjármálaeftirlits Seðlabankans, 24. júní 2016

<<https://www.fme.is/media/tulkanir/Tilkynningaskylda-fruminnherja-skv-logum-um-verdbrefavidskipti.pdf>> skoðað 11. feb 2020

Viðskiptablaðið, “Dýrasti sumarbústaður Íslandssögunnar?” 30. september 2016

<<https://www.vb.is/skodun/dyrasti-sumarbustadur-islandssogunnar/131692/?q=Katr%C3%ADn%20Iga%20J%C3%B3hannesd%C3%B3ttir>>  
Skoðað 5. júní 2020.

Þorbjörn Björnsson, „Hvert er eðli EES-samningsins?“ (*Evrópuvefurinn*, 27. apríl 2012)

<<http://www.evropuvefur.is/svar.php?id=62485>> skoðað 1. maí 2020

Womble Bond Dickinson, „Esma clarifies application of MAR to trading in closed periods in updated MAR Questions and Answers”

<<https://www.womblebond dickinson.com/uk/insights/articles-and-briefings/esma-clarifies-application-mar-trading-closed-periods-updated-mar>> skoðað 3. apríl 2020