



ML í lögfræði

Notkun innherjaupplýsinga sem skilyrði
innherjasvika

Desember 2021

Nafn nemanda: Kristín Ragnheiður Eiríksdóttir

Kennitala: 081297-2909

Leiðbeinandi: Andri Fannar Bergþórsson

Kristín Ragnheiður Eiríksdóttir ©

Ritgerð þessa má ekki afrita með neinum hætti, svo sem með ljósritun, prentun, hljóðritun, birtingu á alnetinu eða á annan sambærilegan hátt, að hluta eða í heild, án leyfis höfundar.

Útdráttur

Fyrsta íslenska ákvæðið um innherjasvik var að finna í lögum nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði. Frá þeim tíma hefur innherjasvikaákvæðið tekið þó nokkrum breytingum. Fyrstu innherjasvikaákvæðin kváðu á um notkun eða nýtingu sem skilyrði innherjasvika, en í kjölfar dóms Héraðsdóms Reykjavíkur í máli S-601/2001 var krafan um nýtingu innherjaupplýsinga ekki lengur hluti af verknaðarlýsingu bannsins. Með innleiðingu reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/ESB frá 16. apríl 2014 um markaðssvik (MAR) hér á landi varð notkun hins vegar aftur hluti af verknaðarlýsingu bannsins.

Heiti ritgerðarinnar er „Notkun innherjaupplýsinga sem skilyrði innherjasvika“. Heiti ritgerðarinnar er ætlað að endurspeglar efni hennar. Markmið ritgerðarinnar er að varpa ljósi á hvaða þýðingu breytt orðalag á skilgreiningu innherjasvika um notkun, með tilkomu MAR, hefur á það hvaða háttsemi telst til innherjasvika.

Í upphafi verður fjallað almennt um innherjasvik og þá þróun sem hefur átt sér stað á innherjasvikaákvæðinu, þar sem sérstök áhersla er lögð á þróun notkunarskilyrðisins. Því næst er fjallað um skilyrði innherjasvika, sem er að búa yfir innherjaupplýsingum á meðan viðkomandi á viðskipti og nota slíkar upplýsingar til að eiga viðskiptin. Skilyrðið um notkun skuli ávallt skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins. Háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins fellur þar af leiðum ekki undir bannið. Í ritgerðinni er þannig leitast við að fjalla ítarlega um notkunarskilyrðið og þá háttsemi sem fellur undir bannið eftir tilkomu MAR. Að lokum er fjallað um hvort og hvaða þýðingu orðalagsbreyting MAR hafi á hvaða háttsemi falli undir bannið.

Niðurstöður ritgerðarinnar er að notkun sé núna og hafi ávallt verið forsenda innherjasvika. Með innleiðingu MAR í íslenskan rétt hefur því lítil sem engin breyting átt sér stað á því hvaða háttsemi falli undir bannið við innherjasvikum. Með innleiðingu MAR er þessi skilningur staðfestur og þar með dregið úr þeirri réttaróvissu sem ríkt hefur um túlkun ákvæðisins hér á landi.

Abstract

The first Icelandic provision on insider dealing was found in Act no. 20/1989. Since then the wording of the provision has changed several times. The first Icelandic insider dealing provisions required use or utilization of inside information as a condition of insider dealing, but following the judgement by the District Court of Reykjavík in the case S-601/2001 use or utilization was no longer a part of the prohibition description. However with the implementation of Regulation of the European Parliament and of the Council no. 596/2014/EU of 16 april 2014 on market abuse (MAR) in Iceland law, use again became a part of the description of the ban on insider dealing.

The title of the essay is “Use of inside information as a condition of insider dealing“. The title is intended to reflect the reasearch question. The objective of the thesis is to shed some light on what significance does the changes in the wording of the definition of insider dealing on unse, with the introduction of MAR, have on what conduct is considered insider dealing.

In the beginning of the thesis, insider dealing and the development that has taken place in the insider dealing provision will be discussed, with a special emphasis on the development of the condition of use. The condition of the ban on insider dealing is discussed; which is to (a) have inside information while trading and (b) use such information to trade. The condition of use should always be considered in the light of the purpose of the prohibition. Conduct that does not go against the purpose of the ban does therefore not fall under the ban. This thesis thus seeks to discuss in details the conditions of use and the conduct covered by the ban, after introduction of MAR. Finally, the significance of such a change in wording for the conduct covered by the prohibition is examined.

In the thesis it is concluded that use is now and has always been a prerequisite for insider dealing. With the introduction of MAR into Icelandic law, there has been little to no change in the conduct covered by the ban on insider dealing. With MAR this understanding is confirmed and thereby the legal uncertainty that has prevailed regarding the interpretation of the insider dealing provision in Iceland is reduced.

Formáli

Ritgerð þessi er til meistaraþrófs í lögfræði frá Háskólanum í Reykjavík. Ritgerðin er skrifuð á haustmíssi 2021 undir handleiðslu Andra Fannars Bergþórssonar, dósent við lagadeild Háskólans í Reykjavík. Kann ég honum bestu þakkir fyrir örugga handleiðslu og gagnlegar ábendingar.

Aðrar þakkir fá Laufey Unnur Hjálmarsdóttir og Bjarki Þór Sveinsson hrl. fyrir yfirlestur og góðar ábendingar varðandi málfar og textasmíð. Ég vil jafnframt færa Kristínu Benediktsdóttir, upplýsingafræðing lagadeildar, þakkir fyrir aðstoð við heimildaleit og skráningu heimilda. Að lokum vil ég þakka öllum þeim sem stóðu við bakið á mér og hvöttu mig áfram í þessum ritgerðarskrifum.

13. desember 2021

Kristín Ragnheiður Eiríksdóttir

EFNISYFIRLIT

1. Inngangur	1
2. Hvað eru innherjasvik?	4
2.1 Gildissvið bannsins	4
2.2 Almennt um bannið við innherjasvikum	5
3. Þróun á skilyrðinu um notkun innherjaupplýsinga	7
3.1 Almennt um þróunina	7
3.2 Þróun á skilyrðinu um notkun innan ESB	8
3.2.1 Innherjatilskipunin frá 1989	9
3.2.2 Markaðssvikatilskipunin frá 2003.....	10
3.2.3 Markaðssvikareglugerðin frá 2014.....	12
3.3 Þróun á skilyrðinu um notkun á Íslandi	14
3.3.1 Þýðing Evrópuréttar	15
3.3.2 Skilyrði um hagnýtingu innherjaupplýsinga.....	16
3.3.3 Brottfall skilyrðisins um að „nýta sjálfum sér eða öðrum til hagsbóta“.....	17
3.3.4 Skeljungsmálið.....	18
3.3.5 Breytingar á ákvæðinu í kjölfar Skeljungsmálsins	20
3.3.6 Núgildandi ákvæði um innherjasvik	22
4. Hvaða háttsemi fellur undir bannið við innherjasvikum við gildistöku MAR?	22
4.1 Almennt	22
4.2 Skilyrði um að búa yfir innherjaupplýsingum	23
4.2.1 Nægjanlega tilgreindar upplýsingar	24
4.2.2 Óopinberar upplýsingar.....	25
4.2.3 Upplýsingar er varða, beint eða óbeint, útgefendur eða fjármálagerninga.....	28
4.2.4 Marktæk áhrif.....	29
4.3 Skilyrði um notkun innherjaupplýsinga	29
4.3.1 Skilyrði um notkun túlkað í samræmi við tilgang bannsins	30
4.3.2 Áhrif löglíkindareglunnar á skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga	33
4.3.3 Var notkun nú þegar forsenda innherjasvika fyrir gildistöku MAR?	35
4.4 Samantekt	37
5. Hvaða háttsemi telst ekki notkun innherjaupplýsinga samkvæmt banninu við innherjasvikum?	38
5.1 Almennt	38
5.2 Lögbundnar undanþágur	38
5.2.1 Gjaldfallin samningsskylda.....	39
5.2.2 Viðskipti samkvæmt samningsbundinni skyldu um viðskiptavaka	41
5.2.3 Viðskipti samkvæmt fyrirmælum viðskiptavinar.....	42
5.2.4 Fyrirhugaður samruni eða yfirtökur á skráðu félagi	44
5.2.5 Sjálfsprottnar innherjaupplýsingar	47
5.2.6 Viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlun og verðjöfnun fjármálagerninga.....	49
5.2.7 Viðskipti ríkisins, Seðlabanka Íslands o.fl.....	51
5.3 Háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins	52
5.3.1 Viðskipti þar sem aðilar búa yfir sömu innherjaupplýsingunum.....	53
5.3.2 Viðskipti sem fara gegn innherjaupplýsingum	56

5.3.3	<i>Sanngjörn not innherjaupplýsinga</i>	57
5.3.4	<i>Viðskipti sem fela í sér val um nýtingu á valrétti</i>	59
6.	<i>Niðurstaða og lokaorð</i>	62
	<i>HEIMILDASKRÁ</i>	65

Lagaskrá

Íslensks löggjöf

Lög:

Lög nr. 27/1986 um verðbréfamiðlun.

Lög nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði.

Lög nr. 2/1993 um Evrópska Efnahagssvæðið.

Lög nr. 9/1993 um verðbréfavíðskipti.

Lög nr. 62/1994 um mannréttindasáttmála Evrópu.

Lög nr. 2/1995 um hlutafélög.

Lög nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti.

Lög nr. 98/1999 um innistæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta.

Lög nr. 163/2000 um breytingu á lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti.

Lög nr. 39/2002 um breytingu á lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti.

Lög nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti.

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

Lög nr. 108/2007 um yfirtökur (áður Lög nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti)

Lög nr. 20/2021 um upplýsingarskyldu útgefanda verðbréfa og flöggunarskyldu.

Lög nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum.

Lög nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga.

Reglugerðir:

Reglugerð nr. 630/2005 um innherjaupplýsingar og markaðssvik.

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

Reglugerð nr. 1267/2021 um upplýsingagjöf og tilkynningarskyldu samkvæmt lögum nr. 20/2021 um upplýsingarskyldu útgefanda verðbréfa og flöggunarskyldu.

Lögskýringargögn:

Alþt. 1988-1989, A-deild, þskj. 1 – 1. mál.

Alþt. 1992-1993, A-deild, þskj. 11 – 11. mál.

Alþt. 2000-2001, A-deild, þskj. 581 – 233. mál.

Alþt. 2001-2002, A-deild, þskj. 527 – 363. mál.

Alþt. 2002-2003, A-deild, þskj. 383 – 347. mál.

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

Alþt. 2006-2007, A-deild, þskj. 1090 – 691. mál.

Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

Reglur Evrópusambandsins:

Sáttmálar:

Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union [2012] OJ C326/47.

Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms (European Convention on Human Rights, as amended) (samþykktur 4. nóvember 1959, tók gildi 29. júní 1953) 231 UNTS 221.

Tilskipanir:

Tilskipun Evrópuráðs nr. 89/592/EBE frá 13. nóvember 1989 um samræmingu á reglum um innherjaviðskipti [1989] OJ L334/30.

Tilskipun Evrópuráðs nr. 93/6/EBE frá 15. mars 1993 um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana [1993] OJ L141/1.

Tilskipun Evrópuráðs nr. 93/22/EBE frá 10. maí 1993 um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfavíðskipta [1993] OJ L141/27.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB frá 28. janúar 2003 um innherjaviðskipti og markaðsmisnotkun [2003] OJ L96/16.

Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar skilgreiningu og birtingu á innherjaupplýsingum og skilgreiningu á markaðsmisnotkun [2003] OJ L339/70.

Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/125/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar óhlutdræga kynningu ráðlegginga um fjárfestingu og birtingu upplýsinga um hagsmunaárekstra [2003] OJ L339/73.

Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2004/72/EB frá 29. apríl 2004 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar viðurkenndar markaðsvenjur, skilgreiningu á innherjaupplýsingum í tengslum við afleidd vöruskuldaskjöl, samningu innherjaskrár, tilkynningu um viðskipti stjórnenda og tilkynningu um grunsamleg viðskipti [2004] OJ L162/70.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/109/EB frá 15. desember 2004 um samhæfingu krafna um gagnsæi í tengslum við upplýsingar um útgefendur verðbréfa sem eru skráð á skipulegan markað og um breytingu á tilskipun nr. 2001/34/EB [2004] OJ L390/38.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2012/30/ESB frá 25. október 2012 um samræmingu verndarráðstafana, sem ætlað er að vera jafngildar í Bandalaginu og aðildarríki krefjast þegar almenningshlutafélög eru stofnuð og um tilskilið hlutafé og heimilaðar breytingar á hlutafé þeirra í skilningi annarrar málsgreinar 54. gr. sáttmálans um starfshætti Evrópusambandsins til að vernda hagsmuni félagsmanna og annarra [2012] OJ L315/74.

Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2014/65/ESB frá 15. maí 2014 um markaði fyrir fjármálagerninga og um breytingu á tilskipun nr. 2002/92/EB og tilskipun nr. 2011/61/ESB (endurútgefin) [2014] OJ L173/349.

Reglugerðir:

Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2273/2003/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar undanþágur fyrir endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga [2003] OJ L336/33.

Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 1031/2010/ESB frá 12. nóvember 2010 um tímasetningu, stjórnun og aðra þætti í tengslum við uppboð á heimildum til losunar gróðurhúsalofttegunda samkvæmt tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/87/EB um að koma á fót kerfi fyrir viðskipti með heimildir til losunar gróðurhúsalofttegunda innan Bandalagsins [2010] OJ L302/1.

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 236/2012/ESB frá 14. mars 2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldatrygginga [2012] OJ L86/1.

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/ESB frá 16. apríl 2014 um markaðssvik (reglugerð um markaðssvik) og um niðurfellingu tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB og tilskipanir framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB, nr. 2003/125/EB og nr. 2004/72/EB [2014] OJ L173/1.

Framseld Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/1052/ESB frá 8. mars 2016 um viðbætur við reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/EB að því er varðar tæknilega eftirlitsstaðla um skilyrði sem gilda um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga [2016] OJ L173/34.

Önnur erlend löggjöf

Bandarísku verðbréfavíðskiptalögin frá 1933.

Bandarísku kauphallarlögin frá 1943.

Belgísku verðbréfavíðskiptalögin frá 2. ágúst 2002.

Dönsku verðbréfavíðskiptalögin nr. 168/2001.

Norsku verðbréfavíðskiptalögin nr. 79/1997.

Norsku verðbréfavíðskiptalögin nr. 75/2007.

Dómaskrá

Íslenskir dómur og ákvarðanir

Dómar Hæstaréttar Íslands

Hrd. frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011.

Hrd. frá 30. nóvember 2012 í máli nr. 669/2012.

Hrd. frá 12. desember 2013 í máli nr. 193/2013.

Hrd. frá 6. október 2016 í máli nr. 289/2015.

Hrd. frá 16. desember 2019 í máli nr. 50/2019.

Dómar Landsréttar

Landsréttur frá 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018.

Héraðsdómar

Héraðsdómur Reykjavíkur frá 29. október 2001 í máli nr. S-601/2001.

Héraðsdómur Reykjavíkur frá 10. júní 2015 í máli nr. E-2470/2014.

Ákvarðanir

Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins frá 4. desember 2015.

Dómar Evrópudómstólsins

Dómur Evrópudómstólsins 15. nóvember 2005 í máli nr. C-392/02.

Dómur Evrópudómstólsins 10. maí 2007 í máli nr. C-391/04.

Dómur Evrópudómstólsins 23. desember 2009 í máli nr. C-45/08.

Dómur Evrópudómstólsins 28. júní 2012 í máli nr. C-19/11.

Dómur Evrópudómstólsins 11. mars 2015 í máli nr. C-628/13.

Aðrir erlendir dómur og álit

Dómur Hæstaréttar Danmerkur í máli UfR. 2005.984 H.

Álit danska Fjármálaeftirlitsins frá 19. ágúst 2004.

1. Inngangur

Traust er forsenda tilvistar virks fjármálamarkaðar. Til að tryggja fyrirtækjum og stofnunum fullnægjandi aðgang að fjármagni þarf að ríkja á fjármálamarkaði traust.¹ Til þess að viðhalda slíku trausti hafa verið settar á skýrar leikreglur er gilda um viðskipti innherja, en þær eru settar á til að stuðla að því að allir fjárfestar sitji við sama borð.² Þessar leikreglur má finna í lögum ríkja um viðskipti innherja og gegna þær mikilvægu hlutverki til þess að tryggja jafnræði á mörkuðum. Þar sem markaðurinn er í sífelldum breytingum þá er til staðar sífelld þörf til að reyna markvisst að breyta og efla löggjöfina. Evrópusambandið (hér eftir einnig „ESB“) hefur undanfarið ár gefið út fjölda reglugerða um markaðinn og viðskipti innherja á honum og hefur fjöldi þeirra reglna sem þar er að finna verið innleidd í íslensk lög.³

Fyrsta ákvæði íslenskra laga er kvað á um bann við innherjasvikum⁴ var að finna í 2. mgr. 2. gr. laga nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði. Frá þeim tíma hefur ákvæðið tekið þó nokkrum breytingum. Fyrir breytingarlög nr. 39/2002 var gerð krafa um að innherji nýti innherjaupplýsingar til öflunar verðbréfa svo hann geti gerst sekur um innherjasvik. Með lögum nr. 39/2002, sem breyttu nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti, var skilyrðið um nýtingu tekið út. Þessar lagabreytingar voru gerðar í kjölfar túlkunar héraðsdóms Reykjavíkur á ákvæðinu í *Skeljungs-málinu*⁵ svokallaða. Frá 2002 og fram að nýjustu lagabreytingunum árið 2021 var ekki að finna með berum orðum í ákvæðinu að notkun innherjaupplýsinga væri skilyrði innherjasvika. Af orðalagi ákvæðisins mætti halda að skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga hafi verið tekið burt við lagabreytingarnar. En þrátt fyrir að ekki komi fram með berum orðum að notkun innherjaupplýsinga sé skilyrði innherjasvika sýna lögskýringargögn sem og túlkun dómstóla og annarra stjórnvalda hér á landi fram á annað.

Lög nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum tóku gildi hér á landi 1. september 2021⁶ og voru þau sett á til að innleiða í íslenskan rétt reglugerð ESB um markaðssvik⁷ (hér eftir „MAR“). Með lögnum var fellt úr gildi fyrra innherjasvikaákvæði 1. mgr. 123. gr. laga nr.

¹ Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (Bókaútgáfan Codex 2017) 23.

² ESMA, „Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)“ (2021) <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf> skoðað 20. október 2021.

³ Aðalsteinn E. Jónasson, „Þróun löggjafar um verðbréfavíðskipti: einkavæðing, alþjóðavæðing og vöxtur fjármálamarkaða“ (2008) 5 Tímarit Lögréttu 111, 113.

⁴ Á ensku: „*Insider dealing*“ eða „*insider trading*“.

⁵ Dómur Héraðsdóms Reykjavíkur frá 29. október 2001 í máli nr. S-601/2001 (hér eftir „*Skeljungs-málið*“)

⁶ Sjá 20. gr. laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum.

⁷ Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/ESB frá 16. apríl 2014 um markaðssvik (reglugerð um markaðssvik) og um niðurfellingu tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB og tilskipanir framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB, nr. 2003/125/EB og nr. 2004/72/EB [2014] OJ L173/1 (hér eftir „MAR“).

108/2007 um verðbréfavíðskipti (hér eftir „þágildandi vvl.“),⁸ en það kvað á um að innherjum væri óheimilt að stunda víðskipti með fjármálagerninga á meðan þeir búa yfir innherjaupplýsingum.⁹ Nú er ákvæði um innherjasvik að finna í 8. gr. MAR, en þar segir að aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum má ekki nota slíkar upplýsingar til að eiga víðskipti. Ákvæðið tók þannig breytingum við innleiðingu MAR hér á landi, en skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga er nú aftur orðinn hluti af verknaðarlýsingu ákvæðisins.¹⁰

Megintilgangur ritgerðarinnar er að svara því hvaða þýðingu breytt orðalag á skilgreiningu innherjasvika um notkun innherjaupplýsinga, með tilkomu MAR, hefur á það hvaða háttsemi telst til innherjasvika. Jafnframt er leitast við að svara því hvort notkun hafi nú þegar verið forsenda innherjasvika þrátt fyrir að orðalag bannsins kveði ekki með berum orðum á um slíkt. Í því skyni að ná markmiði ritgerðarinnar og að geta svarað rannsóknarspurningunni hennar þá er rannsökuð sú þróun sem hefur átt sér stað á innherjasvikaákvæðinu sem og skoðað nánar núgildandi ákvæði. Farið er nánar ofan í skilyrðið notkun og er leitast eftir því að svara hvaða lagalegu þýðingu breytt orðalag um notkun innherjaupplýsinga hefur á það hvaða háttsemi fellur undir ákvæðið. Leitast er eftir því að svara rannsóknarspurningu ritgerðar þessarar með fræðilegri lagalegri aðferðafræði,¹¹ en slík aðferðafræði er aðallega notuð til þess að bera kennsl á, greina og mynda innihald gildandi laga.¹²

Uppbygging ritgerðarinnar er hagað þannig að í öðrum kafla er gerð grein fyrir því hvað séu innherjasvik. Þar er fjallað almennt um innherjasvik, gerð grein fyrir gildissviði bannsins og í stuttu máli vikið að banninu sjálfu. Í þriðja kafla er fjallað um þá þróun sem hefur orðið á skilyrðinu um notkun innherjaupplýsinga, bæði innan ESB og á Íslandi. Skoðað er hvernig og þá hvaða afleiðingar lagabreytingar og ákveðnir grundvallardómar höfðu á túlkun ákvæðisins. Einnig er greint frá því hvaða þýðingu Evrópuréttur hefur fyrir Ísland. Megin umfjöllunarefni og kjarni ritgerðarinnar má finna í fjórða og fimmta kafla, en í fjórða kafla er leitast eftir að gera grein fyrir því hvaða háttsemi fellur undir bannið við innherjasvikum, eftir gildistöku MAR. Nánar er farið ofan í hugtakið notkun og skoðað er hvort að notkun hafi nú þegar verið forsenda innherjasvika þrátt fyrir orðalag fyrri ákvæða. Þá er fimmti kafli tileinkaður umfjöllun um þá háttsemi sem telst ekki vera notkun innherjaupplýsinga í skilningi MAR. Þar er nánar

⁸ Sjá 21. gr. laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum.

⁹ Sjá 1. mgr. 123. gr. þágildandi laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti (hér eftir einnig „þágildandi vvl.“). Í kjölfar innleiðingar Íslands á fjölda reglugerða og tilskipana Evrópusambandsins, þ.m.t. MAR, þá var lögum nr. 108/2007 breytt og heita lög inu „lög um yfirtökur“. Í ritgerð þessari er þó vísað til laganna sem þágildandi lög nr. 108/2008 um verðbréfavíðskipti eða þágildandi vvl.

¹⁰ Sjá samanburð á 8. gr. MAR og 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

¹¹ Á ensku: „doctrinal method“.

¹² Dawn Watkins og Mandy Burton (ritstj.), *Research methods in law* (Second edition, Routledge 2018) 13.

farið í lögbundnar undanþágur sem og aðra háttsemi sem telst ekki fara gegn tilgangi bannsins. Í sjötta kafla er leitast við að svara rannsóknarspurningu ritgerðar þessarar um hvort breytt orðalag um notkun hafi þýðingu á það hvaða háttsemi fellur undir bannið við innherjasvikum.

Að lokum eru helstu niðurstöður ritgerðarinnar dregnar saman í sjötta kafla. Við ritgerðarskrifin er helst stuðst við innlenda löggjöf um verðbréfavíðskipti og þær reglur Evrópuþings og -ráðsins sem innlend löggjöf hefur að mestu leyti mótast af. Jafnframt er stuðst við skrif fræðimanna, innlenda sem erlenda ásamt því að líta til dómaframkvæmdar eftir því sem við á.

2. Hvað eru innherjasvik?

2.1 Gildissvið bannsins

Í 2. gr. MAR er fjallað um gildissvið bannsins við innherjasvikum. Í ákvæðinu er í fyrsta lagi kveðið á um að bannið taki til fjármálagerna sem teknir hafa verið til viðskipta á ákveðnum viðskiptavettvöngum eða óskað er eftir að teknir verði til viðskipta á ákveðnum viðskiptavettvöngum. Með fjármálagerningum er átt við verðbréf, peningamarkaðsgengi, hlutdeildarskírteini, afleiður eða losunarheimildir í formi eininga í skilningi laga um loftslagsmál.¹³ Undir bannið falla þannig þeir fjármálagerningar sem teknir hafa verið til viðskipta á skipulegum markaði¹⁴, markaðstorgi fjármálagerna¹⁵ (hér eftir „*MTF*“) og skipulegu markaðstorgi¹⁶ (hér eftir „*OTF*“) eða óskað hefur verið eftir að teknir verði til viðskipta á skipulegum markaði og *MTF*.¹⁷ Hefur þannig orðið breyting frá því sem áður var, en undir gildissvið Markaðssvikatilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2006/6/EB¹⁸ (hér eftir „*MAD*“) féllu einungis fjármálagerningar sem teknir voru eða óskað var eftir að teknir væru til viðskipta á skipulegum markaði.¹⁹ Það sama á við um þágildandi vvl. en þar undir féllu einungis fjármálagerningar sem teknir voru til viðskipta á *MTF*.²⁰

Gildissvið bannsins nær í öðru lagi til þeirra fjármálagerna sem ekki hafa verið teknir til viðskipta eða óskað eftir að verði teknir til viðskipta á framangreindum viðskiptavettvöngum,²¹ en verð eða virði þeirra er háð eða hefur áhrif á virði slíkra fjármálagerna.²² Er þetta ekki

¹³ Fjármálagerningar eru skilgreindir í MiFID II. Sú skilgreining hefur verið innleidd í 16. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerna.

¹⁴ Á ensku: „*regulated markets*“. Hugtakið skipulegur markaður er skilgreint í 56. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerna og er skilgreiningin byggð á 21. tölul. 1. mgr. 4. gr. tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2014/65/ESB frá 15. maí 2014 um markaði fyrir fjármálagerna og um breytingu á tilskipun nr. 2002/92/EB og tilskipun nr. 2011/61/ESB (endurútfærin) [2014] OJ L173/349 (hér eftir „*MiFID II*“)

¹⁵ Á ensku: „*multilateral trading facilities*“ eða „*MTF*“. Hugtakið markaðstorg fjármálagerna er skilgreint í 37. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerna og er skilgreiningin byggð á 22. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID II.

¹⁶ Á ensku: „*organized trading facilities*“ eða „*OTF*“. Hugtakið skipulegt markaðstorg (*OTF*) er skilgreint í 55. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerna og er skilgreiningin byggð á 23. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID II.

¹⁷ Sjá 1. mgr. 2. gr. MAR. Þetta er breyting frá fyrrum reglum. Undir gildissvið *MAD* féllu einungis fjármálagerna sem teknir voru eða óskað var eftir að teknir verði til viðskipta á skipulegum markaði en undir þágildandi vvl. féllu einnig fjármálagerningar sem verslað var með á *MTF*.

¹⁸ Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB frá 28. janúar 2003 um innherjavíðskipti og markaðsmisnotkun (markaðssvik) [2003] OJ L96/16 (hér eftir „*MAD*“)

¹⁹ Sjá 9. gr. *MAD*.

²⁰ Sjá 115. og 119. gr. þágildandi vvl.

²¹ Samkvæmt 68. tölul. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerna er með viðskiptavettvöngum átt við skipulegan markað, *MTF* eða *OTF*.

²² Sjá d-lið 1. mgr. 2. gr. MAR. Sjá einnig Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

mikil breyting frá því sem áður var, en gildissvið MAD og þágildandi vvl. náði með sambærilegum hætti til tengdra fjármálagerna.²³

Undir gildissvið bannsins falla í þriðja lagi öll viðskipti, fyrirmæli og hegðun sem varðar hvers kyns fjármálagerna sem um getur í 1. mgr. 2. gr. MAR, án tillits til þess hvort slík viðskipti eigi sér stað, fyrirmæli séu gefin eða hegðun eigi sér stað á viðskiptavettvangi.²⁴ Gildissvið MAR á þannig bæði við um háttsemi sem á sér stað á framangreindum viðskiptavettvangi sem og sú háttsemi sem á sér stað utan þeirra svo lengi sem það varðar framangreinda fjármálagerna.²⁵

Í fjórða lagi nær bannið einnig til hegðunar eða viðskipta sem framkvæmd eru í tengslum við uppboð á uppboðsvettvangi, sem hefur starfsleyfi sem skipulegur markaður með losunarheimildir²⁶ eða aðrar uppboðsvörur sem grundvallast á þeim. Undir gildissvið bannsins falla þannig bæði uppboðsvörur sem eru fjármálagerna sem og þær uppboðsvörur sem ekki teljast fjármálagerna. Þetta er nýjung sem hvorki var áður að finna í MAD né í íslenskum lögum sem gilda um verðbréfavíðskipti.²⁷

Samkvæmt framangreindu hefur gildissvið MAR víkkað síðan MAD var í gildi, en víkkunina má rekja til þess að viðskipti með fjármálagerna og aðra gerna á öðrum mörkuðum en MAD kvað á um, hafði færst í aukana og til þess að tryggja áfram jafnræði milli fjárfesta þá var talið nauðsynlegt að sömu reglur ættu að gilda um alla markaðina.²⁸

2.2 Almennt um bannið við innherjasvikum

Áður en farið er nánar í bannið við innherjasvikum er nauðsynlegt að skilgreina hugtakið aðili, þar sem hugtakið gegnir mikilvægu hlutverki í skilgreiningu innherjasvika. Með hugtakinu aðili er átt við einstakling eða lögaðila sem búa yfir innherjaupplýsingum.²⁹ Hugtakið kom nýtt inn í skilgreiningu bannsins með tilkomu MAR, en áður hafði verið notast við hugtakið

²³ Sjá í þessu sambandi m.a. 2. tölul. 1. mgr. 115. gr. og 2. tölul. 1. mgr. 119. gr. þágildandi vvl.

²⁴ Sjá 3. mgr. 2. gr. MAR.

²⁵ Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

²⁶ Á ensku: „*emission allowance*“.

²⁷ Sjá seinni málsl. 1. mgr. 8. gr. MAR. Sjá einnig Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 1031/2010/ESB frá 12. nóvember 2010 um tímasetningu, stjórnun og aðra þætti í tengslum við uppboð á heimildum til losunar gróðurhúsalofttegunda samkvæmt tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/87/EB um að koma á fót kerfi fyrir viðskipti með heimildir til losunar gróðurhúsalofttegunda innan Bandalagsins [2010] OJ L302/1.

²⁸ Sjá í þessu sambandi vinnuskýrslu framkvæmdastjórnarinnar: Commission, „Commission Staff Working Paper Impact Assessment“ (20. október 2011) SEC(2011) 1217, final 28.

²⁹ Sjá 4. mgr. 8. gr. MAR, en þar eru þeir aðilar sem falla undir innherjasvikaákvæðið skilgreindir.

innherji.³⁰ Almennt gildir sú regla að öllum er frjálst að eiga viðskipti með fjármálagerninga en hins vegar ef aðilar búa yfir innherjaupplýsingum þá er heimild þeirra til að eiga viðskipti sett ákveðin takmörk.

Þessi takmörk má finna í 8. gr. MAR, sbr. 14. gr. MAR en þar er skilgreint hvers konar háttsemi fellur undir bannið við innherjasvikum. Í fyrsta lagi er í 1. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR að finna ákvæði er kveður á bann við innherjasvikum. Samkvæmt ákvæðunum er aðila sem býr yfir innherjaupplýsingum bannað að nota slíkar upplýsingar til að kaupa, selja, breyta eða afturkalla, fyrir eigin reikning eða reikning þriðja aðila, beint eða óbeint, fjármálagerning sem þær upplýsingar varða.³¹ Í öðru lagi er í 3. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR einnig að finna ákvæði er kveður á um bann við innherjasvikum. Samkvæmt ákvæðunum telst það innherjasvik ef aðili fer eftir ráðleggingum eða hvatningu³² sem um er getið í 2. mgr. 8. gr. MAR, ef aðilinn sem fór eftir ráðleggingunni eða hvatningunni vissi eða mátti vita að ráðleggingin eða hvatningin grundvallaðist á innherjaupplýsingum.³³ Þannig felur 2. mgr. 8. gr. MAR ekki í sér bann við innherjasvikum, heldur er um sjálfstætt brot að ræða þar sem brotið felst í því að ráðleggja eða hvetja annan aðila til að taka þátt í innherjasvikum.³⁴ Reglugerðin fjallar þannig með aðskildum hætti um ráðleggingu eða hvatningu innherja til þriðja aðila í 2. mgr. 8. gr. MAR og um ólögmdæta miðlun innherjaupplýsinga í 10. gr. MAR, þar sem þau eru bæði sjálfstæð brot en ekki partur af innherjasvikaákvæðinu eins og var áður í þágildandi vvl.³⁵

Takmörkunin lýsir sér því þannig að aðili má ekki nota upplýsingarnar til að eiga viðskipti, þar sem slík viðskipti fara gegn banninu við innherjasvikum. Það eitt að aðili búi yfir innherjaupplýsingum á meðan viðkomandi á viðskipti telst ekki sjálfkrafa fela í sér notkun innherjaupplýsinganna. Aðili telst einungis hafa notað upplýsingarnar ef viðskiptin fara gegn tilgangi bannsins um að vera öðrum óupplýstum aðilum í óhag.³⁶ Takmörkun þessi byggir

³⁰ Hugtakið innherji var skilgreint áður í 121. gr. þágildandi vvl. Í MAR er hugtakið innherji ekki lengur notað, en samkvæmt greinargerð með lögum nr. 60/2021 eru þeir aðilar sem falla undir innherjasvikaákvæðið og skilgreindir eru í 4. mgr. 8. gr. MAR þeir sömu og hefur í íslenskum lögum verið skilgreindir sem innherjar.

³¹ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR.

³² Á ensku: „*use of the recommendations or inducements*“.

³³ Sjá 3. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR.

³⁴ Sjá Jesper Lau Hansen, „Article 14: Prohibition of insider dealing and of unlawful disclosure of inside information“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 329.

³⁵ Hér eftir þegar talað er um innherjasvik í ritgerð þessari, þá er verið að vísa til innherjasvikaákvæði 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl., en ekki alls ákvæðisins 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

³⁶ Sjá 23-24. tölul. formála MAR. Sjá einnig 37-38. mgr. dómsins í Máli C-391/04 *Ypourgos Oikonomikon & Proïstamenos DOY Amfissas gegn Charliaos Georgakis* ECLI:EU:C:2007:272, [2007] ECR I-03741 (hér eftir „*Georgakis-málið*“); og 48. mgr. og 1. tölul. 78. mgr. dómsins í Máli C-45/08 *Spector Photo Group NV, Chris*

þannig á þeim rökum að aðila er óheimilt að nýta sér þá yfirburðarstöðu, að hafa aðgang að innherjaupplýsingum til að eiga viðskipti á kostnað annarra óupplýstra aðila.³⁷ Slík viðskipti rýra trúverðugleika og traust fjárfesta á markaðnum, þar sem þau fara gegn markmiði MAR um að tryggja jafnræði milli aðila á markaðnum.³⁸

Samkvæmt framangreindu er notkun forsenda innherjasvika. Til þess að aðili gerist sekur um brot gegn bannákvæðum, þá þurfa allir efnisþættir verknaðarlýsingar bannákvæðisins að vera hlutrænt séð komnir fram.³⁹ Þar sem notkun innherjaupplýsinga er forsenda innherjasvika, þá þarf aðili að hafa notað innherjaupplýsingarnar eða ráðleggingu eða hvatningu sem byggð er á innherjaupplýsingum, til að eiga viðskiptin svo hann geti gerst sekur um brot gegn banninu.⁴⁰

3. Þróun á skilyrðinu um notkun innherjaupplýsinga

3.1 Almennt um þróunina

Í kjölfar mikillar þróunar í samfélaginu hefur almenningur fengið aukinn aðgang að fjármálamarkaðinum. Til að halda við þá þróun hafa reglur er gilda um viðskipti innherja þurft að breytast í takt við þá þróun. Innherjasvikaákvæðið er eitt þeirra ákvæða sem hefur þurft að taka slíkum breytingum og hefur ákvæðið breyst töluvert hér á landi sem og erlendis. Sú breyting sem hefur hvað mest áhrif á skilgreiningu innherjasvika og fjallað verður aðallega um í ritgerð þessari, er breytingin ákvæðisins er varðar skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga. Fyrstu ákvæði ESB er fjölluðu um bann við innherjasvikum kváðu á um bann við að aðilar hagnýti sér innherjaupplýsingar. Síðan þá hefur orðalagið þróast þannig að það kveður nú á um að aðilar noti innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti. Þrátt fyrir þessa orðalagsbreytingu á ákvæðinu hefur engin efnisleg breyting átt sér stað á ákvæðinu. Með breytingunni á orðalagi ákvæðisins var einungis verið að skýra fyrri ákvæði um innherjasvik og taka þar með af öll

Van Reamdonck gegn Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)
ECLI:EU:C:2009:806, [2009] ECR I-12073 (hér eftir „*Spector-málið*“)

³⁷ Sjá 23. tölul. formála MAR. Sjá einnig Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

³⁸ Sjá umfjöllun hjá Jesper Lau Hansen, „Article 8: Insider Dealing“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 227; og Sebastian Mock, „Article 1: Subject matter“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 118.

³⁹ Um fullframningarstig sjá Jónatan Þórmundsson, *Afbrot og refsiaþbyrg I* (2. útg., Háskólaútgáfan 1999) 103.

⁴⁰ Sjá 1. og 3. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR. Sjá einnig Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

tvímæli ákvæðisins til einungis tilgangs eða ásetnings, en ákvæðið átti einnig að ná til brota sem framin eru af gáleysi.⁴¹

Íslensku innherjasvikaákvæðin hafa að miklu leyti verið mótað af ákvæðum ESB um innherjasvik. Fyrsta ákvæðið um innherjasvik var að finna í lögum nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði og var það sett í samræmi við gildandi löggjöf ESB á þeim tíma. Í fyrstu ákvæðum um innherjasvik hér á landi var kveðið á um að mönnum væri óheimilt að nýta sér trúnaðarupplýsingar til öflunar eða ráðstöfunar verðbréfa.⁴² Því næst var tekið út skilyrðið um að víðskiptin þyrftu að vera innherja eða öðrum til hagsbóta.⁴³ Í kjölfar túlkunar dómstóla hér á landi á dómi sem nánar er rakinn hér að aftan í 3.3.4 kafla, var gerð enn og aftur breyting á ákvæðinu og var skilyrði um nýtingu innherjaupplýsinga tekið úr lagaákvæðinu til þess taka af öll tvímæli að áskilinn væri ákveðin huglæg afstaða innherja til brotsins.⁴⁴ Ákvæði þetta breyttist svo ekkert efnislega fyrr en með lögum nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum, en það eru lögín sem innleiddu MAR í landsrétt okkar. Þrátt fyrir að tilskipanir ESB hafi á þessum tíma kveðið með skýrum hætti á um að notkun innherjaupplýsinga væri forsenda innherjasvika, þá rataði slíkur áskilnaður ekki orðrétt inn í íslensk lög. Þrátt fyrir að slíkt hafi ekki ratað orðrétt inn í lögín, þá sýna lögskýringargögn og dómar fram á annað. Er nánar farið út í þessa þróun á skilyrðinu um notkun innherjaupplýsinga í köflunum hér að aftan.

3.2 Þróun á skilyrðinu um notkun innan ESB

Bandaríkin er það land sem komið er hvað lengst í þróun löggjafar á sviði verðbréfamarkaðsréttar, en löggjöf þeirra er miklu eldri en þá sem er að finna í Evrópu.⁴⁵ Til að mynda eru verðbréfavíðskiptalög Bandaríkjanna frá árinu 1933⁴⁶ og kauphallarlögín þeirra frá 1934.⁴⁷ Fyrsta löggjöf ESB er kvað á um bann við innherjasvikum kom hins vegar ekki fyrr en í kringum 1989 eða tæpri hálfri öld síðar.⁴⁸ Á þeim tíma fór einkavæðingin að gera vart við sig í Evrópu og í kjölfarið fór að færast í aukana að almenningur fjárfesti fjármunum sínum í

⁴¹ David Moalem og Jesper Lau Hansen, „Insider Dealing and Parity of information: is Georgakis still Valid?“ (2008) 19 European Business Law Review 949, 958.

⁴² Sjá 2. mgr. 2. gr. laga nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði og 1. mgr. 23. gr. laga nr. 9/1993 um verðbréfavíðskipti. Í fyrstu ákvæðunum var talað um trúnaðarupplýsingar en því var síðar breytt í innherjaupplýsingar.

⁴³ Sjá 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti, eftir breytingu með lögum nr. 163/2000.

⁴⁴ Sjá 1. töl. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996, eftir breytingu með lögum nr. 39/2002.

⁴⁵ Marco Ventoruzzo, „The Concept of Insider Dealing“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 17.

⁴⁶ The Securities Act of 1933 (US).

⁴⁷ The Securities Exchange Act (SEA) of 1934 (US).

⁴⁸ Jesper Lau Hansen, „The Trinity of Market Regulation: Disclosure, Insider Trading and Market Manipulation“ (2003) 1 (1) International Journal of Disclosure and Governance 64, 70.

fyrirtæki. Til þess að verðbréfamarkaðurinn myndi virka sem á skyldi taldi ESB að nauðsynlegt væri að setja á skýrar leikreglur svo hægt væri að tryggja jafnræði fjárfesta á markaðnum og koma þannig í veg fyrir að fjárfestar misnoti aðstöðu sína á kostnað annarra. Slík misnotkun fælar fjárfesta sem og fjármagn af markaðnum.⁴⁹

Á þessum tíma voru ekki í gildi samræmdar reglur um verðbréfiðskipti meðal aðildarríkja ESB, en aðildarríkin höfðu sum hver sett í landsrétt sinn reglur um viðskipti innherja. Því var talið nauðsynlegt að settar yrðu á samræmdar leikreglur milli aðildarríkjanna. Þörfin á samræmdum reglum varð til þess að á undanförunum árum og áratugum hefur mikill fjöldi tilskipana og reglugerða verið komið á innan ESB á þessu sviði.⁵⁰

3.2.1 Innherjatilskipunin frá 1989

Þann 13. nóvember 1989 tók Innherjatilskipunin⁵¹ (hér eftir „*Innherjatilskipun*“) gildi innan ESB. Í henni var að finna fyrstu leikreglur ESB um viðskipti innherja. Þar sem fjármálamarkaðurinn er mikilvægur þáttur í fjármögnun félaga þá var talið nauðsynlegt að þessar leikreglur yrðu settar á, svo að markaðurinn gæti starfað með sem eðlilegustum hætti og áttu reglurnar að stuðla að auknu trausti fjárfesta á markaðnum. Því var talið nauðsynlegt að fjárfestarnir byggju yfir sömu réttindum og fengu sömu vernd fyrir því að aðrir misnoti innherjaupplýsingar. Reglurnar voru þannig settar fram til að koma í veg fyrir að fjárfestar misnotuðu upplýsingarnar á kostnað annarra óupplýstra aðila.⁵² Á þessum tíma hafði ESB ekki sett á neinar sameiginlegar reglur um viðskipti innherja⁵³ og var því talið nauðsynlegt að settar yrði á samræmdar reglur milli aðildarríkja sambandsins. Innherjatilskipunin var því sett á og í henni var lögð skylda á herðar aðildarríkja ESB að laga löggjöf sína að tilskipuninni fyrir 1. júní 1992.⁵⁴

Í 2. gr. Innherjatilskipunarinnar var kveðið á um skyldu aðildarríkjanna til að banna aðilum er búa yfir innherjaupplýsingum, að nýta sér þær til að eiga viðskipti með fjármálagerninga.⁵⁵ Í tilskipuninni kom einnig fram að aðildarríkin mættu taka upp strangari ákvæði en kveðið var

⁴⁹ Sjá umfjöllun hjá: Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Bókaútgáfan Codex 2009) 35–36.

⁵⁰ Sjá í þessu samhengi m.a. Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 36–38.

⁵¹ Tilskipun Evrópuráðsins nr. 89/592/EBE frá 13. nóvember 1989 um samræmingu á reglum um innherjaviðskipti [1989] OJ L334/30 (hér eftir „*Innherjatilskipunin*“)

⁵² Sjá inngang Innherjatilskipunarinnar, en þar er greint frá því að traust sé forsenda tilvistar virkst fjármálamarkaðar.

⁵³ Sjá ummæli í formála Innherjatilskipunarinnar frá 1989: „*Í nokkrum aðildarríkjum eru engar reglur eða reglugerðir sem banna innherjaviðskipti og þær reglur og reglugerðir, sem eru til, eru verulega ólíkar eftir aðildarríkjum*“.

⁵⁴ Sjá 14. gr. Innherjatilskipunarinnar.

⁵⁵ Sjá 2. gr. Innherjatilskipunarinnar.

á um í tilskipuninni, ef þau gilda almennt jafnt um alla.⁵⁶ Í *forúrskurði Evrópudómstólsins frá 10. maí 2007 í Georgakis-málinu* sem reifaður er nánar í 4.3.1 kafla, staðfesti dómstólinn það að bannið við innherjasvikum sem var að finna í 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar byggði á tvennum skilyrðum, annars vegar að aðili búi yfir innherjaupplýsingum og hins vegar að aðili nýti þær til að eiga viðskipti.⁵⁷ Skilyrðið um notkun eða nýtingu skuli síðan skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins, en þar sem aðilarnir í þessu máli bjuggu yfir sömu innherjaupplýsingunum þá taldi Evrópudómstólinn aðilana ekki hafa nýtt sér upplýsingarnar til að eiga viðskipti á kostnað annarra óupplýstra aðila.⁵⁸

3.2.2 Markaðssvikatilskipunin frá 2003

Árið 2000 setti Evrópuráðið á fót sérstaka nefnd sem samanstóð af sérfræðingum á sviði verðbréfamarkaðsréttar. Nefndin var kölluð nefnd vísidómsmanna⁵⁹ og átti hún að meta skilvirkni í lagasetningu á verðbréfamarkaði.⁶⁰ Árið 2001 skilaði nefndin af sér skýrslu, sem þekkt er innan Evrópu sem Lamfalussy-skýrslan.⁶¹ Það var tvennt sem stóð upp úr skýrslunni. Annars vegar var gagnrýnt hversu hefðbundin og hægsvirk fyrri lagasetning hafi verið, en slíkt hafði orðið til þess að brugðist var seint og illa við framþróun og breytingum á markaðnum. Því til framdráttar voru lagðar fram tillögur að nýjum verkferlum sem áttu að hraða lagasetningarferlinu innan ESB, svo það myndi halda við þá hröðu þróun sem ætti sér stað í nútíma samfélagi í Evrópu.⁶² Hins vegar var einnig bent á að reynslan af tilskipunum ESB hafi leitt í ljós að ekki hafði verið gengið nægilega langt í samræmingu á leikreglum er gilda um viðskipti innherja. En tilskipanir ESB eru aðeins bindandi er varðar markmið þeirra og hafa stjórnvöld því í hverju ríki ákveðið svigrúm til að ákveða í hvaða formi og með hvaða aðferðum

⁵⁶ Sjá 6. gr. Innherjatilskipunarinnar.

⁵⁷ Sjá 36. mgr. dómsins í Georgakis-málinu.

⁵⁸ Sjá 37.-39. mgr. og 45. mgr. dómsins í Georgakis-málinu.

⁵⁹ Á ensku: „*Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*“.

⁶⁰ Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 – 503. mál, athugasemdir við lagafrumvarpið – Lamfalussy ferlið.

⁶¹ Sjá Committee of the Wise Men, „Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market.“ (European Commission 9. nóvember 2000)

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf> skoðað 1. október 2021; og Committee of the Wise Men, „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets“ (European Commission 15. febrúar 2001)

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf> skoðað 1. október 2021 (hér eftir: „*Lamfalussy Report*“). Alexandre Lamfalussy var formaður nefndar vísidómsmannanna og ber skýrslan því þetta heiti.

⁶² Sjá Commission, „Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan“ (Communication) COM(1999) 232 final 17- Financial Services Action Plan.

tilskipunin er innleidd.⁶³ Það svigrúm sem aðildarríkjum var veitt til að setja strangari ákvæði en kveðið var á um í Innherjatilskipuninni hafi verið of mikið,⁶⁴ sem hafði þær afleiðingar að löggjöf aðildarríkja ESB var ekki nægilega samræmd.⁶⁵

Skýrslan lagði þannig til að breytingar yrðu á undirbúningi og setningu reglna með nýju lagasetningarferli, sem nefnt hefur verið Lamfalussy-ferlið.⁶⁶ Markmiðið með nýja ferlinu var að gera ferlið skilvirkara, auka einsleitni og samræmi í starfsemi verðbréfamarkaða, bæta samkeppnishæfni fjármálafyrirtækja og fjármagnsmarkaða sem og stuðla að auknum hagvexti og atvinnu. Til þess að ná nýju markmiði var áherslan færð frá fyrra horfi um gagnkvæma viðurkenningu yfir í inngrip í reglur og framkvæmd aðildarríkjanna á þessu sviði.⁶⁷ Lamfalussy-skýrslan var svo samþykkt á fundi ráðsins í Stokkhólmi árið 2001. Evrópuþingið lýsti í upphafi yfir efasemdum um að nýjar tillögurnar tryggðu ekki nægjanlegt gagnsæi og samráð stofnana ESB. Þrátt fyrir þessar efasemdir þá samþykkti Evrópuþingið árið 2002 að ganga enn lengra í samræmingu reglna, með því að setja fram ítarlegri reglur þannig að svigrúm aðildarríkjanna til að setja sér sérreglur yrði minna.⁶⁸ Í samræmi við nýtt ferli var samþykkt innan ESB ný tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB⁶⁹ (hér eftir „*MAD*“) ásamt þremur undirtilskipunum framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB,⁷⁰ nr. 2003/125/EB,⁷¹ nr. 2004/72/EB⁷² og einni reglugerð nr. 2273/2003/EB.⁷³

⁶³ Sjá 3. mgr. 288. gr. Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union [2012] OJ C326/47 (hér eftir „*sáttmálinn um framkvæmd Evrópusambandsins*“); sjá einnig: Davíð Þór Björgvinsson, *EES-réttur og landsréttur* (Bókaútgáfan Codex 2006) 87.

⁶⁴ Sjá 6. gr. Innherjatilskipunarinnar.

⁶⁵ Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 – 503. mál, athugasemdir við lagafrumvarpið – Lamfalussy ferlið.

⁶⁶ Sjá góða umfjöllun um Lamfalussy-ferlið hjá: Andri Fannar Bergþórsson, „Hver er kjarni markaðsmisnotkunar?“ (2018) 14 (2. tbl.) Tímarit Lögréttu 238, 245–249.

⁶⁷ Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 – 503. mál, athugasemdir við lagafrumvarpið – Lamfalussy ferlið.

⁶⁸ Sama heimild.

⁶⁹ Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB frá 28. janúar 2003 um innherjaviðskipti og markaðsmisnotkun [2003] OJ L96/16 (hér eftir „*MAD*“)

⁷⁰ Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/124/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar skilgreiningu og birtingu á innherjaupplýsingum og skilgreiningu á markaðsmisnotkun [2003] OJ L339/70.

⁷¹ Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2003/125/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar óhlutdræga kynningu ráðlegginga um fjárfestingu og birtingu upplýsinga um hagsmunaárekstra [2003] OJ L339/73.

⁷² Tilskipun framkvæmdastjórnarinnar nr. 2004/72/EB frá 29. apríl 2004 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar viðurkenndar markaðsvenjur, skilgreiningu á innherjaupplýsingum í tengslum við afleidd vöruskuldaskjöl, samningu innherjaskráar, tilkynningu um viðskipti stjórnenda og tilkynningu um grunsamleg viðskipti [2004] OJ L162/70.

⁷³ Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2273/2003/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar undnaðagur fyrir endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga.

MAD tók gildi 28. janúar 2003 og leysti af hólmi Innherjatilskipunina frá 1989. MAD var sett á til að koma í veg fyrir að aðilar geti nýtt sér þær smugur sem var að finna í Innherjatilskipuninni frá 1989, sér til ólögmeats athæfis.⁷⁴ Þrátt fyrir að nýtt innleiðingarferli hafi verið komið á með MAD þá urðu ekki miklar efnislegar breytingar á lagaákvæðum tilskipunarinnar, að undanskildu orðalagi ákvæðis Innherjatilskipunarinnar um innherjasvik.⁷⁵ Orðalag bannsins við innherjasvikum var breytt úr „*taking advantage of that information with full knowledge of the facts*“ yfir í „*prohibit...from using that information*“ með 1. mgr. 2. gr. MAD. Þar með var aðilum er búa yfir innherjaupplýsingum bannað að nota slíkar upplýsingar til að eiga viðskipti.⁷⁶

Í kjölfar þess að orðalag ákvæðisins breyttist frá „*að hagnýta sér*“ í „*að nota*“ þá vöknudu upp ýmis álitamál um hvort breytingin á orðalagi hefði áhrif á gildissvið bannsins. Þrátt fyrir þessar orðalagsbreytingar þá breyttist gildissvið bannsins ekki. Tilgangur breytinganna var að fjarlægja alla tilvísun ákvæðisins til einungis tilgangs eða ásetnings, en ákvæðið átti einnig að ná til brota sem framin væru af gáleysi.⁷⁷ Þessi áætlun löggjafans var staðfest með *forúrskurði Evrópudómstólsins í Spector-málinu*, en í þeim dómi var framangreindri efnisbreytingu tilskipunarinnar gerð góð greinaskil. Fjallað er nánar um þessa breytingu á skilyrðinu um notkun í 4.3 kafla. Í málinu benti Evrópudómstóllinn á að breytingar hafi verið gerðar á ákvæðinu vegna þess að upp komst að sum aðildarríkin höfðu ranglega túlkað orðalag bannsins í Innherjatilskipuninni frá 1989 sem svo að ákvæðið gerði kröfu um að brot væri framið af ásetningi. Þar sem aðildarríkin höfðu gert kröfur um tiltekna huglæga afstöðu innherjans til brotsins þá hafi framangreindar orðalagsbreytingar verið nauðsynlegar, til að taka allan vafa af og tryggja að bannið yrði ekki túlkað áfram með þeim hætti.⁷⁸

3.2.3 Markaðssvikareglugerðin frá 2014

Haustið 2008 varð í Evrópu mikil fjármálakreppa og í kjölfar hennar þótti framkvæmdastjórn ESB nauðsynlegt að löggjöf sambandsins á fjármálamarkaði yrði tekin til heildarskoðunar. Fyrri leikreglur ESB um viðskipti innherja höfðu ekki verið að skila þeim árangri sem vænst var, en reglurnar höfðu verið settar í tilskipanir sem þýddi að aðildarríkin höfðu frjálst val um

⁷⁴ Sjá 13. tl. formála MAD

⁷⁵ Moalem og Hansen (n. 41) 958.

⁷⁶ Sjá samanburð á 2. og 4. gr. Innherjatilskipunarinnar og 2. og 4. gr. MAD.; Sjá einnig umfjöllun um breytinguna hjá sama heimild 962–963.

⁷⁷ Sjá 18. og 20. tölul. formála MAD.

⁷⁸ Sjá 34. mgr. dómsins í Spector-málinu. Sjá einnig umfjöllun hjá Moalem og Hansen (n. 41) 963; og Jesper Lau Hansen, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (2010) 7 European Company Law 98, 101.

hvernig tilskipanirnar yrðu innleiddar svo lengi sem markmiði tilskipunarinnar yrði náð. Hafði það þær afleiðingar að aðildarríkin lögfestu misstrangar reglur og því var ósamræmi á milli reglna innan ESB. Því var talið nauðsynlegt að reglurnar yrðu festar í reglugerð svo að sömu reglur myndu gilda hjá öllum aðildarríkjum ESB. Reglugerðir fela nefnilega í sér bindandi lagatexta sem verður sjálfkrafa hluti af lögum aðildarríkjanna án sérstakra ráðstafana af hálfu löggjafarstofnana aðildarríkjanna.⁷⁹ Með því að festa slíkar reglur í reglugerð þá fá ríkin ekki lengur val um hvernig ákvæðin yrðu tekin upp í landsrétt sinn.

Í nóvember 2008 skipaði framkvæmdastjórn ESB sérstaka nefnd, sem kölluð hefur verið Larosiére-nefndin.⁸⁰ Hlutverk nefndarinnar var að leggja fram tillögur að umbótum á reglunum. Nefndin skilaði skýrslu sinni 25. febrúar 2009 og í henni var fjallað um orsakir fjármálakreppunnar, hugsanlegar breytingar á regluverkinu og eftirlit með fjármálamörkuðum.⁸¹ Í kjölfarið gaf framkvæmdastjórinn út orðsendingu, þar sem gert var grein fyrir áætlunum um endurskoðun á umræddu regluverki að teknu tilliti til athugasemda og tillagna Larosiére-skýrslunnar. Eitt af því sem orðsendingin lagði til var endurskoðun á MAD.⁸² Í kjölfarið fór fram mikil umræða innan ESB um hvernig framkvæma ætti breytingar á regluverkinu um markaðssvik, þannig að tekið væri á því sem Larosiére-nefndin hafði bent á. Mikil vinna var lögð í það að koma á breyttu regluverki og var það ekki fyrr en 20. október 2011 sem framkvæmdastjórn ESB lagði fram nýjar tillögur að reglugerð um innherjasvik og markaðsmisnotkun, sem og tilskipun um viðurlög við slíkum brotum. Þann 12. júní 2014 birtist síðan í stjórnartíðindum ESB reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/ESB (hér eftir „MAR“) og varð hún bindandi í ríkjum ESB þann 3. júlí 2016.⁸³ MAR hefur sama gildi og almenn lög í aðildarríkjum ESB og bindur þannig hendur aðildarríkja á þann veg að þeim er óheimilt að setja lög eða önnur fyrirmæli sem ganga gegn henni, nema frávik séu sérstaklega heimilud í lögum.⁸⁴

⁷⁹ Sjá umfjöllun um réttaráhrif tilskipana og reglugerða hjá Davíð Þór Björgvinsson (n. 63) 87; sjá einnig Sigurður Línal og Skúli Magnússon, *Réttarkerfi Evrópusambandsins og evrópska efnahagssvæðisins: megindrættir* (Hið íslenska bókmenntafélag 2011) 70.

⁸⁰ Larosiére-nefndin dró nafn sitt að forseta nefndarinnar Jacques de Larosiére

⁸¹ Sjá The High-Level Group on Financial Supervision, „De Larosiére Report“ (Commission 25. febrúar 2009) <https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf>.

⁸² Sjá orðsendingu framkvæmdastjórnar Evrópuráðsins: Commission, „Driving European Recovery“ COM(2009) 114 final Vol 1 . 7.

⁸³ Sjá 87. og 88. tölul. formála MAR. Sjá einnig; Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Vefrit Fjármálaeftirlitsins <<https://www.fme.is/media/utgefid-efni/Fjarmal-27-april--2015.pdf>> skoðað 23. september 2021.

⁸⁴ Sjá 5. tölul. formála MAR og 2. mgr. 288. gr. sáttmálans um framkvæmd Evrópusambandsins. Sjá einnig; Sigurður Línal og Skúli Magnússon (n. 79) 57.

Innherjasvikaákvæði reglugerðarinnar er að finna í 1. og 3. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. sömu reglugerðar. Samkvæmt ákvæðunum er aðilum er búa yfir innherjaupplýsingum óheimilt að nota slíkar innherjaupplýsingar til að kaupa, selja, breyta eða afturkalla fjármálagerninga. Ekki urðu miklar efnislegar breytingar á orðalagi ákvæðisins að öðru leyti en að gildissvið bannsins var með MAR fært út. Í 1. og 3. mgr. 8. gr. MAR er að finna ákvæði er fjalla um innherjasvik, og eru þau svohljóðandi:

1. Að því er varðar þessa reglugerð telst það innherjasvik, ef aðili býr yfir innherjaupplýsingum og notar þær til að kaupa eða selja, fyrir eigin reikning eða reikning þriðja aðila, beint eða óbeint, fjármálagerninga sem þær upplýsingar varða. Notkun innherjaupplýsinga til að afturkalla eða breyta fyrirmælum í tengslum við fjármálagerning sem upplýsingarnar varða telst einnig innherjasvik ef fyrirmælin voru lögð fram áður en hlutaðeigandi aðili bjó yfir innherjaupplýsingum. Í tengslum við uppboð á losunarheimildum eða öðrum uppboðsvörum sem grundvallast á þeim sem eru haldin samkvæmt reglugerð (ESB) nr. 1031/2010 felur það einnig undir notkun innherjaupplýsinga að aðili leggi fram, breyti eða afturkalli kauptilboð fyrir eigin reikning eða fyrir reikning þriðja aðila.

2. [...]

3. Sé farið að ráðleggingum eða hvatningu eins og um getur í 2. mgr. telst það innherjasvik í skilningi þessarar greinar ef aðilinn sem fer eftir ráðleggingunni eða hvatningunni veit eða ætti að vita að hún grundvallast á innherjaupplýsingum.

Samkvæmt ákvæðinu er notkun innherjaupplýsinga skilyrði innherjasvika, þ.e. að aðili hafi átt í viðskiptum á meðan hann bjó yfir innherjaupplýsingum og notað slíkar upplýsingar til að eiga viðskiptin. Skilgreining MAR og MAD á innherjasvikum er því sambærileg að mörgu leyti.⁸⁵ Engar efnislegar breytingar hafa orðið á ákvæðinu og má því ætla að sömu reglur gilda áfram um túlkun ákvæðisins. Nánar er í 4. kafla fjallað um núgildandi innherjasvikaákvæði MAR.

3.3 Þróun á skilyrðinu um notkun á Íslandi

Eins og fjallað er um í byrjun 3. kafla hefur íslenska innherjasvikaákvæðið einnig tekið breytingum. Ástæða þess er aðallega sú að við höfum verið að aðlaga okkur að löggjöf ESB, vegna aðildar okkar að Evrópska efnahagssvæðinu (hér eftir „EES“). Þrátt fyrir að löggjöf okkar hafi að miklu leyti mótast af löggjöf ESB á þessu sviði, þá hefur löggjöf okkar ekki alltaf farið eftir þeim. Við gildistöku MAD var orðalag ákvæðisins er kvað á um bann við innherjasvikum breytt þannig að „notkun“ innherjaupplýsinga var tekið upp í verknaðarlýsingu bannsins. Þegar Ísland innleiddi MAD í íslenskan rétt fylgdi orðalag MAD um notkun ekki inn í íslensku lögin. Þrátt fyrir slíkt var ákvæðið túlkað af dómstólum landsins þannig að það gerði kröfu um notkun. Nú hefur MAR verið innleitt í íslenskan rétt og hefur því skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga verið aftur tekið upp í verknaðarlýsingu íslenska innherjasvikaákvæðisins.

⁸⁵ Sjá samanburð á 1. tölul. 8. gr., sbr. a-lið 14. gr. MAR og 1. mgr. 2. gr. MAD.

3.3.1 Þýðing Evrópuréttar

Fyrstu heildstæðu lög á Íslandi um verðbréfavíðskipti voru sett árið 1986, með lögum nr. 27/1986 um verðbréfamiðlun. Fjallaði löggjöfin eingöngu um verðbréfamiðlun og var ekkert komið inn á innherjavíðskipti eða innherjasvik í þeim lögum.⁸⁶ Síðan hefur orðið gríðarleg þróun á löggjöfinni og leiðir það aðallega af aðild okkar að samningum um Evrópska Efnahagssvæðið (hér eftir „EES-samningurinn“).⁸⁷ Fyrir þann tíma litum við samt sem áður mikið til þeirra og litaðist löggjöf okkar mikið af þeim.

Í lögum nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði, var í fyrsta skipti sett sérstakt ákvæði í íslensk lög er fjallaði um innherjavíðskipti.⁸⁸ Af athugasemdum með frumvarpi til þeirra laga má sjá að aukin umsvif innherjavíðskipta hjá ESB og nágrennaríkjum okkar hafði áhrif á setningu ákvæðisins hér á landi.⁸⁹ Á árunum 1980-1990 urðu svo miklar sviptingar á verðbréfamörkuðum í Evrópu vegna einkavæðingarinnar og var í kjölfarið gerðar breytingar á reglum til að stuðla aukinni þáttöku almennings í atvinnurekstri. Rötuðu áhrif einkavæðingarinnar í kjölfarið inn í íslensk lög. Með lögum nr. 9/1993 um verðbréfavíðskipti var fyrsta skrefið tekið í aðlögun íslensks réttar að löggjöf ESB á þessu sviði vegna komandi aðildar Íslands að EES-samningum, sbr. lög nr. 2/1993 um Evrópska Efnahagssvæðið. Í samningu frumvarps laga nr. 9/1993 var haft hliðsjón af löggjöf nágrennalanda okkar, einkum danskri og norski, en löggjöf þessara landa hafði verið aðlöguð að reglum ESB að mestu leyti. Auk þess var litið til reglna ESB sem gilda áttu innan EES þegar það tæki gildi hér á landi.⁹⁰ Þannig vorum við farin að miða löggjöf okkar að alþjóðlegri löggjöf áður en við formlega gerðust aðilar að EES.

EES var síðan stofnað árið 1994 með samningi milli EFTA-ríkjana og ESB. Með aðild að þessum samningi skuldbundu EFTA-ríkin sig til þess að innleiða réttarreglur ESB á þeim sviðum sem samningurinn nær til.⁹¹ Þar sem Ísland er aðili að EES-samningum þá höfum við þurft að innleiða hér á landi fjölda tilskipana og reglugerða ESB. Frá gildistöku samningsins hér á landi hefur smíði á reglum færst að stórum hluta frá Íslandi, sérstaklega þær reglur sem gilda um víðskipti á fjármálamarkaði. Þær breytingar sem hafa verið gerðar á innlendri löggjöf á þessu sviði hafa nánast eingöngu verið vegna skyldu okkar til að innleiða tilskipanir og reglugerðir sem samþykktar hafa verið af hálfu ESB og sameiginlegu EES-nefndarinnar um að

⁸⁶ Sjá Lög nr. 27/1986 um verðbréfamiðlun

⁸⁷ Jóhann Pétur Harðarson, „Keppt um traustið“ (2001) 54 Úlfjótur 155, 163.

⁸⁸ Sjá 2. mgr. 2. gr. laga nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði.

⁸⁹ Alþt. 1988-1989, A-deild, þskj. 1 – 1. mál, athugasemdir við 2. gr.

⁹⁰ Alþt. 1992-1993, A-deild, þskj. 11 – 11. mál.

⁹¹ Sigurður Línal og Skúli Magnússon (n. 79) 171.

verði teknar upp í EES-samninginn.⁹² Sé tilskipun tekin upp í EES-samninginn erum við aðeins skuldbundin til að innleiða markmið tilskipunarinnar en stjórnvöld hafa svigrúm til að ákveða í hvaða formi og með hvaða aðferðum tilskipunin verði innleidd. Sé reglugerð tekin upp í EES-samninginn erum við skuldbundin til að leiða þær í lög, hvort sem er almenn lög eða almenn stjórnsýslufyrirmæli, sbr. 7. gr. laga nr. 2/1993. Texti reglugerðarinnar er þýddur á íslensku og lögfestur í heild sinni í landsrétt, yfirleitt með því að vísa til reglugerðarinnar í lögnum með svokallaðri tilvísunaraðferð.⁹³ Við höfum lítið sem ekkert svigrúm til þess að laga reglugerð efnislega að landsrétti okkar.⁹⁴

Þannig þegar skoða á löggjöf Íslands er gildir um viðskipti með fjármálagerninga þá er nauðsynlegt að leita víðar en bara í íslenska löggjöf og dóma- og stjórnsýslufráttæmi. Þar sem flestar reglur eru að rekja til ESB þá er nauðsynlegt að kynna sér einnig þær frumheimildir sem er að finna í löggjöf ESB, ásamt þeim lögskýringargögnum er liggja þeim til grundvallar sem og dóma Evrópudómstólsins. Þar sem greint hefur verið frá þeirri þróun sem hefur átt sér stað innan ESB á ákvæðinu um bann við innherjasvikum, þá er einnig gert grein fyrir þeirri þróun sem hefur átt sér stað á ákvæðinu á Íslandi, hér beint að aftan.

3.3.2 Skilyrði um hagnýtingu innherjaupplýsinga

Með lögum nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði var í fyrsta sinn lögfest hér á landi ákvæði er fjallaði um innherjasvik⁹⁵ og var ætlunin með lögfestingu ákvæðisins að koma í veg fyrir að menn notfæru sér trúnaðarupplýsingar, sem þeir eiga aðgang að til þess að afla sér hagnaðar eða til að forðast fjárhagslegt tjón.⁹⁶ Ákvæðið byggði þannig á skilyrðinu um misnotkun trúnaðarupplýsinga. Í athugasemdum við lagaákvæðið má sjá að ákvæðinu var ætlað að banna notkun trúnaðarupplýsinga, þar sem tekið er fram í athugasemdum við frumvarpið að ákvæðið tæki til þeirra aðila „*sem nota í viðskiptum sínum trúnaðarupplýsingar*“.⁹⁷ Orðalag 2. mgr. 2. gr. laga nr. 20/1989 var í samræmi við þágildandi ákvæði danskra og norskra laga um verðbréfavíðskipti, en lítið var til þeirra við gerð frumvarps þessara laga.⁹⁸

Með lögfestingu á lögum nr. 9/1993 um verðbréfavíðskipti var fyrsta skrefið tekið að aðlögun á þessu sviði. Við gerð frumvarpsins sem varð að lögum nr. 9/1993 var lítið bæði til

⁹² Sjá 7. gr. laga nr. 2/1993 um Evrópska Efnahagssvæðið. Sjá einnig Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (n. 49) 37–39.

⁹³ Á ensku: „*incorporation*“.

⁹⁴ Sigurður Línadal og Skúli Magnússon (n. 79) 171.

⁹⁵ Sjá 2. mgr. 2. gr. laga nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði

⁹⁶ Alþt. 1988-1989, A-deild, þskj. 1 – 1. mál, athugasemd við 2. gr.

⁹⁷ sama heimild.

⁹⁸ sama heimild.

löggjafa nágrannalanda okkar en löggjöf þeirra hafi verið aðlöguð að reglum ESB að miklu leyti sem og til tveggja tilskipana ESB sem áttu eftir að taka gildi innan EES.⁹⁹ Með lögum nr. 9/1993 var íslensk löggjöf löguð að Innherjatilskipun ESB frá 1989. Þrátt fyrir að á þessum tíma hafði tilskipunin ekki verið búin að taka formlega gildi hér á landi þá var haft hliðsjón af henni við lagasetninguna. Samkvæmt 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar þurfa aðildarríki að lögfesta í löggjöf sína ákvæði er bannar innherjum sem búa yfir innherjaupplýsingum að misnota þær. Í samræmi við ákvæði Innherjatilskipunarinnar var lögfest hér á landi ákvæði í lög nr. 9/1993, er bannaði aðilum að nýta sér innherjaupplýsingar beint eða óbeint, til öflunar eða ráðstöfunar verðbréfa.¹⁰⁰

Árið 1996 voru ný heildarlög sett á með lögum nr. 13/1996 um verðbréfaviðskipti og tóku þau við af lögum nr. 9/1993. Reglur laganna um bann við innherjasvikum voru að mestu óbreyttar frá fyrri lögum og varð 1. mgr. 27. gr. laganna efnislega samhljóða 1. mgr. 23. gr. laga nr. 9/1993.

3.3.3 *Brottfall skilyrðisins um að „nýta sjálfum sér eða öðrum til hagsbóta“*

Með lögum nr. 163/2000 um breytingu á lögum nr. 13/1996 voru gerðar talsverðar breytingar á reglum er gilda um viðskipti innherja og voru m.a. gerðar breytingar á innherjasvikaákvæði laganna. Í nýja innherjasvikaákvæðinu var áfram kveðið á um að innherjum væri óheimilt að nýta sér innherjaupplýsingar til öflunar eða ráðstöfunar verðbréfa, sbr. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996. Hins vegar var í nýja ákvæðinu tekið út skilyrðið um að viðskiptin þurfi að vera innherjanum eða öðrum til hagsbóta.¹⁰¹ Var þessi breyting gerð á ákvæðinu í kjölfar tillögu meirihluta efnahags- og viðskiptanefndar um að bann við innherjaviðskiptum á grundvelli innherjaupplýsinga átti að gilda óháð því hvort verðbréfa breyttist eður ei. Var það gert á þeim rökum að þrátt fyrir að verðbreytingar gefi vísbendingu um hvort sé að ræða verðmótandi upplýsingar þá kunni innherjaviðskipti að vera ólögumæt þótt enginn hagnist á þeim. Var það mat meirihlutar nefndarinnar að orðalag ákvæðisins væri villandi og var því lagt til að skilyrðið um hagnað yrði felld á brott, sem var gert.¹⁰²

⁹⁹ Alþt. 1992-1993, A-deild, þskj. 11 – 11. mál, athugasemd við 23. gr.; Sjá einnig Tilskipun Evrópuráðs nr. 93/22/EBE4 frá 10. maí 1993 um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfaviðskipta [1993] OJ L141/27 og Tilskipun Evrópuráðs nr. 93/6/EBE frá 15. mars 1993 um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana [1993] OJ L141/1.

¹⁰⁰ Sjá 1. mgr. 23. gr. laga nr. 9/1993.

¹⁰¹ Sjá 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996 um verðbréfaviðskipti, eftir breytingu með lögum nr. 163/2000.

¹⁰² Alþt. 2000-2001, A-deild, þskj. 581 – 233. mál, nefndarálit

3.3.4 Skeljungsmálið

Þann 29. október 2001 féll dómur Héraðsdóms Reykjavíkur í máli S-601/2001 svokölluðu *Skeljungs-máli*. Þessi dómur gegndi mikilvægu hlutverki í þróun innherjasvikaákvæðis hér á landi, en í kjölfar dómsins urðu miklar breytingar á ákvæðinu. Atvik málsins áttu sér stað í gildistíð laga nr. 13/1996 áður en breytingarlög nr. 163/2000 tóku gildi.

Í málinu var G, stjórnarformaður í Skeljungu hf., gefið sök að hafa nýtt sér innherjaupplýsingar, sem hann bjó yfir vegna starfs síns sem stjórnarformaður til að afla sér fjármálagerna og þannig gerst sekur um innherjasvik skv. 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996. G sat stjórnarfund þann 24. júní 1999 þar sem afkoma félagsins var kynnt og sýndi hún að afkoma Skeljungs væri talsvert betri en áætlanir gerður ráð fyrir. Þann 7. júlí 1999 keypti G svo hlutabréf í Skeljungu að samtals nafnvirði 650.000 krónur, en á þeim tíma höfðu upplýsingarnar um bætta afkomu ekki verið birtar. Upplýsingarnar voru birtar 10. ágúst 1999 og hækkuðu bréfin í Skeljungu töluvert í kjölfarið, en bréfin höfðu hækkað um 20,21% frá því að G keypti sín bréf þann 7. júlí 1999. Bréfin héldu áfram að hækka og í kjölfarið ákvað G að selja hluta bréfanna sinna í Skeljungu og þann 15. október 1999 seldi hann bréfin að nafnvirði 300.000 krónur og þann 22. október 1999 seldi hann aftur bréf á nafnvirði 87.000 krónur. Hafði gengi bréfanna hækkað um 32,95% frá því að hann keypti bréfin sín þann 7. júlí 1999.

G var ákærður fyrir brot gegn 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996 eftir breytingar á lögnum með lögum nr. 163/2000, þar sem hann hafi búið yfir innherjaupplýsingum sem hann öðlaðist á umræddum stjórnarfundum, á meðan hann átti viðskiptin. Umræddar upplýsingar voru innherjaupplýsingar en þær voru um óvænta og bætta afkomu félagsins og voru þær því líklegar til að hafa áhrif til hækunar á markaðsverði hlutabréfanna þegar þær yrðu gerðar opinberar. G neitaði sök og taldi kaup sín á bréfunum ekki brjóta gegn neinu ákvæði þágildandi vvl. G bar fyrir sig að upplýsingarnar um afkomu félagsins fyrstu 5 mánuði ársins hefðu ekki geta talist innherjaupplýsingar. Ef þær teldust vera innherjaupplýsingar þá byggði hann kaupin sín ekki á þeim, heldur hafði hann skömmu fyrir kaupin fengið greiddar slysabætur frá tryggingafélagi. Hann hafi ákveðið að fjárfesta hluta af slysabótunum með kaupum á bréfum í Skeljungu, enda þótti honum eðlilegt að eiga hlut í félaginu þar sem hann starfaði sem stjórnarmaður þar. Hinn hluta slysabótanna setti hann svo í fyrirtæki sonar síns. Þegar halla fór á fyrirtæki sonar hans hafi hann því ákveðið að selja hlutabréfin sín aftur í Skeljungu svo hann gæti útvegað fyrirtæki sonar síns meira fé. Gögn málsins staðfestu þessa frásögn. Var því uppi ágreiningur í málinu um annars vegar hvort upplýsingarnar teldust innherjaupplýsingar og hins vegar hvort hann hafi notað þær þannig að það varði broti gegn banninu við innherjasvikum.

Dómurinn staðfesti að upplýsingarnar teldust innherjaupplýsingarnar. Þegar atvik málsins átti sér stað var ákvæði 1. tölul. 1. mgr. 27. gr. laga nr. 13/1996 fyrir breytingarlög nr. 163/2000 í gildi, en hann var samt sem áður ákærður fyrir brot gegn 1. tl. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996 eftir breytingar laganna. Í 1. tölul. 1. mgr. 27. gr. laganna er gerð krafa um að tvenn skilyrði séu uppfyllt til þess að aðili gerist brotlegur gegn ákvæðinu, þ.e annars vegar að aðilinn hafi búið yfir innherjaupplýsingum og notað þær til að eiga viðskipti og hins vegar að hann eða aðrir hafi hagnast á þeim viðskiptum. Dómurinn þurfti að leita í lögskýringargögn við túlkun 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laganna. Dómurinn taldi að álit efnahags- og viðskiptanefndar Alþingis gæfi ekki nægilega skýra mynd um það hvað vakti yfir meirihlutanum þegar huglæga skilyrðið *til hagsbóta* var fellt úr ákvæðinu. Dómurinn taldi að þrátt fyrir að breyting hafi verið gerð á lögnum væri enn fyrir hendi það refsiskilyrði í ákvæðinu að innherjaupplýsingarnar verði að vera ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum og yrðu því innherjaupplýsingar samkvæmt orðalaginu um að *nýta...til öflunar* að vera ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum. Dómurinn tók fram að þrátt fyrir að refsiskilyrðið hafi verið fellt úr ákvæðinu hljóti það nokkru leyti að felast í eða vera forsenda þess skilyrðis sem eftir stóð. Orðalag ákvæðisins yrði ekki skilið á annan veg en að það gerði áskilnað til beins og eindregins ásetnings innherja. Innherjaupplýsingarnar þurfa því að vera ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum til þess að hægt sé að segja að aðili hafi nýtt þær. G var því sýknaður af ákæru um brot gegn ákvæðinu, þar sem hann gat gefið skýringu á hlutabréfakaupunum og taldist því ekki hafa notað upplýsingarnar til að kaupa hlutabréfin sem hann hagnaðist á.

Dómstólinn í þessu máli ályktar að þrátt fyrir að ekki komi fram með berum orðum í ákvæðinu að krafist sé ásetnings til sakfellis á innherjasvikum sé það ljóst af orðalagi ákvæðisins að það geri óbeint kröfu til ásetnings, þar sem að *nýta...til öflunar* þurfi að vera ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum. Færa má rök fyrir því að dómstólinn fari með þessu gegn túlkun Evrópudómstólsins á 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar frá 1989 um að ákvæðið geri ekki eingöngu áskilnað til ásetnings eða tilgangs heldur nái ákvæðið einnig til brota sem framin eru af gáleysi.¹⁰³ Túlkun dómstólsins á ákvæðinu fer þannig gegn hliðstæðum ákvæðum nágrannaríkja okkar að því leyti að þau gera ekki einungis áskilnað til ásetnings, heldur skiptir samkvæmt þeim huglæg afstaða innherjans ekki máli.¹⁰⁴ Þykir því áhugavert að niðurstöðu dómsins hafi ekki verið áfrýjað til Hæstaréttar.

¹⁰³ Sjá í þessu sambandi túlkun Evrópudómstólsins í Georgakis-málinu.

¹⁰⁴ Sjá í þessu sambandi m.a. 1. mgr. 35. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 168/2001, en þar segir orðrétt: „*Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen*“.

3.3.5 Breytingar á ákvæðinu í kjölfar Skeljungsmálsins

Skeljungs-málið féll í gildistíð laga nr. 13/1996, þar sem orðalag innherjasvikaákvæðisins kvað á um að innherji þurfti að hafa *nýtt upplýsingarnar til öflunar* verðbréfa til þess að gerast sekur um innherjasvik.¹⁰⁵ Eftir uppkvaðningu dómsins hófst talsverð umræða um þýðingu dómsins og þær reglur er gilda um viðskipti innherja. Það þykir áhugavert að í kjölfar umræðunnar hafi dóminum ekki verið áfrýjað til Hæstaréttar heldur hafi verið gerðar lagabreytingar með lögum nr. 39/2002, þar sem skilyrðið um nýtingu innherjaupplýsinga var tekið út úr ákvæðinu. Eftir breytinguna kvað ákvæðið um að innherjum væri óheimilt að afla eða ráðstafa verðbréfum, fyrir eigin reikning eða annarra, búi þeir yfir innherjaupplýsingum.¹⁰⁶ Frumvarpið var lagt fram til þess að taka af öll tvímæli um að ákvæðið gerði einungis kröfu um ásetning, heldur nái það einnig til brota sem framin eru af gáleysi.¹⁰⁷ Í frumvarpinu með lögnum var greint frá því að það hafi ekki verið ætlun löggjafans að mæla fyrir um undantekningu frá meginreglunni um að gáleysi nægi til refsínæmis vegna brota á sérlögum. Þvert á móti hafi það verið ætlun löggjafans að fylgja þeirri þróun sem hefur átt sér stað hjá nágrannaríkjum okkar, þar sem huglæg afstaða innherja skiptir ekki máli, þ.e. að gáleysi sé nægileg forsenda refsínæmis.¹⁰⁸ Þannig er lögð á viðtækari refsíabyrgð sem auðveldar ákærvaldinu að sanna brot innherja.

Ný heildarlög nr. 33/2003 um verðbréfaviðskipti tóku gildi 1. júlí 2003 og leystu þau af hólmi lög nr. 13/1996. Þrátt fyrir þessar breytingar hélst ákvæðið um innherjasvik óbreytt. Með lögum nr. 31/2005 um breytingu á lögum nr. 33/2003 voru hins vegar gerðar ýmsar þýðingarmiklar breytingar á lögnum. Efnisákvæði MAD voru tekin upp í þessi lög, ásamt þremur undirtilskipunum og reglugerðum framkvæmdastjórnar ESB. Ákvæði laganna um innherjasvik færðist úr 44. gr. laganna yfir í 60. gr. laganna. Þrátt fyrir þennan flutning varð engin efnisbreyting á ákvæðinu um innherjasvik að öðru leyti en að orðunum „*með beinum eða óbeinum hætti*“ var bætt inn í ákvæðið til að skýra betur hvað felst í innherjasvikum.¹⁰⁹ Með þessum breytingum átti að færa orðalag ákvæðisins nær 1. mgr. 2. mgr. MAD, en þar er lögð sú skylda á aðildarríkin að lögfesta í landsrétt sinn ákvæði er bannar innherjum að nota

¹⁰⁵ Alþt. 2001-2001, A-deild, þskj. 527 – 363. mál. Sjá einnig í þessu sambandi 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996, með síðari breytingum.

¹⁰⁶ Sjá 1. tölul. 1. mgr. 31. gr. laga nr. 13/1996 eftir breytingarnar er fólust í lögum nr. 39/2002.

¹⁰⁷ Alþt. 2001-2002, A-deild, þskj. 527 – 363. mál, athugasemdir við lagafrumvarpið.

¹⁰⁸ Sama heimild.

¹⁰⁹ Alþt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 – 503. mál, athugasemdir við 14. gr.; Sjá einnig í þessu sambandi samanburð á 44. gr. laga nr. 33/2003 fyrir breytingarlög nr. 31/2005 og 60. gr. laganna eftir að breytingarlögin tóku gildi.

innherjaupplýsingar sem þeir búa yfir.¹¹⁰ Þrátt fyrir þann áskilnað var ekki kveðið á um í orðalagi bannsins að notkun væri skilyrði innherjasvika. Verður því ekki betur séð en að misræmi sé á orðalagi hins íslenska innherjasvikaákvæðis¹¹¹ og þess sem er að finna í 1. mgr. 2. gr. MAD.¹¹²

Árið 2007 tóku í gildi ný heildarlög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 og tóku þau við af lögum nr. 33/2003. Í lögnum voru gerðar nokkrar breytingar, en þó hélst innherjasvikaákvæði laganna óbreytt.¹¹³ Í kjölfar þessarar lagasetningar var í fyrsta sinn sakfelldur fyrir innherjasvik hér á landi og var það gert með *dómi Hæstaréttar frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011* (hér eftir „*Ráðuneytisstjóra-málið*“). Í þeim dómi var B, ráðuneytisstjóri í fjármálaráðuneytinu, ákærður fyrir innherjasvik með því að hafa selt hlutabréf sín í Landsbanka Íslands hf. þrátt fyrir að hafa búið yfir innherjaupplýsingum um bankann, sem hann varð áskynja um í starfi sínu sem ráðuneytisstjóri fjármálaráðuneytisins og einkum vegna setu sinnar í samráðshópi stjórnvalda um fjármálastöðugleika og viðbúnað. B krafðist sýknu á grundvelli þess að upplýsingarnar hefðu ekki verið ástæða sölu hlutanna, heldur hefði hann annars vegar selt hluti sína stöðu sinnar vegna þar sem óheppilegt væri að eiga hluti í bankanum á meðan hann gegndi starfi ráðuneytisstjóra fjármálaráðuneytisins. Hins vegar hefði ákvörðun um sölu byggst á upplýsingum sem væru opinberar, en almenningur var vel var við það ástand sem ríkti í samfélaginu á þessum tíma. Þessum rökum var hafnað og var B í kjölfarið sakfelldur fyrir innherjasvik á grundvelli 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl þar sem ósannað þótti að viðkomandi hefði notað innherjaupplýsingarnar til að hagnast á viðskiptunum.¹¹⁴

Við fyrstu sýn virðist sem brottfall orðalagsins „*að nýta...til öflunar*“ hafi skilað árangri, þar sem huglæg afstaða innherjans skipti ekki lengur máli. Hins vegar má sjá af þessum dómi að ekki hafi í raun og veru verið tekið tillit til þess hvort viðkomandi hafi notað upplýsingarnar þannig að það fari gegn tilgangi bannsins. Í þessu máli hafi ekki verið gætt að löglíkindareglunni, en Hæstiréttur taldi sönnunarbyrðina um notkun vera í höndum ákærvaldsins en ekki í höndum ákærða eins og löglíkindareglan kveður á um. Túlkun Hæstaréttar í *Ráðuneytisstjóra-málinu* var þannig ekki í samræmi við túlkun Hæstiréttur á ákvæðinu í *dómi sínum þann 12. desember 2013 í máli nr. 193/2013* (hér eftir „*mál forstöðumanns millibankaborðs*“), en þar taldi Hæstiréttur ákærða hafa notað

¹¹⁰ Sjá 1. mgr. 2. gr. MAD.

¹¹¹ 1. tölul. 1. mgr. 60. gr. laga nr. 33/2003 með síðari breytingum

¹¹² Aðalsteinn E. Jónasson, „Nýta...til öflunar...“: misnotkun sem skilyrði innherjasvika“ (2007) 57 Tímarit lögfræðinga 267, 267–274.

¹¹³ Sjá 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

¹¹⁴ Hrd. frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011 (hér eftir „*Ráðuneytisstjóra-málið*“)

innherjaupplýsingar um slæma lausafjárstöðu bankans til að eiga viðskipti, þrátt fyrir að ákærvaldið hafi ekki lagt fram sönnun um að aðilinn hafi notað upplýsingarnar. Það væri hlutverk ákærða að sýna fram á að viðkomandi hafi ekki notað upplýsingarnar.¹¹⁵

3.3.6 Núgildandi ákvæði um innherjasvik

Innherjasvikaákvæðið hélst óbreytt þar til 1. september 2021, þegar lög nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum tóku gildi.¹¹⁶ Með lögunum var MAR veitt lagagildi hér á landi og gilda því sömu reglur um aðgerðir gegn markaðssvikum innan alls EES.¹¹⁷ Lögin felldu úr gildi ýmis ákvæði þágildandi laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti, þar á meðal ákvæði 1. mgr. 123. gr. laganna um innherjasvik.¹¹⁸ Þrátt fyrir að það ákvæði var byggt á 1. mgr. 2. gr. MAD rataði áskilnaður MAD um notkun innherjaupplýsinga sem skilyrði innherjasvika ekki inn í verknaðarlýsingu ákvæðisins.¹¹⁹ Með lögfestingu MAR hér á landi varð „*nota*“ aftur hluti af verknaðarlýsingu bannsins við innherjasvikum.¹²⁰ Nánar er í 4. kafla farið ofan í núgildandi innherjasvikaákvæði MAR.

4. Hvaða háttsemi fellur undir bannið við innherjasvikum við gildistöku MAR?

4.1 Almenn

Í 1. mgr. 8. gr. MAR er að finna skilgreiningu á því hvaða háttsemi telst til innherjasvika. Af verknaðarlýsingu ákvæðisins má sjá að skilgreiningin feli í sér tvö hlutlæg skilyrði, sem uppfylla þarf til þess að gerast brotlegur gegn banninu. Annars vegar að þarf aðili að hafa búið yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti þegar viðkomandi átti viðskipti með fjármálagerning er upplýsingarnar varða.¹²¹ Hins vegar þarf viðkomandi aðili að hafa notað þær upplýsingar til að eiga viðskipti, fyrir eigin reikning eða reikning þriðja aðila, beint eða óbeint, fjármálagerning sem þær upplýsingar varða. Í ensku útgáfunni á MAR er talað um aðili hafi notað slíkar upplýsingar með því að „*acquiring, disposing, cancelling or amending*“ og

¹¹⁵ Hrd. frá 12. desember 2013 í máli nr. 193/2013 (hér eftir „*Mál forstöðumanns millibankaborðs*“)

¹¹⁶ Sjá 20. gr. laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum.

¹¹⁷ Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál.

¹¹⁸ Sjá 21. gr. laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum.

¹¹⁹ Sjá 2. gr. MAD

¹²⁰ Sjá 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR.

¹²¹ Sjá 7. gr. MAR, en þar er skilgreint hvaða upplýsingar eru innherjaupplýsingar; Sjá einnig eftirfarandi rit þar sem skilgreining á innherjaupplýsingum er gerð góð skil Marco Ventoruzzo og Chiara Picciau, „Article 7: Inside information“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017); og Andri Fannar Bergþórsson, „Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?: hugtakið innherjaupplýsingar í tengslum við upplýsingaskyldu útgefanda.“ (2019) 69 (1. tbl.) Tímarit lögfræðinga 3.

hefur það verið þýtt í íslensku útgáfunni af MAR sem aðili noti slíkar upplýsingar til að „kaupa, selja, breyta eða afturkalla fjármálagerningum“.¹²² Ætla má að slíkt orðalag um kaup og sölu gefi ekki rétta mynd á vilja löggjafa ESB með þessu orðalagi. Fær má rök fyrir því að íslenska þýðingin „afla og ráðstafa“ eins og 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. mælti fyrir um, eigi betur við þar sem það nær utan um alla öflun og ráðstöfun fjármálagerninga en ekki einungis kaup og sölu.¹²³

Þau rök sem liggja á bak við skilyrði innherjaákvæðisins um notkun innherjaupplýsinga, eru þau að innherjaupplýsingar eru upplýsingar sem ekki eru aðgengilegar öllum og getur þannig notkun þeirra veitt aðilanum forskot á kostnað annarra fjárfesta. Þannig getur aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum og notað þær til að eiga viðskipti, átt viðskipti með litla sem enga áhættu. Slíkt getur valdið öðrum aðilum tjóni sem og grafið undan heillindum markaðarins. Því hafa verið settar reglur um takmörkun á viðskipti aðila á meðan þeir búa yfir innherjaupplýsingum.¹²⁴ Nánar er vikið að skilyrðum innherjasvika í 4.2 og 4.3 kafla. Farið er ofan í hvaða upplýsingar eru innherjaupplýsingar og hvenær aðili telst hafa notað slíkar upplýsingar þannig að það valdi broti á banninu við innherjasvikum.

4.2 Skilyrði um að búa yfir innherjaupplýsingum

Til þess að gerast brotlegur gegn banninu við innherjasvikum þarf aðili í fyrsta lagi að hafa búið yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti þegar hann átti viðskipti með fjármálagerning er upplýsingarnar varða.¹²⁵ Mikilvægt er fyrir bannið við innherjasvikum að skilgreina hvaða upplýsingar teljast vera innherjaupplýsingar, þar sem skilgreining þeirra sker úr um hvort aðili megi nota tiltekna upplýsingar til grundvallar ákvörðun sinni um viðskipti í tilteknum fjármálagerningum, eða ekki.¹²⁶ Ef upplýsingar teljast ekki vera innherjaupplýsingar er aðilum frjálst að byggja fjárfestingarákvörðun sína á þeim. Hins vegar ef upplýsingar teljast innherjaupplýsingar er aðilanum óheimilt að nota slíkar upplýsingar. Er því mikilvægt að skilgreina hvaða upplýsingar eru innherjaupplýsingar og hverjar eru það ekki. Svo að upplýsingar teljist innherjaupplýsingar þurfa þær að uppfylla skilyrði a-liðar 1. mgr. 7. gr. MAR um að vera (a) nægjanlega tilgreindar, (b) óopinberar upplýsingar sem (c) varða beint

¹²² Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR.

¹²³ Sjá í þessu sambandi samanburð á ensku og íslensku útgáfu 1. mgr. 8. gr. MAR. Sjá einnig 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

¹²⁴ Jesper Lau Hansen, „The Danish Green Paper on Insider Dealing“ (2011) 12 European Business Organization Law Review 251, 256.

¹²⁵ Sjá 1. mgr. 8. gr. og 24. tölul. formála MAR.

¹²⁶ Hansen, „Article 8: Insider Dealing“ (n. 38) 226; Sjá einnig 50. mgr. dómsins í Spector-málinu.

eða óbeint, útgefendur eða fjármálagerninga og (d) hafa marktæk áhrif á verð fjármálagerningana eða verð tengdra afleiddra fjármálagerninga, ef opinberar verða gerðar.¹²⁷

4.2.1 Nægjanlega tilgreindar upplýsingar

Í fyrsta lagi gerir a-liður 1. mgr. 7. gr. MAR kröfu um að upplýsingarnar séu nægjanlega tilgreindar¹²⁸ svo til greina komi að flokka upplýsingarnar sem innherjaupplýsingar. Upplýsingarnar þurfa að uppfylla tvenn skilyrði til þess að teljast vera nægjanlega tilgreindar upplýsingar.¹²⁹ Fyrri skilyrðið gerir kröfu um að upplýsingarnar verða að gefa til kynna aðstæður sem eru fyrir hendi eða sem ætla má að verði fyrir hendi eða atburður sem hefur átt sér stað eða sem ætla má að muni eiga sér stað.¹³⁰ Er hér annars vegar átt við upplýsingar um liðinn atburð eða aðstæður og hins vegar upplýsingar um komandi atburð eða aðstæður sem raunhæfar líkur eru á að eigi sér stað eða gangi eftir.¹³¹ Sú síðarnefnda er algengari, þ.e. upplýsingar um komandi atburð eða aðstæður. Er þetta skilyrði frekar vítt þar sem það nær utan um gríðarlegt magn af upplýsingum.

Hérna undir falla ekki einungis einstaka atburðir eða aðstæður þar sem einungis einn möguleiki er til staðar, þ.e. hækkun eða lækkun, heldur má sjá af *dómi Héraðsdóms Reykjavíkur frá 10. júní 2015 í máli nr. E-2470/2014* (hér eftir „*Icelandair-málið*“) að upplýsingar geta talist nægjanlega tilgreindar þótt aðstæður eða atburður bendi til fleiri en eins möguleika. Í málinu voru upplýsingar um ákvörðun stjórnar félagsins um að ganga til samninga við annaðhvort Airbus eða Boeing um kaup á nýjum vélum taldar vera nægjanlega tilgreindar, þar sem að meira en helmingslíkur voru á því að gengið yrði til samninga við annað hvort félagið. Skiptir í því sambandi ekki máli hvaða félag yrði gengið til samninga við, þar sem að við báðar aðstæður yrðu upplýsingarnar taldar vera innherjaupplýsingar.¹³²

Hérna undir hafa einnig einstaka atburðir eða aðstæður í þrepaskiptu ferli sem og ferlið sjálf verið talið falla undir sem nægjanlega tilgreindar upplýsingar, ef ferlinu er ætlað að koma

¹²⁷ a-liður 1. mgr. 7. gr. MAR.

¹²⁸ Á ensku: „*information of a precise nature*“.

¹²⁹ Sjá 2. mgr. 7. gr. MAR

¹³⁰ Sjá 1. másl. 2. mgr. 7. gr. MAR.

¹³¹ Sjá 56. mgr. dómsins í Máli C-19/11 *Markus Geltl gegn Daimler AG* ECLI:EU:C:2012:397 (hér eftir „*Daimler-málið*“), en þar útskýrir dómstólinn að engin sérstök viðmið séu til staðar þegar meta á raunhæfar líkur, heldur þarf að meta það í hverju máli fyrir sig.; Sjá einnig umfjöllun hjá Lars Klöhn, „*Inside Information without an Incentive to Trade? What’s at Stake in „Lafonta v AMF“*“ (2015) 10 *Capital Markets Law Journal* 162, 165.

¹³² Dómur Héraðsdóms Reykjavíkur frá 10. júní 2015 í máli nr. E-2470/2014 (hér eftir „*Icelandair-málið*“)

á eða leiða til ákveðins atburðar eða aðstæðna.¹³³ Er það í samræmi við niðurstöðu *Hæstaréttar frá 16. desember 2019 í máli nr. 50/2019* (hér eftir „*Eimskips-málið*“) þar sem dómurinn taldi að uppgjörsvinna félags, þar með talin drög að uppgjörsvinnu félagsins teljist innherjaupplýsingar. Dómurinn taldi í þessu máli að drög Eimskips hf. að ársfjórðungsuppgjöri sem lágu fyrir 6 dögum fyrir birtingu þess, vera innherjaupplýsingar þrátt fyrir að þær hafi ekki innihaldið endanlegar upplýsingar. Þeim hafi því ekki verið heimilt að bíða í 6 daga með birtingu þess til að vera í samræmi við dagatal fyrirtækisins, heldur bar þeim að birta drögin eins fljótt og auðið var, þegar fyrstu drög að ársfjórðungsuppgjörinu lágu fyrir.¹³⁴

Seinna skilyrðið gerir kröfu um að upplýsingarnar verði að vera nægilega nákvæmar til að unnt sé að draga ályktun um möguleg áhrif þeirra aðstæðna eða atburða á verð fjármálagerninga eða afleiddra gerninga sem þeim tengjast.¹³⁵ Með mögulegum áhrifum er aðallega átt við hækkun eða lækkun verðs fjármálagernings. Orðin „*möguleg áhrif*“ gera þó ekki einungis kröfu um sérstaka verðhreyfingu í aðra hvora áttina, heldur geta upplýsingarnar verið þess efnis að þær staðfesta væntingar markaðarins og hafi þannig annaðhvort engin marktæk áhrif á verðið eða að breytingin fylgir þeirri verðþróun sem þegar hefur átt sér stað.¹³⁶ Samkvæmt *dómi Evrópu dómstólsins frá 11. mars 2015 í máli nr. C-628/13* (hér eftir „*Lafonta-málið*“) er ekki gerð krafa um að aðilar þurfi að sýna fram á að upplýsingarnar myndu leiða til hækkunar eða lækkunar á verði fjármálagerningsins, heldur er nóg að þær séu þannig gerðar að hægt sé að hagnast á þeim, þrátt fyrir að ekki sé vitað í hvor áttina verðið myndi fara, t.d. með kaup- eða söluréttarsamningum.¹³⁷

4.2.2 Óopinberar upplýsingar

Í öðru lagi gerir a-liður 1. mgr. 7. gr. MAR kröfu um að upplýsingarnar megi ekki hafa verið gerðar opinberar. Hafi þær verið gerðar opinberar í skilningi ákvæðisins þá geta þær eðli máls samkvæmt ekki talist vera innherjaupplýsingar.¹³⁸ Sem gott dæmi um slíkt má nefna það ef farþegi um borð í lest sér út um glugga á lestinni að kviknað hefur í verksmiðju. Í kjölfarið

¹³³ Sjá 2. og 3. mgr. 7. gr. MAR. Sjá einnig umfjöllun hjá Ventrizzo og Picciau (n. 121) 190; og Peer Schauburg-Müller, „Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect do „Intermediate Steps“ Have on the Statutory Disclosure Date?“ (2013) 10 European Company Law 7, 7–10.

¹³⁴ Hrd. frá 16. desember 2019 í máli nr. 40/2019 (hér eftir „*Eimskips-málið*“)

¹³⁵ Sjá 2. málsl. 2. mgr. 7. gr. MAR.

¹³⁶ Sjá Ventrizzo og Picciau (n. 121) 192–193; og Jesper Lau Hansen, „Issuers’ Duty to Disclose inside Information“ (2017) 18 ERA Forum 21, 16–17.

¹³⁷ Sjá 34. mgr. dómsins í Máli C-628/13 Jean-Bernard Lafonta gegn Autorité des marchés financiers ECLI:EU:C:2015:162 (hér eftir „*Lafonta-málið*“); Sjá einnig Hansen, „Issuers’ Duty to Disclose inside Information“ (n. 136) 30.

¹³⁸ Sjá a-lið 1. mgr. 7. gr. MAR.

hringir hann í verðbréfamiðlara og gefur honum fyrirmæli um að selja hluti sína hjá útgefanda verksmiðjunnar. Við slíkar aðstæður telst aðilinn ekki vera nota upplýsingarnar í skilningi bannsins þrátt fyrir að hann byggi fjárfestingarákvörðun sína á þessum upplýsingum. Það er vegna þess að upplýsingarnar eru opinberar og aðgengilegar hverjum sem er og því teljast þær hafa þær misst stöðu sína sem innherjaupplýsingar.¹³⁹ Hins vegar ef farþeginn hefði vitað að kveikja ætti í verksmiðjunni og hafi notað upplýsingar um slíkt til þess að eiga viðskipti áður en kveikt væri í verksmiðjunni, þá hefði farþeginn notað óopinberar upplýsingar til að eiga viðskiptin og þar með gerst sekur um brot gegn banninu.

Reglan um bann við innherjasvikum var sett á til að takmarka að aðilar noti innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti. Með reglunni er ætlað að tryggja að allir fjárfestar standi jafnir á markaðnum. Eðli máls samkvæmt þurfa upplýsingarnar að vera óopinberar svo að ákvæðið eigi við. Rökin á bak við þessa reglu er þau að þegar innherjaupplýsingarnar hafa verið gerðar opinberar þá standa fjárfestar jafnir á markaðnum og enginn nær þannig að nota upplýsingarnar á kostnað annarra. Því sé óþarfi að takmarka heimildir aðila til að eiga viðskipti, þar sem viðskipti með opinberar upplýsingar fara ekki gegn tilgangi bannsins.¹⁴⁰ En hvenær teljast upplýsingar birtar opinberlega, þannig að þær hætti að teljast vera innherjaupplýsingar?

Í MAR er ekki að finna neina reglur er kveða með skýrum hætti á um hvernig innherjaupplýsingar skulu gerðar opinberar til að þær missi stöðu sína sem innherjaupplýsingar.¹⁴¹ Þó er ýmsar reglur að finna í III. kafla MAR sem kveða á um hvar og hvenær skuli birta innherjaupplýsingar.

Annars vegar teljast upplýsingar vera opinberar þegar útgefandi fjármálagerninga hefur birt almenningi þær innherjaupplýsingar sem varða beint þann útgefanda.¹⁴² Samkvæmt 1. mgr. 17. gr. MAR skal útgefandi sjá til þess að innherjaupplýsingar er varða hann beint séu gerðar opinberar á þann hátt sem gerir almenningi kleift að fá skjótan aðgang að upplýsingunum. Útgefandi skal leggja fullt, rétt og tímanlegt mat á þær og eftir atvikum birta þær í samræmi við 35. gr. laga nr. 20/2021 um upplýsingarskyldu útgefanda verðbréfa og flöggunarskyldu.¹⁴³

¹³⁹ Sjá United Kingdom's Financial Conduct Authority (FCA), „Handbook on Market Conduct“ (nóvember 2021) k 1.2 <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/2.pdf>>.

¹⁴⁰ Ventrizzo og Picciau (n. 121) 197.

¹⁴¹ Sjá a-lið 1. mgr. 7. gr. MAR, sjá einnig forvera ákvæðisins í 1. mgr. 2. gr. MAD, þar sem ekki heldur er að finna slíkt ákvæði.

¹⁴² Í 1. málsli. 1. mgr. 17. gr. MAR kemur skýrt fram að upplýsingaskyldan taki aðeins til innherjaupplýsinga „which directly concerns that issuer“. Á ekki við um upplýsingar er varða útgefandann óbeint. Sjá einnig; Hansen, „Issuers' Duty to Disclose inside Information“ (n. 136) 25.

¹⁴³ Sjá í þessu sambandi 9. gr. reglugerðar nr. 1267/2021 um upplýsingagjöf og tilkynningarskyldu samkvæmt lögum nr. 20/2021 um upplýsingarskyldu útgefanda og verðbréfa og flöggunarskyldu. Sjá einnig 35. gr. laga nr. 20/2021 um upplýsingarskyldu útgefanda verðbréfa og flöggunarskyldu. Ákvæði þetta innleiðir hér á landi 1.

Samkvæmt því ber útgefanda að birta almenningi á EES allar innherjaupplýsingar er varða hann beint¹⁴⁴ eins fljótt og auðið er og á jafnræðisgrundvelli, ásamt því að senda á Fjármálaeftirlitið sömu upplýsingar.¹⁴⁵ Útgefandinn þarf að sjá til þess að upplýsingunum sé dreift með þeim hætti að þær nái til eins margra og kostur er í öllum ríkjum á EES samtímis.¹⁴⁶ Einnig þarf útgefandinn að birta upplýsingarnar á heimasíðu sinni á íslensku og eftir tilvikum á ensku eða á öðru öðru tungumáli, og hafa þær aðgengilegar þar í a.m.k. 5 ár.¹⁴⁷ En til þess að verndarhagsmunum sem 8. gr. MAR kveður á um séu tryggð, þá dugar ekki einungis að birta upplýsingarnar samkvæmt því sem að framan hefur verið greint, heldur þarf útgefandinn einnig að birta upplýsingarnar í fjölmiðlum og ber hann ábyrgð á því að upplýsingarnar komi þar fram með réttum hætti.¹⁴⁸ Þessi krafa um dreifingu upplýsinga í fjölmiðla, er sett fram svo að allir aðilar innan ESB hafi jafnan möguleika á því að nálgast upplýsingarnar. Ef þessu er fylgt eftir þá teljast upplýsingarnar ekki lengur innherjaupplýsingar, þar sem þær hafa verið birtar almenningi.

Hins vegar geta innherjaupplýsingar talist opinberar ef að þær hafa verið birtar með öðrum hætti en því sem greint hefur verið frá hér að framan. Birting af hálfu útgefanda er ekki eini birtingarmáti innherjaupplýsinga, heldur getur annars konar birting einnig talist fullnægjandi. Þannig geta innherjaupplýsingar sem birtar eru hjá öðrum en útgefanda talist fullnægjandi birtar, þannig að þær missi stöðu sína sem innherjaupplýsingar.¹⁴⁹ Upplýsingar geta þannig talist opinberar í skilningi ákvæðisins ef fjölmiðlar hafa fjallað um efni upplýsinganna og skiptir ekki máli hvort slík umfjöllun hafi verið af frumkvæði útgefandans eða annars aðila. Á þetta reyndi meðal annars í *Ráðuneyttisstjóra-málinu* en í því máli hafði ráðuneyttisstjórinn verið ákærður fyrir innherjasvik með því að hafa notað innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti. Var hann sakfelldur í nokkrum liðum ákærunnar fyrir innherjasvik. Hann var hins vegar sýknaður af þriðja ákærulið, um að hafa notað innherjaupplýsingar um slæma stöðu tryggingasjóðs

mgr. 21. gr. Tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2004/109/EB frá 15. desember 2004 um samhæfingu krafna um gagnsæi í tengslum við upplýsingar um útgefendur verðbréfa sem eru skráð á skipulegan markað og um breytingu á tilskipun nr. 2001/34/EB [2004] OJ L390/38 (hér eftir „*Gagnsæistilskipun*“).

¹⁴⁴ Upplýsingar er varða útgefanda beint, eru upplýsingar á borði við óvæntan hagnað félagsins, fjárhagslega erfiðleika, stórar skipulagsbreytingar, fjöldauppsagnir eða aðrar upplýsingar sem ætla má að hafi marktæk áhrif á markaðsverð verðbréfanna.

¹⁴⁵ Sjá 35. gr. laga nr. 20/2021 um upplýsingaskyldu útgefanda verðbréfa og flöggunarskyldu. Sambærilegt ákvæði var áður í 120. gr. og 122. gr. þágildandi vvl., sbr. 11. gr. reglugerðar nr. 707/2008 um upplýsingagjöf og tilkynningarskyldu samkvæmt lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti.

¹⁴⁶ Sjá 1. mgr. 9. gr. reglugerðar nr. 1267/2021.

¹⁴⁷ Sjá 1. mgr. 17. gr. MAR.

¹⁴⁸ Sjá 2-4. mgr. 9. gr. reglugerðar nr. 1267/2021.

¹⁴⁹ Sjá umfjöllun hjá Ventoruzzo og Picciau (n. 121) 196–197; og Hansen, „Issuers’ Duty to Disclose inside Information“ (n. 136) 26.

innistæðueigenda. Upplýsingar þessar voru opinberar og aðgengilegar öllum á netinu, en sjóðnum bar samkvæmt lögum að sýna hvernig sjóðurinn fjármagnaði sig og bar sjóðnum að hafa slíkar upplýsingar aðgengilegar á netinu.¹⁵⁰ Var ráðuneytisstjórinn því sýknaður af þriðja ákærulið því upplýsingarnar töldust ekki innherjaupplýsingar og honum því heimilt að byggja fjárfestingarákvörðun sína á slíkum upplýsingum.¹⁵¹

4.2.3 *Upplýsingar er varða, beint eða óbeint, útgefendur eða fjármálagerninga*

Í þriðja lagi gerir a-liður 1. mgr. 7. gr. MAR kröfu um að upplýsingarnar varði, beint eða óbeint, einn eða fleiri útgefendur eða einn eða fleiri fjármálagerninga. Upplýsingar er varða beint einn eða fleiri útgefendur eða einn eða fleiri fjármálagerninga, eru upplýsingar á borð við rekstur félagsins, breytingar á stjórn eða öðrum mikilvægum innviðum, ákvörðun um hækkun eða lækkun hlutafjár, stórar skipulagsbreytingar, beiðni um gjaldprotaskipti, samruna, fyrirhuguð kaup eða sala á eignarhlutum í tilteknum útgefendum fjármálagerninga svo eitthvað sé nefnt.¹⁵² Þetta ákvæði á einnig við upplýsingar er varða óbeint einn eða fleiri útgefanda eða einn eða fleiri fjármálagerninga.¹⁵³ Ákvörðun stjórnvalda sem kemur í veg fyrir, takmarkar eða hefur verulega neikvæð áhrif á starfsemi útgefanda, án þess að slík ákvörðun stjórnvalda beinist að útgefandanum sjálfum, er dæmi um slíkar óbeinar upplýsingar er varða útgefendur eða fjármálagerninga sem telja má til innherjaupplýsinga.¹⁵⁴ Þetta getur verið ákvörðun Seðlabanka Íslands um hækkun eða lækkun vaxta, skýrslur og gögn stjórnvalda, ákvörðun samkeppniseftirlitsins, skattyfirvalda og annarra yfirvalda í ýmsum málum svo eitthvað sé nefnt.¹⁵⁵ Í *Ráðuneytisstjóra-málinu* taldi dómurinn að viðbrögð stjórnvalda við fjármálahruninu vera innherjaupplýsingar sem varða útgefandann óbeint.¹⁵⁶

¹⁵⁰ Skylda samkvæmt lögum nr. 98/1999 um innistæðutryggingar og tryggingarkerfi fyrir fjárfesta.

¹⁵¹ Hrd. frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011

¹⁵² Sjá leiðbeiningar CESR um það hvenær telja skuli upplýsingar sem snerta útgefanda vera innherjaupplýsingar hjá Committee of European Securities Regulators, „Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market CESR/06-562b“ (nóvember 2006) 7; Sjá einnig Jesper Lau Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (4. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2008) 269; og Erik Werlauff og David Moalem, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (1. udgave, Gjellerup 2006) 362.

¹⁵³ Sjá a-lið 1. mgr. 7. gr. MAR

¹⁵⁴ Ventrizzo og Picciau (n. 121) 199.

¹⁵⁵ Sjá Committee of European Securities Regulators (n. 152) 9; og Hansen, „Issuers’ Duty to Disclose inside Information“ (n. 136) 25; Sjá einnig Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 77–78.

¹⁵⁶ Hrd. frá 17. febrúar 2012 í máli nr. 279/2011

4.2.4 Marktæk áhrif

Í fjórða og síðasta lagi gerir a-liður 1. mgr. 7. gr. MAR kröfu um að upplýsingarnar hefðu marktæk áhrif¹⁵⁷ á verð fjármálagerninga eða verð tengdra afleiddra fjármálagerninga, ef opinberar yrðu gerðar. Við mat á því hvort upplýsingar hafi marktæk áhrif á verð fjármálagerninga er ekki litið til þess hvort að upplýsingarnar hafi haft í raun áhrif á markaðsverðið. Heldur er litið til þess hvort líkur séu á að upplýstur fjárfestir myndi nota þær sem hluta af þeim grunni sem hann byggir fjárfestingarákvarðanir sínar á.¹⁵⁸ Hvergi er skilgreint í MAR hvað sé átt við með upplýstum fjárfesti, en gera má ráð fyrir að ákvæðið vísi til hugtaksins skynsamur fjárfestir, þ.e. fjárfestir sem hugsar og hegðar sér á skynsaman og rökréttan hátt. Skynsamur fjárfestir er upplýstur um markaðinn og getur þannig greint frá því hvaða upplýsingar geti haft áhrif á markaðinn og hvaða upplýsingar hafi ekki áhrif á hann.¹⁵⁹ Ef miklar líkur eru á að skynsamur fjárfestir taki tillit til upplýsinganna má ætla að upplýsingarnar hafi marktæk áhrif á verð fjármálagerningana.¹⁶⁰ Við matið á því hvort líkur séu á að skynsamur fjárfestir taki tillit til upplýsinganna, er byggt á aðstæðum á markaðnum þegar brotið átti sér stað en ekki raunverulegum afleiðingum þess þegar upplýsingarnar voru birtar opinberlega.¹⁶¹

4.3 Skilyrði um notkun innherjaupplýsinga

Til þess að gerast brotlegur gegn banninu við innherjasvikum þarf aðili m.a. að uppfylla skilyrðið sem greint hefur verið frá hér að framan, þ.e. að hafa búið yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti þegar viðkomandi átti viðskipti með fjármálagerning er upplýsingarnar varða.¹⁶² Samkvæmt þeirri dómaframkvæmd sem rakin er í 4.3.1 - 4.3.2 kafla telst það eitt að aðili búi yfir innherjaupplýsingum þegar hann á viðskipti ekki samsvara notkun sem ákvæðið um bann við innherjasvikum gerir ráð fyrir.¹⁶³ Aðilinn þarf einnig að hafa notað innherjaupplýsingarnar sem hann bjó yfir til þess að eiga viðskipti með fjármálagerning.¹⁶⁴ Þannig falla hérna ekki undir önnur hegðun aðila en sú þegar aðili notar

¹⁵⁷ Á ensku: „*significant effect*“.

¹⁵⁸ Sjá 4. mgr. 7. gr. MAR.

¹⁵⁹ Sjá Committee of European Securities Regulators, „Level 2 - Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-0989d“ (2002) 10; Sjá einnig Ventoruzzo og Picciau (n. 121) 202.

¹⁶⁰ Sjá umfjöllun hjá Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (n. 152) 206; og Jesper Lau Hansen, „Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?“ [2016] Nordic & European Company Law Working Paper 1, 17.

¹⁶¹ Sjá 14. mgr. formála MAR

¹⁶² Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR, sbr. a-lið 14. gr. MAR.

¹⁶³ Sjá 45. mgr. dómsins í Spector-málinu.

¹⁶⁴ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR.

innherjaupplýsingarnar. En hvað er átt með hugtakinu notkun? Hvenær telst aðili hafa notað innherjaupplýsingar þannig að það valdi broti gegn banninu við innherjasvikum? Skýrt er nánar hvað felst í skilyrðinu um notkun innherjaupplýsinga í köflunum hér beint að aftan.

4.3.1 Skilyrði um notkun túlkað í samræmi við tilgang bannsins

Með Innherjatilskipuninni frá 1989 var fyrst lagt bann við innherjasvikum og var slíkt ákvæði að finna í 1. mgr. 2. gr. tilskipunarinnar. Í því ákvæði var kveðið á um að banna skyldi aðilum sem búa yfir innherjaupplýsingum að nýta sér þær til að eiga viðskipti.¹⁶⁵ Í kjölfar lögfestingar bannsins vöknudu upp álitamál innan aðildarríkja ESB hvernig túlka ætti ákvæðið, hvenær telst aðili hafa nýtt innherjaupplýsingarnar og hvort ákvæðið geri áskilnað til ásetnings eða gáleysis. Á þetta reyndi meðal annars í *Georgakis-málinu*, en þar var einmitt leitað til Evrópudómstólsins um hvernig túlka ætti 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar.¹⁶⁶

Evrópudómstólinn taldi í því máli að bannið við innherjasvikum byggi á tvennum skilyrðum, það er annars vegar að aðili búi yfir innherjaupplýsingum þegar hann á viðskipti og hins vegar að aðilinn hafi notað þær til að eiga viðskiptin.¹⁶⁷ Við mat á því hvenær aðili telst hafa notað upplýsingarnar er háttsemin skoðuð með hliðsjón af tilgangi bannsins. Kjarni innherjasvika, eins og þau voru skilgreind í þágildandi 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar, er yfirburðarstaða aðila sem býr yfir innherjaupplýsingum. Þannig var tilgangur bannsins að tryggja að allir aðilar sem eiga viðskipti með fjármálagerninga standi jafnir í viðskiptum sínum á markaðnum. Markmið bannsins er þannig að koma í veg fyrir að aðilar nýti sér þá yfirburðarstöðu, sem þeir búa yfir vegna aðgangs að innherjaupplýsingum, til að eiga viðskipti öðrum óupplýstum aðilum í óhag.¹⁶⁸ Þar sem aðilar *Georgakis-málsins* bjuggu yfir sömu innherjaupplýsingunum þá taldi dómstólinn viðskiptin ekki fela í sér nýtingu upplýsinganna, þar sem ákvörðun aðilans um að eiga viðskipti fór ekki gegn markmiði bannsins um að vera á kostnað annarra.¹⁶⁹ Af þessu máli er ljóst að skilyrðið um notkun skuli skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins og telst það uppfyllt ef aðili á viðskipti á kostnað annarra óupplýstra aðila. Endurspeglar þetta einnig þá afstöðu sem framkvæmdastjórn ESB lagði upphaflega fram í tillögu sinni að Innherjatilskipuninni frá 1989.¹⁷⁰

¹⁶⁵ Sjá 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar.

¹⁶⁶ Sjá 22 og 23. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

¹⁶⁷ Sjá 36. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

¹⁶⁸ Sjá 36.-38. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

¹⁶⁹ Sjá 37.-39. mgr. og 45. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

¹⁷⁰ Commission, „Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading“ (Communication) COM(87) 111 final, 2.

Þegar MAD tók svo við af Innherjatilskipuninni var gerð breyting á orðalagi bannsins. Í MAD var kveðið á um notkun innherjaupplýsinga í stað nýtingu.¹⁷¹ Við þessa breytingu á orðalagi fóru aðilar að velta fyrir sér hvernig túlka bæri ákvæðið og hvort breytingin hafi í för með sér að ekki væri lengur gerð krafa um vörslu og notkun innherjaupplýsinga. Framkvæmdastjórn ESB taldi svo ekki vera þar sem að í upphaflegri tillögu sinni að MAD lagði framkvæmdastjórnin til að ákvæðið myndi áfram innihalda allt það sem það hafði áður kveðið á um, að undanskildri breytingu ákvæðisins er varðar tilvísun til ásetnings. En sum aðildarríki ESB höfðu mistúlkað ákvæði 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar sem svo að áskilinn væri tilgangur eða ásetningur og var þannig með orðalagsbreytingu reynt að taka af öll tvímæli um slíkt.¹⁷² Af þessari tillögu framkvæmdarstjórnarinnar má ætla að engin efnisleg breyting hafi í raun og veru átt sér stað á skilgreiningu innherjasvika með tilkomu MAD, þar sem að skilyrði um að viðskiptin séu öðrum óupplýstum aðilum til óhagræðis er enn til staðar.¹⁷³ Er þannig bæði í Innherjatilskipuninni og MAD gerð krafa um að uppfyllt séu þessi tvö skilyrði ákvæðisins og skuli þau skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins.

Þetta var staðfest í *Spector-málinu*, en í því máli voru aðilar sektaðir fyrir innherjasvik fyrir að hafa átt viðskipti á meðan þeir bjuggu yfir innherjaupplýsingum.¹⁷⁴ Í málinu leitaði belgískur dómstóll eftir forúrskurði hjá Evrópu dómstólnum um hvernig túlka bæri ákvæði 1. mgr. 2. gr. MAD. Meðal annars var leitað álits á hvort túlka ætti ákvæðið sem svo að sú staðreynd að aðili hafi búið yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti sem hann átti viðskipti með fjármálagerning, feli sjálfkrafa í sér notkun innherjaupplýsinga eins og ákvæðið gerir kröfu um.¹⁷⁵ Dómstóllinn svaraði spurningunni neitandi og sagði ástæðu breytinganna á orðalaginu ekki vera til þess að fjarlægja notkunarskilyrðið, heldur til þess að fjarlægja allan áskilnað ákvæðisins til einungis tilgangs eða ásetnings, en mörg aðildarríkin höfðu mistúlkað ákvæðið sem svo. Það hafi ekki verið upphafleg ætlun löggjafans að láta slíkt gilda og því væri nauðsynlegt að taka af ákvæðinu öll tvímæli um slíkt, þar sem ákvæðið átti einnig að ná til brota sem framin voru af gáleysi.¹⁷⁶ Til þess að markmið bannsins yrði áfram tryggt var orðalag

¹⁷¹ Sjá samanburð á 1. mgr. 2. gr. MAD þar sem segir orðrétt á ensku: „*prohibit...from using that information*“ og 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar sem segir orðrétt á ensku: „*taking advantage of that information with full knowledge of the facts*“.

¹⁷² Sjá 18. og 20. tölul. formála MAD.; Sjá einnig 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, 7.

¹⁷³ sama heimild, 2.

¹⁷⁴ Þeir voru sektaðir fyrir brot gegn 1. mgr. 25. gr. belgísku verðbréfavíðskiptalaganna frá 2. ágúst 2002.

¹⁷⁵ Sjá 2. tölul. 23. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁷⁶ Sjá 33. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

ákvæðisins er vísaði til huglægs ástands tekið út. Þannig var tryggt að allir þeir sem nota innherjaupplýsingar falli undir bannið, hvort sem brotið er framið af gáleysi eða ásetningi.

Evrópudómstólinn bendir í þessu máli til þess að þrátt fyrir að orðalag bannsins kveði ekki með berum orðum á um notkun innherjaupplýsinga, þá þýðir það ekki að ákvæðið skuli túlka með þeim hætti að öll viðskipti sem viðkomandi aðili framkvæmdir á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum, skuli teljast til notkunar.¹⁷⁷ Evrópudómstólinn vitnar í þessu samhengi til athugasemda stjórnvalda á Ítalíu og Bretlandi um að slík túlkun hafi í för með sér hættu á að gildissvið bannsins sé víkkað umfram það sem viðeigandi og nauðsynlegt er til þess að ná fram þeim markmiðum sem stefnt var að með tilskipuninni.¹⁷⁸ Slík túlkun geti í reynd leitt til þess að ýmis viðskipti aðila sem ekki fara gegn þeim hagsmunum sem verndaðir eru af tilskipuninni yrðu bönnuð. Einungis notkun innherjaupplýsinga sé bönnuð samkvæmt 1. mgr. 2. gr. MAD og því sé nauðsynlegt að greina á milli þess hvenær aðili telst hafa notað innherjaupplýsingar og hvenær hann telst ekki hafa notað þær.¹⁷⁹ Við túlkun Evrópudómstólsins á því hvenær aðili telst hafa notað innherjaupplýsingar undirstrikar dómstólinn tilgang bannsins og vísar á hliðstæðan hátt til fyrri ákvörðunar sinnar í *Georgakis-málinu*.¹⁸⁰ Tilgangurinn sé að vernda heilleika markaðarins og efla traust fjárfesta og er slíkt háð því að allir fjárfestar séu jafnsettir í viðskiptum á markaðnum.¹⁸¹ Tilgangur bannsins er þannig að koma í veg fyrir að aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum noti þær til að hagnast á kostnað annarra fjárfesta sem ekki eru meðvitaðir um sömu upplýsingar, þar sem slík viðskipti grafa undan heilleika markaðarins sem og trausti fjárfestanna á markaðnum.¹⁸²

Þrátt fyrir að MAR sé nú í gildi þá er hægt að rökstyðja að sömu reglur og greint er frá í kafla þessum gildi áfram eftir gildistöku MAR. Ákvæði 1. mgr. 8. gr. MAR byggir að miklu leyti á niðurstöðu í framangreindum forúrskurði Evrópudómstólsins í *Spector-málinu*. Túlkun dómstólsins, á því að varsla aðila á innherjaupplýsingum feli ekki sjálfkrafa í sér notkun innherjaupplýsinganna í skilningi laganna heldur þurfi að uppfylla bæði skilyrði ákvæðisins,

¹⁷⁷ Sjá 45. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁷⁸ Sjá 46. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁷⁹ Sjá 45.-46. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁸⁰ Sjá 52. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁸¹ Sjá 47. mgr. dómsins í *Spector-málinu*, en þar er vísað til 22. og 33. mgr. dómsins í Máli C-382/02 *Criminal proceedings against Knud Grøngaard og Allan Bang* ECLI:EU:C:2005:708, [2005] ECR I-09939 (hér eftir „*Grøngaard & Bang málið*“)

¹⁸² Sjá 48. mgr. dómsins í *Spector-málinu*, en þar er vísað til niðurstöðu Evrópudómstólsins í *Georgakis-málinu*. Sjá í því sambandi umfjöllum hjá Moalem og Hansen (n. 41), en þar er byggt á því að niðurstaða *Georgakis-málsins* hefði verið sú sama við gildistöku MAD, þar sem tilgangurinn með innherjasvikum sé ennþá sá sami. Er það til marks um það að skilgreiningin á innherjasvikum sé efnislega óbreytt. Dómstólinn virðist hafa staðfest það í *Spector-málinu*. Sjá einnig 52. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

hefur ratað inn í MAR.¹⁸³ Túlkun dómstólsins á hvað felist í hugtakinu notkun innherjaupplýsinga hefur verið efnislega tekin upp í 23. tölul. formála MAR.¹⁸⁴ Því má ætla að sömu reglur gildi áfram, þ.e. að krafa sé gerð til þess að bæði skilyrðin séu uppfyllt svo að aðili geti gerst sekur um brot gegn banninu við innherjasvikum. Skoða skuli svo skilyrðin með hliðsjón af tilgangi bannsins.

4.3.2 Áhrif löglíkindareglunnar á skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga

Í forúrskurði Evrópudómstólsins í *Spector-málinu* lagði Evrópudómstólinn fram reglu sem átti að hafa áhrif á túlkun skilyrðisins um notkun innherjaupplýsinga. Eins og greint er frá hér að framan þá leitaði belgíski dómstólinn í þessu máli eftir áliti Evrópudómstólsins á því hvernig túlka bæri 1. mgr. 2. gr. MAD. Ásamt því leitaði belgíski dómstólinn einnig álits á því hvort ákvæðið gerði kröfu um sönnun á að viðkomandi hefði nýtt upplýsingarnar af ásetningi.¹⁸⁵

Þar sem erfitt er fyrir ákærvaldið að sanna með afgerandi hætti að aðili hafi brotið gegn ákvæðinu með ásetningi eða gáleysi, þá lagði Evrópudómstólinn fram nýja reglu sem átti að auðvelda framgang mála er varða innherjasvik. Reglan hefur verið kölluð löglíkindareglan og átti hún að tryggja að allir þeir sem nota innherjaupplýsingar falli undir bannið. Samkvæmt löglíkindareglunni ber að líta svo á að aðili sem á viðskipti á sama tíma og hann býr yfir innherjaupplýsingum, hafi notað innherjaupplýsingarnar í skilningi laganna til að eiga viðskiptin.¹⁸⁶ Hins vegar ættu aðilar ávallt kost á því að koma fram með sönnun fyrir hinu gagnstæða, þ.e. að sýna fram á að hafa ekki notað innherjaupplýsingar til að eiga viðskiptin eða sýna fram á að viðskiptin séu í raun lögmæt. Þar sem miklu erfiðara er fyrir ákærvaldið að sanna notkun innherjaupplýsinga þá hefur sönnunarbyrgðinni, um að aðili hafi ekki notað upplýsingarnar, verið varpað á aðilann sem sakaður er um innherjasvik.¹⁸⁷

Í framhaldi komu upp álitamál hvort slík regla fari gegn þeim grundvallarréttindum sem Mannréttindasáttmáli Evrópu kveður á um. Evrópudómstólinn taldi þessa túlkun sína á ákvæðinu ekki fara gegn ákvæði 2. mgr. 6. gr. Mannréttindasáttmála Evrópu, er kveður á um þann grundvallarrétt hvers manns sem borinn er sökum um refsiverða háttsemi um að verða

¹⁸³ Sjá í þessu samhengi 1. mgr. 8. gr. MAR og 45. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁸⁴ Í 23. tölul. formála MAR er greint frá því að aðaleinkenni innherjasvika sé ósanngjarnt forskot sem fæst með innherjaupplýsingum, öðrum óupplýstum aðilum í óhag og gafa þannig slík viðskipti undan heilleika markaðarins og tiltrú fjárfesta. Af þeim sökum telst aðili hafa notað upplýsingar ef þær fara gegn tilgangi bannsins.

¹⁸⁵ Sjá 3. tölul. 23. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁸⁶ Sjá 38. mgr. dómsins í *Spector-málinu*.

¹⁸⁷ Sjá Morten Kinander, „Ten years after: the Spector presumption in MAD, MAR and MAD II“ (2019) 14 *Capital Markets Law Journal* 364, 368.

talin saklaus uns sekt hans sé sönnuð.¹⁸⁸ Ef við myndum ekki gefa okkur þessa forsendu væri nánast ómögulegt að ákæra fyrir brot gegn ákvæðinu. Brot þessi varða mikla hagsmuni og því sé nauðsynlegt að tryggja að framkvæmd ákvæðisins sé áfram með þessum hætti.¹⁸⁹ Evrópudómstólinn benti í þessu sambandi á að samkvæmt dómaframkvæmd Mannréttindadómstóls Evrópu væri slík forsenda ekki útilokuð, svo framarlega sem aðilar hafi tækifæri á að leggja fram sönnun um hið gagnstæða.¹⁹⁰ Þar af leiðandi er þeim heimilt að túlka regluna sem svo að líta beri á að aðili hafi notað innherjaupplýsingarnar ef aðilinn á viðskipti á sama tíma og hann býr yfir innherjaupplýsingum, þar sem honum er frjálst að hafna þeirri forsendu og koma með sönnun um að hafa ekki notað upplýsingarnar.¹⁹¹

Evrópudómstólinn benti þó á að þrátt fyrir að löglíkindareglan sé gagnleg í þessu samhengi þá gerir hún í sjálfu sér takmarkað gagn þegar kemur að innherjasvikum. Þrátt fyrir að bannið kveði ekki með beinum orðum á um huglægt ástand innherjans þýðir það ekki að ákvæðið skuli túlkað með þeim hætti að öll viðskipti, sem viðkomandi aðili framkvæmir á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum, skuli teljast til notkunar þannig að það sjálfkrafa feli í sér brot gegn banninu við innherjasvikum. Ávallt sé nauðsynlegt að skoða tilgang bannsins svo að löglíkindareglunni sé beitt rétt.¹⁹²

Þrátt fyrir að MAR hafi nú tekið gildi er hægt að rökstyðja að sömu reglur og greint hefur verið frá í þessum kafla gildi áfram eftir gildistöku MAR. Túlkun Evrópudómstólsins á löglíkindareglunni hefur verið efnislega tekin upp í MAR og er að finna í 24. tölul. formála MAR.¹⁹³ Samkvæmt því ákvæði eru löglíkur á því að aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti er hann á viðskipti hafi notað þær til að eiga viðskiptin. Viðkomandi aðili gerist þar með brotlegur gegn banninu við innherjasvikum nema viðkomandi geti sýnt fram á annað. Ef viðkomandi nær að sýna fram á að hann hafi ekki notað upplýsingarnar þá gerist hann ekki brotlegur gegn ákvæðinu. Skilyrði innherjasvikaákvæðisins skulu skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins.

¹⁸⁸ Sjá 2. mgr. 6. gr. Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms (European Convention on Human Rights, as amended) (Samþykktur 4. nóvember 1950, tók gildi 29. júní 1953) 231 UNTS 221 (hér eftir „*Mannréttindasáttmála Evrópu*“), sbr. lög nr. 62/1994 um mannréttindasáttmála Evrópu.

¹⁸⁹ Sjá 37. og 38. mgr. dómsins í Spector-málinu.

¹⁹⁰ Sjá 43. mgr. dómsins í Spector-málinu.; Sjá einnig nánari umfjöllun um dómaframkvæmd Mannréttindadómstóls Evrópu er varðar regluna um „saklaus uns sekt er sönnuð“ hjá Moalem og Hansen (n. 41) 981–982.

¹⁹¹ Sjá 44. mgr. dómsins í Spector-málinu.

¹⁹² Sjá 48. mgr. dómsins í Spector-málinu.

¹⁹³ Sjá 24. tölul. formála MAR.

4.3.3 Var notkun nú þegar forsenda innherjasvika fyrir gildistöku MAR?

Í gegnum tíðina hefur íslenska innherjasvikaákvæðið tekið töluverðum breytingum og þá aðallega hvað varðar orðalag ákvæðisins um notkun innherjaupplýsinga. Fyrstu ákvæðin hér á landi kváðu á um að innherji hafi þurft að nýta sér innherjaupplýsingarnar til öflunar fjármálagerninga sér eða öðrum til hagsbóta. Eftir *Skeljungs-málið* var orðalagi ákvæðisins breytt þannig að öll viðskipti innherja á meðan innherji býr yfir innherjaupplýsingum væru ólögleg. Orðalag ákvæðisins eftir *Skeljungs-málið* gefur þannig til kynna að notkun sé ekki hluti af verknáðarlýsingu bannsins. Hins vegar sýna ýmis lögskýringargögn fram á að notkun hafi ávallt verið forsenda innherjasvika, þrátt fyrir að orðalag bannsins hafi ekki með beinum orðum kveðið á um slíkt.

Í fyrsta lagi má sjá af þeim dómum sem fallið hafa eftir gildistöku þágildandi vvl. að ávallt sé tekið tillit til skilyrðisins um notkun innherjaupplýsinga. Í flestum málum sem fallið hafa hér á landi vísa dómstólar til þess að ákvæðið gerði kröfu um notkun og skuli það skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins. Slíka túlkun má m.a. sjá í *dómi Landsréttar í máli fyrrverandi bankastjóra Kaupþings*¹⁹⁴ sem nánar er vikið að í 5.3.1 kafla hér að aftan. Í því máli sýknaði Landsréttur fyrrverandi bankastjóra Kaupþings á grundvelli þess að hann hafi ekki notað innherjaupplýsingarnar, en slíkt væri skilyrði innherjasvikaákvæðisins og skuli skilyrðið ávallt skoðað með hliðsjón af tilgangi bannsins.¹⁹⁵

Til stuðnings túlkun sinnar á innherjasvikaákvæðinu eiga dómstólarnir það til að vísa til túlkunar Evrópudómstólsins á hugtaksskilyrðinu um notkun. Slíka tilvísun má m.a. finna í *dómi Hæstaréttar í máli forstöðumanns millibankaborðs*. Í því máli hafði F, forstöðumaður millibankamarkaðar fjárstýringar Glitnis banka hf. verið ákærður fyrir innherjasvik, fyrir að hafa í fimm aðskilin skipti á árinu 2008 selt hlutabréf sín í bankanum á meðan hann bjó yfir innherjaupplýsingum um lausafjárstöðu bankans. Í þessu máli taldi Hæstiréttur forstöðumanninn hafa notað upplýsingarnar í skilningi ákvæðisins, þrátt fyrir að hvergi hafi komið fram í ákæru að viðkomandi hafi notað upplýsingarnar. Hæstiréttur vísaði í því sambandi til túlkunar Evrópudómstólsins á skilyrðinu og sagði það hlutverk ákærða að sýna fram á að viðkomandi hafi ekki notað upplýsingarnar.¹⁹⁶ Af þessu máli er ljóst að Hæstiréttur telur engan vafa liggja við því hvernig túlka eigi ákvæðið og skilyrði þess um notkun innherjaupplýsinga. Því til stuðnings vísast hér til með í niðurstöðu *Hæstaréttar þann 30. nóvember 2012 í máli nr. 669/2012*, en þetta er sérmál sem fór fyrir Hæstarétt og tengdist

¹⁹⁴ Dómur Landsréttar 15. maí 2020 í máli nr. 917/2020 (hér eftir „mál bankastjóra Kaupþings“)

¹⁹⁵ Sjá 66. og 70.-71. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

¹⁹⁶ Hrd. frá 12. desember 2013 í máli nr. 193/2013 (hér eftir „Mál forstöðumanns millibankaborðs“)

dómsmáli *forstöðumanns millibankaborðs*. Í þessu máli var tekist á um túlkun á innherjasvikaákvæðinu er varðaði notkunarskilyrðið. Í málinu var óskað eftir ráðgefandi áliti EFTA-dómstólsins á túlkun innherjasvikaákvæðisins en Hæstiréttur neitaði því, þar sem hann taldi ekki nauðsynlegt að leita ráðgefandi álits um slíkt.¹⁹⁷ Þykir slíkt merki um að Hæstiréttur telji innihald ákvæðisins skýrt og sé þannig ekki neinn vafi á um hvernig túlka skuli ákvæðið.

Í öðru lagi má sjá af athugasemdum sem liggja með frumvarpi að lagabreytingunum sem urðu árið 2002, að áætlun löggjafans hafi ekki verið að fjarlægja kröfuna um notkun, heldur hafi markmiðið með lögunum verið að taka af öll tvímæli ákvæðisins um að einungis væri áskilinn ásetningur eða tilgangur, en ákvæðið ætti einnig að ná til brota sem framin væru af gáleysi. Var þannig með breytingunni ætlað að færa orðalag ákvæðisins í samræmi við orðalag dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna.¹⁹⁸ Var þessi breyting í samræmi við þá breytingu sem átti sér stað innan ESB á þágildandi innherjasvikaákvæði sambandsins sem og túlkun Evrópudómstólsins á tilgangi breytinganna á orðalagi ákvæðisins.¹⁹⁹ Áætlun löggjafans með þessum breytingum á orðalagi hafi aldrei verið til þess að fjarlægja skilyrði ákvæðisins um notkun innherjaupplýsinga heldur hafi ætlun hans að skýra ákvæðið og því má ætla að notkun innherjaupplýsinga hafi í innherjasvikaákvæði þágildandi vvl. verið forsenda innherjasvika. Er þessi túlkun í samræmi við það sem Landsréttur vísaði til í *máli bankastjóra Kaupþings*.²⁰⁰

Í þriðja lagi þarf túlkun dómstóla á 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. að vera í samræmi við þá túlkun sem Evrópudómstólinn leggur á þágildandi innherjasvikaákvæði ESB,²⁰¹ sem og annarra einstakra ríkja sem hafa í gildi sambærilegt ákvæði. Þannig skuli túlkun okkar m.a. vera í samræmi við þá túlkun sem dómstólar Danmerkur og Noregs hafa lagt á þágildandi ákvæði dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna. Í þágildandi innherjasvikaákvæði dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna er ekki vísað til notkunar rétt eins og hjá okkur, en samt sem áður hefur ákvæðið verið túlkað sem svo að krafa sé gerð um notkun innherjaupplýsinga.²⁰² Yrði því túlkun okkar á ákvæðinu að vera í samræmi við

¹⁹⁷ Hrd. frá 30. nóvember 2012 í máli nr. 669/2012

¹⁹⁸ Alþt. 2001-2001, A-deild, þskj. 527 – 363. mál.

¹⁹⁹ Breytt var frá 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar yfir í 1. mgr. 2. gr. MAD. Sjá í þessu sambandi 33. og 34. mgr. dómsins í Spector-málinu.

²⁰⁰ Sjá 70. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

²⁰¹ Sjá í þessu sambandi 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar og túlkun Evrópudómstólsins á slíku ákvæði í *Georgakis-málinu*. Sjá einnig 1. mgr. 2. gr. MAD og túlkun Evrópudómstólsins á slíku ákvæði í *Spector-málinu*.

²⁰² Sjá Alþt. 2001-2002, A-deild, þskj. 527 - 363. mál.; Sjá einnig 1. mgr. 35. gr. dönsku verðbréfalaganna nr. 168/2001, en þar segir orðrétt: „köb, salg og tilskyndelse til köb eller salg af er værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen“. Sambærileg ákvæði er að finna í grein 2-1 í norsku verðbréfavíðskiptalögunum nr. 79/1997 með síðari breytingum. Sjá í þessu sambandi einnig Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (n. 152) 400–423; og tillögu nefndar um breytingar á norsku verðbréfavíðskiptalögunum í Verðipapirhandellovutvalget, „Avsluttende Instilling om revisjon av lov 14. juni

túlkun Evrópudómstólsins og dómstóls nágrannaríkja okkar á sambærilegu ákvæði. Þrátt fyrir að á þessum tíma hafi MAD kveðið á um svigrúm til handa aðildarríkjum til að setja strangari reglur, þá geti slíkt svigrúm aldrei orðið svo mikið að það breyti eðli innherjasvika við innleiðingu í landsrétt með því að gera ekki kröfu um notkun, þar sem slíkt færi gegn skuldbindingu ríkjanna að ESB eða EES.²⁰³

Samkvæmt framangreindu gerir 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. kröfu um notkun sem skilyrði innherjasvika, þrátt fyrir að það komi ekki með berum orðum fram í orðalagi ákvæðisins. Notkun er og var þannig forsenda innherjasvika. Á því engin efnisleg breyting sér stað á ákvæðinu eftir tilkomu MAR hér á landi.

4.4 Samantekt

Samkvæmt framangreindu telst aðili hafa brotið gegn 1. mgr. 8. gr. MAR um innherjasvik, ef viðkomandi uppfyllir bæði skilyrði ákvæðisins. Annars vegar þarf viðkomandi aðili að búa yfir innherjaupplýsingum á þeim tímapunkti sem aðilinn á viðskipti.²⁰⁴ Viðkomandi telst hafa uppfyllt skilyrðið ef hann býr yfir nægilega tilgreindum upplýsingum sem ekki hafa verið gerðar opinberar og varða beint eða óbeint, einn eða fleiri útgefendur eða einn eða fleiri fjármálagerninga og væru líklegar, yrði þær gerðar opinberar, til að hafa marktæk áhrif á verð fjármálagerninga eða verð tengdra afleiddra fjármálagerninga.²⁰⁵

Hins vegar þarf viðkomandi aðili einnig að hafa notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin. Við athugun á því hvort viðkomandi aðili hafi notað innherjaupplýsingarnar skulu viðskiptin skoðuð með hliðsjón af tilgangi bannsins. Ef þau fara gegn tilgangi bannsins telst viðkomandi hafa notað innherjaupplýsingarnar. Notkun er þannig forsenda innherjasvika. Einnig er hægt að færa rök fyrir því að þrátt fyrir að áður í innherjasvikaákvæði 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. hafi ekki verið kveðið með beinum orðum að notkun sé skilyrði innherjasvika, þá sýni lögskýringargögn og dómar fram á annað.

1985 nr. 61 om verdipapirhandel“ (Finans- og tolldepartementet 1995) (NOU 1996:2) 80–81 <<https://www.regjeringen.no/contentassets/3fbdcece27ee4dd68d9fa51070a2beff/no/pdfa/nou199619960002000dddpdfa.pdf>>.

²⁰³ Sjá Rüdiger Veil, *European Capital Market Law* (Hart Publishing 2013) 36–38; og Luca Enriques og Matteo Gatti, „Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan?“ (2008) 14 (1) *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 43, 61–62.

²⁰⁴ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR.

²⁰⁵ Sjá 7. gr. MAR.

5. Hvaða háttsemi telst ekki notkun innherjaupplýsinga samkvæmt banninu við innherjasvikum?

5.1 Almennt

Samkvæmt því sem að framan hefur verið greint frá er ljóst að undir ákvæði 1. mgr. 8. gr. MAR falla einungis viðskipti sem uppfylla skilyrði ákvæðisins. Það er að aðili eigi viðskipti á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum og að viðkomandi hafi notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin. Skulu skilyrði ákvæðisins skoðuð með hliðsjón af tilgangi bannsins. Undir bannið falla þannig ekki önnur viðskipti aðila en þau sem teljast fela í sér notkun innherjaupplýsinga. Í fyrsta lagi falla þannig ekki undir ákvæðið viðskipti sem löglega eru undanþegin ákvæðinu, en slíkar undanþágur er að finna í 5., 6. og 9. gr. MAR. Sú háttsemi sem löglega er undanþegin 1. mgr. 8. gr. MAR fellur ekki undir það ákvæði sökum þess að það uppfyllir ekki skilyrði ákvæðisins um notkun innherjaupplýsinga.²⁰⁶ Nánar er farið ofan í undanþágurnar í 5.2 kafla.

Þótt háttsemi falli ekki undir undanþágurnar þýðir það ekki að háttsemin falli sjálfkrafa undir ákvæði 1. mgr. 8. gr. MAR, heldur þarf háttsemin að uppfylla bæði skilyrði ákvæðisins til að falla þar undir. Í öðru lagi falla þannig ekki undir ákvæðið viðskipti aðila sem ekki fara gegn tilgangi bannsins. Aðili telst ekki hafa notað innherjaupplýsingar, nema þær fari gegn tilgangi bannsins og því má gagnálykta að háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins teljist ekki vera notkun innherjaupplýsinga.²⁰⁷ Nánar er farið ofan í þá háttsemi sem telst ekki fara gegn tilgangi bannsins í 5.3. kafla.

5.2 Lögbundnar undanþágur

Í MAR er að finna ýmsar lögbundnar og viðurkenndar undanþágur frá 1. mgr. 8. gr. MAR sem veita aðilum heimild til að eiga viðskipti með fjármálagerninga, þrátt fyrir á þeim tímapunkti sem viðskiptin fara fram þá búa viðkomandi aðilar yfir innherjaupplýsingum. eru slíkar undanþágur byggðar á þeim rökum að háttsemin sem þær tilgreina teljist ekki fela í sér notkun innherjaupplýsinga og því sé skilyrði ákvæðisins ekki uppfyllt.

Í 9. gr. MAR er að finna slíka undanþágu. Í 2. mgr. 9. gr. MAR er fjallað um ábyrgð viðskiptavaka og aðila er hafa heimild til að framkvæma fyrirmæli fyrir hönd þriðja aðila þegar viðskiptavaki eða framkvæmdaaðili býr yfir innherjaupplýsingum. Í 3. mgr. 9. gr. MAR er fjallað um viðskipti sem framkvæmd eru til að uppfylla gjaldfallna samningsskyldu, sem komin var til áður en innherjaupplýsingarnar komust í hendur aðila samningsins. Í 4. mgr. 9. gr. MAR

²⁰⁶ Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál, greinargerð með lagafrumvarpi.

²⁰⁷ Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál, greinargerð með lagafrumvarpi.

er fjallað um yfirtöku og samruna sem gerðir eru eftir að aðilar hafa komist yfir innherjaupplýsingar. Í 5. mgr. 9. gr. MAR er fjallað um þær aðstæður þar sem ákvörðun einstaklings um að eiga viðskipti byggjast á eigin vitneskju. Í 6. gr. MAR er svo að finna undanþágu er veitir ríkinu, Seðlabanka Íslands eða aðilum sem annast viðskipti fyrir þeirra hönd, heimild til að eiga viðskipti, þrátt fyrir að búa yfir innherjaupplýsingum, enda séu viðskiptin liður í stefnu ríkisins. Í 5. gr. MAR er að finna aðra undanþágu er veitir aðilum heimild að eiga viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlunum og verðjöfnun fjármálagerninga, þrátt fyrir að búa yfir innherjaupplýsingum á þeim tíma. Öll framangreind viðskipti teljast ekki fela í sér notkun innherjaupplýsinga og því eru þau undanþegin 1. mgr. 8. gr. MAR.²⁰⁸

5.2.1 Gjaldfallin samningsskylda

Sú staða getur komið upp að aðilar semji um að eiga viðskipti á ákveðnum tíma og á ákveðnu verði í framtíðinni. Á þeim tíma sem aðilarnir stofna til viðskiptanna þá býr hvorugur aðilanna yfir innherjaupplýsingum. Hins vegar þegar viðskiptin koma til framkvæmda þá hefur annar aðilinn komist yfir innherjaupplýsingar. Við fyrstu sýn virðist sem svo að framkvæmd slíkra viðskipta fari gegn innherjasvikaákvæðinu. Hins vegar er að finna undanþágu í 3. mgr. 9. gr. MAR sem heimilar viðkomandi aðilum að framkvæma slík viðskipti.²⁰⁹

Undanþáguheimild 3. mgr. 9. gr. MAR er byggð á þeim rökum að skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR séu ekki uppfyllt.²¹⁰ Í fyrsta lagi gerir 1. mgr. 8. gr. MAR kröfu um að viðkomandi hafi búið yfir innherjaupplýsingum þegar til viðskiptanna var stofnað. En við þessar aðstæður bjó hvorugur aðilanna yfir innherjaupplýsingum þegar til viðskiptanna var stofnað, heldur komu þær til eftir að til viðskiptanna var stofnað og áður en viðskiptin komu til framkvæmda. Telst því fyrra skilyrði innherjasvikaákvæðisins ekki uppfyllt. Í öðru lagi gerir 1. mgr. 8. gr. MAR kröfu um að viðkomandi hafi notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin. Við þessar aðstæður er viðkomandi einungis að framkvæma viðskiptin til að fullnægja gjaldfallinni samningsskyldu, sem stofnað var til áður en hlutaðeigandi aðili komst yfir innherjaupplýsingarnar.²¹¹ Innherjaupplýsingar þessar hafa þannig ekki nein áhrif á viðskiptin, þar sem viðkomandi aðili hefur ekki val um hvort viðskiptin fari fram eða ekki. Viðkomandi er einungis að sinna gjaldfallinni samningsskyldu sem hann stofnaði til áður en hann komst

²⁰⁸ Sjá Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 992 – 584. mál greinargerð með lagafrumvarpi.

²⁰⁹ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR, sbr. 3. mgr. 9. gr. MAR.

²¹⁰ Sjá 3. mgr. 9. gr. MAR. Svipað ákvæði var áður að finna í 3. mgr. 2. gr. MAD.

²¹¹ Sjá 3. mgr. 9. gr. MAR.

yfir innherjaupplýsingar. Viðkomandi telst þannig ekki hafa notað innherjaupplýsingarnar í skilningi ákvæðisins, þar sem samningurinn var gerður í góðri trú og ekki til að sniðganga bannið gegn innherjasvikum. Tilgangur 3. mgr. 9. gr. MAR er þannig að gera viðkomandi aðilum kleift að framkvæma þessi viðskipti, þar sem þeim hagsmunum sem 1. mgr. 8. gr. MAR er ætlað að vernda er ekki stefnt í hættu.²¹²

Gildir þetta undanþáguákvæði um alla samninga þar sem kveðið er á um skyldu til að eiga viðskipti síðar. Ákvæðið á þannig við um alla framvirka samninga, en með framvirkum samningum er átt við óframseljanlegan samning þar sem kveðið er á um skyldu samningsaðila til að kaupa eða selja tiltekna eign fyrir ákveðið verð á fyrirframákveðnum tíma.²¹³ Ákvæðið á einnig við um aðra samninga er kveða á um skyldu til að eiga viðskipti síðar. Þannig nær ákvæðið til valréttarsamninga, þ.e. kaup- og söluréttarsamninga þegar aðili er skyldugur til að eiga viðskipti síðar til að uppfylla samningsskyldur valréttarsamningsins.²¹⁴ Ákvæðið nær þannig yfir aðstæður þar sem kaupandi og seljandi gera með sér kaupréttarsamning og á þeim tímapunkti býr hvorugur aðilanna yfir innherjaupplýsingum. Hins vegar á gjalddaga kaupréttarsamningsins hefur seljandi samningsins komist yfir innherjaupplýsingar. Ef kaupandinn, sem ekki býr yfir innherjaupplýsingum, vill nýta kaupréttinn þá á seljandinn rétt á að framkvæma kaupréttinn án tillits til innherjaupplýsinganna sem hann býr nú yfir. Við þessar aðstæður er seljandinn ekki skyldugur til að upplýsa kaupandann um aðgang sinn að innherjaupplýsingum, þar sem slíkt færi mögulega gegn ákvæði 10. gr. MAR um ólögmæta miðlun innherjaupplýsinga. Þessi undanþága er byggð á þeim rökum að seljandinn hefur ekki val um annað þar sem valið um nýtingu á kauprétti er í höndum kaupanda sem ekki býr yfir innherjaupplýsingum. Seljandinn er þar með skyldugur að uppfylla samningsskyldur sínar samkvæmt kaupréttarsamningi milli aðilanna. Það sama á við þegar um söluréttarsamning er að ræða og kaupandinn býr yfir innherjaupplýsingum þegar samningurinn er kominn til framkvæmdar, en seljandi vill samt sem áður nýta sér sölurétt sinn. Telst þetta ekki fara gegn skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR þar sem aðilinn er bundinn af ákvörðun hins aðilans um nýtingu á valrétti sínum.²¹⁵

²¹² Sjá Jesper Lau Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 265-266.

²¹³ Alþt. 2006-2007, A-deild, þskj. 1089 - 691. mál, athugasemdir við 2. gr.; Sjá einnig góða umfjöllun um framvirka samninga hjá sama heimild 265.

²¹⁴ Með kaupréttarsamningi er átt við samning er veitir aðilum rétt til að kaupa undirliggjandi eign á tilteknu tímabili eða innan tiltekins tíma fyrir ákveðið verð. Með söluréttarsamningi er átt við samning er veitir aðila rétt til að selja undirliggjandi eign á tilteknu tímabili eða innan tiltekins tíma fyrir ákveðið verð. Verðmæti þeirra ræðst svo af því hver verðþróunin er á hlutunum í félaginu. Sjá nánari umfjöllun um kaup- og söluréttarsamninga hjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 397-402.

²¹⁵ Sjá a-lið 3. mgr. 9. gr. MAR.

Samkvæmt framangreindu falla einungis undir undanþágureglu 3. mgr. 9. gr. MAR samningar sem kveða á um skyldu til að eiga viðskipti síðar. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 1. tölu. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og ætla má að engin efnisleg breyting verði á túlkun ákvæðisins eftir tilkomu MAR hér á landi, þrátt fyrir að einhver munur sé á orðalagi ákvæðanna.²¹⁶

5.2.2 *Viðskipti samkvæmt samningsbundinni skyldu um viðskiptavaka*

Algennt er að aðilar semji við einstaklinga eða fyrirtæki, sem starfa á fjármálamarkaði, um að sinni fyrir sig ákveðinni þjónustu. Þeir aðilar sem sinna slíkri þjónustu eru gjarnan kallaðir viðskiptavakar, en með viðskiptavaka er átt við aðila sem starfar á fjármálamörkuðum og gefur sig jafnan út fyrir að vilja eiga viðskipti fyrir eigin reikning með því að kaupa og selja fjármálagerninga með eiginfjármagni sínu á verði sem hann ákveður.²¹⁷ Viðskiptavakar gegna mikilvægu hlutverki á markaðnum þar sem þeir kaupa og selja þá flokka verðbréfa sem þeir hafa tekið að sér að sjá um á auglýstu verði, jafnvel þótt að engir aðrir kaupendur eða seljendur finnast á markaðnum. Þannig jafnar viðskiptavakinn þær sveiflur sem geta orðið á endursöllumarkaði og tryggir að ávallt sé til staðar kaup- og sölutilboð til að svara og ýta undir framboð og eftirspurn fjárfesta. Viðskiptavakar stuðla þannig að því að eðlilegt markaðsverð myndist á viðkomandi fjármálagerningum sem hann hefur til umsjónar.²¹⁸ Um starfsemi viðskiptavaka gilda lög nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga og skortsölureglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 236/2012/ESB.²¹⁹

Á meðan viðskiptavaki sinnir þjónustu sinni eru allar líkur á því að hann komist yfir innherjaupplýsingar um eitt eða fleiri verðbréf sem hann á viðskipti með. Á þetta sérstaklega við þar sem að um fjármálafyrirtæki er að ræða, en fjármálafyrirtæki hafa oft marga starfsmenn sem sinna þessari þjónustu fyrir sig. Til þess að viðskiptavakar geti haldið áfram að sinna samningsbundinni skyldu um viðskiptavakt, er þeim veitt undanþága frá banninu við innherjasvikum og er hana að finna í a-lið 2. mgr. 9. gr. MAR. Áður var sambærilega heimild að finna í 2. tölu. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. Undanþága þessi er efnislega sambærileg þeirri sem MAR hefur að geyma, þrátt fyrir að orðalag ákvæðanna sé að einhverju leyti frábrugðið.

²¹⁶ Sjá samanburð á orðalagi 1. tölu. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og 3. mgr. 9. gr. MAR.

²¹⁷ Sjá 67. tölu. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga, en þar er hugtakið viðskiptavaki skilgreint.

²¹⁸ Sjá umfjöllun um mikilvægi viðskiptavaka hjá Aðalsteini E. Jónasson, „Nýta...til öflunar...“ : misnotkun sem skilyrði innherjasvika“ (n. 112) 306.

²¹⁹ Sjá í þessu samhengi Lög nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga og Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 236/2012/ESB frá 14. mars 2012 um skortsölu og tiltekna þætti skuldabætur [2012] OJ L86/1.

Undanþága þessi gildir svo lengi sem viðskiptavakar noti ekki það forskot sem þeir hafa stöðu sinnar vegna.²²⁰ Þannig telst viðskiptavaki ekki hafa brotið gegn innherjasvikaákvæðinu ef viðskiptin fara fram á lögmætan hátt í eðlilegu sambandi við starfsemi hans sem viðskiptavaka.²²¹ Til þess að meta hvort að viðskiptin hafi verið í eðlilegu sambandi við starfsemi viðskiptavakans í skilningi a-liðar 2. mgr. 9. gr. MAR er skoðað bæði viðskiptamynstur viðskiptavakans og annarra viðskiptavaka sem eiga viðskipti með sömu eða svipuð verðbréf á sama tíma.²²² Þannig er litið til þess hvað sé eðlilegt að skynsamur viðskiptavaki geri á þessum tíma, svo hægt sé að meta hvort viðskiptavakinn hafi í raun og veru notað innherjaupplýsingarnar með því að eiga viðskipti sem eru ekki í samræmi við þetta viðskiptamynstur.²²³

Viðskiptavaki telst þannig hafa brotið gegn innherjasvikaákvæðinu ef athugun á viðskiptamynstri viðskiptavakans leiði í ljós að frávik frá venjulegu viðskiptamynstri á þann hátt að viðskiptavakinn telst vera nota innherjaupplýsingarnar til að fá ósanngjarnan ávinning öðrum óupplýstum fjárfestum í óhag.²²⁴ Þannig er í grundvallaratriðum framkvæmt sama mat og framkvæmt er samkvæmt 1. mgr. 8. gr. MAR, til að athuga hvort ákvæði a-liðar 2. mgr. 9. gr. eigi við. Viðskiptavakar eru í rauninni að sinna samningsbundinni skyldu sinni á sama hátt og gert er í 3. mgr. 9. gr. MAR er kveða á um gjaldfallna samningskyldu, sbr. fyrri umfjöllun. Getu þeir því einfaldlega ekki hætt við ákveðin viðskipti eða farið gegn umsömdum fyrirmælum vegna þess að þeir hafa komist yfir innherjaupplýsingar um tiltekinn útgefanda eða fjármálagerninga. Undanþáguregla þessi tryggir þannig að viðskiptavakar geti sinnt starfi sínu með fullnægjandi hætti.

5.2.3 *Viðskipti samkvæmt fyrirmælum viðskiptavinar*

Aðilar semja oft við aðra aðila, oftast fjármálafyrirtæki, að sjá um fyrir sig að framkvæma viðskipti eða sjá um milligöngu viðskipta samkvæmt fyrirmælum sínum um slíkt. Sú staða getur komið upp að fjármálafyrirtækið eða aðilinn sem sér um framkvæmd viðskiptanna fái aðgang að innherjaupplýsingum um útgefandann eða fjármálagerninginn. Til álita kemur hvort að við framkvæmd slíkra viðskipta gerist aðilinn þar með sekur um innherjasvik. Hins vegar

²²⁰ Sjá a-lið 2. mgr. 9. gr. MAR.

²²¹ Sjá a-lið 2. mgr. 9. gr. MAR.

²²² Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 263.

²²³ sama heimild.

²²⁴ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR, sbr. 23. tölul. formála MAR og a-lið 2. mgr. 9. gr. MAR.

eru viðskipti sem framkvæmd eru samkvæmt fyrirmælum viðskiptavina sinna undanþegin 1. mgr. 8. gr. MAR, ef skilyrði b-liðar 2. mgr. 9. gr. MAR eru uppfyllt.²²⁵

Í fyrsta lagi gerir undanþágan kröfu um að aðilinn sem framkvæmdir fyrirmælin, hafi leyfi til þess að annast framkvæmd viðskiptafyrirmælanna fyrir þriðja aðila.²²⁶ Ólíkt því sem áður var að finna í 2. tölul. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl., þá er ekki sjálfgefið að fjármálafyrirtæki sem hefur leyfi til að móttaka og miðla fyrirmælum viðskiptavina sinna geti nýtt sér þessa undanþágu, heldur þurfa þeir einnig að hafa aflað sér sérstaks leyfis til að framkvæma fyrirmælin.²²⁷

Í öðru lagi gerir undanþágan kröfu um að viðskiptin fari fram samkvæmt nákvæmum og afmörkuðum fyrirmælum viðskiptavina um kaup eða sölu á ákveðnum fjármálagerningum, til aðila sem annast framkvæmd viðskiptanna fyrir hann. Fjármálafyrirtækið eða aðilinn sem framkvæmir fyrirmælin eiga hvorki frumkvæði að viðskiptunum né taka þeir sjálfir ákvörðun um að eiga viðskiptin, heldur eru þeir einungis að framkvæma viðskiptin fyrir viðskiptavini sína samkvæmt beinum fyrirmælum þeirra um svo og er slíkt gert í eðlilegu sambandi við starf, stöðu og skyldur þeirra.²²⁸ Þurfa fyrirmælin því að vera nákvæm svo undanþága þessi eigi við. Ef aðili framkvæmir einfaldlega fyrirmæli frá viðskiptavini sínum og fyrir reikning þess aðila án þess að hafa nokkur áhrif á pöntunina, þá skiptir engu máli hvort viðkomandi hafi búið yfir innherjaupplýsingum eða ekki. Því viðkomandi var einungis að uppfylla samningsskyldu sína um framkvæmd viðskipta og felur slík framkvæmd ekki í sér notkun innherjaupplýsinga skv. 1. mgr. 8. gr. MAR, þar sem framkvæmdin hefur ekki áhrif á fyrirskipunina á nokkurn hátt. Hins vegar ef að aðilinn reynir að hafa áhrif á fyrirskipunina með því að ráðleggja eða hvetja viðkomandi að haga viðskiptum sínum með ákveðnum hætti, á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum, gerist hann þar með sekur um brot gegn 2. mgr. 8. gr. MAR, sbr. b-lið 14. gr. sömu reglugerðar.²²⁹ Einu ráðleggingarnar sem viðkomandi má veita, er ráðlegging á grundvelli almennra greininga á viðkomandi útgefanda eða fjármálagerningi, ef viðskiptavinur óskar þess af fyrri bragði.²³⁰

Samkvæmt framangreindu falla viðskipti sem framkvæmd eru vegna beinna fyrirmæla viðskiptavina ekki undir 1. mgr. 8. gr. MAR. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 2. tölul.

²²⁵ Sjá b-lið 2. mgr. 9. gr. MAR. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 18. og 30. tölul. formála MAD.

²²⁶ Sjá fyrstu orð b-liðar 2. mgr. 9. gr. MAR.

²²⁷ Sjá samanburð á orðalagi 2. tölul. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og núgildandi b-lið 2. mgr. 9. gr. MAR.

²²⁸ Sjá b-lið 2. mgr. 9. gr. MAR. Sjá í þessu sambandi einnig Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett* (Cappelen akademisk forlag 2004) 283.

²²⁹ Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 264.

²³⁰ Alþt. 2002-2003, A-deild, þskj. 383 – 347. mál., athugasemd við 44. gr.

3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. en ætla má að engin efnisleg breyting eigi sér stað á reglunni, þrátt fyrir að orðalag ákvæðisins sé frábrugðið því sem er að finna í MAR.²³¹

5.2.4 Fyrirhugaður samruni eða yfirtökur á skráðu félagi

Sú staða getur komið upp að félag A hefur áhuga á sameinast öðru félagi B eða taka yfir annað skráð félag B.²³² Áður en ákvörðun um slíkt er tekin þá er nauðsynlegt að félag A fái upplýsingar um stöðu félagsins B sem fyrirhugað er að taka yfirtöku eða sameinast, svo að félagið geti tekið upplýsta ákvörðun um að hvort og hvernig framkvæma eigi viðskiptin. Ef félag A hefur ekki aðgang að nauðsynlegum upplýsingum um stöðu félagsins, þá getur félagið ekki verðlagt hlutina í samræmi við eðlilegt markaðsvirði þeirra. Þannig ef félag A fær ekki aðgang að upplýsingum um t.d. slæma fjárhagslega stöðu félags B, þá getur það orðið til þess að verðtilboðið sem félag A leggur fram sé ekki í samræmi við virði hlutanna og þannig skapi félag B sér mögulega skaðabótaskyldu. Svo að félag A geti sinnt aðgæsluskyldu sinni og félag B geti sinnt upplýsingaskyldu sinni, þá er nauðsynlegt að félag A geti fengið aðgang að öllum nauðsynlegum upplýsingum um félag B.

Þar sem félagi B er hins vegar óheimilt að miðla innherjaupplýsingum til væntanlegs kaupanda,²³³ þá hefur félagi A verið veitt heimilt til þess að framkvæma ákveðnar rannsóknaraðgerðir til að afla nauðsynlegra upplýsinga, t.d. með áreiðanleikakönnunum.²³⁴ Með áreiðanleikakönnunum er átt við að framkvæmd er ítarleg rannsókn ásamt skýrslugjöf á stöðu og starfsemi félags B, af hálfu félagsins A, vegna fyrirhugaðar samruna eða yfirtöku á félagi B.²³⁵ Með framkvæmd áreiðanleikakannanna er kannað og dregið fram þau atriði í rekstri, fjárhagi og lagaumhverfi félagsins B, sem geta skipt félagi A máli við ákvörðun um fyrirhugaðan samruna eða yfirtöku á félagi B. Með áreiðanleikakönnun er verið að upplýsa félag A um aðstæður innan félags B, svo að félag A geti tekið upplýsta ákvörðun um samruna

²³¹ Sjá umfjöllun um samanburð 2. tölul. 3. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og b-lið 2. mgr. 9. gr. MAR hjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 378–379.

²³² Talað er um félag A og félag B, til aðgreiningar á tveimur félögum, svo ekki sé ruglast í texta hvort félagið sé verið að ræða um.

²³³ Sjá 10. gr. MAR er fjallar um ólögmeða miðlun innherjaupplýsinga. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 2. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

²³⁴ Á ensku: „*due diligence*“.

²³⁵ Er þetta í samræmi við þá skilgreiningu á enska hugtakinu „*due diligence*“ sem er að finna hjá Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, *Børsretten* (5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2014) 468, en þar eru áreiðanleikakannanir skilgreindar sem „ítarleg rannsókn ásamt skýrslugjöf um fjárhagslega stöðu félags o.fl. sem gerð er í tengslum við samruna, kaup á hlutafé og útboð að tilhlutan kaupanda“.

eða yfirtöku á félagi B. Þannig er með áreiðanleikakönnunum stuðlað að því að bæði félögin séu jafn upplýst og sitji þannig við sama borðið þegar kemur að framkvæmd viðskiptanna.²³⁶

Við framkvæmd slíkra kannanna er nánast óhjákvæmilegt að félag A komist yfir innherjaupplýsingar um félag B.²³⁷ Við slíkar aðstæður vakna upp álitamál hvort félag A geti í framhaldinu tekið ákvörðun um samruna eða yfirtöku þar sem slíkt gæti falið í sér notkun innherjaupplýsinga.²³⁸ Hins vegar hefur þessum félögum verið veitt undanþága við þessar aðstæður skv. 4. mgr. 9. gr. MAR til að framkvæma yfirtöku eða samruna við félagið þrátt fyrir að hafa fengið aðgang að innherjaupplýsingum. Þó á undanþágan einungis við ef upplýsingarnar eru eingöngu notaðar í þeim tilgangi að framkvæma samrunann eða yfirtökuna.²³⁹

Undanþáguregla þessi er takmörkuð að mörgu leyti. Í fyrsta lagi er undanþágureglan takmörkuð við þær aðstæður þar sem innherjaupplýsinga er aflað með löglegum hætti við framkvæmd yfirtökunnar eða samrunans. Það er með áreiðanleikakönnunum eða sambærilegum upplýsingaöflunum á félagi B eða þær upplýsingar sem stjórn félags B veitir félagi A við framkvæmd yfirtöku eða samrunans. Þetta ákvæði nær þannig ekki til innherjaupplýsinga sem aflað er með öðrum hætti, eins og innherjaupplýsingar sem félag A hefur aflað um félag B frá þriðja aðila, t.d frá skattinum, bönkum eða öðrum sambærilegum aðilum.²⁴⁰ Í öðru lagi er undanþágureglan takmörkuð við þau viðskipti þar sem tekið er tillit til innherjaupplýsinganna í tilboði eða verði sem félag A leggur fram. Undanþágan á þannig einungis við ef félag A, sem komst yfir innherjaupplýsingarnar um félag B, taki tillit til þeirra innherjaupplýsinga sem hann aflaði um félagið, þegar þeir setja fram tilboð sitt. Tilboðið verður að endurspegla með sanngjörnum hætti allar þær innherjaupplýsingar sem félag A hafði undir höndum við framkvæmd yfirtöku eða samruna.²⁴¹ Þannig ef félag A fær aðgang að upplýsingum um að hlutir félagsins B verða 20% verðmætari eftir að innherjaupplýsingarnar verða gerðar opinberar, ber A að hækka kaupverð sitt í samræmi við þá 20% verðaukningu sem verður á bréfunum þegar upplýsingarnar verða gerðar opinberar.

²³⁶ Sjá greinargóða umfjöllun um áreiðanleikakannanir hjá Jóhannes Sigurðsson og Þórólfur Jónsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Bókaútgáfan Codex 2004) 131–149.

²³⁷ Skiptir hér ekki máli hvort félag B hafi átt að birta þessar upplýsingar eða hafi nýtt sér heimild sem er að finna í 17. gr. MAR til að fresta birtingu þeirra.

²³⁸ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR og a-lið 14. gr. sömu reglugerðar.

²³⁹ Sjá 4. mgr. 9. gr. MAR. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 29. tölul. formála MAD.

²⁴⁰ Sjá Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (n. 152), önnur athugasemdin við 34. gr. dönsku laganna.

²⁴¹ Þetta leiðir beint af 1. mgr. 8. gr. MAR og ákvörðun Evrópudómstólsins í Spector-málinu.; Sjá einnig Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 270.

Í þriðja lagi á undanþágureglan einungis við ef að allar innherjaupplýsingar verða gerðar opinberar eða með öðrum hætti teljast ekki lengur innherjaupplýsingar áður en viðskiptin eru framkvæmd.²⁴² Þessi takmörkun á reglunni er byggð á því að þegar viðskiptin fara fram séu upplýsingarnar ekki lengur innherjaupplýsingar, heldur hafa þær verið birtar öllum. Þannig getur félag A ekki talist vera nota þá yfirburðarstöðu sem hann hefur vegna aðgangs síns að innherjaupplýsingunum, til að eiga viðskipti, á kostnað annarra óupplýstra aðila.²⁴³

Að þessum þremur skilyrðum uppfylltum telst aðili ekki hafa brotið gegn innherjasvikaákvæðinu, þar sem skilyrði ákvæðisins um notkun er ekki uppfyllt.²⁴⁴ Þrátt fyrir að innherjaupplýsingarnar hafi í raun verið notaðar til að ákvarða verð viðskiptanna, þá eru viðskiptin samt sem áður lögmæt. Innherjaupplýsingarnar voru ekki notaðar til þess að eiga viðskiptin á kostnað annarra óupplýstra aðila og því er skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR um að viðkomandi þurfi að hafa notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin ekki uppfyllt.²⁴⁵

Rökin sem standa að baki þessari undanþágureglu eru þau, að ef innherjaupplýsingar eru birtar á þeim tímapunkti sem tilgreindur er, þá sé hægt að skera úr um hvort yfirtakan eða samruninn hafi tekið mið af innherjaupplýsingunum. Með birtingu upplýsinganna áður en viðskiptin eru framkvæmd er sýnt fram á að aðilar ætluðu ekki með þessum viðskiptum að ná fram ósanngjörnum ávinningi á kostnað annarra.²⁴⁶ Hins vegar ef ekki tekst að birta upplýsingarnar þýðir það ekki endilega að aðilinn hafi notað innherjaupplýsingarnar. Félag A telst ekki hafa notað upplýsingarnar ef félagið nær að sýna fram á að verðið sem lagt var fram, endurspegli með sanngjörnum hætti þær innherjaupplýsingar sem félagið hafði undir höndum sér við framkvæmd yfirtökunnar eða samrunans.

Samkvæmt framangreindu er aðilum veitt undanþága til að eiga viðskipti, þ.e. til að framkvæma samruna eða yfirtöku, þrátt fyrir að við framkvæmd þeirra hafi aðilinn fengið aðgang að innherjaupplýsingum. Það er ef aðilinn er einungis að nota upplýsingarnar til að framkvæma samrunann eða yfirtökuna. Sambærilegt ákvæði var ekki áður að finna í þágilandi vvl. og er þetta því nýmæli í lögum.

²⁴² Sjá seinni málsl. 4. mgr. 9. gr. MAR.

²⁴³ Sjá 23. tölul. formála MAR, en þar er fjallað um að kjarni innherjasvika sé að nota innherjaupplýsingar til að fá ósanngjörnan ávinning á kostnað annarra óupplýstra aðila.

²⁴⁴ Sjá skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR, um vörslu og notkun innherjaupplýsinga.

²⁴⁵ Sjá 30. tölul. formála MAR, en þar segir orðrétt : „[...] það eitt að hafa aðgang að innherjaupplýsingum um annað félag og nota þær í tengslum við almennt yfirtökutilboð í því skyni að ná yfirráðum í því félagi eða leggja til samruna við það ætti ekki að teljast vera innherjasvik“. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 29. tölul. formála MAD.

²⁴⁶ Sjá Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 271.

5.2.5 Sjálfsprottnar innherjaupplýsingar

Sú staða getur komið upp að aðili hefur tekið ákvörðun um að eiga viðskipti með hlutabréf í félagi. Slík vitneskja aðilans um fyrirhuguð eigin kaup eða sölu fjármálagerninga getur talist fela í sér innherjaupplýsingar, ef fyrirhuguð viðskipti eru það veruleg að þau hafa áhrif á verðlagningu fjármálagerninganna.²⁴⁷ Þannig geta viðskipti aðila með stóran eignarhluta talist innherjaupplýsingar, því viðskiptin eru af þeirri stærðargráðu að þau gætu haft áhrif á verðlagningu fjármálagerninganna.

Þegar viðkomandi aðili framkvæmir viðskipti af þessum toga geta vaknað upp álitamál hvort viðkomandi hafi þar með gerst sekur um innherjasvik, þar sem að viðkomandi átti viðskipti á meðan hann bjó yfir innherjaupplýsingum og notaði slíkar upplýsingar til að afla sér hagnaðar. Við fyrstu sýn mætti halda að skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR séu uppfyllt, en ef betur er gáð er ljóst að viðskipti við þessar aðstæður eru undanþegnar ákvæðinu.²⁴⁸ Í 5. mgr. 9. gr. MAR er að finna undanþágureglu frá innherjasvikaákvæðinu og samkvæmt henni telst aðili ekki sekur um innherjasvik ef viðkomandi byggir ákvörðun sína um að eiga viðskipti á eigin vitneskju um fyrirhuguð eigin kaup eða sölu fjármálagerninga, þar sem eigin vitneskja um ákvörðun um að eiga viðskipti telst ekki fela í sér notkun innherjaupplýsinga.²⁴⁹

Undanþáguákvæði þetta greinir þannig á milli innherjaupplýsinga sem viðkomandi hefur fengið frá öðrum eða komist yfir á annan hátt, frá þeim innherjaupplýsingum sem viðkomandi hefur undir höndunum vegna eigin vitneskju. Þær innherjaupplýsingar sem viðkomandi hefur undir höndum vegna eigin vitneskju eru kallaðar „sjálfsprottnar innherjaupplýsingar“.²⁵⁰ Viðskipti sem byggja á sjálfsprottnum innherjaupplýsingum eru ekki talin fela í sér innherjasvik, þar sem slík viðskipti byggjast ekki á notkun innherjaupplýsinganna heldur einungis notkun á eigin þekkingu.²⁵¹ Hins vegar eru viðskipti sem byggð eru á sjálfsprottnum innherjaupplýsingum sem koma frá öðrum aðilum talin fela í sér brot gegn 1. mgr. 8. gr. MAR. Þannig er mikilvægt að finna út hver sé eigandi upplýsinganna.²⁵² Ef eigin vitneskja er rakin til lögaðila, á undanþágan einungis við um þá lögaðila og viðskipti þeirra. Hins vegar ef aðrir aðilar, hvort sem það eru aðrir lögaðilar eða einstaklingar sem starfa hjá lögaðilanum, sem ekki

²⁴⁷ Sjá sama heimild 273.

²⁴⁸ Sjá í þessu sambandi skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR. Sjá einnig 5. mgr. 9. gr. MAR sem er ein af lögbundnu undanþágum innherjasvikaákvæðisins.

²⁴⁹ Sjá 5. mgr. 9. gr. MAR.

²⁵⁰ Sjá góða umfjöllun um skilgreiningu sjálfsprottna innherjaupplýsinga hjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 383–384.

²⁵¹ Sjá 5. mgr. 9. gr. MAR. og 31. tölul. formála MAR.

²⁵² Sjá 31. tölul. formála MAR, en þar er tekið fram að aðgerðir á grundvelli eigin skipulags og áætlana um viðskipti teljist ekki vera notkun innherjaupplýsinga.

eiga aðild að fyrirhuguðum viðskiptum, komast yfir slíkar upplýsingar og nota þær til að eiga sín eigin viðskipti, þá gerast þeir með sekir um brot gegn 1. mgr. 8. gr. MAR í formi sem kallast „*front-running*“. Samkvæmt 30. tölul. formála MAR er slíkt ólöglegt, þar sem aðilar eru þá að nota eigin vitneskju annarra til að afla sér ósanngjarns ávinnings öðrum óupplýstum aðilum í óhag.²⁵³

Þrátt fyrir að ekki sé að finna sambærilegt ákvæði 5. mgr. 9. gr. í þágildandi vvl. þá hefur reglunni samt sem áður verið beitt hér á landi. Á þetta reyndi meðal annars í *sektarmáli Arion banka hf.*²⁵⁴ Í þessu máli var Arion banki hf. sektaður fyrir að eiga viðskipti með hluti á meðan þeir bjuggu yfir innherjaupplýsingum um fyrirhugaða sölu hluthafans í Högum hf., en hluthafinn hafði leitað til Arion banka hf. og óskað eftir því að bankinn leitaði af kaupendum að 3-6% hlut í Högum hf. Í kjölfarið hóf Arion banki hf. leit að kautilboðum og kom í ljós að talsverð eftirspurn var fyrir kaupum á hlutunum. Arion banki hf. ákvað svo sjálfur að taka þátt í kaupunum og keypti hluti í félaginu á meðan þeir bjuggu yfir sjálfsprottnum innherjaupplýsingum um félagið. Fjármálaeftirlitið taldi að umræddar upplýsingar væru innherjaupplýsingar, þar sem þær uppfylltu skilyrði 120. gr. þágildandi vvl. um að vera innherjaupplýsingar.²⁵⁵

Þegar svona atvik koma upp þá er nauðsynlegt að skoða hver er eigandi sjálfsprottina innherjaupplýsinganna. Eigandi hlutanna, þ.e. hluthafinn sem óskaði eftir að bankinn myndi sjá um söluna, telst í þessu máli eigandi upplýsinganna og því falla viðskipti hans ekki undir innherjasvikaákvæðið, þar sem þau eru undanþegin ákvæðinu samkvæmt 5. mgr. 9. gr. MAR. Þar sem upplýsingarnar voru sjálfsprottnar í höndum eiganda hlutanna en ekki í höndum annarra aðila, í þessu tilviki Arion banka hf., þá hafði það með sér í för að Arion banka hf. var óheimilt að eiga viðskipti með eigin hluti í Högum hf. á meðan upplýsingarnar höfðu ekki verið gerðar opinberar. Þar með hafði Arion banki hf. gerst sekur um innherjasvik þar sem þeir áttu viðskipti með hlutabréf í Högum hf. Þegar upplýsingarnar höfðu ekki verið gerðar opinberar og því til þess fallnar að skaða aðra óupplýsta aðila.²⁵⁶

Samkvæmt framangreindu skiptir gríðarlegu máli að greina hver eigandi sjálfsprottina innherjaupplýsinga sé, því það er óheimilt fyrir aðra en eigandann að nota slíkar upplýsingar

²⁵³ Sjá 30. tölul. formála MAR.; Sjá einnig Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 273; og Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 384–385.

²⁵⁴ Sektarmál Fjármálaeftirlitsins á hendur Arion banka hf. þann 4. desember 2015 vegna brota gegn 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. vvl.

²⁵⁵ Skilgreining innherjasvika er nú að finna í 7. gr. MAR.

²⁵⁶ Ákvörðun Fjármálaeftirlitsins þann 4. desember 2015 um sekt á hendur Arion banka hf. vegna brota gegn 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.

til að eiga viðskipti. Er þessi undanþága byggð á þeim rökum að eðli málsins samkvæmt er ekki eðlilegt að banna viðskipti aðila sem hefur undir höndum innherjaupplýsingar, þegar upplýsingarnar varða eingöngu eigin ákvörðun um að eiga þessi viðskipti. Ef ekki væri fyrir þetta ákvæði þá væri nánast ómögulegt að selja eða kaupa stóra eignarhluti í félagi, þar sem slík viðskipti væru ávallt byggð á innherjaupplýsingum.²⁵⁷

5.2.6 *Viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlun og verðjöfnun fjármálagerninga*
Frá 1. mgr. 8. gr. MAR eru að finna fleiri lögbundnar undanþágur en þær í 9. gr. MAR, sem greint hefur verið frá hér að framan. Í 5. gr. MAR er m.a. að finna tvær undanþágur frá 14. gr. MAR um bann við innherjasvik og 15. gr. MAR um bann við markaðsmisnotkun. Samkvæmt ákvæðinu teljast hvorki viðskipti aðila með eigin hlutabréf sem hluti af endurkaupaáætlunum eða viðskipti aðila með verðbréf eða tengda gerninga til verðjöfnunar fjármálagerninga.²⁵⁸ Á undanþága þessi einungis við ef skilyrði 5. gr. MAR eru uppfyllt og ef viðskiptin hafa farið fram í samræmi við reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/1052/ESB²⁵⁹ um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun.²⁶⁰

Undanþáguregla 5. gr. MAR á annars vegar við þegar viðskipti fara fram á eigin hlutum í endurkaupaáætlunum. Sú staða getur komið upp að útgefandi eignast eigin hluti í sjálfum sér á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum. Ýmsar ástæður liggja fyrir því af hverju félag kaupir eigin hluti, t.d. til að minnka hlutabréf, arðgreiðslur til hluthafa, vegna valréttarsamnings við hluthafa o.s.frv. Nánast á öllum tímum býr útgefandinn yfir innherjaupplýsingum og því vekja viðskipti þeirra með eigin hluti upp álitamál um hvort slíkt fari gegn 1. mgr. 8. gr. MAR. Hins vegar eru viðskipti með eigin hluti undanþegin banninu við innherjasvikum samkvæmt 5. gr. MAR, ef þau eru hluti af endurkaupaáætlunum félagsins og uppfylla önnur skilyrði sem ákvæðið gerir kröfu um,²⁶¹ en nánar er farið ofan í þau skilyrði hér aftar í kafla þessum.

²⁵⁷ Sjá Hansen, „Article 9: Legitimate behaviour“ (n. 212) 273.

²⁵⁸ Sjá 1.-3. mgr. 5. gr. MAR í sambandi við undanþáguna um viðskipti með eigin hluti í endurkaupaáætlunum (Á ensku: „*exemption for buy-back programmes*“). Sjá 4-5. mgr. 5. gr. MAR í sambandi við undanþáguna um verðjöfnun fjármálagerninga (Á ensku: „*exemption for stabilisation*“).

²⁵⁹ Framseld Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2016/1052/ESB frá 8. mars 2016 um viðbætur við reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014/ESB að því er varðar tæknilega eftirlitsstaðla um skilyrði sem gilda um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga [2016] OJ L173/34 (hér eftir „*reglugerð um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga*“)

²⁶⁰ Svipað ákvæði var áður að finna í 2. mgr. 119. gr. þágildandi vvl. og reglugerð nr. 630/2005 um innherjaupplýsingar og markaðssvik, sem fól í sér innleiðingu á 8. gr. MAD og Reglugerð framkvæmdastjórnarinnar nr. 2273/2003/EB frá 22. desember 2003 um framkvæmd tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2003/6/EB að því er varðar undanþágur fyrir endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga [2003] OJ L336/33.

²⁶¹ Sjá 5. gr. MAR.

Þegar félag hyggst kaupa hluti í sjálfum sér þarf félagið að leggja fyrir félagsstjórn fyrirætlun sína um kaup á eigin bréfum upp að ákveðnu magni á tilteknu tímabili. Slík fyriráætlun nefnist endurkaupaáætlun²⁶² og þarf hluthafafundur að samþykkja slíkt áður en henni er hrint í framkvæmd.²⁶³ Þegar öll skilyrði endurkaupaáætlunar eru uppfyllt má útgefandi eiga viðskipti með eigin hluti sína í félaginu þrátt fyrir að búa á þeim tíma yfir innherjaupplýsingum, svo lengi sem viðskiptin eru hluti af þeirri endurkaupaáætlun sem samþykkt hefur verið.²⁶⁴

Undanþáguregla 5. gr. MAR á hins vegar einnig við um viðskipti með verðbréf eða tengda gerninga til verðjöfnunar verðbréfa. Sú staða getur skapast við skráningu fjármálagerninga á markaði að boðinn fjöldi til áskriftar er meiri en það sem tiltækt er. Þar sem slíkt gefur til kynna að mikil eftirspurn sé til staðar, getur það leitt til mikillar hækkunar á verði viðkomandi fjármálagernings á fyrstu dögum eða vikum skráningar þess. Þá grípa margir fjárfestar til þeirra ráðgera að selja hlutabréf sín svo þeir nái þessum hagnaði og getur slíkt haft í för með sér skyndilega verðlækkun fjármálgerningsins.²⁶⁵ Til þess að koma í veg fyrir slíkar verðsveiflur hefur verið komið á undanþágureglu um verðjöfnun fjármálagerninga.²⁶⁶ Með því er átt við að þegar stór eignarhluti í verðbréfum fer í sölu myndast yfirleitt söluprýstingur á markaðnum vegna aðgerða skammtímafjárfesta og til að koma í veg fyrir að það hafi í för með sér miklar verðsveiflur þá hefur verðbréfafyrirtækinu eða lánastofnunum verið veitt heimild til að gera kauptilboð eða kaupa verðbréfin.²⁶⁷ Þetta er gert til að styðja við markaðsverð viðkomandi verðbréfa í takmarkaðan og fyrirfram ákveðinn tíma eftir útboðið svo komið sé í veg fyrir ójafnvægi á verðinu.²⁶⁸

Svo að framangreindar undanþágur falli undir 5. gr. MAR, þá verða þær að uppfylla skilyrði ákvæðisins sem og reglugerðarinnar um endurkaupaáætlun og verðjöfnun fjármálagerninga. Skilyrði framangreindra undanþága er varða annars vegar endurkaupaáætlanir og hins vegar verðjöfnun fjármálagerninga eru mjög svipuð. Í fyrsta lagi þarf að gæta að gildissviði þeirra.

²⁶² Endurkaupaáætlanir eru skilgreindar í 17. tölul. 1. mgr. 3. gr. MAR, sem viðskipti með eigin hluti í samræmi við 21.-27. gr. Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins nr. 2012/30/ESB frá 25. október 2012 um samræmingu verndarráðstafna, sem ætlað er að vera jafngildar í Bandalaginu og aðildarríki krefjast þegar almenningshlutafélög eru stofnuð og um tilskilið hlutafé og heimilaðar breytingar á hlutafé þeirra í skilningi annarrar málsgreinar 54. gr. sáttmálans um starfshætti Evrópusambandsins til að vernda hagsmuni félagsmanna og annarra [2012] OJ L315/74.

²⁶³ Sjá í þessu samhengi reglur VIII. kafla laga um hlutafélög nr. 2/1995.

²⁶⁴ Sjá 5. gr. MAR og VIII. kafla laga um hlutafélög nr. 2/1995.

²⁶⁵ Sjá Sebastian Mock, „Article 5: Exemption for buy-back programmes and stabilisation“, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017) 158–159.

²⁶⁶ Sjá 5. gr. MAR.

²⁶⁷ Sjá d-lið 2. mgr. 3. gr. MAR, en þar er að finna skilgreiningu á verðjöfnun. Sjá einnig 5. gr. MAR.

²⁶⁸ Sjá d-lið 2. mgr. 3. gr. MAR.

Undir gildissvið reglna um endurkaupaáætlanir falla einungis viðskipti með hlutabréf, en undir gildissvið reglna um verðjöfnun falla allir fjármálagerningarnir og tengdir gerningar.²⁶⁹ Í öðru lagi þurfa bæði endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga að vera að fullu birtar á markaðnum, þó gilda mismunandi reglur um tíma birtingar þeirra.²⁷⁰ Allar upplýsingar skulu birtar áður en viðskipti hefjast svo markaðurinn sé vel upplýstur um aðstæður á markaðnum og haldi ekki að auka eftirspurnin stafi frá öðrum markaðsaðilum.²⁷¹ Í þriðja lagi skal tilkynna öll viðskipti endurkaupaáætlunar og verðjöfnunar til lögbærs yfirvalds, en ýmsar reglur gilda um þessa tilkynningu.²⁷² Í fjórða lagi þurfa endurkaupaáætlanir að vera í samræmi við markmiðin sem getið er um í 2. mgr. 5. gr. MAR.²⁷³ Ekki er nánar farið ofan í skilyrði þessi hér né farið ofan í öll þau skilyrði sem þurfa að vera uppfyllt svo ákvæðið eigi við. Skilyrði þessu voru sett á til að stuðla að því að ákvörðun aðila um að eiga viðskipti sem fari fram á grundvelli endurkaupaáætlunarinnar eða verðjöfnunar byggist ekki á innherjaupplýsingum sem kunna að liggja fyrir.²⁷⁴

Samkvæmt framangreindu falla hvorki viðskipti með eigin hluti sem hluta af endurkaupakaupaáætlunum né viðskipti með verðjöfnun fjármálagerninga undir innherjasvikaákvæðið ef skilyrði 1. mgr. 5. gr. MAR eru uppfyllt. Er það byggt á þeim rökum að innherjaupplýsingarnar hafa ekki verið notaðar til þess að eiga viðskiptin á kostnað annarra aðila, því allir aðilar markaðarins voru upplýstir um viðskiptin áður en þau voru framkvæmd. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 2. mgr. 119. gr. MAR og því má ætla að engin efnisleg breyting hafi orðið á túlkun ákvæðisins eftir gildistöku MAR.

5.2.7 *Viðskipti ríkisins, Seðlabanka Íslands o.fl.*

Að lokum eru viðskipti, fyrirmæli eða hegðun aðildarríkja, Seðlabanka þeirra, ráðuneyta eða stofnana, undanþegin ákvæðinu um innherjasvik þrátt fyrir að viðkomandi aðilar búi hugsanlega yfir innherjaupplýsingum sem kunna að hafa gengismótandi áhrif.²⁷⁵ Undanþágan sem er að finna í 6. gr. MAR á einungis við ef viðskipti, fyrirmæli eða hegðun þessara aðila séu framkvæmd í þeim tilgangi að fylgja peningamálastefnu, gengisstefnu eða stefnu um

²⁶⁹ Sjá 1. mgr. 5. gr. MAR og 4. mgr. 5. gr. MAR, sbr. a- og b-lið 2. mgr. 3. gr. MAR.

²⁷⁰ Sjá a- og b-lið 1. mgr. 5. gr. MAR og b-lið 4. mgr. 5. gr. MAR.

²⁷¹ Sjá a-lið 1. mgr. 5. gr. MAR.

²⁷² Sjá 1-4. mgr. 5. gr. MAR. Sjá einnig 2. og 3. mgr. 2. gr. reglugerðar um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga.

²⁷³ Sjá d-lið 1. mgr. 5. gr. MAR. Sjá einnig skilyrðin sem eru að finna í 1. mgr. 3. gr. reglugerðar um endurkaupaáætlanir og verðjöfnun fjármálagerninga.

²⁷⁴ Sjá nánari umfjöllun um skilyrðin hjá Mock (n. 265) 160–164.

²⁷⁵ Sjá 6. gr. MAR. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 7. gr. MAD og 32. tölul. formála MAD.

stýringu á opinberum skuldum.²⁷⁶ Rökin sem liggja að baki þessari reglu er að viðskipti þessi eru yfirleitt liður ríkisins í ákvæðnum málefnum eða stefnum og því hefur ákvörðun um viðskipti verið tekið áður en innherjaupplýsingarnar urðu til. Innherjaupplýsingarnar urðu til eftir að ákvörðun um viðskipti voru tekin, og því teljast skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR ekki uppfyllt. Sambærilegt ákvæði var áður að finna í 4. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. er gilda þau um viðskipti ríkisins, Seðlabanka Íslands eða aðila sem annast viðskipti fyrir þeirra hönd. Ætla má því að engin efnisleg breyting hafi átt sér stað á ákvæðinu við gildistöku MAR hér á landi.

5.3 Háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins

Þrátt fyrir að viðskipti aðila falli ekki undir þær lögbundnu undanþágur sem getið hefur verið um hér að framan, þýðir það ekki endilega að viðkomandi aðili hafi þar með gerst sekur um innherjasvik. Þegar aðili á viðskipti með fjármálagerninga á meðan viðkomandi býr yfir innherjaupplýsingum er mjög líklegt að viðkomandi hafi notað upplýsingarnar til að eiga viðskiptin, sbr. framangreind umfjöllun um löglíkindaregluna. Hins vegar geta ýmsar aðstæður komið í veg fyrir að viðkomandi aðili teljist hafa notað upplýsingarnar í skilningi innherjasvikaákvæðisins, þannig að það fari gegn tilgangi bannsins og markmiði MAR. Markmiðið með MAR er að vernda heilleika fjármálamarkaðarins og auka tiltrú fjárfesta, en slíkt næst einungis ef allir fjárfestar njóti jafnrar verndar fyrir misnotkun innherjaupplýsinga af hálfu annarra markaðsaðila.²⁷⁷ Tilgangur bannsins er þannig að koma í veg fyrir að aðilar nýti sér það ósanngjarna forskot sem fæst með aðgengi þeirra að innherjaupplýsingum til að eiga viðskipti öðrum óupplýstum aðilum í óhag, þar sem slíkt grefur undan heilleika fjármálamarkaða og tiltrú fjárfesta.²⁷⁸ Háttsemi sem fer gegn tilgangi þessum telst notkun í skilningi ákvæðisins og brýtur þannig gegn 1. mgr. 8. gr. MAR. Af þessu má gagnálykta að háttsemi sem ekki fer gegn tilgangi bannsins teljist ekki notkun í skilningi ákvæðisins og fellur þar af leiðandi ekki undir bannið við innherjasvikum.²⁷⁹

Þessa túlkun, um að skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga skuli skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins, má m.a. sjá í dómum Evrópudómstólsins sem og íslenskum dómum. Er þessa túlkun m.a. að finna í dómi Evrópudómstólsins í *Georgakis-málinu*, en þar reyndi á túlkun 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar. Í þessu máli taldi Evrópudómstólinn að í banninu við innherjasvikum sem var að finna í 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar frá 1989 væri gerð

²⁷⁶ Sjá 6. gr. MAR.

²⁷⁷ Sjá Seinni másl. 24. tölul. formála MAR.

²⁷⁸ Sjá 23. tölul. formála MAR.

²⁷⁹ Sjá 23. tölul. formála MAR.

krafa á um að viðkomandi uppfylli tvenn skilyrði til að gerast sekur um brot gegn ákvæðinu. Annars vegar þarf aðili að hafa búið yfir innherjaupplýsingum þegar hann átti viðskiptin og hins vegar þarf viðkomandi einnig að hafa notað upplýsingarnar til að eiga viðskiptin.²⁸⁰ Við mat á því hvort aðili telst hafa notað innherjaupplýsingarnar skal skoða hvort að viðskiptin fari gegn tilgangi bannsins. Markmið Innherjatilskipunarinnar frá 1989 var að tryggja jafnræði milli aðila sem eiga viðskipti með fjármálagerninga og þannig reyna að koma í veg fyrir að aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum nýti sér þá yfirburðarstöðu til að eiga viðskipti á kostnað annarra óupplýstra aðila. Þar sem viðskipti aðila þessara máls fóru ekki gegn tilgangi bannsins taldi Evrópudómstólinn viðkomandi ekki hafa uppfyllt skilyrði ákvæðisins og þar af leiðandi ekki gerst sekur um brot gegn banninu.²⁸¹ Nánar er vikið að *Georgakis-málinu* í 5.3.1 kafla, þegar nánar er farið ofan í viðskipti aðila sem búa yfir sömu innherjaupplýsingunum.

Endurspeglar þessi túlkun einnig þá afstöðu sem framkvæmdastjórnin tók upphaflega fram í tillögu sinni að Innherjatilskipuninni frá 1989, en þar sagði framkvæmdastjórnin að innherjasvik væri skilgreind sem „*hagnaður á kostnað annarra fjárfesta*“.²⁸² En samkvæmt öllu framangreindu telst viðkomandi ekki hafa brotið gegn banninu ef viðskipti hans fara ekki gegn tilgangi bannsins. Nánar er farið ofan í þá háttsemi sem telst ekki fara gegn tilgangi bannsins hér aftur í kafla þessum. Er þetta einungis upptalning í dæmaskyni og því ekki tæmandi talning á þeirri háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins.

5.3.1 *Viðskipti þar sem aðilar búa yfir sömu innherjaupplýsingunum*

Sú staða getur komið upp að tveir eða fleiri aðilar sem búa yfir nákvæmlega sömu innherjaupplýsingunum vilja eiga viðskipti sín á milli. Við slíkar aðstæður teljast viðkomandi aðilar ekki hafa notað innherjaupplýsingar í skilningi 1. mgr. 8. gr. MAR, þar sem slík viðskipti fara ekki gegn tilgangi bannsins. Skilyrðið um notkun skal ávallt skoðað með hliðsjón af tilgangi bannsins. Tilgangur bannsins er að tryggja jafnræði á markaðnum og þannig koma í veg fyrir að aðili sem hefur aðgang að innherjaupplýsingum nýti sér þá yfirburðarstöðu til að eiga viðskipti öðrum óupplýstum aðilum í óhag. Slík viðskipti skaða traust fjárfesta og grafa þannig undan heilleika fjármálamarkaðarins.²⁸³ Þannig geta viðskipti milli tveggja eða fleiri aðila sem búa yfir nákvæmlega sömu innherjaupplýsingunum ekki talist fela í sér notkun innherjaupplýsinga, þar sem viðskiptin fara ekki gegn tilgangi bannsins. Við slíkar aðstæður

²⁸⁰ Sjá 36. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

²⁸¹ Sjá 36-39. mgr. og 45. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

²⁸² Sjá Commission, „Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading“ (n. 170) 2.

²⁸³ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR og 23. tölul. formála MAR.

býr enginn aðili að viðskiptunum yfir betri stöðu en hinir og því geta þeir ekki talist hafa nýtt sér upplýsingarnar öðrum í óhag, enda eru allir aðilar viðskiptanna jafn upplýstir. Viðskipti við þessar aðstæður ógna því hvorki trausti fjárfesta á markaðnum né grafa undan heilleika markaðarins.²⁸⁴

Rétt eins og greint er frá frammar í 5.3 kafla þá reyndi í *Georgakis-málinu* á túlkun 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar frá 1989. En í því máli höfðu tveir aðilar átt í viðskiptum sín á milli á sama tíma og þeir bjuggu báðir yfir sömu innherjaupplýsingunum. Reyndi því í þessu máli á hvort slík viðskipti teljist notkun innherjaupplýsinga í skilningi ákvæðisins. Evrópudómstólinn taldi skilyrði 1. mgr. 2. gr. tilskipunarinnar ekki uppfyllt í aðstæðum þar sem allir aðilar viðskiptanna búa yfir sömu upplýsingunum. Við slíkar aðstæður gætu aðilar ekki talist hafa notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin, þar sem viðskipti af þessu tagi fara ekki gegn tilgangi bannsins um að vera á kostnað annarra óupplýstra aðila.²⁸⁵ Til þess að viðskiptin hefðu geta fallið undir ákvæðið sem notkun, hefðu þau einnig þurft að uppfylla skilyrðið um að valda hinum aðilanum skaða. Er þetta einnig í samræmi við túlkun dómstóla nágrannaríkja okkar um að viðskipti aðila sem búa yfir sömu innherjaupplýsingunum teljist ekki til innherjasvika, þar sem með slíkum viðskiptum er hvorki trausti né trúverðugleika markaðarins hnekkt.²⁸⁶ Í dómi *Hæstaréttar Danmerkur í máli UfR 2005:984 H* (hér eftir „*Midtbank*“) voru aðilar sem bjuggu yfir sömu innherjaupplýsingum sýknaðir af broti gegn banni þágildandi danskra laga við innherjasvikum, þar sem skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga taldist ekki uppfyllt.²⁸⁷

Samkvæmt framangreindu teljast viðskipti aðila sem búa yfir sömu innherjaupplýsingunum ekki uppfylla skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR þar sem þau fara ekki gegn tilgangi bannsins. Fyrir gildistöku MAR var innherjasvikaákvæði íslenskra laga að finna í 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og þrátt fyrir að orðalag ákvæðisins kvað ekki með berum orðum á um að notkun væri forsenda innherjasvika,²⁸⁸ má ætla að slíkt forsenda hafi samt sem áður verið til

²⁸⁴ Sjá Hans Fogtdal, *Børskriminalitet* (1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2015) 97; og Jesper Lau Hansen, *Nordic financial market law: the regulation of the financial services in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden* (Djoef Publishing 2003) 112; Sjá einnig umfjöllun hjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 394.

²⁸⁵ Sjá 36-39. mgr. og 45. mgr. dómsins í *Georgakis-málinu*.

²⁸⁶ Sjá í þessu sambandi Hansen, *Nordic financial market law: the regulation of the financial services in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden* (n. 284) 12, Tor Bechmann o.fl., *Verdipapirhandelloven - lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79: med kommentarer* (Universitetsforlaget 2002) 95; og Bergo (n. 228) 283.

²⁸⁷ Sjá UfR. 2005.984 H (hér eftir „*Midtbank-málið*“); Sjá einnig umfjöllun um þetta mál hjá Fogtdal (n. 284) 75-76.

²⁸⁸ Sjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 394, en þar leggur Aðalsteinn þá túlkun í 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl., að ákvæði þetta banni aðilum sem búa yfir innherjaupplýsingum að eiga viðskipti, óháð

staðar. Þannig hafi þágildandi innherjasvikaákvæði vvl. rétt eins og núgildandi ákvæði MAR ekki staðið í vegi fyrir að aðilar sem búa yfir sömu upplýsingum geti átt viðskipti sín á milli. Er slík túlkun í samræmi við þá túlkun sem íslenskir dómstólar leggja á ákvæðið. Samkvæmt þeim dómum sem fallið hafa hér á landi, þá gerir ákvæðið kröfu um notkun innherjaupplýsinga þrátt fyrir að skilyrðið komi ekki fram með berum orðum í ákvæðinu og skuli skilyrðið skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins.

Þessa túlkun er meðal annars að finna hjá dómi Landsréttar í *máli fyrrverandi bankastjóra Kaupþings*. Í því máli var fyrrverandi bankastjóra Kaupþings gefið sök um innherjasvik með því að hafa selt hluti sína í bankanum til einkahlutafélags sem var í eigu og laut að stjórn hans, þrátt fyrir að hafa á þeim tíma búið yfir innherjaupplýsinum um að skráð markaðsverð hlutabréfa hans væri að gefa ranga mynd af verðmæti bréfanna. Markaðsverð þeirra hafi verið hærra en efni stóð til vegna langvarandi og stórfelldrar markaðsmisnotkunar bankastjórans með hlutabréf í bankanum á þessum tíma.²⁸⁹ Að mati ákærvaldsins hafi bankastjórinn með viðskiptum sínum blekk markaðinn um að virði hlutabréfanna væri rökrétt.²⁹⁰ Héraðsdómur sakfelldi bankastjórann en Landsréttur sýknaði hann hins vegar af ásökunum um innherjasvik.

Í þessu máli benti Landsréttur á að þrátt fyrir að háttsemi bankastjórans hafi samkvæmt orðanna hljóðan fallið undir verknaðarlýsingu ákvæðisins þurfi ávallt að leggja mat á það hvort að viðskiptin fari gegn tilgangi bannsins. Var það mat Landsréttar að viðskipti tveggja aðila sem búa yfir sömu innherjaupplýsingunum feli ekki í sér notkun eins og ákvæðið gerði kröfu um, þar sem viðskiptin fara ekki gegn tilgangi bannsins.²⁹¹ Þar sem bankastjórinn var einungis að selja sjálfum sér bréfin er ljóst að báðir aðilar viðskiptanna bjuggu yfir sömu upplýsingunum og gat því bankastjórinn ekki verið að eiga viðskipti á kostnað mótaðila síns. Viðskiptin fóru þannig ekki gegn tilgangi bannsins, þar sem báðir aðilar viðskiptanna voru jafn upplýstir.²⁹²

Það sama var upp á teningum í *ákvörðun Fjármálaeftirlitsins um sekt á hendur Arion banka hf. fyrir brot gegn 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl.* Í því máli var Arion banki hf. sektaður fyrir að eiga viðskipti á meðan bankinn bjó yfir innherjaupplýsingum. Bankinn byggði vörn sína á því að kaupendur bréfanna hefðu búið yfir sömu upplýsingum og því hefði ekki verið um innherjasvik að ræða í skilningi 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. Til stuðnings

notkun þeirra. Þannig standi ákvæðið í veg fyrir að aðilar sem búa yfir sömu upplýsingum geti átt viðskipti, því að til viðskiptanna var stofnað á meðan aðilarnir bjuggu yfir innherjaupplýsingum.

²⁸⁹ Sjá 7. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings. Sjá einnig í þessu sambandi einnig Hrd. frá 6. október 2016 í máli nr. 489/2015, en í því máli var fyrrverandi bankastjóri Kaupþings sakfelldur fyrir umrædda markaðsmisnotkun.

²⁹⁰ Sjá 69. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

²⁹¹ Sjá 70. og 71. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

²⁹² Sjá 66. og 70. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

máli sínu vísaði bankinn til *Georgakis*-málsins og lagði áherslu á að túlka bæri íslensk lög í samræmi við þágildandi ákvæði MAD. Í þessu máli tók þó Fjármálaeftirlitið það ekki til sérstakrar skoðunar hvort ákvæðið gerði kröfu um notkun innherjaupplýsinga á kostnað annarra.

Af framangreindum málum má ætla að þrátt fyrir að orðalag 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. gefi ekki til kynna að notkun sé skilyrði innherjasvika þá sé notkun samt sem áður forsenda innherjasvika og skuli skilyrðið skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins. Þannig teljast viðskipti aðila sem búa yfir sömu innherjaupplýsingum ekki fara gegn tilgangi bannsins ef viðkomandi getur sýnt fram á að allir aðilar viðskiptanna búi yfir sömu innherjaupplýsingunum. Slík viðskipti eru ekki gerð á kostnað annarra þar sem allir aðilar slíkra viðskipta standa jafnfætis. Því má ætla að engar efnislegar breytingar hafi átt sér stað á ákvæðinu eftir tilkomu MAR.

5.3.2 *Viðskipti sem fara gegn innherjaupplýsingum*

Sú staða getur komið upp að aðili vilji eða þurfi að eiga viðskipti á meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum en viðskiptin fara gegn innherjaupplýsingum. Með því er átt við að innherjaupplýsingarnar sem ljóst er að ekki verða gerðar opinberar í lengri tíma, gefi til kynna ákveðnar aðstæður en viðkomandi aðili framkvæmir viðskipti þrátt fyrir að þau fari gegn þeim upplýsingum. Sem dæmi um slíkt er ef aðili sem býr yfir jákvæðum innherjaupplýsingum þarf eða vill selja hlutabréfin sín í félagi eða þegar aðili sem býr yfir neikvæðum innherjaupplýsingum þarf eða vill kaupa hlutabréf í félaginu.²⁹³ Við slíkar aðstæður vakna upp álitamál hvort viðkomandi aðili hafi þar af leiðandi notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin samkvæmt 1. mgr. 8. gr. MAR.

Til þess að aðili teljist hafa notað innherjaupplýsingarnar þurfa viðskiptin að fara gegn tilgangi bannsins, þ.e. að aðili hafi notað upplýsingarnar til að eiga viðskiptin á kostnað annarra óupplýstra aðila. Ef aðili selur hlutabréf sín í félagi þrátt fyrir að búa yfir jákvæðum innherjaupplýsingum, er ljóst að þegar jákvæðu áhrif upplýsinganna koma fram að þá verði seljandinn, þ.e. aðilinn sem bjó yfir jákvæðu upplýsingunum, fyrir tjóni. Það sama á við ef aðili kaupir hlutabréf í félagi þrátt fyrir að búa yfir neikvæðum innherjaupplýsingum um fjármálagerninginn eða félagið. Við þessar aðstæður þykir nokkuð ljóst að ekkert orsakasamband er milli þess að aðili hafi búið yfir innherjaupplýsingum og að hann hafi

²⁹³ Með jákvæðum innherjaupplýsingum er átt við að allar líkur séu á því að gengisáhrifin verði jákvæð. Með neikvæðum innherjaupplýsingum er hins vegar átt við að allar líkur séu á því að gengisáhrifin verði neikvæð.

ákveðið að eiga viðskiptin.²⁹⁴ Í báðum þessum dæmum er ljóst að sá sem býr yfir innherjaupplýsingunum, en framkvæmir viðskipti sem fara gegn þeim verður af öllum líkindum fyrir tjóni. Aftur á móti verður hinn eða hinir aðilar viðskiptanna ekki fyrir tjóni og er því ekki hægt að segja að aðilinn sem bjó yfir innherjaupplýsingum hafi notað þær í skilningi 1. mgr. 8. gr. MAR til að eiga viðskiptin öðrum óupplýstum aðilum í óhag.²⁹⁵

Samkvæmt framangreindu teljast viðskipti aðila sem fara gegn innherjaupplýsingum ekki uppfylla skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR um notkun, þar sem viðskiptin fara ekki gegn tilgangi bannsins. Það er að segja ef viðkomandi aðili nær að sýna fram á að viðskiptin hafi farið gegn innherjaupplýsingunum.²⁹⁶ Þá snýst sönnunarbyrðin um að viðskiptin hafi farið gegn tilgangi bannsins yfir á ákærvaldið. Þá þarf ákærvaldið að sýna fram á að þrátt fyrir að viðkomandi hafi átt viðskipti gegn innherjaupplýsingunum, hafi hann samt sem áður notað þær til að eiga viðskipti á kostnað annarra. Er þetta í samræmi við það álit sem lögsögumaðurinn Kakott²⁹⁷ gaf frá sér þann 10. september 2009 vegna *Spector-málsins*, en þar benti lögsögumaðurinn á að það eitt að búa yfir innherjaupplýsingum þegar viðkomandi á viðskipti þýðir ekki að viðkomandi aðili hafi notað upplýsingarnar. Viðkomandi telst ekki hafa notað upplýsingarnar í skilningi 1. mgr. 2. gr. MAD ef að upplýsingarnar hafa ekki áhrif á ákvörðunina um að eiga viðskiptin.²⁹⁸ Í þessu sambandi benti lögsögumaðurinn á dæmi sem að bresk stjórnvöld höfðu lagt fram til nánari skýringar á þessu. Einstaklingur selur hlutabréf sín á lægra verði en markaðsvirði hlutabréfanna bendir á þrátt fyrir að búa yfir innherjaupplýsingum sem gefa til kynna að verð hlutabréfanna muni bráðum hækka. Ef viðkomandi getur sýnt fram á að viðskiptin hafi farið gegn innherjaupplýsingunum telst viðkomandi ekki hafa notað innherjaupplýsingarnar til að selja hlutabréfin sín, þar sem upplýsingarnar hafa engin áhrif á ákvörðunina um að eiga viðskiptin.²⁹⁹

5.3.3 Sanngjörn not innherjaupplýsinga

Sú staða getur komið upp að aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum á viðskipti við einn eða fleiri aðila sem ekki búa yfir sömu upplýsingunum. Við slíkar aðstæður vakna upp álitamál

²⁹⁴ Sjá Hansen, „The Danish Green Paper on Insider Dealing“ (n. 124) 260.

²⁹⁵ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR og 23. tölul. formála MAR. Sjá einnig í þessu sambandi Hansen, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (n. 78) 98–105; og Fogtdal (n. 284) 95.

²⁹⁶ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR og 24. tölul. formála MAR.

²⁹⁷ Á ensku: „Opinion of Advocate General Kokott.

²⁹⁸ Sjá 62. mgr. álits Advocate General Kokott frá 10. september 2009 í *Spector-málinu*, Mál C-45/08 *Spector Photo Group NV og Chris Van Reamdonck gegn Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)* ECLI:EU:2009:806, [2009] ECR I-12073.

²⁹⁹ Sjá 66.-67. mgr. álits Advocate General Kokott frá 10. september 2009 í *Spector-málinu*.

hvort viðkomandi aðili geti notað innherjaupplýsingarnar til að eiga viðskiptin án þess að brjóta gegn banni 1. mgr. 8. gr. MAR. Af framangreindu umfjöllun er ljóst að viðkomandi telst hafa notað upplýsingarnar þannig að það varði broti gegn banninu, ef að viðskiptin fara gegn tilgangi bannsins um að vera öðrum óupplýstum aðilum í óhag. Við fyrstu sýn má ætla að aðili geti ekki við þessar aðstæður notað upplýsingarnar til að eiga viðskiptin þar sem mótaðilar hans búa ekki yfir sömu upplýsingum. Hins vegar er hægt að færa rök fyrir því að ef viðkomandi tekur tillit til upplýsinganna í viðskiptaskilmálum sínum teljist viðkomandi ekki hafa notað yfirburðarstöðu sína til að eiga viðskipti á kostnað annarra. Ef viðkomandi aðili er að selja hlutabréf sín en býr yfir neikvæðum innherjaupplýsingum telst viðkomandi ekki hafa notað upplýsingarnar ef hann lækkar verð hlutanna í samræmi við upplýsingarnar. Ef viðkomandi aðili er að kaupa hlutabréf en býr yfir jákvæðum innherjaupplýsingum telst viðkomandi ekki hafa notað upplýsingarnar ef hann hækkar verð hlutanna í samræmi við upplýsingarnar. Við þessar aðstæður verða hvorki kaupandi né seljandi bréfanna fyrir tjóni og því ekki hægt að fallast á að viðkomandi hafi notað upplýsingarnar til að eiga viðskiptin á kostnað annarra.³⁰⁰

Endurspeglar þessi túlkun afstöðu Evrópuráðsins til sanngjarnrar notkunar sem Evrópuráðið hafði lagt til í tillögu sinni að MAD, en þar hafði Evrópuráðið m.a. lagt til að reglan ætti við í tilvikum 18. og 29. tölul. formála MAD.³⁰¹ Þessi ákvæði er núna að finna í 2. og 4. mgr. 9. gr. MAR. Í þessum tölulíðum er tekið fram að þrátt fyrir að skilyrði undanþágunnar um yfirtöku, samruna og viðskiptavaka eru ekki uppfyllt þá þýðir það ekki endilega að aðilarnir hafi notað innherjaupplýsingarnar. Ef viðkomandi aðilar ná að sýna fram á að viðskiptin endurspegli með sanngjörnum hætti þær innherjaupplýsingar, sem viðkomandi hafði undir höndum sér við framkvæmd þeirra, þá telst viðkomandi ekki hafa notað þær þannig að það fari gegn tilgangi bannsins.³⁰² Þrátt fyrir að Evrópuráðið hafi einungis í dæmaskyni nefnt að regluna væri að finna í 29. og 18. tölul. formála MAD hefur reglan þó ekki verið einskorðuð við þau tilvik, heldur er einungis með reglunum um að ræða upptalningu í dæmaskyni sem ætluð eru að veita almennar leiðbeiningar um skilninginn sem liggur að baki ákvæðisins.³⁰³

³⁰⁰ Sjá Hansen, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (n. 78) 104.

³⁰¹ Sjá European Parliament, „Report on the proposal for European Parliament and Council Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse)“ (Committee on Economic and Monetary affairs 27. febrúar 2002) COM(2001) 281 final-COD(2001) 118.

³⁰² Sjá 29. og 18. tölul. formála MAD.

³⁰³ Sjá í þessu sambandi 55.-61. mgr. dómsins í Spector-málinu. Sjá einnig Hansen, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (n. 78) 104.

Af þessu má ætla að aðili gerist ekki sekur um innherjasvik ef viðkomandi aðili getur sýnt fram á að þrátt fyrir að hann hafi notað innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti þá hafi verið um sanngjörn not innherjaupplýsinganna að ræða, þar sem notkun þeirra fór ekki gegn tilgangi bannsins um að vera öðrum aðilum í óhag. Þrátt fyrir að orðalag 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. hafi verið hljóðlát um notkunarskilyrðið, má ætla af framangreindri umfjöllun að ákvæðið yrði samt sem áður túlkað með sama hætti og nú er gert eftir gildistöku MAR.

5.3.4 *Viðskipti sem fela í sér val um nýtingu á valrétti*

Sú staða getur komið upp að þegar valréttarsamningur er stofnaður búa hvorugur aðilanna yfir innherjaupplýsingum, en þegar valréttarhafi tekur ákvörðun um nýtingu á valrétti hefur viðkomandi komist yfir innherjaupplýsingar. Slík viðskipti myndu að jafnaði ekki falla undir undanþágureglu 3. mgr. 9. gr. MAR, þar sem ákvæðið tekur einungis á samningum sem kveða á um skyldu til að eiga viðskipti sínar en ekki valrétt um slíkt. Af þessu leiðir að undir þessa undanþágu falla ekki aðrir samningar sem kveða á um val um að nýta sér valrétt sinn.³⁰⁴ Þrátt fyrir að slíkir samningar falla ekki undir undanþáguákvæði þetta þýðir það ekki að það falli sjálfkrafa undir 1. mgr. 8. gr. MAR, heldur þarf að fara fram mat á því hvort að skilyrði ákvæðisins séu uppfyllt.

Kemur því til álita hvort fyrra skilyrði 1. mgr. 8. gr. MAR um vörslur innherjaupplýsinga sé uppfyllt. Samkvæmt því sem að framan hefur verið greint frá þarf viðkomandi að búa yfir innherjaupplýsingum þegar hann stofnar til viðskiptanna. Þar sem í valréttarsamningum er stofnað til viðskipta áður en þau eru framkvæmd mætti færa rök fyrir því að fyrra skilyrðið sé ekki uppfyllt, þar sem að viðkomandi bjó ekki yfir innherjaupplýsingum þegar hann stofnaði til viðskiptanna. Hins vegar hefur slík túlkun ríkt meðal sumra aðildarríkja ESB að ákvörðun um nýtingu á valrétti sé hins vegar ákvörðun um að eiga viðskipti og því teljist fyrra skilyrði ákvæðisins uppfyllt. Þurfi því að framkvæma mat á því hvort að viðkomandi hafi notað innherjaupplýsingarnar við ákvörðun um nýtingu á valrétti og skuli slíkt skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins.³⁰⁵

Samkvæmt framangreindri túlkun aðildarríkja ESB telst viðkomandi ekki hafa notað innherjaupplýsingar ef ákvörðun um nýtingu valréttar fer fram í samræmi við upphaflegar forsendur, sem samið var um áður en innherjaupplýsingarnar lágu fyrir. Ákvörðun um nýtingu þarf þannig að vera í samræmi við það sem eðlilegt þykir að skynsamur fjárfestir myndi gera við sömu aðstæður, svo að viðkomandi teljist ekki hafa notað upplýsingarnar. Ef samningurinn

³⁰⁴ Gagnályktun frá 3. mgr. 9. gr. MAR.

³⁰⁵ Sjá Andersen og Clausen (n. 235) 608-610.

kemur út á hagnaði þykir eðlilegt að viðkomandi nýti valrétt sinn. Ef samningurinn kemur út í tapi þykir eðlilegt að viðkomandi aðili nýti ekki valrétt sinn. Við þessar aðstæður þykir ekkert óeðlilegt við það að valréttur sem samið var um áður en innherjaupplýsingarnar lágu fyrir verði nýttur í samræmi við þau kjör sem upphaflega var samið um.³⁰⁶ Samningar þessir eru stofnaðir í góðri trú og ekki til þess að skaða markaðinn. Við samningsgerðina voru allir samningsaðilar jafn meðvitaðir um þá áhættu sem slíkur samningur getur haft í för með sér. Því telst ákvörðun um nýtingu valréttar við slíkar aðstæður ekki fara gegn tilgangi bannsins þar sem ákvörðunin er ekki byggð á því að verða öðrum til óhagræðis né er hún til þess fallin að hafa skaðleg áhrif á heilleika markaðarins.³⁰⁷

Hins vegar ef ákvörðun um nýtingu er ekki í samræmi við upphaflegar forsendur getur aðilinn talist hafa notað upplýsingarnar. Þannig telst það notkun ef samningur kemur út í hagnaði en viðkomandi ákveður að nýta ekki valrétt sinn. Það sama á við ef samningur kemur út í tapi en viðkomandi ákveður að nýta valrétt sinn. Við þessar aðstæður telst viðkomandi hafa notað upplýsingarnar þar sem hann fer gegn því sem skynsamur fjárfestir myndi gera við sömu aðstæður.³⁰⁸ Slíkt gefur til kynna að viðkomandi hafi upplýsingar um meiri hagnað en samningurinn hefur að bjóða og þar af leiðandi telst viðkomandi hafa notað upplýsingarnar þannig að það fari gegn tilgangi bannsins.

Samkvæmt framangreindu er ljóst að ef nýting valréttar er í samræmi við upphaflegar forsendur valréttarsamnings telst viðkomandi ekki hafa notað upplýsingarnar í skilningi innherjasvikaákvæðisins, til þess að eiga viðskiptin á kostnað annarra óupplýstra aðila. Þrátt fyrir að innherjasvikaákvæði þágildandi vvl. kvað ekki með beinum orðum um að notkun sé forsenda innherjasvika má ætla að slíkt sé samt sem áður framkvæmdin. Því má ætla að framangreind regla um nýtingu valréttar í samræmi við upphaflegar forsendur hafi verið og mun áfram vera túlkuð sem svo að slíkt fari ekki gegn tilgangi bannsins. Þessi túlkun er í samræmi við það sem íslenskir dómstólar hafa lagt á ákvæðið og má slíkt m.a. sjá í *dómi Landsréttar í máli fyrrverandi bankastjóra Kaupþings*. Í því máli taldi Landsréttur að þar sem kaupréttarsamningurinn hafði verið samþykktur þá gæti viðkomandi ekki hafa talist hafa notað innherjaupplýsingarnar við ákvörðun sína um nýtingu á valrétti, því slíkt færi ekki gegn tilgangi bannsins. En sala hlutabréfanna fól hvorki í sér blekkingu gagnvart hinum aðila viðskiptanna sem bjó yfir sömu upplýsingum né gagnvart öðrum á markaðnum.³⁰⁹

³⁰⁶ Sjá Hansen, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (n. 78) 98–205.

³⁰⁷ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR og 23. tölul. formála MAR.

³⁰⁸ Sjá Bechmann o.fl. (n. 286) 94.

³⁰⁹ Sjá 66. og 70. mgr. dóms Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings.

Er þessi túlkun í samræmi við túlkun ýmissa ríkja á sambærilegum reglum sem voru í gildi fyrir gildistöku MAR. Í Danmörku var framkvæmdin fyrir gildistöku MAR sú að nýting á valrétti taldist ekki falla undir þágildandi innherjasvikaákvæði danskra laga ef um „*hefðbundna notkun*“ á valrétti væri að ræða.³¹⁰ Í Noregi var framkvæmdin sambærileg en þar var miðað við að „*venjuleg nýting*“ á valrétti teldist ekki fela í sér notkun innherjaupplýsinga í skilningi þágildandi innherjasvikaákvæði norskra laga.³¹¹ Því má ætla sama túlkun og nágrannaríki okkar lögðu á ákvæðið hafi gilt hér í gildistíð þágildandi vvl. og því hafi engin efnisleg breyting orðið á ákvæðinu við gildistöku MAR hér á landi.

³¹⁰ Sjá Álit danska Fjármálaeftirlitsins frá 19. ágúst 2004, þar sem danska Fjármálaeftirlitið staðfesti þennan skilning á nýtingu valréttar.; Sjá í þessu sambandi einnig Andersen og Clausen (n. 235) 608–609.

³¹¹ Sjá 2. másl. 2. mgr. greinar 3-3 í norsku verðbréfavíðskiptalögunum nr. 75/2007, en þar er talað um venjulega nýtingu á valrétti. Sjá einnig í þessu sambandi Bechmann o.fl. (n. 286) 76–77 og 94-95.; og Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 397–402.

6. Niðurstaða og lokaorð

Líkt og að framan hefur verið rakið er Innherjatilskipunin frá 1989 fyrsta samræmda regluverkið innan ESB sem gildi um viðskipti innherja. Með innherjatilskipuninni var ætlað að koma á jafnræði meðal fjárfesta sem og auka traust þeirra og tiltrú á fjármálamarkaðnum, en traust er forsenda tilvistar virks fjármálamarkaðar.³¹² Í Innherjatilskipuninni var að finna fyrstu samræmdu reglurnar um innherjasvik en sambærilegt ákvæði rataði inn í lög nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði og markaði fyrsta innherjasvikaákvæði Íslands.

Miklar breytingar hafa orðið á innherjasvikaákvæðinu síðan þá, bæði innan ESB sem og á Íslandi. Sú breyting sem ritgerð þessi fjallar aðallega um er sú breyting sem átti sér stað á íslenska innherjasvikaákvæðinu við innleiðingu MAR hér á landi. Fyrir innleiðingu MAR var hér í gildi 1. tölul. 1. mgr. 123. gr. þágildandi vvl. og kvað það á um að aðilum væri óheimilt að stunda viðskipti með fjármálagerninga á meðan þeir búa yfir innherjaupplýsingum. Orðalag ákvæðisins gefur til kynna að öll viðskipti falla þarna undir, óháð notkun innherjaupplýsinga.³¹³ Með innleiðingu MAR hér á landi var ákvæðinu breytt þannig að nú er aðilum, sem búa yfir innherjaupplýsingum, óheimilt að nota slíkar upplýsingar til að eiga viðskipti.³¹⁴ Ákvæðinu var þannig breytt að notkun varð aftur hluti af verknaðarlýsingu bannsins.

Markmið höfundar í upphafi ritgerðar var að rannsaka hvaða þýðingu breytt orðalag á skilgreiningu innherjasvika um notkun innherjaupplýsinga, með tilkomu MAR, hefði á það hvaða háttsemi telst til innherjasvika. Hægt er að sjá hvernig framangreind breyting á orðalagi geti gefið til kynna að notkun sé ekki forsenda innherjasvika og þannig verði miklar breytingar á túlkun ákvæðisins, þar sem notkun er aftur orðinn hluti af verknaðarlýsingu bannsins.³¹⁵ Hins vegar sýna lögskýringargögn, dómar og skrif fræðimanna um efnið fram á annað, þ.e. þrátt fyrir að innherjasvikaákvæðið hafi ekki alltaf tekið fram með berum orðum að notkun væri skilyrði innherjasvika sé notkun samt sem áður forsenda innherjasvika.

Í fyrsta lagi má sjá af þeim dómum sem fallið hafa hér á landi að innherjasvikaákvæðið hefur ávallt gert kröfu um að tvenn skilyrði séu uppfyllt, þ.e. vörslur og notkun innherjaupplýsinga, þrátt fyrir að ákvæðið hafi stundum verið hljóðlát um notkunarskilyrðið. Bæði skilyrðin þurfa að vera uppfyllt til þess að viðkomandi gerist sekur um innherjasvik og dugar þannig ekki það eitt að aðili búa yfir innherjaupplýsingum þegar hann á viðskipti. Hins

³¹² Sjá í þessu sambandi m.a. ESMA (n. 2); og Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1) 23.

³¹³ Skilyrðið um notkun var fellt úr gildi með lögum nr. 39/2002 í kjölfar Skeljungsdómsins.

³¹⁴ Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR

³¹⁵ Sjá Aðalsteinn E. Jónasson, *Markaðssvik* (n. 1), en í þessari bók leggur höfundur bókarinnar þá túlkun á ákvæðið, að það banni aðilum sem búa yfir innherjaupplýsingum að eiga viðskipti, óháð notkun innherjaupplýsinganna.

vegar af löglíkindareglunni má ætla að löglíkur séu á því að aðili hafi notað innherjaupplýsingar til að eiga viðskipti ef viðkomandi býr yfir innherjaupplýsingum þegar hann á viðskiptin. Löglíkindi er nóg til þess að ákærvaldið leggi fram ákæru í málinu. Hins vegar er löglíkindaregla þessi takmörkuð við skilyrðið um notkun og að slíkt skuli ávallt skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins. Því er viðkomandi aðila ávallt heimilt að leggja fram sönnur þess efnis að hann hafi ekki notað innherjaupplýsingarnar þannig að það fari gegn tilgangi bannsins.

Í öðru lagi má sjá af þeim athugasemdum sem fylgdu frumvarpi laga nr. 39/2002 að brottfall orðalags ákvæðisins um notkun megi rekja til þess að ætlun löggjafans hafi verið að taka af öll tvímæli um að ákvæðið gerði einungis áskilnað um ásetning eða tilgang. Ákvæðið náði einnig til brota sem framin væru af gáleysi og því megi orðalagsbreytinguna rekja til ætlun löggjafans til að skýra ákvæðið. Ætlun löggjafans hafi verið að samræma íslenska löggjöf að löggjöf ESB og nágrannaríkja okkar, þar sem notkun hefur ávallt verið talin forsenda innherjasvika. Að því sögðu þykir ekki efni til þess að horfa fram hjá því að ætlun löggjafans hafi ekki verið að breyta eðli innherjasvika með því að gera ekki kröfu um notkun, enda færi slíkt gegn skuldbindingu okkar að EES-samningum, heldur hafi ætlunin verið að skýra ákvæðið. Af þessu má álykta að túlka skuli ákvæðið sem svo að notkun hafi verið forsenda innherjasvika.

Í þriðja lagi sé slík túlkun í samræmi við þá túlkun sem bæði ESB sem og önnur einstök ríki hafa lagt á sambærileg þágildandi innherjasvikaákvæði. Túlkun Evrópusambandsins á ákvæðinu hefur ávallt í gegnum tíðina, með Innherjatilskipuninni frá 1989, MAD og núna MAR, verið þannig að ákvæðið geri kröfu um notkun og skuli skilyrðið skoðast með hliðsjón af tilgangi bannsins.³¹⁶ Það sama eigi við um íslenska innherjasvikaákvæðið, það er að þrátt fyrir allar lagabreytingarnar sem hafa orðið á ákvæðinu þá hafi engin efnisleg breyting orðið á ákvæðinu þegar MAR var innleidd í íslenskan landsrétt.

Af þessu má gagnálykta að háttsemi sem fer ekki gegn tilgangi bannsins fellur ekki undir innherjasvikaákvæði, hvorki það bann sem áður var að finna í íslenskum lögum né það sem er núna að finna í MAR. Þannig falla hvorki undir núgildandi né þágildandi innherjasvikaákvæði sú háttsemi sem greint er frá í 5.3.1-5.3.4 kafla ritgerðar þessarar. Þrátt fyrir að ekki hafi mikið reynt á háttsemi sem fer gegn tilgangi bannsins sýna þeir dómar sem fallið hafa hér á landi að háttsemi sem ekki fer gegn tilgangi bannsins falla ekki undir skilyrðið bannsins um notkun. Má ætla að slíkt muni áfram gilda núna eftir að MAR hefur verið innleidd hér á landi.

³¹⁶ Sjá í þessu sambandi 1. mgr. 2. gr. Innherjatilskipunarinnar, 1. mgr. 2. gr. MAD og 1. mgr. 8. gr. MAR. Sjá einnig túlkun Evrópudómstólsins á þessum ákvæðum í Georgakis- og Spector-málinu.

Það sama á við um þá háttsemi sem löglega er undanþegin innherjasvikaákvæðinu. Í 5-6. gr. og 9. gr. MAR er að finna lögbundnar undanþágur frá innherjasvikaákvæðinu. Sambærileg ákvæði voru áður að finna í 3. og 4. mgr. 123. gr. og 2. mgr. 119. gr. þágildandi vvl. Orðalag þeirra hefur orðalag breyst að einhverju leyti, en þó má ætla að engin efnisleg breyting verði á innihaldi ákvæðanna. Hins vegar var ákvæði 5. mgr. 9. gr. MAR um sjálfsprottnar innherjaupplýsingar og ákvæði 4. mgr. 9. gr. MAR um fyrirhugaðan samruna og yfirtökur ekki að finna áður í þágildandi vvl. En þrátt fyrir að sambærileg ákvæði hafi ekki verið að finna í þágildandi vvl. þá hefur reglunni í 4. mgr. 9. gr. MAR samt sem áður verið beitt hér á landi í *dómi Landsréttar í máli bankastjóra Kaupþings*.

Samkvæmt framangreindu er ljóst að breytt orðalag á skilgreiningu innherjasvika um notkun innherjaupplýsinga, eftir tilkomu MAR, hefur ekki nein áhrif á það hvaða háttsemi fellur undir bannið. Engin efnisleg breyting hefur orðið á ákvæðinu og sé notkun þannig áfram forsenda innherjasvika. Með hliðsjón af umfjöllun ritgerðarinnar er ljóst að innherjasvikaákvæði þágildandi vvl. hafi mátt vera skýrara til að koma í veg fyrir að aðilar túlki ákvæðið sem svo að það geri ekki kröfu um innherjasvik. Hins vegar með innleiðingu MAR þá hefur ákvæðið verið skýrt og þannig hefur verið leyst úr þeirri réttaróvissu sem ríkti hér á landi frá setningu laga nr. 39/2002 vegna orðalags ákvæðisins. Með MAR hefur framangreind túlkun, um að notkun sé og hafi ávallt verið forsenda innherjasvika, að lokum verið staðfest. Hins vegar hefur hvorki reynt á túlkun 1. mgr. 8. gr. MAR fyrir Evrópudómstólnum né íslenskum dómstólum. MAR er frekar ungt hér á landi en það tók einungis gildi 1. september 2021 og því eðlilegt að ekki hafi reynt á túlkun þess fyrir íslenskum dómstólum. Hins vegar var MAR lögfest innan ESB 16. apríl 2014 en ekki hefur ennþá reynt á túlkun innherjasvikaákvæðisins fyrir Evrópudómstólnum. Það þykir þó ekki áhyggjuefni og ætla má að það gefi einungis til kynna að innihald reglunnar og framkvæmd hennar sé svo skýr að ekki þurfi að reyna á túlkun hennar fyrir dómstólnum. Því verður áhugavert að fylgjast með bæði framkvæmd regluverksins í framtíðinni sem og hvort túlkun ákvæðisins verði í samræmi við þá túlkun sem dómstólar hafa lagt á fyrri innherjasvikaákvæði.

HEIMILDASKRÁ

Aðalsteinn E. Jónasson, „Nýta...til öflunar...“ : misnotkun sem skilyrði innherjasvika“ (2007) 57 Tímarit lögfræðinga 267

——, „Þróun löggjafar um verðbréfavíðskipti: einkavæðing, alþjóðavæðing og vöxtur fjármálamarkaða“ (2008) 5 Tímarit Lögréttu 111

——, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Bókaútgáfan Codex 2009)

——, *Markaðssvik* (Bókaútgáfan Codex 2017)

Andersen PK og Clausen NJ, *Børsretten* (5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2014)

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

——, „Hvaða upplýsingar ber útgefanda að birta?: hugtakið innherjaupplýsingar í tengslum við upplýsingaskyldu útgefanda.“ (2019) 69 (1. tbl.) Tímarit lögfræðinga 3

Bechmann T o.fl., *Verdipapirhandelloven - lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79: med kommentarer* (Universitetsforlaget 2002)

Bergo K, *Børs- og verdipapirrett* (Cappelen akademisk forlag 2004)

Commission, „Commission Staff Working Paper Impact Assessment“ (20. október 2011) SEC(2011) 1217, final

——, „Driving European Recovery“ COM(2009) 114 final Vol 1

——, „Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan“ (Communication) COM(1999) 232 final

——, „Proposal for a Council Directive Coordinating Regulations on Insider Trading“ (Communication) COM(87) 111 final

——, „Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)“ COM(2011) 651 final

Committee of European Securities Regulators, „Level 2 - Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-0989d“ (2002)

——, „Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market CESR/06-562b“ (nóvember 2006)

Committee of the Wise Men, „Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market.“ (European Commission 9. nóvember 2000) <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf> skoðað 1. október 2021

——, „Final Report of the Committee of Wise men on the Regulation of European Securities Markets“ (European Commission 15. febrúar 2001)
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf>
skoðað 1. október 2021

Davíð Þór Björgvinsson, *EES-réttur og landsréttur* (Bókaútgáfan Codex 2006)

Enriques L og Gatti M, „Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan?“ (2008) 14 (1) *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 43

ESMA, „Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)“ (2021)
<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf>
skoðað 20. október 2021

European Parliament, „Report on the proposal for European Parliament and Council Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse)“ (Committee on Economic and Monetary affairs 27. febrúar 2002) COM(2001) 281 final-COD(2001) 118

Fogtdal H, *Børskriminalitet* (1. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2015)

Hansen JL, *Nordic financial market law: the regulation of the financial services in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden* (Djoef Publishing 2003)

——, „The Trinity of Market Regulation: Disclosure, Insider Trading and Market Manipulation“ (2003) 1 (1) *International Journal of Disclosure and Governance* 64

——, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (4. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2008)

——, „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (2010) 7 *European Company Law* 98

——, „The Danish Green Paper on Insider Dealing“ (2011) 12 *European Business Organization Law Review* 251

——, „Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?“ [2016] *Nordic & European Company Law Working Paper* 1

——, „Article 8: Insider Dealing“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

——, „Article 9: Legitimate behaviour“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

——, „Article 14: Prohibition of insider dealing and of unlawful disclosure of inside information“ í Marco Ventoruzzo og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

——, „Issuers’ Duty to Disclose inside Information“ (2017) 18 *ERA Forum* 21

Jóhann Pétur Harðarson, „Keppt um traustið“ (2001) 54 *Úlfljóttur* 155

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

Jónatan Þórmundsson, *Afbrot og refsíabyrg I* (2. útg., Háskólaútgáfan 1999)

Kinander M, „Ten years after: the Spector presumption in MAD, MAR and MAD II“ (2019) 14 Capital Markets Law Journal 364

Klöhn L, „Inside Information without an Incentive to Trade? What’s at Stake in „Lafonta v AMF““ (2015) 10 Capital Markets Law Journal 162

Moalem D og Hansen JL, „Insider Dealing and Parity of information: is Georgakis still Valid?“ (2008) 19 European Business Law Review 949

Mock S, „Article 1: Subject matter“ í Marco Ventrucchio og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

———, „Article 5: Exemption for buy-back programmes and stabilisation“, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

Páll Friðriksson, „Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga“ (2015) 4 (1) Vefrit Fjármálaeftirlitsins <<https://www.fme.is/media/utgefing-efni/Fjarmal-27-april--2015.pdf>> skoðað 23. september 2021

Schauburg-Müller P, „Disclosure of Price-sensitive Information: What Effect do „Intermediate Steps“ Have on the Statutory Disclosure Date?“ (2013) 10 European Company Law 7

Sigurður Lindal og Skúli Magnússon, *Réttarkerfi Evrópusambandsins og evrópska efnahagssvæðisins: megindrættir* (Hið íslenska bókmenntafélag 2011)

The High-Level Group on Financial Supervision, „De Larosiére Report“ (Commission 25. febrúar 2009) <https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf>

United Kingdom’s Financial Conduct Authority (FCA), „Handbook on Market Conduct“ (nóvember 2021) <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/2.pdf>>

Veil R, *European Capital Market Law* (Hart Publishing 2013)

Ventrucchio M, „The Concept of Insider Dealing“ í Marco Ventrucchio og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

Ventrucchio M og Picciau C, „Article 7: Inside information“ í Marco Ventrucchio og Sebastian Mock (ritstj.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017)

Verdipapirhandellovutvalget, „Avsluttende Instilling om revisjon av lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel“ (Finans- og tolldepartementet 1995) (NOU 1996:2) <<https://www.regjeringen.no/contentassets/3fbdcece27ee4dd68d9fa51070a2beff/no/pdfa/nou199619960002000dddpdfa.pdf>>

Watkins D og Burton M (ritstj.), *Research methods in law* (Second edition, Routledge 2018)

Werlauff E og Moalem D, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer* (1. udgave, Gjellerup 2006)