



## BA í lögfræði

### Hugtakið fjárfestingarráðgjöf

Hvenær telst ráðgjöf ófullnægjandi samkvæmt íslenskri réttarframkvæmd?

**Júní, 2023**

**Nafn nemanda:** Eggert Aron Sigurðarson

**Kennitala:** 260899 – 3339

**Leiðbeinandi:** Dr. Arnljótur Ástvaldsson

## Útdráttur

*Hugtakið fjárfestingarráðgjöf: Hvenær telst ráðgjöf ófullnægjandi samkvæmt íslenskri réttarframkvæmd?*

Hugtakið fjárfestingarráðgjöf er skilgreint í lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga en ritgerðin fjallar um hugtakið eins og það birtist í lögum og dómaframkvæmd og þau hugtaksskilyrði sem þurfa að vera fyrir hendi til þess að tiltekin háttsemi teljist vera fjárfestingarráðgjöf. Markmiðið er að skýra og lýsa inntaki hugtaksins og gera grein fyrir því hvenær ráðgjöf telst vera ófullnægjandi til þess að verðbréfafyrirtæki sem veita fjárfestingarráðgjöf annars vegar og viðskiptavinir sem taka við henni hins vegar átti sig betur á þeim réttindum og skyldum sem leiða af hugtakinu. Farið er yfir hvað telst vera persónuleg ráðlegging, hugtakið viðskiptavin og hvað falli undir hugtakið fjármálagerning. Heimfærsla framangreindra hugtaksskilyrða yfir á tiltekna háttsemi er forsenda þess að um fjárfestingarráðgjöf sé að ræða. Ritgerðin fer yfir helstu kröfur sem lagðar eru á verðbréfafyrirtæki þegar þau veita fjárfestingarráðgjöf. Rauði þráðurinn í þeim reglum er að veita ráðgjöf sem hæfir viðskiptavini og veita honum réttar og nægjanlegar upplýsingar svo hann geti tekið upplýsta fjárfestingarákvörðun. Að lokum er rýnt í dómaframkvæmd þar sem deilt er um það hvort fjárfestingarráðgjöf hafi verið ófullnægjandi og tilvikunum er skipt niður í flokka og fjallað um úrlausn dómstóla um það efni. Niðurstaða ritgerðarinnar er að það hvort ráðgjöf sé ófullnægjandi byggist almennt á heildarmati á aðdraganda viðskiptanna, en að jafnaði ber fjárfestingarráðgjafi ábyrgð á því ef ranglega hefur verið lýst yfir að ábyrgð sé takmörkuð með einhverjum hætti.

## **Abstract**

*The term investment advice: When is advice inadequate according to Icelandic case law?*

The term investment advice is defined in Act no. 115/2021 on markets for financial instruments, the essay deals with the term as it appears in case law and the conceptual conditions that must be present in order for certain practice to be considered investment advice. The objective of the essay is to clarify and describe the content of the term and give an account of when advice is deemed to be insufficient so that investment firms that provide investment advice on the one hand and clients who receive it on the other hand, have a better understanding of the rights and obligations that result from the term. It covers what is considered a personal recommendation, the term customer and what is covered by the term financial instrument. Transferring the aforementioned conceptual conditions to specific behavior is a prerequisite for investment advice. The essay reviews the main requirements imposed on investment firms when they provide investment advice. The common thread in those rules is to provide advice that suits the client and to provide him with correct and sufficient information so that he can make an informed investment decision. Finally, case law is reviewed where it is disputed whether investment advice was insufficient, the cases are divided into categories and the court's decision on the matter is discussed. The conclusion of the essay is that whether advice is insufficient is based on an overall assessment of the lead-up to the transaction, but generally the investment advisor is responsible if it has been wrongly declared that liability is limited in some way.

## **Formáli**

Ritgerðin er lokaverkefni til BA gráðu í lögfræði við lagadeild Háskólans í Reykjavík og gildir 15 ECTS einingar. Leiðbeinandi ritgerðarinnar er Dr. Arnljótur Ástvaldsson og vil ég þakka honum fyrir gott samstarf. Áhuga minn á fjármálum má rekja til þess að amma mín, Kristín Ólafsdóttir, hefur brýnt fyrir mér mikilvægi þess að fara vel með eigin fjármuni frá því að ég var ungur. Amma og afi bjuggu á Kirkjusandi í Reykjavík, beint á móti höfuðstöðvum Íslandsbanka. Við amma fórum reglulega með sparnað mitt í bankann þar sem hún kenndi mér hvernig væri best að ávaxta spariféð. Efnahagshrunið 2008 hefur einnig ýtt undir þennan áhuga. Mér þótti námskeið lagadeildarinnar í verðbréfamarkaðsrétti, samningarétti og skaðabótarétti einstaklega skemmtileg og var borðleggjandi að skrifa ritgerð sem tengist þessum sviðum lögfræðinnar, en viðfangsefni ritgerðarinnar snertir á þeim öllum.

Eggert Aron Sigurðarson

*Reykjavík, 19. apríl 2023*

## Efnisyfirlit

Lagaskrá.....	vi
Dómaskrá .....	ix
1 Inngangur .....	2
2 Þróun löggjafar um fjárfestingarráðgjöf .....	3
3 Hugtakið fjárfestingarráðgjöf.....	6
3.1 EES-réttur.....	6
3.2 Gildissvið MiFID laganna.....	7
3.2.1 Aðilar að fjárfestingarráðgjöf .....	8
3.2.2 Munurinn á fjárfestingarþjónustu og fjárfestingarstarfsemi .....	9
3.3 Hugtaksskilyrði fjárfestingarráðgjafar í MiFID lögunum.....	9
3.3.1 Persónuleg ráðlegging.....	9
3.3.2 Til viðskiptavinar .....	12
3.3.3 Í tengslum við fjármálagerninga .....	12
4 Auknar kröfur í tengslum við veitingu fjárfestingarráðgjafar.....	18
4.1 Þekking og hæfni starfsmanna .....	19
4.2 Hagsmunaárekstrar.....	19
4.3 Meginregla um góða viðskiptahætti.....	21
4.4 Hæfismat .....	21
4.5 Óháð ráðgjöf.....	23
4.6 Upplýsingagjöf.....	24
4.7 Sjálfbærni .....	25
5 Hvað telst vera ófullnægjandi ráðgjöf.....	26
5.1 Inngangur .....	26
5.2 Ráðlegging hæfir ekki fjárfesti.....	27
5.3 Villandi eða röng upplýsingagjöf.....	29
5.4 Afleiðingar ófullnægjandi ráðgjafar.....	35

6	Niðurstöður .....	37
---	-------------------	----

## **Lagaskrá**

### *Íslensk lög:*

Lög um aðgerðir gegn markaðssvikum nr. 60/2021

Lög um aðgerðir gegn peningabætti og fjármögnun hryðjuverka nr. 140/2018

Lög um einkahlutafélög nr. 140/2018

Lög um Evrópska efnahagssvæðið nr. 2/1993

Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002

Lög um loftlagsmál nr. 70/2012

Lög um markaði fyrir fjármálagerninga nr. 115/2021

Lög um peningamarkaðssjóði nr. 6/2023

Lög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða nr. 45/2020

Lög um sértryggð skuldabréf nr. 11/2008

Lög um sölu fasteigna og skipa nr. 70/2015

Lög um útgáfu og meðferð rafeyris nr. 17/2013

Lög um verðbréfasjóði nr. 116/2021

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007

### *Brottfallin íslensk lög:*

Lög um breytingar á lagaákvæðum um fjármálafyrirtæki o.fl. nr. 111/2007

Lög um breytingu á lögum um verðbréfavíðskipti, með síðari breytingum nr. 31/2005

Lög um verðbréfamíðlun nr. 27/1986

Lög um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði nr. 20/1989

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 9/1993

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 13/1996

Lög um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003

### *Reglugerðir:*

Reglugerð nr. 970/2021 um fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og upplýsingagjöf

Reglugerð nr. 976/2021 um verndun fjármálagerninga og fjármuna víðskiptavina, skyldur við vörubrúun og um veitingu og móttöku þóknana, umboðslauna eða hvers konar ávinnings

*Lögskýringargögn:*

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

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

Alþt. 2007, A-deild, þskj. 7 - 7. mál.

Alþt. 2014-2015, A-deild, þskj. 234 - 208 mál.

Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 1081 - 624. mál.

Alþt. 2022-2023, A-deild, þskj. 1339 - 415. mál.

Alþt. 2022-2023, A-deild, þskj. 1392 - 890. mál.

*Reglugerðir Evrópusambandsins:*

Reglugerð Evrópuþingsins og Ráðsins (ESB) 2019/2088 frá 27. nóvember 2019 um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu

Reglugerð Evrópuþingsins og Ráðsins (ESB) 2020/852 frá 18. júní 2020 um að koma á ramma til að greiða fyrir sjálfbærri fjárfestingu og um breytingu á reglugerð (ESB) 2019/2088

Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology, and Amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU (Text with EEA Relevance) 2022 (OJ L)

Reglugerð Evrópuþingsins og Ráðsins (ESB) nr. 596/2014 frá 16. apríl 2014 um markaðssvik (reglugerð um markaðssvik) og um niðurfellingu á tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2003/6/EB og tilskipunum framkvæmdastjórnarinnar 2003/124/EB, 2003/125/EB og 2004/72/EB

*Framseldar reglugerðir Evrópusambandsins*

Framseld reglugerð Framkvæmdastjórnarinnar (ESB) 2017/565 frá 25. apríl 2016 um viðbætur við tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2014/65/ESB að því er varðar skipulagskröfur og rekstrarskilyrði verðbréfafyrirtækja og hugtök sem skilgreind eru að því er varðar þá tilskipun

*Tilskipanir Evrópusambandsins:*

Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 Implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as Regards Organisational Requirements and Operating Conditions for Investment Firms and Defined Terms for the Purposes of That Directive (Text with EEA Relevance) 2006



Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field 1993

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (Recast) Text with EEA Relevance 2014

*Óinnleiddar tilskipanir Evrópusambandsins:*

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 2020

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets, and Amending Directive (EU) 2019/1937 2020

## **Dómaskrá**

Hrd. 2. maí 2013 í máli nr. 631/2012

Hrd. 3. mars 2016 í máli nr. 449/2015

Hrd. 14. maí 2014 í máli nr. 218/2014

Hrd. 16. janúar 2014 í máli nr. 509/2013

Hrd. 17. apríl 2013 í máli nr. 222/2013

Hrd. 24. janúar 2011 í máli nr. 638/2010

Hrd. 24. janúar 2013 í máli nr. 253/2012

Hrd. 24. nóvember 2011 í máli nr. 117/2011

Hrd. 24. nóvember 2011 í máli nr. 118/2011

Hrd. 24. nóvember 2011 í máli nr. 119/2011

Hrd. 24. nóvember 2011 í máli nr. 120/2011

Hrd. 25. ágúst 2014 í máli nr. 396/2014

Hrd. 26. september 2012 í máli nr. 472/2012

Hrd. 30. september 2015 í máli nr. 553/2015

# 1 Inngangur

Fyrirvara á borð við *ávöxtun í fortíð gefur ekki áreiðanlega vísbendingu um framtíðarávöxtun og fjárfestar kunna að fá minna til baka en upphaflega var fjárfest fyrir* eða annan honum sambærilegan er gjarnan að finna í skilmálum verðbréfafyrirtækja og ekki að ástæðulausu. Nýverið hefur áhugi almennings á fjármálamörkuðum stóraukist, sér í lagi vegna vel heppnaðra hlutafjárútboða og mikilla verðhækkana markaðarins. Í lok júní 2021 áttu yfir 32.000 einstaklingar hlut í félagi skráðu í kauphöll Nasdaq Iceland, sem jafngildir fjórfaldri fjölgun einstaklinga á um 18 mánuðum fyrir þann tíma.<sup>1</sup> Framboð á sífellt flóknari fjármálagerningum og þjónustu í tengslum við fjármálamarkaði gerir fjárfestingarráðgjöf stöðugt mikilvægari lið í fjármálaþjónustu fyrir fjárfesta þegar þeir taka ákvarðanir, þá sérstaklega fyrir þá sem eru óreyndir á markaðinum.<sup>2</sup>

Inntak hugtaksins fjárfestingarráðgjöf hefur ekki alltaf verið skýrt í lögum sem getur leitt til misferlis og ófullnægjandi fjárfestaverndar. Evrópusambandið hefur því reynt að skilgreina og setja skýrar reglur um þjónustuna, meðal annars með tilskipun 2014/65/ESB („MiFID II“) og framseldri reglugerð nr. 2017/565 („framseld reglugerð MiFID II“) sem útfærir ákvæði tilskipunarinnar nánar. MiFID II er meðal annars ætlað að tryggja að fjárfestingarráðgjöf sé framkvæmd með siðferðilegum og gagnsæjum hætti. Það veitir nauðsynlega vernd við notkun þjónustunnar og tryggir traust þeirra á þjónustu verðbréfafyrirtækja og fjármálamarkaðinum almennt. MiFID II tilskipunin var innleidd með lögum nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga („MiFID lögin“).

Ritgerðin er byggð á hefðbundinni dogmatískri aðferðafræði lögfræðirannsókna þar sem farið er yfir viðeigandi lagaákvæði og þau skýrð og túlkuð með kerfisbundnum hætti. Íslensk löggjöf, viðeigandi Evrópulöggjöf og íslensk dómaframkvæmd hefur verið skoðuð til að leita svara við spurningum höfundar. Markmiðið er að skýra og lýsa inntaki hugtaksins fjárfestingarráðgjöf og einstökum þáttum þess, samkvæmt skilgreiningum MiFID laganna, MiFID II og framseldu reglugerðar MiFID II ásamt skírskotunum til annarrar tengdrar lögjafar eftir þörfum. Skoðað verður hvaða skilyrði þurfa að vera fyrir hendi svo að háttsemi teljist fjárfestingarráðgjöf og hvaða réttindi og skyldur geta leitt af hugtakinu. Tilgangurinn er að útskýra áhrif reglnanna á viðskiptavini sem móttaka fjárfestingarráðgjöf annars vegar, og

---

<sup>1</sup> „Hlutabréfaeign almennings hefur fjórfaldast frá 2019“ (*Kjarninn*, jún 2021) <<https://kjarninn.is/frettir/hlutabrefaeign-almennings-hefur-fjorfoldast-fra-2019/>> skoðað 18. apríl 2023.

<sup>2</sup> Sjá til hliðsjónar, 3. formála tilskipunar Evrópuþingsins og Ráðsins 2014/65/ESB frá 15. maí 2014 um markaði fyrir fjármálagerninga.

verðbréfafyrirtæki sem veita hana hins vegar. Loks verður farið yfir dóma sem endurspeglar áhrif þeirra gætir þegar leyst er úr deilum um þetta efni og hvenær ráðgjöf telst ófullnægjandi.

Fyrst verður skoðuð sú þróun sem hefur átt sér stað á þeirri löggjöf sem gildir um fjárfestingarráðgjöf. Í framhaldi af því er vikið að hugtakinu fjárfestingarráðgjöf, uppruna þess í EES-rétti, gildissviði MiFID laganna og hugtaksskilyrðum fjárfestingarráðgjafar. Næst eru helstu, auknu kröfur sem leiða af veitingu fjárfestingarráðgjafar flokkaðar og þeim gerð nánari skil; þekking á þessum kröfum er forsenda þess að geta skilgreint hvenær um ófullnægjandi ráðgjöf er að ræða. Í byrjun kaflans er greint almennt frá ófullnægjandi ráðgjöf, en kaflinn skiptist svo eftir því í hverju hin ófullnægjandi ráðgjöf fólst og í lok kaflans er fjallað um þær afleiðingar sem geta leitt af ófullnægjandi ráðgjöf. Að lokum eru helstu niðurstöður teknar saman í 6. kafla.

## 2 Þróun löggjafar um fjárfestingarráðgjöf

Í fyrstu lögum um verðbréfamiðlun nr. 27/1986 varð verðbréfamiðlun starfsleyfisskyld og lýst sem „milligöngu, sem veitt er gegn endurgjaldi, um kaup eða sölu verðbréfa og sérfræðiráðgjöf um slík viðskipti“. Í athugasemdum við frumvarpið kom fram að eðlilegt þætti að ráðgjöf um verðbréfavíðskipti félli undir hugtakið verðbréfamiðlun og sé starfsleyfisskyld „þar sem ráðgjöf í ágóðaskyni til annarra um kaup eða sölu verðbréfs getur eðli málsins samkvæmt verið ein þýðingarmesta ástæða til ákvörðunar kaupanda eða seljanda um viðskiptin.“<sup>3</sup>

Var sá háttur enn viðhafður í lögum um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði nr. 20/1989 og lögum um verðbréfavíðskipti nr. 9/1993. Hugtakið fjárfestingarráðgjöf var ekki skilgreint í þeim, heldur aðeins hugtakið verðbréfamiðlun. Þegar lög nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti tóku við og innleiddu tilskipun nr. 93/22/EBE („ISD-tilskipunin“) var hugtakið verðbréfamiðlun ekki lengur skilgreint, og féll því skilyrði um endurgjald einnig út. Fjárfestingarráðgjöf var hins vegar skilgreind sem viðbótarþjónusta í lögnum og því ekki starfsleyfisskyld á þeim tíma.

Með lögum nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki („fftl.“) voru engar breytingar gerðar á fyrirkomulaginu, en lög nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti breyttu ákvæðinu smávægilega, hugtakinu verðbréf var skipt út fyrir fjármálagerninga. Engar frekari skýringar var að finna í lögnum á því hvað fælist í fjárfestingarráðgjöf.<sup>4</sup> Breytingarlög nr. 111/2007 sem breyttu fttl.

<sup>3</sup> Alpt. 1988-1989, A-deild, þskj. 1 - 1. mál.

<sup>4</sup> Sjá t.d. Alpt. 2004-2005, A-deild, þskj. 767 - 503. mál. Þróun löggjafar um verðbréfavíðskipti er rakin í d. lið I. kafla frumvarpsins, en hvergi er minnst á fjárfestingarráðgjöf í þeim lögum sem þar eru rakin.

í samræmi við tilskipun nr. 2004/39/EB („MiFID I“) gerðu veitingu fjárfestingarráðgjafar starfsleyfisskylda á ný, enda gerðu ákvæði tilskipunarinnar ráð fyrir því.

Þróun á starfsleyfisskyldu fjárfestingarráðgjafar er áhugaverð því upphaflegu rökin fyrir því að gera þjónustuna starfsleyfisskylda breyttust aldrei. Fjöldi og flækjustig viðskipta kallar í raun enn frekar eftir starfsleyfisskyldu. Fyrirnefndar athugasemdir með frumvarpi til laga nr. 27/1986 um verðbréfamiðlun vísa til þess að ráðgjöf um verðbréfaviðskipti geti verið ein þýðingarmesta ákvörðun viðskiptaaðila, og það hefur átt við allan tímann. Þegar starfsemin var aftur gerð starfsleyfisskyld, var eini rökstuðningurinn fyrir því sá að ákvæði ISD-tilskipunarinnar krefðust þess.

Lög um verðbréfaviðskipti nr. 108/2007 (hér eftir „vvl.“) fólu í sér fyrstu skýringuna á hugtakinu fjárfestingarráðgjöf,<sup>5</sup> en vvl. skilgreindu fjárfestingarráðgjöf í 4. tölul. 2. gr. laganna sem „persónulegar ráðleggingar til viðskiptavinar í tengslum við fjármálagerninga, hvort sem er að frumkvæði viðskiptavinarins eða þess sem þjónustuna veitir.“ Þessi skilgreining er nú orðrétt í MiFID lögunum. Í athugasemdum við frumvarpið sem varð að lögum nr. 108/2007 segir að nauðsynlegt þyki að skilgreina hugtakið frekar þar sem það teljist nú til verðbréfaviðskipta, skilgreiningin byggist á 4. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID I.<sup>6</sup> Þá er sérstaklega tekið fram í fyrirnefndum athugasemdum að skilyrðið um ráðleggingu í tengslum við fjármálagerninga feli það í sér að ráðleggingar um uppbyggingu eignasafns, svo sem hlutfall hlutabréfa og skuldabréfa, teljist ekki vera fjárfestingarráðgjöf. Ráðgjöfin þarf því að tengjast tilteknum fjármálagerningum.

Tilskipun nr. 2006/73/ESB skilgreindi hugtakið fjárfestingarráðgjöf nánar. Í 52. gr. segir að með persónulegum ráðleggingum sé átt við ráðleggingar sem sendar eru einstaklingi sem fjárfestis, hugsanlegs fjárfestis eða umboðsmanns viðkomandi aðila. Ráðleggingar þarf að kynna þannig að þær henti, eða byggist á athugun á aðstæðum viðkomandi. Þær verða að vera ráðleggingar um aðgerðir sem ákvæðið tilgreinir með tæmandi hætti. Ráðleggingar einungis veittar með almennum dreifingarleiðum eða veittar almenningi töldust ekki persónulegar.<sup>7</sup> Undirbúningsaðgerðir verðbréfafyrirtækis við veitingu á fjárfestingarþjónustu eða starfsemi teljast óaðskiljanlegur þáttur í þeirra þjónustu eða starfsemi, þ.m.t. almennar ráðleggingar verðbréfafyrirtækja til viðskiptavina eða hugsanlegs viðskiptavinar fyrir eða á meðan á fjárfestingarráðgjöf stendur sbr. 87. formála tilskipunarinnar.

<sup>5</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, „Þróun löggjafar um verðbréfaviðskipti“ (2008) 5 Tímarit Lögréttu 111, bls. 136.

<sup>6</sup> Alþt. 2007, A-deild, þskj. 7 - 7. mál., athugasemdir við 4. tölul. 2. gr.

<sup>7</sup> sama heimild, athugasemdir við 4. tölul. 2. gr.

Hugtakið opinber fjárfestingarráðgjöf kom inn með breytingarlögum nr. 31/2005 og var skilgreint í 12. tölul. 2. gr. vvl. sem:

Greining eða samantekt upplýsinga sem felur í sér ráðleggingar um kaup eða sölu á fjármálagerningum eða leggur til fjárfestingarstefnu, með beinum eða óbeinum hætti, sem varða einn eða fleiri fjármálagerninga eða útgefendur þeirra og sem ætlaðar eru almenningi eða eru líklegar til að verða aðgengilegar almenningi, svo sem ef þeim er dreift til stórs hóps manna.

Þannig þyrfti ráðlegging um fjárfestingarstefnu einnig að varða tiltekinn fjármálagerning. Ráðlegging um uppbyggingu eignasafns myndi því heldur ekki falla undir hugtakið. Í athugasemdum við 1. gr. breytingarlaganna segir að bein ráðlegging sé til dæmis þegar ráðlagt er að kaupa eða selja. Óbein ráðlegging væri þá til dæmis þegar fjallað er um framtíðarþróun á gengi verðbréfa eða ef umfjöllun er slík að niðurstaða fjárfestingarráðgjafar er ljós, þó ekki sé minnst berum orðum á kaup eða sölu.

Í þessu samhengi má nefna 20. gr. reglugerðar Evrópuþingsins og Ráðsins (ESB) nr. 596/2014 („MAR“), sbr. 2. gr. laga nr. 60/2021 um aðgerðir gegn markaðssvikum, sem fjallar um þá sem semja eða dreifa ráðleggingum um fjárfestingar eða öðrum upplýsingum sem fela í sér ráðleggingu eða tillögu um fjárfestingaráætlun og kröfur til þeirra. Í MAR er þó notast við hugtakið fjárfestingarráðleggingar sem er skilgreint í 35. tölul. 1. mgr. 3. gr. MAR með eftirfarandi hætti:

upplýsingar sem með beinum eða óbeinum hætti fela í sér ráðleggingu eða tillögu um fjárfestingaráætlun í tengslum við einn eða fleiri fjármálagerninga eða útgefendur, þ.m.t. álit á núverandi virði eða verði eða framtíðarvirði eða -verði slíkra gerninga, sem ætlunin er að fari um dreifileiðir eða ætluð er almenningi.

Því er einnig lýst í 34. tölul. 1. mgr. 3. gr. MAR hvenær upplýsingar fela í sér ráðleggingu eða tillögu um fjárfestingaráætlun, en það eru upplýsingar:

i. sem beint eða óbeint fela í sér tiltekna tillögu um fjárfestingu í tengslum við fjármálagerning eða útgefanda og sem óháður sérfræðingur, verðbréfafyrirtæki, lánastofnun eða annar aðili sem hefur það að aðalstarfsemi að veita ráðleggingar um fjárfestingar, eða einstaklingur sem starfar hjá slíkum aðila samkvæmt ráðningarsamningi eða á annan hátt, leggur fram eða

ii. sem aðrir en þeir aðilar, sem um getur í i. lið, veita og fela í sér beina tillögu um tiltekna fjárfestingarákvörðun í tengslum við fjármálagerning,

Þannig getur ráðgjöf sem uppfyllir þessi skilyrði fallið innan gildissviðs MAR, og fjallar 36. gr. framseldu reglugerðar MiFID II um skipulags og markaðsefniskröfur í þessu tilliti.

### 3 Hugtakið fjárfestingarráðgjöf

#### 3.1 EES-réttur

Á grundvelli EES-samningsins er Íslandi skylt að innleiða tiltekna Evrópugerðir í landsrétt. Þegar um reglugerð er að ræða er lítið svigrúm veitt, en tilskipanir gera aðeins kröfu um að tryggja að í landsrétti sé að finna reglur sem nægi til að markmiðum hennar verði náð og ráða samningsríki almennt formi og aðferð innleiðingar skv. b. lið 7. gr. laga nr. 2/1993 um Evrópska efnahagssvæðið („EES-samningurinn“). Með MiFID lögunum eru meðal annars leidd í lög ákvæði MiFID II tilskipunarinnar og framseldu reglugerðar MiFID II, sbr. 2. tölul. 1. mgr. 3. gr., sem útfærir nánar atriði í MiFID II.

Ákvæði íslenskra laga og reglna sem innleiða löggjöf frá Evrópusambandinu ber að skýra að svo miklu leyti sem við á, til samræmis við EES-samninginn og þær reglur sem á honum byggja, sbr. 3. gr. EES-samningsins er að innleiða bókun 35 við samninginn sem kveður á um skyldu Íslands til að setja lagaákvæði sem tryggir að EES-reglur gildi þegar önnur sett lög rekast á við EES-reglurnar. Ákvæðið hefur verið talið ganga skammt miðað við þær kröfur sem leiða af bókun 35.<sup>8</sup> Af dómaframkvæmd Hæstaréttar er ljóst að eins og staðan er í dag njóta réttilega innleiddar EES-reglur ekki forgangs í íslenskum rétti, og því er skuldbinding Íslands samkvæmt bókun 35 ekki uppfyllt.<sup>9</sup> Opið samningsbrotamál Eftirlitsstofnunar EFTA og rökstutt álit hennar í september 2020, vegna innleiðingarinnar, sýna að 3. gr. dugar ekki til. Fyrir Alþingi liggur því frumvarp til laga sem er ætlað að lagfæra þá annmarka sem eru til staðar á innleiðingu bókunar 35.<sup>10</sup> Verði frumvarpið að lögum ætti þessi krafa um einsleitni íslenskra reglna og EES-reglna að vera uppfyllt þannig að lagaákvæði sem réttilega innleiðir skuldbindingu samkvæmt EES-samningnum hafi forgang gagnvart öðrum ósamrýmanlegum almennum lagaákvæðum. Komi upp álitamál varðandi árekstur EES-reglna og innlendra reglna varðandi fjárfestingarráðgjöf ætti staðan þá að vera skýr.

---

<sup>8</sup> Sigurður Líndal og Skúli Magnússon, *Réttarkerfi Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins: Megindrættir* (Hið íslenska bókmenntafélag 2011), bls. 175-177.

<sup>9</sup> Margrét Einarsdóttir og Stefán Már Stefánsson, „Um valdamörk og valdheimildir stofnanna Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins“ (2018) 68 Tímarit lögfræðinga 343, bls. 374.

<sup>10</sup> Alþt. 2022-2023, A-deild, þskj. 1392 - 890. mál.

Ákvæði MiFID II tilskipunarinnar og reglna sem byggja á henni miða meðal annars að því að tryggja fjárfestum lágmarks vernd gagnvart fjármálafyrirtækjum. Reglurnar eru almennt kallaðar reglur um fjárfestavernd, þeim er meðal annars ætlað að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra og tryggja að verðbréfafyrirtæki veiti viðskiptavinum upplýsingar í samræmi við þekkingu og reynslu þeirra um þá þjónustu og fjárfestingakosti sem í boði eru. Ýmsar skyldur eru lagðar á verðbréfafyrirtæki en hvergi er þó fjallað um hvaða einkaréttarlegu úrræði eru tæk, vanræki verðbréfafyrirtæki að framfylgja þessum skyldum sínum. Einungis er fjallað um heimildir eftirlitsaðila.

Samkvæmt meginreglu Evrópurettar um réttarfarslegt sjálfræði mæla Evrópureglur almennt ekki fyrir um hvernig aðildarríki skuli tryggja réttindi einkaaðila samkvæmt þeim að landsrétti. Það er undir aðildarríkjunum komið að koma á úrræðum til að ná markmiðum MiFID II tilskipunarinnar. Evrópudómstóllinn segir það vera „hlutverk dómstóla aðildarríkjanna að tryggja framkvæmd þessara réttinda samkvæmt reglum landsréttar.“<sup>11</sup> Hins vegar er ekki fjallað um einkaréttarleg úrræði í MiFID lögnum sem innleiða tilskipunina, en sama staða var uppi við innleiðingu á MiFID I tilskipuninni með vvl. Valgerður Sólves sagði þá að álykta verði að almennar reglur fjármunaréttar gildi um einkaréttarleg lögskipti á grundvelli laganna, þar á meðal reglur um ógildingu samninga og skaðabætur.<sup>12</sup> Hún veltir því einnig upp hvort slík innleiðing teljist fullnægjandi en ekki er tilefni til að fjalla um það efni frekar hér.

### 3.2 Gildissvið MiFID laganna

Gildissvið MiFID laganna er afmarkað í 1. mgr. 1. gr. laganna. Lögin gilda um verðbréfafyrirtæki, rekstraraðila markaða, veitendur gagnaskýrsluþjónustu og fyrirtæki í þriðja landi sem veita fjárfestingarþjónustu eða stunda fjárfestingarstarfsemi hérlandis. Lögin gilda einnig um verðbréfafyrirtæki þegar þau veita viðbótarþjónustu í nánnum tengslum við fjárfestingarþjónustu eða fjárfestingarstarfsemi. Þó segir í 11. tölul. 1. mgr. 2. gr. að lögin gildi ekki um aðila sem veita fjárfestingarráðgjöf, án þess að endurgjald komi sérstaklega til fyrir hana, meðfram því að veita aðra þjónustu í atvinnuskyni sem ekki fellur undir lög þessi.<sup>13</sup> Að lokum segir ákvæðið að um gildissvið reglugerðar Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr.

---

<sup>11</sup> Skúli Magnússon, „Málkot ákvarðana um að leita ráðgefandi álits EFTA-dómstólsins frá sjónarhóli EES-réttar“ (2009) 62 Úlfjótur - tímarit laganema 5, bls. 6.

<sup>12</sup> Valgerður Sólves, „Afleiðingar brota á reglum um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja: Nýleg dæmi úr dómaframkvæmd Hæstaréttar Íslands og Hæstaréttar Noregs“, *Afmælisrit Viðar Már Matthíasson sextugur 16. ágúst 2014* (Bókaútgáfan Codex 2014), bls. 543.

<sup>13</sup> Til dæmis gæti ráðgjöf lögmanns hugsanlega fallið hér undir.



600/2014 um markaði fyrir fjármálagerninga og um breytingu á reglugerð (ESB) nr. 648/2012 (MiFIR), sbr. 3. gr., fari samkvæmt 1. gr. reglugerðarinnar.

### 3.2.1 Aðilar að fjárfestingarráðgjöf

Fjárfestingarráðgjöf var gerð að starfsleyfisskyldri starfsemi með MiFID I. Samkvæmt 5. gr. MiFID laganna er veiting á fjárfestingarþjónustu/-starfsemi háð starfsleyfi og er verðbréfafyrirtæki því aðeins heimilt að veita fjárfestingarþjónustu og stunda fjárfestingarstarfsemi eftir að Fjármálaeftirlitið („FME“) hefur veitt því starfsleyfi. Eignastýring og ráðgjöf eru meðal mögulegra heimilda lánastofnana sbr. 3., 4. gr. og 11. tölul. 1. mgr. 20. gr. ffl. Þá geta rekstraraðilar sérhæfðra sjóða einnig, að fengnu sérstöku leyfi FME, veitt fjárfestingarráðgjöf, sbr. 2. tölul. 3. mgr. 9. gr. laga um sérhæfða sjóði. Veiting starfsleyfisskyldrar þjónustu án starfsleyfis varðar allt frá stjórnvaldssekt, sbr. 1. tölul. 110. gr. ffl. til tveggja ára fangelsis, sbr. 1. tölul. 112. gr. b. ffl. Verðbréfafyrirtæki sem veita fjárfestingarráðgjöf skulu einnig tryggja að þeir starfsmenn sem veita fjárfestingarráðgjöf fyrir hönd þess hafi næga þekkingu og hæfni til að uppfylla skyldur 33.- 38. og 44- 46. gr. MiFID laganna, sbr. 39. gr. sömu laga. Þá gerir 40. gr. laganna kröfu um að starfsmenn sem veiti fjárfestingarráðgjöf hafi verðbréfaréttindi.

Starfsfólki verðbréfafyrirtækja með viðeigandi starfsleyfi frá FME er því einum heimilt að veita fjárfestingarráðgjöf. Jafnframt þarf viðkomandi starfsmaður að hafa umboð fyrirtækisins til að veita ráðgjöfina, enda þarf fyrirtækið að tryggja að starfsmaðurinn uppfylli ofangreindar kröfur. Spurning er hvenær slíkur starfsmaður veitir ráðgjöf í tengslum við starf sitt og á ábyrgð vinnuveitanda síns og hvenær ekki. Þegar starfsmaður veitir fjárfestingarráðgjöf fyrir hönd verðbréfafyrirtækis, á vinnutíma og vinnustað er almennt lítil vafi á því að ráðgjöfin sé veitt fyrir hönd félagsins. Sennilega einnig þó ráðgjöfin fari fram utan húsakynna vinnuveitanda, til dæmis á skrifstofu viðskiptavinar. Meiri vafi væri uppi ef starfsmaður veitir ráðgjöf í frítíma sínum, til dæmis í matarboði eða öðrum óformlegum aðstæðum, þar sem viðkomandi starfsmaður gæti kynnt sig sem sérfræðing fyrir fyrirtækið fyrir þeim sem móttækur ráðgjöfina. Spurningin er því hvenær er þessi aðili starfsmaður bankans og hvenær er hann óháður einstaklingur.<sup>14</sup>

Í þessu samhengi vaknar spurning um réttarstöðu þess sem móttækur fjárfestingarráðgjöf án umboðs verðbréfafyrirtækis en ráðleggingin fellur undir hugtaksskilyrði fjárfestingarráðgjafar samkvæmt MiFID lögunum. Hugsanlega væri réttarstaðan sambærileg

---

<sup>14</sup> Sjá nánar: Eva Dís Pálmadóttir, „Skaðabótaábyrgð fjármálafyrirtækja á ráðgjöf: Lágmarkskröfur til fjármálaráðgjafar“ (2003) 56 Úlfjótur - tímarit laganema 229, einkum kafla 3.6.

og þegar verðbréfafyrirtæki veita ófullnægjandi ráðgjöf, þó með þeim fyrirvara að sérstaklega ríkar kröfur eru gerðar til þeirra. Skoða verður hverju móttakandi ráðgjafarinnar mátti réttilega búast við af þeim sem veitti ráðgjöfina.

Í lögunum er hins vegar ekki að finna sérstakar hömlur á því hvaða aðilar mega taka við fjárfestingarráðgjöf. Þó er skýrt að skylda verðbréfafyrirtækis til að veita ráðgjöf sem hæfir viðskiptavini, að óheimilt er að ráðleggja viðskiptavini að kaupa fjármálagerninga sem hæfa honum ekki.

### 3.2.2 *Munurinn á fjárfestingarþjónustu og fjárfestingarstarfsemi*

Greint er á milli fjárfestingarþjónustu (e. investment services), sem er veitt þriðja aðila annars vegar og fjárfestingarstarfsemi (e. investment activities) hins vegar. Með starfsemi er því átt við að stunduð sé sú háttsemi sem talin er upp í 16. tölul. eða 67. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna, án þess að um þjónustu til þriðja aðila sé að ræða, en eins og fyrr segir fellur fjárfestingarþjónusta undir e-liðinn. Dæmi um fjárfestingarstarfsemi er deild innan fyrirtækis sem annast til dæmis fjárfestingarráðgjöf til stjórnarinnar eða eignastýringu félagsins. Deildin veitir ekki þriðja aðila þjónustu og er því ekki um viðskiptasamband að ræða. „Slík viðskipti yrðu skilgreind sem viðskipti [starfsemi] með fjármálagerninga fyrir eigin reikning ... Slík starfsemi er hins vegar ekki starfsleyfisskyld og gilda því ekki ýmis ákvæði um viðkomandi starfsemi, t.d. fjárfestavernd og viðskiptahættir fjármálafyrirtækja, gagnsæi viðskipta [...]“<sup>15</sup>

### 3.3 **Hugtaksskilyrði fjárfestingarráðgjafar í MiFID lögunum**

Samkvæmt 15. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna er fjárfestingarráðgjöf skilgreind sem persónulegar ráðleggingar til viðskiptavinar í tengslum við fjármálagerninga, hvort sem það er að frumkvæði viðskiptavinarins eða þess sem þjónustuna veitir. Þessi skilgreining er byggð á 4. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID II. Til að átta sig á því hvort um fjárfestingarráðgjöf sé að ræða er mikilvægt að greina þau hugtaksskilyrði sem felast í ákvæðinu. Uppfylli ráðgjöf ekki skilyrðin, telst hún ekki vera fjárfestingarráðgjöf í skilningi MiFID laganna.<sup>16</sup>

#### 3.3.1 *Persónuleg ráðlegging*

Skilyrðið lýtur að eðli samskipta aðilanna, en ráðleggingu þarf að vera beint persónulega að einhverjum einstaklingi, lögaðila eða hópi þeirra. Þannig fellur ráðgjöf sem beint er að almenningi utan þessa skilyrðis, sbr. 14. formála framseldu reglugerðar MiFID II. Með persónulegri ráðleggingu er átt við ráðleggingu til aðila sem er fjárfestir, hugsanlegur fjárfestir

<sup>15</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (Bókaútgáfan Codex 2009), bls. 100.

<sup>16</sup> Aðalsteinn E. Jónasson og Andri Fannar Bergþórsson, „Auknar kröfur til fjárfestaverndar með tilkomu MiFID II: Mat á hæfi og tilhlýðileika“ (2020) 70 Tímarit lögfræðinga, bls. 544.

eða umboðsmaður hans, sbr. 9. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Ákvæðið leggur þá skyldu á þann sem veitir fjárfestingarráðgjöfina að setja hana fram annað hvort þannig að hún hæfi viðkomandi eða byggi á mati á aðstæðum hans<sup>17</sup> og sé ráðlegging um að:

- a) kaupa, selja, skrá sig fyrir, skipta, innleysa, halda/eiga eða sölutryggja tiltekinn fjármálagerning, eða
- b) nýta eða nýta ekki rétt, sem tiltekinn fjármálagerningur veitir, til að kaupa, selja, skrá sig fyrir, skipta eða innleysa fjármálagerning.

Mikilvægt er að hafa í huga að um ráðleggingu er að ræða, endanleg ákvörðun um viðskipti liggur hjá viðskiptavininum en ekki verðbréfafyrirtækinu. Afmörkunin á ráðleggingu getur verið víðtæk en þó með þeirri takmörkun sem greinir í 3. mgr. 9. gr. reglugerðarinnar um að ráðlegging sem eingöngu er veitt almenningi, telst ekki vera persónuleg ráðlegging. Hins vegar er tekið fram í 14. formála reglugerðarinnar að í ljósi fjölda milliliða sem veita persónulegar ráðleggingar verður að skýra að ráðlegging, jafnvel er ætluð fáum útvöldum og birt er á netinu eða öðrum sambærilegum dreifileiðum, gæti talist persónuleg ráðlegging.

Sérstaklega er tekið fram í 15. formála framseldu reglugerðar MiFID II að almenn ráðgjöf um tiltekna tegund fjármálagernings telst ekki vera fjárfestingarráðgjöf í skilningi MiFID II. Hugsanlega gæti það fallið undir viðbótarþjónustu samkvæmt f-lið 67. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna. Hins vegar, ef verðbréfafyrirtæki veitir slíka almenna ráðgjöf, setta fram þannig að hún hæfi eða byggi á aðstæðumati viðskiptavinar, og ráðgjöfin hæfi ekki viðskiptavininum eða aðstæðum hans í reynd, er sennilegt að verðbréfafyrirtækið hafi brotið gegn, annars vegar kröfu 1. mgr. 33. gr. MiFID laganna um að starfa heiðarlega, af sanngirni og fagmennsku, með hagsmuni viðskiptavina að leiðarljósi, og hins vegar kröfu 1. mgr. 34. gr. MiFID laganna um skýra og ekki villandi upplýsingagjöf. Ráðgjöf eignasafnsstjóra til viðskiptavinar um að veita honum umboð eða breyta því til að taka ákvarðanir, telst til fjárfestingarráðgjafar og er hæfismat því nauðsynlegt, sbr. 89. formála framseldu reglugerðar MiFID II. Þrátt fyrir að hugtakið eða afbrigði af því hafi verið í verðbréfalöggjöf um áratugabil koma enn upp vafatilvik hjá þeim sem starfa á verðbréfamarkaði, á því hvort um ráðleggingu sé að ræða.

Í eldri löggjöf var talað um „aðalþjónustu/-starfsemi“ (e. core investment services and activities). Í núgildandi löggjöf er hins vegar talað um fjárfestingarþjónustu og fjárfestingarstarfsemi, hugtakið er skilgreint í 16. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna og er í nú

---

<sup>17</sup> Sjá kafla 4.4. um mat á hæfi.

staflíðum og fjárfestingarráðgjöf fellur undir e-lið ákvæðisins. Viðbótarþjónusta (e. ancillary services) er skilgreind í 67. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna og er talin upp í sjö staflíðum. Fjárfestingarrannsóknir og greiningar eða önnur form af almennum ráðleggingum í tengslum við viðskipti með fjármálagerninga falla undir ákvæðið sbr. f-lið þess. Hentugt er að veita þessa þjónustu samhliða fjárfestingarráðgjöf og kann jafnframt að vera hluti fjárfestingarráðgjafar. Viðbúið er að fjárfestingarráðgjafi þurfi annað hvort að hafa rannsakað hugsanlega fjárfestingarkosti svo hægt sé að veita ráðgjöf sem hentar viðskiptavini, eða slík þjónusta sé aðkeypt. Til skýringar má einnig skoða hvaða háttsemi það er sem fellur undir þessa tilteknu viðbótarþjónustu. Fjallað er um greiningu frá þriðja aðila sem látin er verðbréfafyrirtæki í té í 36. gr. MiFID laganna og í skilningi greinarinnar telst samkvæmt 6. mgr. til greininga:

greiningarefni og -þjónusta í tengslum við einn eða fleiri fjármálagerninga eða aðrar eignir, eða útgefendur eða hugsanlega útgefendur fjármálagerninga, eða greiningarefni og -þjónusta sem tengist náið ákveðnum iðnaði eða markaði að því leyti sem það felur í sér álit á fjármálagerningi, eign eða útgefanda í þeim iðnaði eða á þeim markaði.

Einnig telst til greininga samkvæmt 7. mgr. greiningarefni og -þjónusta sem:

1. leynt eða ljóst mælir með eða leggur til fjárfestingaráætlun og veitir rökstutt álit um núvirði eða framtíðarvirði eða framtíðarverð fjármálagernings eða eignar, eða að öðru leyti felur í sér greiningu eða eigið mat og kemst að niðurstöðu byggðri á nýjum eða eldri upplýsingum sem gætu verið notaðar til að móta fjárfestingaráætlun, og
2. skiptir máli og getur gefið verðbréfafyrirtækinu möguleika á að taka betri fjárfestingarákvarðanir fyrir hönd viðskiptavinarins sem greiðir fyrir greiningarnar.

Það getur verið álitaefni hvort tiltekin þjónusta teljist vera fjárfestingarrannsókn, greining eða annað form af almennra ráðlegginga í tengslum við viðskipti með fjármálagerninga annars vegar og fjárfestingarráðgjöf hins vegar. Þarf þá að skoða hugtaksskilyrði aðal- og viðbótarþjónustunnar sem um ræðir og bera saman við þau samskipti sem fóru fram á milli verðbréfafyrirtækis og viðskiptavinar. Skilyrði fjárfestingarráðgjafar um persónulega ráðleggingu kæmi þá helst til skýringar á því hvort háttsemin falli undir þjónustu eða viðbótarþjónustu, enda er persónulega ráðlegging forsenda fyrir því að um fjárfestingarráðgjöf sé að ræða og þær auknu kröfur sem fylgja henni.

Hugsanlega tæki síðasti hluti f-liðar 67. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna, sem fellir önnur form ráðlegginga sem tengjast viðskiptum með fjármálagerninga undir viðbótarþjónustu, við þegar háttsemi fellur utan hugtaksskilyrða fjárfestingarráðgjafar, og upplýsinga sem fela í sér fjárfestingarráðlegginu, sbr. 34. og 35. tölul. 1. mgr. 3. gr. MAR eins og fjallað var um hér að ofan, en mögulega er eitthvað tómarúm þar á milli.

### 3.3.2 Til viðskiptavinar

Hér er skilyrði sem varðar að hverjum ráðgjöfin beinist að. Með viðskiptavin er átt við aðila sem verðbréfafyrirtæki lætur í té fjárfestingar- eða viðbótarþjónustu sbr. 70. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna. Þannig er ekki lengur gerður greinarmunur á því hvort viðskiptavinur greiði endurgjald fyrir þjónustu eða ekki í núgildandi löggjöf og eru almennt gerðar sömu kröfur óháð endurgjaldi.<sup>18</sup> Verðbréfafyrirtæki er aðili sem í atvinnuskyni og sem hluti af reglulegri starfsemi veitir þriðja aðila (viðskiptavin) fjárfestingarþjónustu eða stundar fjárfestingarstarfsemi, sbr. umfjöllun hér að ofan.

Eins og fyrr segir þarf persónulegri ráðleggingu að vera beint að viðskiptavini, en skv. 9. gr. framseldu reglugerðar MiFID II, getur henni verið beint að aðila sem er fjárfestir, hugsanlegur fjárfestir eða umboðsmaður hans. Ekki virðist vera gerður sérstakur greinarmunur á hugtakinu viðskiptavinur annars vegar og fjárfestir hins vegar, en í MiFID lögunum er notast við hugtakið viðskiptavinur og í framseldu reglugerðar MiFID II er talað um fjárfesti. Fjárfestar eru flokkaðir í þrjá flokka og eru þær kröfur sem lagðar eru á verðbréfafyrirtæki sem veitir fjárfestingarráðgjöf eru ólíkar eftir því hvaða flokki viðkomandi viðskiptavinur tilheyrir, flokkarnir eru almennur fjárfestir, fagfjárfestir eða viðurkenndur gagnaðili, sbr. 51.- 55. gr. MiFID laganna. Ráðgjöfina þarf að setja fram með þeim hætti að hún hæfi viðkomandi viðskiptavini. Þegar viðskiptavinur getur einnig verið lögaðili eða hópur einstaklinga og þá setur verðbréfafyrirtækið reglur um hvern skal meta, sbr. 6. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Fyrirtækjaráðgjöf getur því einnig talist til fjárfestingarráðgjafar.

### 3.3.3 Í tengslum við fjármálagerninga

Hér lýtur skilyrðið að þeirri eignartegund sem ráðleggingin varðar. Hugtakið fjármálagerningur (e. financial instrument) er skilgreint í 17. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna og er skilgreiningin nánast óbreytt frá MiFID I og 2. tölul. 1. mgr. 2. gr. vvl. , aðeins var breytt skilgreiningunni á afleiðu.<sup>19</sup> Því er unnt að styðjast við fræðiskrif sem fjalla um skilgreiningu

<sup>18</sup> Eiríkur Jónsson, *Bótaréttur I: skaðabótaréttur* (Codex 2015), bls. 573.

<sup>19</sup> Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 1081 - 624. mál., athugasemdir við 15. tölul. 1. mgr. 4. gr.

vvl. á fjármálagerningi nema hvað varðar afleiður.<sup>20</sup> Undir hugtakið fjármálagerningur falla verðbréf, peningamarkaðsgerningar, hlutdeildarskírteini, afleiður og losunarheimildir í formi eininga í skilningi laga um loftslagsmál.

Með verðbréfum skv. 64. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna er átt við framseljanleg verðbréf sem unnt er að eiga viðskipti með á fjármagnsmarkaði að undanskildum greiðsluskjölum (e. instruments of payment). Framsalsbann myndi því koma í veg fyrir að um verðbréf sé að ræða. Svo nokkur dæmi séu nefnd geta þetta verið hlutabréf í fyrirtækjum og önnur verðbréf sem eru ígildi þeirra í fyrirtækjum, sameignarfélögum eða öðrum einingum og innlánskírteini vegna hlutabréfa, en ígildi hlutabréfa t.d. í sameignarfélögum þurfa að hafa sambærilegt viðskiptalegt gildi og framseljanleg hlutabréf samkvæmt mati hverju sinni.<sup>21</sup> Má hér einnig geta þess að hlutir í einkahlutafélagi teljast ekki til verðbréfa, enda er eignarhlutur bundinn við skráningu í hlutaskrá en ekki skírteinið, sbr. 19. og 20. gr. laga nr. 138/1994 um einkahlutafélög, er þar með ekki uppfyllt skilyrðið um að vera framseljanlegt verðbréf sem unnt er að eiga viðskipti með á fjármagnsmarkaði.<sup>22</sup> Hér undirfalla skuldabréf eða önnur tryggð skuldaskjöl, þ.m.t. innlánskírteini vegna slíkra verðbréfa. Í 2. tölul. 2. gr. laga nr. 11/2008 um sértryggð skuldabréf hefur skuldabréf verið skilgreint sem skrifleg yfirlýsing þar sem útgefandi viðurkennir einhliða og skilyrðislaust skyldu sína til að greiða ákveðna peningagreiðslu. Einnig önnur verðbréf sem veita rétt til að kaupa eða selja framseljanleg verðbréf eða leiða til uppgjörs í reiðufé sem ákvarðast m.t.t. framseljanlegra verðbréfa, gjaldmiðla eða af öðrum tilgreindum þáttum.

Með peningamarkaðsgerningum (e. money-market instruments) samkvæmt 45. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna er átt við þá flokka „gerninga sem viðskipti fara venjulega fram með á peningamarkaði, svo sem ríkisvixlar, innlánskírteini og viðskiptabréf, að undanskildum greiðsluskjölum.“ Skilgreining hugtaksins er því óbreytt frá skilgreiningunni í b-lið 2. tölul. 1. mgr. 2. gr. vvl. nema þar er notast við peningamarkaðsskjöl til að lýsa hugtakinu.<sup>23</sup> Hugtakið peningamarkaður er hins vegar ekki skilgreint sérstaklega en samkvæmt orðabókarskilgreiningu er átt við fjármálamarkað fyrir skammtímabréf, svo sem varðandi millibankalán eða ríkisvixla.<sup>24</sup> Þannig er um að ræða einskonar heildsölumarkað sem fyrirtæki geta notað til að sækja sér skammtímafjármögnun með því að gefa afhenda eða gefa út til

---

<sup>20</sup> Sjá hér: Aðalsteinn E. Jónasson, „Hvað er fjármálagerningur?: Þýðingarmesta hugtak laga um verðbréfavíðskipti“ (2008) 58 Tímarit lögfræðinga 53.

<sup>21</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Víðskipti með fjármálagerninga* (n. 15), bls. 78.

<sup>22</sup> sama heimild, bls. 79.

<sup>23</sup> Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 1081 - 624. mál., athugasemdir við 43. tölul. 4. gr. MiFID laganna.

<sup>24</sup> Páll Sigurðsson o.fl., „Peningamarkaður“, *Lögfræðiorðabók: með skýringum* (Codex 2008).

lánveitanda, gegn afhendingu á lausafé, skilgreint magn af gerningum sem teljast þá vera peningamarkaðsgerningar.<sup>25</sup> Í 17. tölul. 1. mgr. 3. gr. laga nr. 116/2021 um verðbréfasjóði („verðbréfasjóðalög“) eru peningamarkaðsgerningar skilgreindir með samskonar hætti, en þó segir einnig að það séu þeir flokkar „auðseljanlegra fjármálagerninga“ sem „hafa virði sem hægt er að ákvarða með nákvæmni á hvaða tímapunkti sem er.“ Skilgreiningin er nánar útfærð í 5. gr. reglugerðar nr. 970/2021 um fjárfestingarheimildir verðbréfasjóða og upplýsingagjöf, en lög nr. 6/2023 um peningamarkaðssjóði skilgreina hugtakið peningamarkaðsgerningur með vísan til 5. gr. reglugerðarinnar. Þar segir að átt sé við fjármálagerninga hvort sem þeir séu skráðir eða hafa verið teknir til viðskipta á skipulegum markaði, sbr. 1. tölul. 2. mgr. 64. gr. verðbréfasjóðalaga, eða ekki ef útgáfan eða útgefandinn fellur undir reglur sem hafa vernd fjárfesta og sparifé að tilgangi ef eitt af nánar tilgreindum skilyrðum er uppfyllt, sbr. 7. tölul. 2. mgr. 64. gr. sömu laga. Þá skýrir 2. mgr. 5. gr. reglugerðarinnar skilyrðið um að viðskipti fari venjulega fram með á peningamarkaði, en það er þegar eitt af eftirfarandi skilyrðum er uppfyllt: (a) líftími við útgáfu er 397 dagar eða skemmri, (b) eftirstöðvatími er 397 dagar eða skemmri, (c) þeir lúta reglubundinni arðsemisaðlögun (e. yield adjustment) í samræmi við aðstæður á peningamarkaði a.m.k. á 397 daga fresti, eða (d) áhættusnið þeirra samsvarar fjármálagerningum með líftíma a- og b-liðar eða eru háðir arðsemisaðlögun skv. c-lið.

Með hlutdeildarskírteinum (e. units in collective investment undertakings) skv. c-lið 17. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna er átt við skírteini sem sjóðir um sameiginlega fjárfestingu,<sup>26</sup> s.s. verðbréfasjóðir sem starfa á grundvelli verðbréfasjóðslaga eða sérhæfðir sjóðir sem starfa á grundvelli laga nr. 45/2020 („lög um sérhæfða sjóði“) auk annara hlutdeildarsjóða, gefa út til þeirra sem eiga hlut í sjóðnum. Hlutdeildarskírteini er ekki skýrt sérstaklega í MiFID lögunum, heldur er hugtakið skilgreint í 11. tölul. 1. mgr. 3. gr. verðbréfasjóðslaga og 17. tölul. 1. mgr. 3. gr. laga um sérhæfða sjóði sem „fjármálagerningur sem er staðfesting á tilkalli allra þeirra sem eiga hlutdeild í hlutdeildarsjóði eða einstakri deild hans til eigna sjóðsins.“ Í 2. mgr. 39. gr. verðbréfasjóðslaga kemur fram að hlutdeildarskírteinishafar eigi sama rétt til tekna og eigna sjóðs eða viðkomandi deildar, í hlutfalli við hlutdeild sína og að hlutdeildarskírteinin séu staðfesting á tilkalli til eignahlutdeildar.

Hlutdeildarskírteini eru hlutaréttarlegs eðlis, þar sem virði verðbréfasjóðs er markaðsvirði samanlagðra eigna sjóðsins að frádregnum skuldum og ræðst svo virði hlutdeildarskírteini virði verðbréfasjóðsins deilt niður á fjölda útgefinna skírteina, sbr. 1. og 2.

<sup>25</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (n. 15), bls. 85.

<sup>26</sup> Í 3. tölul. C. þáttar I. viðauka MiFID II er hugtakið skilgreint sem: „hlutdeildarskírteini sjóða um sameiginlega fjárfestingu.“

mgr. 62. gr. laga um verðbréfasjóði. Þá eru hlutdeildarskírteini jafnframt verðbréf í skilningi 64. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna, enda eru þau „framseljanleg skilríki fyrir eignaréttindum“, en þetta fyrirkomulag á uppruna sinn í tilskipun Evrópusambandsins frá 1993.<sup>27</sup> Áður voru hlutdeildarskírteini talin skuldabréf en svo er ekki, með vísan til hlutaréttarlegs eðlis þeirra. Þau veita ekki rétt á greiðslu ákveðinnar peningafjárhæðar, þar sem upphæðin ræðst af markaðsvirði sjóðsins. Aukinheldur felur hlutdeildarskírteini ekki í sér óskilyrt loforð um greiðslu þar sem heimilt er að fresta innlausn skírteina, sbr. 2. mgr. 61. gr. verðbréfasjóðslaga.<sup>28</sup>

Með afleiðum skv. 2. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna er átt við þær tegundir afleiðna sem taldar eru upp í átta stafliðum ákvæðisins. Til þess að afleiður teljist til verðbréfa þurfa þær að vera framseljanlegar, tækar til viðskipta á fjármagnsmarkaði, fela í sér kaup eða sölurétt á verðbréfi og uppgjör gerningsins þarf að fara fram í reiðufé en uppgjórið getur ráðist af ýmsum mælikvörðum.<sup>29</sup> Ekki er tilefni til að þylja upp stafliðina, en nú verður gerð grein fyrir helstu breytingum MiFID II á afleiður frá því sem áður var. Sá liður sem samsvaraði nógildandi c-lið í MiFID I tiltók ekki að „heilðsöluorkuafurðir sem viðskipti eru höfð með á skipulegum viðskiptavettvangi og gera verður upp efnislega“ falli ekki undir hann. Þá kom áður fram í lok d-liðar MiFID I: „m.a. með hliðsjón af því hvort verslað er með þá eða þeir gerðir upp í gegnum viðurkennda uppgjörsaðila eða hvort þeir eru háðir reglulegum veðköllum.“ Fyrirnefndu c- og d-liðir 2. tölul. 4. gr. MiFID laganna samsvara 6. og 7. tölul. C hluta viðauka I við MiFID II þar sem hugtakið fjármálagerningur er skilgreint. Evrópska verðbréfaeftirlitsstofnunin („ESMA“) hefur gefið út viðmiðunarreglur sem skýra muninn á beitingu c- og d- liðar auk þess að lýsa í hverju það felst að gera upp samning við afhendingu.<sup>30</sup> Í MiFID I féllu afleiður sem byggðust á losunarheimildum undir g-lið en hafa verið felldar út úr honum. Þá var bætt við skipulegum viðskiptavettvangi í upptalningu þeirra vettvanga þar sem verslað er með afleiðurnar. Þá teljast nú losunarheimildir í formi eininga í skilningi laga um loftlagsmál til afleiðna skv. h- lið en liðurinn er nýr og er jafnframt sjálfstæður undirflokkur fjármálagernings.

Með losunarheimildum í formi eininga í skilningi laga um loftlagsmál, skv. e-lið 17. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna, er átt við heimild til að losa gróðurhúsalofttegundir, og

---

<sup>27</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (n. 15), bls. 86; Páll Hreinsson, *Viðskiptabréf* (1. útg., Codex 2004), bls. 64.

<sup>28</sup> Páll Hreinsson, *Viðskiptabréf* (2. útg., Bókaútgáfan Codex 2018), bls 64.

<sup>29</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (n. 15), bls. 83.

<sup>30</sup> Viðmiðunarreglur ESMA um beitingu C6 og C7 í viðauka 1 við MiFID II nr. ESMA-70-156-869; „Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 11/2023“ (*Fjármálaeftirlitið*, 14. mars 2023) <[https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Dreifibref\\_vegna\\_vidmidunarreglna\\_ESMA\\_um\\_beitingu\\_C6\\_og\\_C7\\_i\\_vidauka\\_1\\_vid\\_MiFID\\_II.pdf](https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Dreifibref_vegna_vidmidunarreglna_ESMA_um_beitingu_C6_og_C7_i_vidauka_1_vid_MiFID_II.pdf)> skoðað 18. apríl 2023.



veitir ein losunarheimild leyfi til að losa eitt tonn af koldíoxíðsígildi, sbr. 9. tölul. 3. gr. laga nr. 70/2012 um loftlagsmál.

Af framangreindu sést að rafmyntir og margar aðrar nýttískulegar fjárfestingar falla ekki endilega undir skilgreiningu fjármálagernings. Hægt er að færa góð rök fyrir því að víkka út hugtaksskilyrðið varðandi eignartegundina sem ráðgjöfin varðar enda fjárfestar leita í auknum mæli í rafmyntir og slíkt. Hins vegar, gaf ESMA út ráðleggingar varðandi frumútboð mynta (e. Initial Coin Offering) og sýndareignir (e. crypto-assets) í janúar 2019.<sup>31</sup> Þar kemur fram að þó sumar sýndareignir<sup>32</sup> geti fallið innan gildissviðs Evrópulöggjafar, sé beiting þeirra ekki alltaf án vafatilvika. Skilgreining hugtaksins fjármálagerningur í MiFID II er skoðuð í könnun sendri til lögbærra yfirvalda aðildarríkjanna til þess að skoða hvernig innleiðing þeirra á MiFID II næði utan um sýndareignir og þá sérstaklega hvað telst til framseljanlegra verðbréfa, annarra en þeirra sem teljast greiðsluskjöl. Í flokki 1 og 2 voru fjárfestingarmyntir, í flokki 5 voru nytjamyntir (e. utility-type) og flokki 3, 4 og 6 voru blöndur af fjárfestingar-, nytja- og greiðslumyntum. Flest yfirvöld töldu að sýndareignir í flokki 1, 2, 4 og 6 gætu fallið undir framseljanleg verðbréf eða aðrar tegundir fjármálagerninga.<sup>33</sup> ESMA hefur viðrað áhyggjur sínar af hættu sýndareigna fyrir fjárfestavernd, sérstaklega varðandi svik, netárásir, peningaþvott og markaðsmisnotkun.<sup>34</sup> Líklega fellur aðeins lítill hluti af hinu fjölbreytta framboði á sýndareignum undir hugtakið fjármálagerningur í skilningi MiFID II og erfitt er fyrir fjárfesta að greina á milli þess hvort sýndareign sé jafnframt fjármálagerningur. Teljist sýndareign hvorki vera fjármálagerningur né rafeyrir, sbr. lög nr. 17/2013 um útgáfu og meðferð rafeyris, fellur hún sennilega utan gildandi reglna Evrópusambandsins um fjármálaþjónustu og gilda þá engar reglur um þjónustu sem tengist sýndareignum. Til að bregðast við þessu, auk annara vandamála voru útbúin drög að reglugerð um markaði fyrir sýndareignir („MiCA“),<sup>35</sup> ásamt annarri löggjöf sem hluta af heildstæðum aðgerðarpakka. Reglugerð ESB nr. 2022/858 um tilraunaútgáfu fyrir markaðsinnviði sem byggjast á dreifðum færsluskrám hefur þegar verið samþykkt.<sup>36</sup> Þann 20. apríl 2023 samþykkti Evrópuþingið MiCA

<sup>31</sup> Ráðleggingar ESMA varðandi frumútboð mynta og sýndareignir nr. ESMA50-157-1391.

<sup>32</sup> Sjá skilgreiningu 16. tölul. 3. gr. laga um aðgerðir gegn peningaþvætti og fjármögnun hryðjuverka nr. 140/2018.

<sup>33</sup> Niðurstaða um það hvort hægt sé að fella tiltekna sýndareign undir hatt framseljanlegra verðbréfa sem ekki eru greiðsluskjöl ræðst af því hvernig ríki hafa innleitt MiFID II, þá sérstaklega hvernig skilgreining á hugtakinu fjármálagerningur var útfærð.

<sup>34</sup> Ráðleggingar ESMA varðandi frumútboð mynta og sýndareignir nr. ESMA50-157-1391, 178. mgr.

<sup>35</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-Assets, and Amending Directive (EU) 2019/1937 2020.

<sup>36</sup> Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology, and Amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU (Text with EEA Relevance) 2022 (OJ L).

og er áætluð gildistaka í júlí 2024 en aðildarríki ESB eiga einnig eftir að samþykkja löggjöfina formlega. Einnig liggja fyrir drög að tilskipun sem meðal annars á að breyta skilgreiningunni á hugtakinu fjármálagerningur í 15. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID II, en bæta á við „þar á meðal gerningar sem útgefnir eru með dreifðri færsluskraá tækni;“ (e. „including such instruments issued by means of distributed ledger technology“).<sup>37</sup>

MiCA fjallar stuttlega um það þegar ráðgjöf er veitt um sýndareignir, en gildissvið reglugerðarinnar er afmarkað í 2. gr. hennar og gildir hún meðal annars um þá sem veita þjónustu í tengslum við sýndareignir innan ESB. Reglugerðin gildir þó til dæmis ekki um þær sýndareignir sem falla undir skilgreininguna á fjármálagerningi í skilningi MiFID II. Því er mikilvægt að skýra hvaða sýndareignir teljast til fjármálagerninga og hverjar ekki, enda gilda þá aðrar reglur. Í 63. formála MiCA segir að til að tryggja fjárfestavernd skulu sýndareignaþjónustu aðilar sem veita slíka ráðgjöf, hvort sem það er að frumkvæði þeirra eða þriðja aðila framkvæma undanfarandi (e. preliminary) mat á viðskiptavini með tilliti til reynslu, þekkingar, markmiða og getu hans til að bera tap. Veiti viðskiptavinur ekki þessar upplýsingar eða ef gerningur eða þjónustan hæfir þeim ekki, skal sýndareignaþjónustu aðilinn vara viðkomandi við því að viðskiptin hæfi honum líklega ekki. Við veitingu slíkrar ráðgjafar ætti að veita viðskiptavininum skýrslu um þarfir og kröfur viðskiptavinar auk þeirrar ráðgjafar sem var veitt. Með veitingu ráðgjafar um sýndareignir er skv. 17. tölul. 1. mgr. 3. gr. MiCA átt við að bjóða, gefa eða samþykkja að gefa persónulega eða tiltekna ráðleggingu til þriðja aðila, hvort sem er að beiðni hans eða að frumkvæði sýndareignaþjónustu aðilans sem veitir ráðlegginguna, varðandi öflun eða sölu á einni eða fleiri sýndareign, eða notkun á sýndareignarþjónustu. Hugtakið „sýndareignaþjónustuaðili“ er skilgreint í 8. tölul. 1. mgr. 3. gr. MiCA og sýndareignaþjónusta í 9. tölul. ákvæðisins sem einhver af þeirri þjónustu sem talin er upp í 8 staflidum í tengslum við sýndareignir, en ráðgjöf um sýndareignir fellur undir h-lið.

MiFID lögina greina á milli einfaldra og flóknari fjármálagerninga en þegar fjármálagerningur fellur undir einn staflida 1. tölul. 5. mgr. 45. gr. MiFID laganna telst hann vera einfaldur fjármálagerningur. Til að fjalla undir f-lið ákvæðisins um að þjónusta varði „aðra einalda fjármálagerninga“ þarf að uppfylla viðmið 57. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Þeir fjármálagerningar sem ekki eru falla undir þessi skilyrði einfaldra fjármálagerninga, teljast því vera flóknir fjármálagerningar (e. complex financial instrument). Aðgreiningin hefur þýðingu þar sem ríkari kröfur eru gerðar um öflun upplýsinga um þekkingu og reynslu viðskiptavina

---

<sup>37</sup> Sjá 18. gr. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 2020.

þegar þjónusta varðar flókna fjármálagerninga.<sup>38</sup> Þegar skilyrði 5. mgr. 45. gr. MiFID laganna eru uppfyllt og aðeins er um að ræða framkvæmd (e. execution only) eða móttöku og miðlun fyrirmæla viðskiptavina eru gerðar vægari kröfur.

Það er eitt að skilgreina hvenær um fjármálagerning er að ræða en annað að meta hvenær tegund og eðli fjármálagernings skiptir máli þegar ráðgjöf er veitt. Meta þarf hvort að það sé á færi hins almenna fjárfestis að skilja fjármálagerninginn. Ljóst er að hér skiptir miklu máli að miða við hæfismatið. Sérstaklega þarf að gæta þess að útskýra og vara við fjármálagerningum sem eru flóknir að eðlisfari eins og sjá má af þeim dómum sem reifaðir eru hér síðar í kafla 5. Þannig þarf sérstaklega að vanda til verka þegar ráðgjöf varðar flókin afleiðuviðskipti eða óskráð félag. Hins vegar má velta því upp hvort tilefni sé til að gera greinarmun á til dæmis félögum sem bæði eru skráð í kauphöll, en hafa undir höndum misflókna starfsemi. Líkt og í vvl. gera MiFID lögin ekki greinarmun á því hvort fjármálagerningur sé óskráður eða skráður á fjármagnsmarkað það er skipulegan markað, markaðstorg fyrir fjármálagerninga (MTF), skipulegt markaðstorg (OTF) eða viðskipti fyrir milligöngu fjármálafyrirtækis með leyfi til verðbréfavíðskipta. Aðeins er gerð krafa um að hægt sé að eiga viðskipti með verðbréfin á fjármagnsmarkaði, ekki að slík viðskipti fari fram.<sup>39</sup> Því falla skráðir og óskráðir gerningar undir hugtakið.<sup>40</sup>

Ráðgjöf um annað en fjármálagerninga kann að falla undir önnur lög eða lúta almennum hegðunarreglum verðbréfafyrirtækja, til dæmis má aðeins löggildur fasteignasali annast ráðgjöf til kaupanda og seljanda fasteigna,<sup>41</sup> sbr. 2. mgr. 8. gr. laga nr. 70/2015 um sölu fasteigna og skipa, sbr. einnig 2. gr. laganna.<sup>42</sup>

#### **4 Auknar kröfur í tengslum við veitingu fjárfestingarráðgjafar**

Þeim auknu kröfum sem leiða af veitingu á fjárfestingarráðgjöf, umfram aðra þjónustu, má raða í flokka eftir því hvaða þætti þær varða. Upptalningin er ekki tæmandi yfir þær kröfur sem lagðar eru á verðbréfafyrirtæki þegar þau veita fjárfestingarráðgjöf, aðeins er fjallað um helstu kröfur sem taka sérstaklega til ráðgjafarinnar. Almennar reglur um hagsmunaárekstra og almennar hegðunarreglur verðbréfafyrirtækja gilda enn fullum fetum.

Eins og fjallað var um hér að ofan kunna kröfurnar að vera strangari eða vægari eftir stöðu viðskiptavinar, en lítið verður fjallað um viðurkennda gagnaðila. Þegar

---

<sup>38</sup> Aðalsteinn E. Jónasson, *Viðskipti með fjármálagerninga* (n. 15), bls. 94.

<sup>39</sup> sama heimild, bls. 74.

<sup>40</sup> sama heimild, bls. 70.

<sup>41</sup> Sjá til hliðsjónar, Hrd. 25. ágúst í máli nr. 396/2014 (Fasteignaverkefni).

<sup>42</sup> Alþt. 2014-2015, A-deild, þskj. 234 - 208 mál., athugasemdir við 2. gr. laganna.

verðbréfafyrirtæki sem veitir fjárfestingarráðgjöf metur reglulega hentugleika fjármálagerninganna eða þjónustunnar sem mælt er með til viðskiptavinar er fyrirtækinu skylt að gera skriflegan grunnsamning við viðskiptavininn um helstu réttindi og skyldur fyrirtækisins og viðskiptavinarins. Þar á meðal skal annars vegar vera lýsing á þjónustunni auk eðli hennar og umfangi þegar við á og hins vegar lýsingu á meginþáttum þjónustu sem á að veita og er getið í a-lið 67. tölul. 1. mgr. 4. gr. MiFID laganna, sbr. 1. og 2. mgr. 58. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.

#### 4.1 Þekking og hæfni starfsmanna

Líkt og kemur fram í kafla 3.2.1 um þá aðila sem mega veita fjárfestingarráðgjöf, skal verðbréfafyrirtæki ganga úr skugga um að starfsmenn sem veita slíka ráðgjöf búi yfir nægjanlegri þekkingu og hæfni til að uppfylla kröfur laganna ásamt því að þeir hafi verðbréfaréttindi, sbr. 39. og 40. gr. MiFID laganna. Áður var ekki gerð slík krafa en þessi þróun sem leiðir af MiFID II á að auka fjárfestavernd enn frekar. ESMA hefur gefið út viðmiðunarreglur um þekkingu og hæfni starfsmanna verðbréfafyrirtækja sem veita fjárfestingarráðgjöf.<sup>43</sup> Viðmiðunarreglurnar tiltaka ákveðna þekkingu og hæfni sem starfsfólk ætti að búa yfir og eru kröfurnar breytilegar eftir því hvort starfsmenn veiti upplýsingar um fjármálagerninga og þjónustu eða fjárfestingarráðgjöf. Þeir starfsmenn sem annast fjárfestingarráðgjöf ættu að búa yfir meiri þekkingu og hæfni en þeir sem annast eingöngu upplýsingagjöf. Þá ættu verðbréfafyrirtækin að gera ráðstafanir til að tryggja þekkingu og hæfni fyrrnefndra starfsmanna. Í Svíþjóð er boðið upp á sérstakt ráðgjafapróf sem tekur til þeirra sem sinna váttryggingamiðlun, veita neytendum fjármálaráðgjöf og viðskiptavinum fjárfestingarráðgjöf. Þá bjóða bæði Finnland og Danmörk upp á próf sem taka til þeirra sem sinna fjárfestingarráðgjöf til viðskiptavina.<sup>44</sup> Starfsmenn sem hafa öðlast verðbréfaréttindi ættu að uppfylla kröfur 39. gr. MiFID laganna að mestu leyti en verðbréfafyrirtækjum ber skylda að ganga úr skugga um að kröfurnar séu uppfylltar m.t.t. atriða sem snúa að fyrirtækinu og þjónustu- og vöruframboði þess.<sup>45</sup>

#### 4.2 Hagsmunaárekstrar

Almenna reglu um hagsmunaárekstra verðbréfafyrirtækja er að finna í 32. gr. MiFID laganna. Hún krefst þess að gerðar séu allar viðeigandi ráðstafanir til að greina og koma í veg fyrir eða

<sup>43</sup> Viðmiðunarreglur ESMA um mat á þekkingu og hæfni nr. ESMA71-1154262120-153 EN (rev).

<sup>44</sup> Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 1081 - 624. mál., helstu breytingar frá gildandi rétti 4.15, liður 2.

<sup>45</sup> „Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 46/2021“ (*Fjármálaeftirlitið*, 1. september 2021) <[https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur\\_ESMA\\_um\\_thekkingu\\_-og\\_haefni.pdf](https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur_ESMA_um_thekkingu_-og_haefni.pdf)> skoðað 18. apríl 2023.

takast á við hagsmunaárekstra vegna fjárfestingar- eða viðbótarþjónustu milli bæði viðskiptavina innbyrðis og fyrirtækisins, þar með talið starfsmanna þess annars vegar, og tengdra aðila og viðskiptavina þess hins vegar. Þegar ekki er hægt að ná fullnægjandi vissu um að hagsmunaárekstrum sé afstýrt með ráðstöfunum 2. mgr. 21. gr. og 22. gr. MiFID laganna er verðbréfafyrirtækinu skylt að veita viðskiptavini nægjanlega ítarlegar upplýsingar til að taka upplýsta ákvörðun á varanlegum miðli, um ástæður fyrir hættunni á hagsmunaárekstri og eðli hennar auk þeirra ráðstafana sem ráðist hefur verið í til að minnka hættuna.<sup>46</sup>

Verðbréfafyrirtækjum er einnig skylt að gæta þess að umbun eða frammistöðumat starfsmanna stangist ekki á við skyldu þeirra til að starfa með hagsmuni viðskiptavina sinna að leiðarljósi, sbr. 33. gr. MiFID laganna. Sérstaklega er tiltekið í 37. gr. MiFID laganna að ekki megi setja fram hvers konar kaupaukakerfi, sölumarkmið eða annað sem kann að veita starfsmönnum hvata til þess að mæla með tilteknum fjármálagerningi við almennan fjárfesti, þegar verðbréfafyrirtækið gæti boðið annan fjármálagerning sem hentar þörfum hans betur.

Verðbréfafyrirtæki þurfa að hafa kerfi og ferla til þess að greina og takast á við hagsmunaárekstra, sérstaklega þegar fjárfestingarþjónusta til viðskiptavinar felst í kaupum í nýrri útgáfu fjármálagerninga ef verðbréfafyrirtækið fær ávinning í tengslum við umsjón útgáfunnar, hvort sem hann sé peningalegur eða ópeningalegur, sbr. 1. mgr. 41. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Ákvæðið gerir samskonar kröfur þegar um er að ræða fjármálagerninga útgefna af verðbréfafyrirtækinu, fyrirtæki innan samstæðu eða fjárfestingarsjóði sem stýrt er innan samstæðunnar.

Þar sem hætta er á hagsmunaárekstrum eða viðkomandi aðili hefur aðgang að innherjaupplýsingum eða öðrum trúnaðarupplýsingum, skulu verðbréfafyrirtæki koma í veg fyrir einkaviðskipti sem brjóta gegn ákvæðum MAR, fela í sér misnotkun á trúnaðarupplýsingum eða eru líkleg til að stangast á við skyldur verðbréfafyrirtækis skv. MiFID II, sbr. 1. og 2. mgr. 29. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Þá skulu verðbréfafyrirtæki skv. 3. mgr. 29. gr. reglugerðarinnar tryggja að viðkomandi aðili veiti ekki ráðgjöf né mæli með viðskiptum með fjármálagerninga sem tiltekin ákvæði ná yfir ef um er að ræða einkaviðskipti, nema það sé viðeigandi fyrir starf þeirra eða sé gert samkvæmt þjónustusamningi. Einnig skal tryggt að viðkomandi aðilar veiti ekki öðrum upplýsingar eða álit nema í eðlilegu sambandi við starf þeirra ef viðkomandi aðilar ættu með réttu að vita að hinn aðilinn sé líklegur til að eiga sjálfur í viðskiptum sem falla undir tiltekin ákvæði eða ráðleggja eða hvetja annan einstakling til að eiga í slíkum viðskiptum. Einkaviðskipti eru skilgreind í 28. gr. framseldu

---

<sup>46</sup> Sjá einnig þau ákvæði framseldu reglugerðar MiFID II sem tilgreind eru í 32. gr. MiFID laganna.

reglugerðar MiFID II sem „viðskipti með fjármálagerning af hálfu eða fyrir hönd viðkomandi aðila“. Annars vegar þegar viðkomandi aðili er utan þess verksviðs sem heyrir undir starf hans og hins vegar þegar viðskiptin fara fyrir reikning viðkomandi aðila, fjölskyldumeðlims eða náins tengiliðs, eða aðila sem viðkomandi hefur verulegra beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta varðandi niðurstöðu, aðra en að fá gjald eða þóknun fyrir framkvæmd þeirra.

### **4.3 Meginregla um góða viðskiptahætti**

Verðbréfafyrirtæki skal starfa heiðarlega, af sanngirni og fagmennsku í samræmi við eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti og venjur við veitingu fjárfestingar- og viðbótarþjónustu, með trúverðugleika fjármálamarkaðarins og hagsmuni viðskiptavina að leiðarljósi, sbr. 1. mgr. 33. gr. MiFID laganna. Þá segir í 3. ml. 3. mgr. 33. gr. laganna að „tryggja skal að fjármálagerningarnir séu aðeins boðnir til kaups eða mælt með þeim sé það í þágu hagsmuna viðskiptavinar.“ MiFID lögin tilgreina einnig þau ákvæði framseldu reglugerðar MiFID II sem nánar útfæra reglur um viðskiptahætti verðbréfafyrirtækja. Seðlabanki Íslands hefur sett reglugerð nr. 353/2022 um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti verðbréfafyrirtækja.

Meginreglan hefur mikla þýðingu og snertir í raun á allri starfsemi verðbréfafyrirtækja. Reglan er helst öðrum til fyllingar en getur tekið við þegar öðrum sleppir, Hér að ofan var minnst á að ef verðbréfafyrirtæki veitir almenna ráðgjöf og setur hana fram með þeim hætti að hún hæfi honum eða byggi á mati á aðstæðum viðskiptavinarins og ráðgjöfin hæfi ekki viðskiptavininum eða aðstæðum hans, hafi verðbréfafyrirtækið sennilega brotið gegn þessari meginreglu um góða viðskiptahætti. Áhrif reglunnar gætir skýrt í bréfi norska fjármálaeftirlitsins til dótturfélags Glitnis í Noregi þar sem ítrekuð ráðgjöf félagsins til almennra fjárfesta um kaup á gríðarlega áhættusömum fjárfestingakostum, með háum þóknunar greiðslum, allt að 21,10% af fjárfestingunni. Norska fjármálaeftirlitið reifar þá ráðgjöf sem viðskiptavinum var veitt og taldi dótturfélagið hafa ítrekað brotið meðal annars gegn ákvæði norskra laga um góða viðskiptavenju (n. god forretningsskikk). Unnið hafi verið gegn hagsmunum viðskiptavina með alvarlegum og kerfisbundnum brotum sem væru grundvöllur fyrir því að afturkalla starfsleyfi félagsins, sérstaklega með vísan til 3. kafla bréfsins sem fjallaði um kröfur um góða viðskiptahætti.<sup>47</sup>

### **4.4 Hæfismat**

Þegar verðbréfafyrirtæki veitir fjárfestingarráðgjöf skal það meta hvort vara eða þjónusta sem það hyggst bjóða, hæfi viðskiptavini eða hugsanlegum viðskiptavini og upplýsa hann um að matið sé framkvæmt í þeim tilgangi að fyrirtækið geti aðhafast með hagsmuni viðskiptavinarins

---

<sup>47</sup> Finanstilsynet, Bréf Kredittilsynet til Glitnir Privatøkonomi dags.10.4.2008 (2. mars 2023), bls. 10.

að leiðarljósi. Matið skal framkvæma hvort sem þjónustan leiðir til viðskipta eða ekki, hvort sem um er að ræða ráðgjöf um kaup, óbreytta stöðu eða sölu fjármálagernings.<sup>48</sup> Þá ber einnig að framkvæma mat á hæfi vegna samsettra innstæðna.<sup>49</sup> Ráðleggingar í gegn um hálf- eða alsjálfvirk kerfi (e. robo-advice)<sup>50</sup> draga ekki úr þeirri kröfu að framkvæma hæfismat, sbr. síðari hluta 1. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Því skal afla nauðsynlegra upplýsinga um (1) reynslu og þekkingu viðskiptavinar á sviði fjárfestinga sem skiptir máli fyrir viðkomandi vöru eða þjónustu, (2) fjárhagsstöðu hans, þ.m.t. getu til að mæta tapi og (3) fjárfestingarmarkmið, þ.m.t. áhættuþol hans, sbr. 1. mgr. 44. gr. MiFID laganna.<sup>51</sup>

Verðbréfafyrirtæki ákveður umfang upplýsingaöflunar frá viðskiptavini á grundvelli allra þátta þjónustunnar sem veita á viðkomandi viðskiptavininum og eru nauðsynlegar svo hægt sé að skilja mikilvægar staðreyndir um viðskiptavininn og geti ákveðið með traustum hætti, að teknu tilliti til eðlis og umfangs veittrar þjónustu, hvort viðskiptin sem á að mæla með eða eiga í sem hluta af þjónustunni (1) séu þess eðlis að viðskiptavinurinn skilji áhættuna, miðað við reynslu og þekkingu hans, (2) hæfi fjárfestingarmarkmiðum og áhættuþoli viðkomandi og (3) séu þess eðlis að viðkomandi sé fjárhagslega fær um að bera alla tengda fjárfestingaráhættu í samræmi við fjárfestingarmarkmið sín, sbr. 2. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Í henni er frekar kveðið á um þær upplýsingar sem krefjast skal í 1. mgr. 55. gr. Heimilt er að reiða sig á að upplýsingar sem viðskiptavinur veitir séu réttar nema fyrirtækið eigi að vita að þær séu sannanlega úreltar, rangar eða ófullgerðar, sbr. 3. mgr. 55. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.<sup>52</sup>

Verðbréfafyrirtækið þarf svo á grundvelli upplýsinganna sem var aflað að meta hvaða vara eða þjónusta hæfir þessum tiltekna viðskiptavini, sérstaklega að teknu tilliti til áhættu- og tappoli hans og veita ráðleggingar sem eru í samræmi við matið. Leiði matið í ljós að viðskiptavinur hafi litla reynslu þarf ráðgjöfin að vera þeim mun ítarlegri og leggja sérstaka áherslu á áhættur mismunandi fjárfestingarkosta.<sup>53</sup> Viðskiptavinur með mikla reynslu af verðbréfavíðskiptum og góða fjárhagsstöðu getur eðli málsins samkvæmt tekið talsvert meiri áhættu en aðili sem er að stíga sín fyrstu skref á fjármálamarkaði.<sup>54</sup> Ef niðurstaða matsins er að þjónusta eða fjármálagerningur sé ekki við hæfi viðskiptavinar, er verðbréfafyrirtæki óheimilt

---

<sup>48</sup> Alþt. 2020-2021, A-deild, þskj. 1081 - 624. mál., athugasemdir við 44. gr. MiFID laganna.

<sup>49</sup> sama heimild.

<sup>50</sup> Sjá nánar, Thomas M.J. Möllers, „Providing Investment Advice in Light of MiFID I and II“ í Charl Hugo og Thomas M.J. Möllers (ritstj.), *Transnational impacts on law: perspectives from South Africa and Germany* (Nomos Verlag 2017), bls. 229-232.

<sup>51</sup> Sjá nánar: 4. og 5. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.

<sup>52</sup> Sjá kafla 5.2 hér að neðan.

<sup>53</sup> Sjá kafla 5.3 hér að neðan.

<sup>54</sup> Jóhannes Sigurðsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Codex 2004).

að mæla með eða eiga í viðskiptum sem samrýmast ekki matinu, sbr. 10. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.

Þegar verðbréfafyrirtæki veitir fagfjárfesti fjárfestingarráðgjöf er heimilt að gera ráð fyrir því að hann hafi nægjanlega reynslu og þekkingu í tengslum við þær afurðir sem hann er flokkaður sem slíkur í tengslum við, sbr. 3. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Sé um að ræða fagfjárfesti sem fellur undir 1. þátt II. viðauka við MiFID II má gera ráð fyrir því að viðskiptavinurinn sé fær um að bera alla fjárfestingaráhættu sem samræmist fjárfestingarmarkmiðum hans, sbr. síðari lið sama ákvæðis framseldu reglugerðar MiFID II. Í þessari kröfu um hæfismat felst að verðbréfafyrirtæki er ekki heimilt að veita viðskiptavininum fjárfestingarráðgjöf, hafi hann ekki veitt því þær upplýsingar sem eru nauðsynlegar til að framkvæma matið, eða matið ekki farið fram, sbr. 8. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.

Að lokum skal þess getið að þegar fjárfestingarráðgjöf er veitt almennum fjárfesti er skylt að afhenda honum hæfisskýrslu með yfirliti um veitta ráðgjöf og af hverju hún hentar fjárfestinum. Þar á meðal hvernig hún þjónar markmiðum hans og hæfir einstaklingsbundnum aðstæðum með tilliti til fjárfestingartíma, reynslu og þekkingar, viðhorfs til áhættu og getu til að taka á sig tap. Sérstaklega skal geta þess í skýrslunni hvort gerningurinn eða þjónustan sem ráðlagt var um sé líkleg til að krefjast reglubundinnar endurskoðunar á fyrirkomulagi af hálfu hins almenna fjárfestis, sbr. 12. mgr. 54. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Ekki er tilefni til að rekja reglur um hæfismat frekar hér, helstu reglur má skoða í þeim ákvæðum sem hefur verið vísað til. ESMA hefur gefið út viðmiðunarreglur um tiltekin atriði varðandi mat á hæfi, sem skýra nánar hvernig skuli beita reglunum í framkvæmd. Reglurnar eiga við þegar fjárfestingarráðgjöf eða eignastýring er veitt almennum fjárfestum, eða fagfjárfestum eins og við á.<sup>55</sup> Einnig er nánar kveðið á um mat á hæfi í 54. og 55. gr. framseldu reglugerðar MiFID II.

#### **4.5 Óháð ráðgjöf**

Verðbréfafyrirtæki geta bæði veitt háða eða óháða fjárfestingarráðgjöf. Ráðgjöf telst háð nema í þeim tilfellum sem verðbréfafyrirtæki uppfylla skilyrði 1. mgr. 35. gr. MiFID laganna, sbr. 38. -43., 52. og 53. gr. framseldu reglugerðar MiFID II og reglugerð um óháða fjárfestingarráðgjöf nr. 976/2021. Sé um óháða ráðgjöf að ræða skal viðskiptavinur upplýstur

---

<sup>55</sup> Viðmiðunarreglur ESMA um tiltekin atriði varðandi mat á hæfi nr. ESMA/35/43/1163; „Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 51/2021“ (Fjármálaeftirlitið, 17. ágúst 2023) <<https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur-ESMA-um-tiltekin-atridi-vardandi-mat-a-haefi.pdf>> skoðað 18. apríl 2023.



um það og hvers vegna ráðgjöfin telst vera óháð. Auk þess verður að útskýra fyrir viðskiptavinum hvaða takmarkanir gilda þegar óháð fjárfestingarráðgjöf er veitt ásamt eðli þeirra. Meta skal nægjanlega fjölbreytt úrval fjármálagerninga á markaði með hliðsjón af tegund og útgefanda svo hægt sé að uppfylla markmið viðskiptavinar. Matið má ekki takmarkast við gerninga sem verðbréfafyrirtækið eða tengdir aðilar gefa út, sbr. a- og b-lið 1. tölul. 1. mgr. 35. gr. MiFID laganna.

Þá er óheimilt að taka við og halda eftir hvers konar þóknunum, umboðslaunum eða öðrum ávinningi sem þriðji aðili greiðir eða veitir í tengslum við þjónustu við viðskiptavinum. Þó fellur ekki hér undir, minni háttar ófjárhagslegur ávinningur, sem upplýst er um, ef hann getur eflt gæði þjónustu við viðskiptavin og er í þeim mæli og af þeim toga að hann hindri ekki skyldu verðbréfafyrirtækis að hafa ávallt hagsmuni viðskiptavinarins að leiðarljósi. Þóknun, umboðslaun eða ófjárhagslegur ávinningur telst efla gæði viðkomandi þjónustu séu öll skilyrði 2. mgr. 25. gr. reglugerðar nr. 976/2021 uppfyllt. Ásættanlegur minniháttar ófjárhagslegur ávinningur er skilgreindur í 28. gr. sömu reglugerðar. Af þessu leiðir að skylt er að láta öll gjöld, þóknanir og annan ávinning frá þriðja aðila renna að fullu til viðskiptavinar eins fljótt og auðið er. Viðskiptavinur skal fá nákvæmar upplýsingar með reglubundnum hætti um allan slíkan ávinning verðbréfafyrirtækis í tengslum við fjárfestingarþjónustu hans.

#### 4.6 Upplýsingagjöf

Í 2. mgr. 34. gr. MiFID laganna segir að greina skuli viðskiptavinum, með góðum fyrirvara, frá viðeigandi upplýsingum um fyrirtækið, þjónustu þess, fjármálagerninga, tillagðar fjárfestingaráætlanir, viðskiptastaði og öllum kostnaði og tengdum gjöldum, sbr. 3. tölul. 2. mgr. og 3. mgr. 34. gr. MiFID laganna.<sup>56</sup> Þegar fjárfestingarráðgjöf er veitt er nauðsynlegt að taka fram hvort ráðgjöfin sé óháð eða ekki, sbr. fyrri kafla hvort hún byggir á víðtækri eða takmarkaðri greiningu ólíkra fjármálagerninga<sup>57</sup> og hvort viðskiptavinurinn fái reglubundið mat á því hvort fjármálagerningarnir sem ráðgjöf er veitt um hæfi honum, sbr. 52. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Að auki verða upplýsingar um fjármálagerninga og fjárfestingaráætlanir að innihalda viðeigandi leiðbeiningar og viðvaranir um þær áhættur sem fylgja fjárfestingunni, og hverjum fjármálagerningur sé ætlaður. Eðlilegt er að verðbréfafyrirtæki skýri fyrir viðskiptavinum sínum ástæður fyrir ráðgjöfinni sem þau veita þeim.<sup>58</sup>

<sup>56</sup> Meta þarf hvenær upplýsingar eru veittar á réttum tíma með hliðsjón af því hve aðkallandi aðstæður eru og hve langur tími er nauðsynlegur fyrir viðskiptavin að kynna sér og skilja upplýsingarnar, sbr. 83. formála MiFID II.

<sup>57</sup> Þá sérstaklega grundvöllinn fyrir ráðgjöfinni og hvaða afurðir fyrirtækið hefur í huga þegar það veitir viðskiptavinum persónulegar ráðleggingar.

<sup>58</sup> Sjá 72. formála MiFID II.

Framangreindar upplýsingar og þær sem fjallað er um í 2. -4. mgr. 36. gr. skulu vera settar fram þannig að viðskiptavininn sé kleift að skilja eðli og áhættur fjárfestingarþjónustunnar og þá tilteknu tegund fjármálagernings sem honum er boðið að kaupa og taka í kjölfarið upplýsta ákvörðun um fjárfestingu sbr. 4. mgr. 34. gr. MiFID laganna. Í 4. mgr. 44. gr. er fjallað um ráðleggingu sem felur í sér skipti á fjármálagerningum, en þá skal verðbréfafyrirtækið meta og upplýsa viðskiptavininn um hvort ávinningur við að skipta út fjármálagerningnum vegi þyngra en kostnaðurinn. Nánar er fjallað um upplýsingagjöf til viðskiptavina í tilgreindum ákvæðum framseldu reglugerðar MiFID II.

Til að taka sem mestan vafa af því sem fer fram á milli verðbréfafyrirtækis og viðskiptavinnar þegar persónulegar ráðleggingar eru veittar, skal verðbréfafyrirtækið afhenda viðskiptavininum yfirlýsingu um mat á hæfi á varanlegum miðli áður en viðskipti fara fram. Skal þar einnig koma fram hvert efni veittrar fjárfestingarráðgjafar er og með hvaða hætti hún falli að áherslum, markmiðum og öðrum þörfum viðskiptavinnar, sbr. 3. mgr. 46. gr. MiFID laganna. Þó er heimilt að víkja frá þessu þegar samningur er gerður um kaup eða sölu fjármálagernings með fjarsölu sem kemur í veg fyrir afhendingu yfirlýsingarinnar áður en viðskiptin fara fram, að uppfylltum skilyrðum 4. mgr. 46. gr. laganna, en í því tilviki skal afhenda yfirlýsinguna um leið og viðskiptavinurinn hefur skuldbundið sig með slíkum samningi.

Leggja skal fyrir almenna fjárfesta svokallaða hæfisskýrslu, eins og var fjallað um í kafla 4.4 um hæfismat. Verðbréfafyrirtæki er einnig skylt, í hið minnsta á meðan viðskiptasambandið varir, að halda og varðveita skrá yfir gögn sem tilgreina réttindi og skyldur verðbréfafyrirtækis og viðskiptavinnar samkvæmt samningi um þjónustu eða skilmálum, sbr. 73. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Nánar er kveðið á um samninga og upplýsingagjöf til viðskiptavina í 56., 59. -63. og 73. gr. framseldu reglugerðar MiFID II. Skráningu og varðveisla gagna fer eftir 23. gr. MiFID laganna og tilgreindum ákvæðum framseldu reglugerðar MiFID II.

#### **4.7 Sjálfbærni**

Alþingi samþykkti þann 3. maí 2023 frumvarp til laga sem ætlað er að innleiða reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins ESB nr. 2019/2088 um upplýsingagjöf tengda sjálfbærni á sviði fjármálaþjónustu („SFDR“) og nr. 2020/852 um að koma á ramma til að greiða fyrir sjálfbærri fjárfestingu. Lögin taka gildi þann 1. júní 2023.<sup>59</sup> Upplýsingunum er ætlað að auðvelda fjárfestum að taka upplýstari ákvarðanir.

---

<sup>59</sup> Alþt. 2022-2023, A-deild, þskj. 1339 - 415. mál.

Lögin gilda meðal annars um aðila á fjármálamarkaði, skv. 1. tölul. 1. mgr. 2. gr. SFDR og fjármálaráðgjafa skv. 11. tölul. 1. mgr. 2. gr. SFDR. Fjármálaráðgjafar eru meðal annars verðbréfafyrirtæki, lánastofnanir, rekstraraðilar sérhæfðra sjóða, sbr. 2. tölul. 3. mgr. 9. gr. laga nr. 45/2020 um rekstraraðila sérhæfðra sjóða („lög um rekstraraðila sérhæfðra sjóða“) og rekstrarfélög verðbréfasjóða, sbr. 2. tölul. 3. mgr. 5. gr. laga um verðbréfasjóði, sem veita fjárfestingarráðgjöf. Frumvarpið tekur fram að þegar vísað er til fjárfestingarráðgjafar samkvæmt MiFID II er átt við hugtakið samkvæmt skilgreiningu MiFID laganna, sbr. 14. tölul. 9. gr. frumvarpsins.

Fjármálaráðgjafa ber skylda, áður en samningur er gerður, til þess að veita upplýsingar um hvernig áhætta tengd sjálfbærni er felld inn í ráðgjöfina og upplýsa um mat á líklegum áhrifum slíkrar áhættu á ávöxtun viðkomandi fjármálaafurða. Sé hins vegar ekki talið að slík áhætta eigi við skal skýrlega og gagnort gera grein fyrir því í framangreindri lýsingu. Þessar upplýsingar skulu birtar af verðbréfafyrirtækjum og lánastofnunum með sama hætti og greinir í 2. -7. mgr. 34. mgr. MiFID laganna,<sup>60</sup> sbr. 2. mgr. og h og i-lið 3. mgr. 6. gr. SFDR, en af rekstraraðila sérhæfðra sjóða skv. 46. gr. laga um rekstraraðila sérhæfðra sjóða, sbr. a-lið 3. mgr. 6. gr. SFDR. Áhætta tengd sjálfbærni er skilgreind í 22. tölul. 2. gr. SFDR sem „atburður eða ástand á sviði umhverfismála, félagsmála eða stjórnarháttu sem gæti, ef hann gerist, haft raunveruleg eða hugsanleg veruleg neikvæð áhrif á virði fjárfestingarinnar.“

Fjármálaráðgjafar skulu, skv. 5. mgr. 4. gr. SFDR, birta og uppfæra upplýsingar um það hvort ráðgjöfin um fjárfestingar taki tillit til helstu neikvæðu áhrifa á þá sjálfbærnisþætti sem taldir eru upp í 24. tölul. 2. gr. SFDR, eða upplýsa hvers vegna það sé ekki gert og eigi það við, upplýsingar um hvort og þá hvenær sé áætlað að taka tillit til neikvæðra áhrifa á sjálfbærnisþætti.

## **5 Hvað telst vera ófullnægjandi ráðgjöf**

### **5.1 Inngangur**

Þeim atriðum sem fjallað er um hér að framan er ætlað að gefa nokkuð heildstætt yfirlit yfir það hvenær er verið að veita fjárfestingarráðgjöf og hvaða skyldur hvíla á þeim sem veita slíka ráðgjöf til viðskiptavina. Nú verður skoðað hvaða atriða dómstólar hafa litið til við mat á því hvað teljist til fjárfestingarráðgjafar og hvort verðbréfafyrirtæki hafi fullnægt skyldum sínum í tengslum við fjárfestingarráðgjöf, hvernig ráðgjöf fór fram í slíkum málum og hvaða lærdóm megi draga af þeim. Þýðingarmikið er að greina hvaða tilteknu atriði dómstólar telja að leiði

---

<sup>60</sup> SFDR reglugerðin vísar til ákvæða MiFID II, en hér er vísað til samsvarandi ákvæða MiFID laganna sem innleiða ákvæði tilskipunarinnar.

til þess að um ranga eða ófullnægjandi ráðleggingu sé að ræða, og má flokka þau atriði eftir eðli annmarkans. Loks verður skoðað hvers konar annmarkar leiða til ógildingar á samningi eða skaðabóta. Af eftirfarandi umfjöllun má sjá að flokkun þess viðskiptavinar sem á í hlut getur haft mikla þýðingu þegar leyst er úr því hvort ráðgjöf hafi verið ófullnægjandi og þá jafnframt hvaða afleiðingar slíkur annmarki hefur.

## 5.2 Ráðlegging hæfir ekki fjárfesti

Eitt hugtaksskilyrði fjárfestingarráðgjafar er að um persónulega ráðleggingu sé að ræða og skal ráðleggingin vera sett fram með þeim hætti að hún hæfi viðkomandi aðila, eða byggist á mati á aðstæðum aðilans eins og fjallað var um í kafla 3.3.1. Til að uppfylla þessa kröfu framkvæma verðbréfafyrirtæki mat á hæfi, sbr. umfjöllun í kafla 4.4 þar að lútandi hér að ofan. Sé ráðlegging ekki í samræmi við þetta mat á viðskiptavini telst ráðgjöf vera ófullnægjandi. Það er þó matsatriði hverju sinni hverjar afleiðingarnar verða. Norska fjármálaeftirlitið taldi einnig í ofangreindu máli, að Glitnir Privatökonomi hafi með fyrrnefndri ráðgjöf sinni, brotið kröfur þágildandi norsku verðbréfavíðskipta laganna um að veita ráðgjöf sem hæfir fjárfestinum.<sup>61</sup>

Í Hrd. 26. september 2012 í máli nr. 472/2012 (Latibær) var fallist á skaðabótaábyrgð Glitnis gagnvart viðskiptavini sem hafði hlotið fjárfestingarráðgjöf frá bankanum. Þess ber þó að geta að ráðgjöfin átti sér stað í tíð laga nr. 33/2003. Ráðgjöfin varðaði óskráð skuldabréf sem gefin voru út af Latabæ ehf. Viðskiptavinurinn var flokkaður sem almennur fjárfestir. Samkvæmt samningnum hafi aðeins fagfjárfestum verið heimilt að óska skriflega eftir kaupum á óskráðum bréfum. Dómurinn leggur til grundvallar að bankinn hafi boðað viðskiptavininn á kynningarfund um skuldabréfaútboðið, þar sem honum voru sýndar glærur sem ætlaðar voru lífeyrissjóðum og fagfjárfestum. Í kynningunni kom fram bjartsýni um framtíðarhorfur félagsins og landvinninga þess erlendis en hvergi var að finna viðvaranir eða ábendingu um áhættu fjárfestingarinnar. Þar sem sóknaraðili var samkvæmt flokkun varnaraðila ekki fagfjárfestir, heldur almennur fjárfestir, var talið leiða af 5. gr. samnings aðila um einkabankþjónustu, að varnaraðila var óheimilt samkvæmt samningnum að bjóða sóknaraðila slík skuldabréf til kaups. Í dómnum segir orðrétt:

Með hliðsjón af þeim lagaskyldum sem hvíldu á [bankanum] um upplýsingagjöf og óhlutdrægni svo og því að hér var verið að selja [viðskiptavininum] óvenjulegt verðbréf, sem auk þess var ekki heimilt samkvæmt 5. gr. samnings aðila, varð [bankinn] að tryggja sér sönnun fyrir því að hann hefði fylgt lagaskyldu sinni um upplýsingagjöf og bestu framkvæmd viðskipta. Var honum í lófa lagið að tryggja sér sönnun þess að hann hefði veitt [viðskiptavininum]

<sup>61</sup> Sjá bréf Kredittilsynet fyrir nánari lýsingu á ráðgjöfinni sem var veitt.

allar upplýsingar sem þörf var á til þess að hann gæti tekið upplýsta fjárfestingarákvörðun eins og boðið var í 1. mgr. 5. gr. laga nr. 33/2003.

Hæstiréttur tók sérstaklega fram að ekki væri fullnægjandi fyrir bankann að vísa til þess að viðskiptavinurinn hefði getað fengið allar nauðsynlegar upplýsingar í fjölmiðlum, þar sem upplýsingaskyldan hvílir lögum samkvæmt á bankanum. Bankinn hafi með vísan til framangreinds vanrækt skyldur sínar um upplýsingagjöf og ráðleggingar til viðskiptavinarins. Þá taldi Hæstiréttur Glitni ekki hafa greint nægjanlega vel frá eigin hagsmunum af sölu óskráðu skuldabréfanna sem Latibær ehf. gaf út. Niðurstaða Hæstaréttar um skaðabótarétt viðskiptavinarins virðist vera byggð á því að fjármálagerningurinn sem honum var boðinn hafi ekki verið í samræmi við mat á þekkingu og reynslu viðskiptavinarins sem almennur fjárfestir, og að vanræksla bankans á upplýsingagjöf hafi leitt til þess að viðskiptavinurinn tók ekki upplýsta fjárfestingarákvörðun. Einn Hæstaréttardómari greiddi sératkvæði og taldi rétt að hafna kröfum viðskiptavinarins þar sem viðskiptavinurinn tók jafnan sjálfur ákvarðanir um eigin fjárfestingar og hafði því töluverða reynslu á verðbréfavíðskiptum, auk þess að hann hafi sótt rækilegan kynningarfund um útboðið.

Má hér einnig vísa til Hrd. 17. apríl 2013 í máli nr. 222/2013 (Latibær II) sem varðaði skuldabréf útgefin af Latabæ ehf., fyrir sömu fjárhæð. Viðskiptavinirnir í báðum málum voru flokkaðir sem almennir fjárfestar og gerðu svipaðan samning um einkabankaþjónustu við Glitni. Í fyrra málinu taldi dómurinn að Glitni hafi verið óheimilt að hafa milligöngu um kaup á óskráðu verðbréfi fyrir reikning viðskiptavinarins þar sem það fór á skjön við gildandi fjárfestingarstefnu viðskiptavinarins, sönnunarbyrðin væri á Glitni um að þeir hefðu upplýst um hagsmunatengsl sín við Latabæ og að ekki hafi tekist sönnun á því að upplýsingaskyldu hafi verið gætt.

Fjárfestingarstefna viðskiptavinanna var hins vegar ekki sambærileg. Í fjárfestingarstefnu viðskiptavinarins í seinna málinu var tilgreint að fjárfesta skyldi í óskráðu verðbréfum. Glitnir byggði á að skriflega fjárfestingarstefnan ætti að ganga framur almennu ákvæði 5. gr. samnings aðilanna. Dómurinn tók þó fram að þrátt fyrir þetta sjónarmið verði ekki horft fram hjá þeim atriðunum sem Hæstiréttur vísaði til í fyrra málinu. Taldi dómurinn að í þessu máli hnígi rök enn frekar til að telja ósannað að upplýst hafi verið um hagsmunatengslin og ávinning Glitnis af sölu skuldabréfanna. Viðskiptavinurinn hafi ekki sótt sama kynningarfund um fjárfestinguna og viðskiptavinurinn í fyrra málinu og kannaðist ekki við að hafa verið greint frá umræddum hagsmunatengslum eða að verðbréfin hafi verið óskráð. Engin gögn lágu fyrri um hvernig fjárfestingin hafi verið kynnt viðskiptavininum og ekki væri

fullnægjandi að vísa til framburðar starfsmanns einkabankaþjónustu sem mundi ekki sérstaklega eftir samtölum við viðskiptavininn en að allir kaupendur skuldabréfanna hafi verið vel upplýstir. Því var ekki talið að líta ætti fram hjá fordæmisgildi tilvitnaða dómsins, sérstaklega þar sem Hæstiréttur hafnaði öllum þeim sömu málsástæðum sem byggt er á í málinu. Einnig var deilt um önnur viðskipti í málinu sem voru talin óskuldbindandi fyrir viðskiptavininn af sambærilegum ástæðum.

Í bæði Hrd. 2. maí 2013 í máli nr. 631/2012 (Byggingahúsið) og Hrd. 16. janúar 2014 í máli nr. 509/2013 (afleiðusamningur) höfðu viðskiptavinir Landsbankans átt í viðskiptum með framvirka samninga og neitað að greiða þegar LB krafðist greiðslu á skuldinni. Þeir vísuðu til þess að fjárfestingarráðgjöf sem LB veitti hafi verið ófullnægjandi þar sem ákvæða þágildandi laga um mat á viðskiptavini hafi ekki verið gætt. Í fyrrnefnda málinu taldi Hæstiréttur LB ekki hafa gætt ákvæða laganna í fyllsta tilliti þar sem ekki lá fyrir hvort upplýsinga um fjárfestingarmarkmið hafi verið aflað. Hins vegar var í báðum málum lagt til grundvallar að viðskiptavinirnir hafi skilið viðskiptin sem þeir áttu í og gert sér grein fyrir áhættunni sem fylgdi þeim með vísan til upphafs, umfangs og tímabils viðskiptanna, yfirlýsinga um að hafa „kynnt sér eðli framvirkra samninga og notið sérfræðiráðgjafar utan Landsbanka Íslands áður en hann undirritaði samninginn.“ Í forsendum Hæstaréttar er einnig vísað til þess að umræddir framvirkir samningar um hlutabréf teljist ekki til flókinna fjármálagerna og var í Hrd. 509/2013 (afleiðusamningur) vísað til Hrd. 631/2012 (Byggingahúsið) í því tilliti. Í síðara málinu tók Hæstiréttur einnig fram að samkvæmt samningi aðilanna um ráðgjöf væri það hlutverk LB að upplýsa B ehf. um fjárfestingarkosti, en verður að telja að það hafi verið undir B. ehf. komið hvort hann þáði þá ráðgjöf eða ekki. Hæstiréttur tekur einnig fram að þegar þetta er haft í huga verður hvorki talið að sýnt hafi verið hvernig ráðgjöf LB hafi verið röng eða ófullnægjandi né hvernig frekari ráðleggingar hefðu getað komið í veg fyrir viðskiptin. Því væru ekki efni til að víkja samningnum til hliðar á grundvelli 36. gr. laga nr. 7/1936 („samningarlaga“).

Af dómunum verður ráðið að þegar sönnun tekst ekki um að ráðgjöf hafi verið ófullnægjandi leitar Hæstiréttur í hlutlæg sönnunargögn, svo sem skilmála og samninga á milli aðilanna og leggur mikinn þunga í þau.

### **5.3 Villandi eða röng upplýsingagjöf**

Fjárfestingarráðgjöf er einn þýðingarmesti þáttur í ákvörðun viðskiptavina um að fjárfesta og er því mikilvægt að allar upplýsingar séu áreiðanlegar. Í 1. mgr. 34. gr. MiFID laganna er þess krafist að verðbréfafyrirtæki tryggi að öll upplýsingagjöf til viðskiptavina eða hugsanlegra

viðskiptavina sé skýr. Ágalla á upplýsingagjöf má greina í nokkra undirflokkar en leiða almennt til þess að viðskiptavinur hafi ekki getað tekið upplýsta fjárfestingarákvörðun eða sé í villu um eðli skuldbindingar sem hann gengst undir, sem má rekja til- eða þrátt fyrir að honum hafi verið veitt fjárfestingarráðgjöf. Hafi ráðlegging eða gögn tengd henni að geyma rangar upplýsingar, þ.e. upplýsingagjöf er ekki í samræmi við efni samnings eða viðskipta sem ráðgjöfin varðaði, er ekki óvarlegt að fullyrða að ráðgjöfin hafi verið ófullnægjandi.

Í þremur dómum sem vörðuðu kaup stofnfjárbréfa í sparisjóðum og kveðnir voru upp 24. nóvember 2011 var fallist á ógildingu samninga vegna annmarka á upplýsingagjöf, þar sem ekki var greint frá þeirri áhættu sem fólst í lántöku vegna hlutabréfakaupa. Um er að ræða Hrd. 117/2011 (Ellilífeyrisþegi), Hrd. 118/2011 (Sölumaður) og Hrd. 119/2011 (Sauðfjárnóndi).

Í Hrd. 117/2011 (Ellilífeyrisþegi) var deilt um hvort skuldbinding E gagnvart Glitni takmarkaðist við veðsett stofnfjárbréf eða hvort E bæri einnig persónulega greiðsluábyrgð á eftirstöðvum lánsins. E taldi takmörkunina leiða af lánessamningnum og orðalagi kynningarblaðs Glitnis um fjármögnun stofnfjárbréfanna, þar sagði um tryggingar lánsins: „Glitni banka hf. sett að handveði stofnfjárhlutir stofnfjárhafa og væntar arðgreiðslur af stofnfjárhlutum. Ekki verður krafist frekari trygginga.“ E sagði forsendu lántökunnar vera að áhættan væri takmörkuð við bréfin. Hæstiréttur taldi lánessamninginn ekki takmarka skyldu lántaka og rétt lánveitanda til að leita fullnustu fyrir greiðsluskyldu lántaka, orðið trygging vísi til ráðstöfunar sem veitir kröfuhafa meira öryggi fyrir efndum og þó kröfuhafi krefjist ekki tryggingar raskar það ekki efndaskyldu skuldara. Skyldan til endurgreiðslu sé því skýr.

Dómurinn taldi sýnt fram á að starfsmenn Glitnis hafi á fundum með stjórnarmönnum og starfsmönnum Byrs sparisjóðs viðhaft ummæli „sem hafi mátt skilja þannig að ekki yrði gengið að lántökum persónulega, einungis að hinum veðsettu stofnfjárbréfum.“ Stjórnarmaður Byr, kvaðst fyrir dómi hafa sérstaklega spurt út í þetta atriði og fengið þau svör að einungis væri tekið veð í stofnfjárbréfunum, hvorki yrði krafist annarra trygginga né gengið að greiðendum ef tryggingin dygði ekki. Þessar upplýsingar voru svo veittar starfsmönnum Byr sparisjóðs sem svöruðu fyrirspurnum um fjármögnunina og sögðu áhættuna bundna við hin veðsettu stofnfjárbréf. Skrifleg samantekt sem starfsmenn Glitnis notuðu við kynningu útboðsins fyrir viðskiptavinum og glærukynning fyrir starfsmenn lá fyrir í málinu, en í þeim var hvergi getið um þær áhættur sem fylgja viðskiptunum.

Hæstiréttur taldi að haft hafi verið samband við E og hún hvött til að taka þátt svo hún „þynntist ekki út“, en hvorki greint frá áhættu viðskiptanna né skoðað greiðslugetu hennar á láninu. Þvert á móti hafi lántakan verið sögð áhættulaus þar sem væntanlegar arðgreiðslur myndu líklega greiða lánið upp en annars væri leitað fullnustu í bréfunum eins og þörf væri á.

Sonur E sagði Glitni eða Byr hafa, þegar hann spurði út í orðalagið á kynningarblaðinu, sagt að E myndi mögulega missa bréfin sín en ekkert annað. Í kjölfarið hafi E fallist á að taka þátt í stofnfjárukningunni. Þar sem engar viðvaranir fylgdu ráðgjöfinni um áhættuna og með hliðsjón af ofangreindu þótti ljóst að E hafi samþykkt lántökuna á þeirri röngu forsendu að áhættan takmarkaðist við hin veðsettu stofnfjárbréf.

Hæstiréttur tekur fram að ekki hafi verið um fjárfestingarráðgjöf af hálfu Glitnis að ræða, virðist sú fullyrðing byggja á þeim grunni að skilyrði um persónulega ráðleggingu hafi ekki verið uppfyllt, en í dómnum segir orðrött: „Ekki er upplýst í máli þessu að Glitnir banki hafi veitt stefndu slíka ráðgjöf og því kemur 15. gr. [vvl.] hér til álita.“ Má telja þá niðurstöðu leiða af eftirfarandi niðurstöðu dómsins:

Ekki er hins vegar upplýst að þær ábendingar, sem urðu til þess að stefnda og sonur hennar drógu þá röngu ályktun að fullnusturéttur lánveitanda væri takmarkaður við hin veðsettu bréf, hafi komið frá Glitni banka. Ljóst er að út frá því var gengið að Byr sparisjóður ætti að kynna stofnfjárukninguna og fjármögnun hennar fyrir stofnfjáreigendum. Eins og málið liggur fyrir dómnum verður að ganga út frá því að starfsmenn Byrs sparisjóðs hafi veitt stefndu hina villandi ráðgjöf.

Hins vegar var talið ljóst að E hafi vegna villandi ráðgjafar Byr sparisjóðs, sem mátti rekja til ónákvæmrar upplýsingagjafar af hálfu Glitnis, samþykkt lántökuna á þeirri röngu forsendu að áhættan takmarkaðist við stofnfjárbréfin. Líklega hefði hún ekki tekið lánið ef veitt hefði verið rétt ráðgjöf sem skýrði afleiðingar þess ef forsendur um rekstur sparisjóðsins og væntar arðgreiðslur gengju ekki eftir. Hæstiréttur taldi frumkvæði Glitnis að þessari umfangsmiklu stofnfjárukningu undirstrika enn frekar ábyrgð bankans á því að gera lántökum grein fyrir þeirri áhættu sem fylgir slíkri skuldsettri fjárfestingu. Með því að upplýsa E ekki um áhættuna sem fólst í lántöku til kaupa á svo miklu magni stofnfjárbréfa hafi Glitnir sýnt af sér alvarlegt skeytingarleysi um hagsmuni hennar. Glitnir lagði áherslu á það að allir stofnfjáreigendur tækju þátt og hélt kynningar um stofnfjárukninguna þar sem kom fram að hækkun stofnfjárins yrði „að stórum hluta mætt með arðgreiðslum til stofnfjáreiganda“. Upplýsingagjöf Glitnis er beintengd við ráðgjöf Byrs í niðurstöðu héraðsdóms. Velta má því upp hver raunverulegur munur fyrir viðskiptavin sé á svona ónákvæmri upplýsingagjöf og ráðgjöf eins og dómurinn skilgreinir hana. Dómurinn virðist vera að segja að upplýsingagjöf sé eitthvað annað en fjárfestingarráðgjöf og má spyrja sig hvort slík aðgreining sé eðlileg gagnvart viðskiptavininum.



Niðurstaða dómsins var að ósanngarnt væri af Glitni banka að bera lánsamninginn fyrir sig að því leyti sem hann veitir fullnusturétt á greiðsluskyldu E umfram hin veðsettu stofnbréf og arði af þeim, sbr. 36. gr. samningarlaga. Var efni samningsins því breytt þannig að fullnusturétturinn myndi takmarkast við stofnfjárbréfin og arð af þeim. Óvarlegt er að fullyrða að ef um fjárfestingarráðgjöf hefði verið að ræða væri hún ófullnægjandi á sama grundvelli.

Í Hrd. 118/2011 (Sölumaður) og Hrd. 119/2011 (Sauðfjársóndi) voru málsatvik sambærileg, en vörðuðu stofnfjárukningu í Sparisjóði Norðlendinga sem kom til vegna stofnfjárukningar Byr sparisjóðs. Glitnir sá einnig um ráðgjöf útboðsins og kom fram í glærुकynningu Glitnis á fundi 23. nóvember 2007 á hótél KEA að nauðsynlegt væri að tryggja þátttöku og fjármögnun stofnfjáreigenda fyrir nýja stofnfénu svo eignarhluti þeirra myndi ekki rýrna, líkt og í spurt og svarað skjali um stofnfjár aukningu Byrs hér á undan. H og G, stofnfjáreigendur í sjóðnum voru boðaðir á fundinn. Vitni sögðust hafa fengið þær upplýsingar frá stjórnarformanni Sparisjóðs Norðlendinga á fundinum að aðeins yrði gengið að veðsettu stofnfjárbréfunum og arði af þeim. Ekkert gagn í málinu benti til þess að við ráðgjöfina hafi verið veittar upplýsingar um áhættu þess að virði stofnfjárbréfanna lækki og áhrif þess á lántökuna. Dómurinn taldi að stjórnarformaður sparisjóðsins hafi viðhaft orðræðu sem styrkti fundarmenn í þeirri trú að fjármögnun kaupanna væri áhættulaus. Í ljósi kynningarinnar ákvað H að taka þátt í útboðinu og nýta fjármögnun Glitnis en áður hafi honum ekki hugnast hækkunin og íhugað að selja bréfin. Hefði H verið ljóst að með því væri hann að „leggja heimilið að veði“ hefði hann aldrei tekið lánið. Dómurinn taldi sýnt fram á að lántakan hafi verið samþykkt á þeirri röngu forsendu að áhætta hans og fullnusturéttur Glitnis takmarkaðist við veðsettu stofnfjárbréfin.

Hins vegar var ekki talið sannað að á fundi forsvarsmanna Glitnis og Sparisjóðsins hafi beinlínis verið lýst yfir að fullnusturétturinn væri takmarkaður við bréfin. Þrátt fyrir það hafi Glitnir hafi vanrækt skyldur sínar til þess að gefa lántökum nægjanlega greinargóðar upplýsingar um þá áhættu sem fólst í að taka lán fyrir kaupunum. Áhyggjur stofnfjáreigenda vegna svo mikillar skuldsetningar hafi verið viðraðar á fundinum á hótél KEA, því hafi fulltrúar Glitnis átt að vera meðvitaðir um óvissu stofnfjáreigenda um hagsmuni þeirra og áhættuna sem þeir væru að taka. Þannig hafi lántakendurnir, vegna villandi ráðgjafar, samþykkt lántökuna á röngum forsendum um áhættu lántökunnar. Glitnir sýndi alvarlegt skeytingarleysi um hagsmuni lántakenda sem hafa ekki mikla þekkingu á verðbréfavíðskiptum. Í ljósi atvika við samningsgerðina, stöðu aðila, efni lánsamnings, síðari atvika og með vísan til 36. gr. samningalaga var talið ósanngarnt að bera samninginn fyrir sig að því leyti sem í honum felst réttur til fullnustu á öðrum eignum en hinum veðsettu bréfum og arði af þeim.

Í ofangreindum málum fólst ófullnægjandi ráðgjöfin í því að ekki voru veittar greinagóðar upplýsingar um þá fjárhagslegu ábyrgð sem viðskiptavinirnir voru að gangast undir. Það er meginregla í kröfurétti að kröfuhafi geti leitað fullnustu í hvaða eign skuldara sem er og sérstaklega þurfi að taka fram ef ætlunin sé að takmarka þá ábyrgð.<sup>62</sup> Slíka takmörkun var ekki hægt að leiða af kynningarefni, glærुकynningunni eða lánessamningnum, heldur var orðalag ekki skýrt fyrir óreynda einstaklinga og þegar spurt var út í orðalagið voru veittar villandi eða rangar upplýsingar um að ábyrgðin væri takmörkuð við hin veðsettu bréf í lánessamningnum, sem var svo ekki raunin. Þannig undirrituðu lántakarnir lánessamningana á rögum forsendum, enda var samningurinn ekki í samræmi við þær upplýsingar sem þeim höfðu verið veittar á kynningarfundinum. Aðilarnir voru að taka á sig verulega fjárhagslega byrði sem þeir kváðust ekki hafa gengist undir ef þeim hefði verið ljóst hvert raunverulegt efni sammingsins væri. Því er ábyrgðin ekki takmörkuð á grundvelli reglum kröfuréttar einum og sér, heldur gegna ógildingarreglur samningaréttar stóru hlutverki.

Hins vegar má skoða Hrd. 24. nóvember 2011 í máli nr. 120/2011 (Véltjóri) þar sem líkt og í fyrri stofnfjármálum var ekki fallist á að skýra lánessamninginn eða kynningarskjal með þeim hætti að fullnusturéttur Glitnis takmarkaðist við veðsettu stofnfjárbréfin. Dómurinn taldi ekki skýrt af hverju viðskiptavinur taldi lántökuna fyrir stofnfjárbréfunum áhættulausa. Í málinu lá hvorki fyrir að starfsmenn Byr sparisjóðs, né Glitnis hafi gefið það í skyn að lántakan væri áhættulaus, ólíkt fyrri málunum. Var því fallist á kröfu Glitnis um að viðskiptavini bæri að endurgreiða lánið samkvæmt samningnum. Einnig má líta til Hrd. 3. mars 2016 í máli nr. 449/2015 (Fasteignaveð vegna stofnfjárbréfa) þar sem ógildingur var hafnað í samskonar máli og hér að ofan sem varðaði kaup stofnfjárbréfa. Málsatvik voru hins vegar ekki talin öldungis sambærileg og í Hrd. 117/2011 og því ekki unnt að vísa til málsins sem fordæmi. Málsatvikin voru helst frábrugðin að því leyti að T ehf. veitti Byr sparisjóði veð í tilteknum fasteignum til tryggingar lánessammings þeirra en sparisjóðnum var ekki veittur veðréttur í stofnfjárhlutunum, sem G og S keyptu fyrir hluta af andvirði láns sparisjóðsins til T ehf. Í forsendum Hæstaréttar segir:

Því hefur ekki verið borið við í málinu að starfsmenn Byrs sparisjóðs hafi á nokkru stigi ranglega vakið hjá [T ehf.], [G] eða [S] trú um að ekki yrði leitað fullnustu kröfu samkvæmt lánessamningnum í öðru en stofnfjárhlutunum, enda tilheyrðu þeir ekki [T ehf.], sem var lántakinn og hafði að auki gagnert sett aðrar eignir sínar að veði til tryggingar skuldinni. Framangreindur dómur í máli

---

<sup>62</sup> Þorgeir Örlygsson, *Kröfuréttur: efndir kröfu*. 1 (Codex 2009), bls. 80-81.

nr. 117/2011 hefur því í engu atriði gildi sem fordæmi við úrlausn þessa máls.  
(áhersl. br. höfundar)

Þannig var ekki sýnt fram á að fullnusturétturinn takmarkaðist við stofnfjárlutina, þar sem félagið sem lagði fram tryggingarnar var ekki jafnframt eigandi stofnfjárbrefanna, auk þess að aðrar eignir voru settar fram til að tryggja skuldina.

Af þessu má sjá annars vegar að sýna þarf fram á að villandi eða rangar upplýsingar hafi verið veittar í samskiptum aðilanna þegar hlutlæg gögn bera skýrt með sér skyldu viðskiptavinar og hins vegar að varðandi upplýsingagjöf skipti máli hvort sá fjármálagerningur sem fjárfest er í sé veðsettur eða aðrar eignir.

Í Hrd. 14. maí 2014 í máli nr. 218/2014 (Stefnumið ehf.) hafði Glitnir lánað SM ehf. vegna samnings um framvirk verðbrefaviðskipti. Aðilarnir gerðu samning um framvirk verðbrefaviðskipti sem tóku til fjármagnaðs afleiðutengds skuldabréfs, en Glitnir leit svo á að viðskiptin væru einungis ætluð fagfjárfestum. SM ehf. hafði veitt upplýsingar um þekkingu og reynslu sína af fjármálagerningum og tiltekið fjárfestingarmarkmið sín í sérstöku skjali, því flokkaði Glitnir hann sem almennan fjárfesti. Í samningnum kom fram að nafnverð bréfsins væri 200.000.000 kr. en kaupverð rúmlega 215.000.000 kr. Aðilarnir gerðu svo fjölda fleiri samninga sem enduðu með tapi SM ehf. upp á tæplega 82.000.000 kr. Þann 7. ágúst 2008 gerðu aðilarnir nýjan samning um gjaldeyrisstýringu og tók Glitnir við 84.000.000 kr. til gjaldeyris fjárfestinga, en þeim viðskiptum lauk einnig með tapi. SM ehf. hafnaði að greiða sem endaði með því að bankinn leysti til sín skuldina af handveðsettum reikningi. SM ehf. taldi ráðstöfunina óheimila og krafðist skaðabóta við slit bankans, þar sem samningar aðilanna væru ógildir.

Hæstiréttur taldi mikinn skort hafa verið á viðhlítandi upplýsingagjöf Glitnis til SM ehf. í aðdraganda viðskiptanna, sem aukinheldur voru slíkir að ekki væri á færi hins almenna fjárfestis að ráðast í þau, en ljóst er að SM ehf. hafi ávallt notið slíkrar stöðu gagnvart bankanum. Starfsmaður einkabankþjónustu Glitnis átti frumkvæði að viðskiptunum og kynnti vöruna fyrir SM ehf. í tæplega 5-10 mínútna samtali og sagði áhættuna aðeins 5% af undirliggjandi samningsfjárhæð eða 10.000.000 kr., í kjölfarið voru viðskiptin „bundin fastmælum.“ Hvorki var minnst á að fjármagnskostnaður kæmi til viðbótar né að áhættan gæti orðið meiri. Því var fallist á að 36. gr. samningarlaga hafi staðið til þess að víkja til hliðar skuldbindingu SM ehf. að því marki sem hann bar halla af samningnum umfram 10.000.000 kr. Glitnir hefur því bakað sér skaðabótaskyldu að því marki sem hann gekk að greiðslu umfram

fyrirgreinda fjárhæð sem samningurinn hefði með réttu getað staðið til. Því viðurkenndi Hæstiréttur kröfu SM ehf. að fjárhæð 74.000.000 kr.

Í Hrd. 24. janúar 2013 í máli nr. 253/2012 (Sparisjóðabanki Íslands) krafðist S hf. þess að A greiddi skuld á grundvelli skiptasamninga. A krafðist þess að samningar aðilanna væru sjálfkrafa ógildir með vísan til vanrækslu SPB á skyldum sínum samkvæmt 15. og 16. gr. vvl. um hæfismat vegna fjárfestingarráðgjafar og annarra verðbréfavíðskipta. Hæstiréttur benti á að viðskiptavinurinn hafi ekki borið fyrir sig almennar ógildingareglur fyrr en fyrir Hæstarétti og að „engin ákvæði séu í [vvl.] um hverju það varði ef út af er brugðið með leiðbeiningarskyldu fjármálafyrirtækis“ og var þeirri kröfu því hafnað.

Hins vegar hafði A einnig byggt á því að áhætta hvors samningsaðila takmarkaðist „við þá hækkun sem gæti orðið á markaðsvirði viðmiðunarbréfa hans á samningstímanum, en tæki ekki til lækkunar sem kynni að verða á virði þeirra eða viðmiðunarbréfa hins.“ Hæstiréttur taldi að ákvæði skiptasamninganna um skuldbindingu viðskiptavinarins og bankans væru óskiljanleg og þar sem þau voru samin einhliða af S hf. bæru þeir hallann af því. Féllst því Hæstiréttur á með A að samningarnir væru skýrðir þannig að ábyrgð hvors aðila takmarkaðist við hækkun viðmiðunarbréfa en lækkun falli þar utan við og var því kröfu S hf. umfram það hafnað.

Niðurstaðan er í samræmi við það sem kemur fram í áðurnefndum stofnfjármálunum í tengslum við takmörkun á áhættu, en sýnir einnig að þegar áhætta viðskiptavinar er óljós samkvæmt hlutlægum sönnunargögnum, ber verðbréfafyrirtækið hallann af því.

#### **5.4 Afleiðingar ófullnægjandi ráðgjafar**

Það er sérstakt álitamál hverju sinni hvaða afleiðingar ráðgjöf hefur, sem fullnægir ekki þeim kröfum sem gerðar eru til hennar. Einkaréttarleg og opinber úrræði geta verið höfð uppi en hvorki í gömlu vvl. né MiFID lögunum sem tóku við af þeim má finna reglur um ógildingu samninga vegna ófullnægjandi ráðgjafar, eins og fyrr var tekið fram.<sup>63</sup> Í Hrd. 24. janúar 2011 í máli nr. 638/2010 (Njála) var deilt um flokkun viðskiptavinar. Í málinu vísaði Hæstiréttur til þess að ekki væri að finna reglur um ógildi samnings í vvl. ef ákvæðum laganna væri ekki fylgt. Viðskiptavinurinn hafi ekki krafist skaðabóta og því væri kröfu um ógildingu aðeins fundið stoð í ákvæðum III. kafla samningalaga eða ólögfestum reglum fjármunaréttar um ógildingu samninga, en einn megintilgangur 36. gr. samningarlaga var að styrkja neytendavernd.<sup>64</sup>

<sup>63</sup> Sjá einnig, Thomas M.J. Möllers (n. 50), bls. 236-240.

<sup>64</sup> Ása Ólafsdóttir, *Ógildingarreglur samningaréttar* (Fons Juris 2019), bls. 244.

Leiði fjárfestingarráðgjöf verðbréfafyrirtækis til tjóns er hugsanlegt að félagið beri skaðabótaábyrgð gagnvart viðskiptavini sínum vegna ráðgjafarinnar. Félagið myndi þó hafa þurft að sýna af sér saknæma og ólögmæta háttsemi sem leiddi til tjónsins, til dæmis með því að hafa farið af ásetningi eða gáleysi gegn þeim reglum sem um ráðgjöfina gilda. Í 1. mgr. 33. gr. og 1. máls. 1. mgr. 48. gr. MiFID laganna er lagagrundvöllur fyrir því að gera sérstaklega strangar kröfur í þessum efnunum.<sup>65</sup> Ræðst það af því að verðbréfafyrirtæki teljast sérfróð í viðskiptum með fjármálagerninga og geta borið ábyrgð gagnvart viðskiptavini og þriðja aðila.<sup>66</sup> Við saknæmismat verðbréfafyrirtækja hefur fjármálaréttar löggjöf verulega þýðingu. Reglufest saknæmi er þegar huglægir þættir tjónvalds eru ekki skoðaðir og saknæmi ræðst aðeins af því hvort háttsemi sé í andstöðu við skráða háttæmisreglu.<sup>67</sup> Þó ekki sé fullyrt að svo ströng regla gildi er ljóst að Hæstiréttur beitir mjög ströngu sakarmati þegar fjárfestingarráðgjöf er veitt.<sup>68</sup>

Vegna sérstaks eðlis viðskipta með fjármálagerninga er mikilvægt að aðhafast snemma ef viðskiptavinur telur fjárfestingarráðgjöf ófullnægjandi. Í Hrd. 30. september 2015 í máli nr. 553/2015 (afleiðutengt skuldabréf) taldi Þ að Glitnir hafi veitt honum ófullnægjandi fjárfestingarráðgjöf og að það hafi ollið honum tjóni, krafðist hann því skaðabóta við slit Glitnis Kröfur hans voru í nokkrum liðum, en ein þeirra varðaði afleiðutengt skuldabréf. Hæstiréttur taldi að það hafi komið í ljós í október 2008 að tapið yrði ekki unnið upp af fjárfestingunni en Þ gerði ekki athugasemdir við ráðgjöfina fyrr en með kröfulýsingu í nóvember 2009. Hæstiréttur taldi hann hafa glatað rétti hans til að bera fyrir sig kröfuna fyrir tómlætissakir, en Hæstiréttur vísaði til þess að tómlæti geti haft meiri áhrif á réttarstöðu sammingsaðila í verðbréfavíðskiptum en á öðrum sviðum.

Opinber úrræði geta til dæmis verið stjórnvaldssektir, sbr. 125. gr. MiFID laganna eða afturköllun starfsleyfis, sbr. 7. tölul 1. mgr. 9. gr. ffl. Í áður nefndu máli dótturfélags Glitnis taldi Norska fjármálaeftirlitið brot félagsins vera grundvöll fyrir afturköllunar á starfsleyfi.<sup>69</sup> Við óvenjulegar aðstæður getur ESMA beint bindandi ákvörðun að eftirlitsaðila, fjármálastofnun eða markaðsaðila sinni eftirlitið ekki skyldu sinni til að grípa til aðgerða.<sup>70</sup>

<sup>65</sup> Eiríkur Jónsson (n. 18), bls. 179.

<sup>66</sup> A. Vinding Kruse, *Erstatningsretten* (5. útg., København : Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1989), bls. 105.

<sup>67</sup> Eiríkur Jónsson (n. 18), bls. 133.

<sup>68</sup> sama heimild, bls. 148; Hrd. 26. september 2012 í máli nr. 472/2012.

<sup>69</sup> Finanstilsynet (n. 47), bls. 10.

<sup>70</sup> Andri Fannar Bergþórsson, „Adapting the European System of Financial Supervision (ESFS) to the EEA Two-Pillar Structure - A Workable Solution?“ (2019) 16 European Company and Financial Law Review 557, bls. 577-582.

## 6 Niðurstöður

Í þessari ritgerð hefur verið leitast við að skýra og lýsa inntaki fjárfestingarráðgjafar, einkum samkvæmt MiFID lögunum og framseldu reglugerðar MiFID II og þýðingu hennar fyrir þá sem koma að henni með hliðsjón af dómaframkvæmd um hvenær ráðgjöf telst ófullnægjandi. Hugtakið fjárfestingarráðgjöf kemur inn í íslenska löggjöf í gegn um EES-rétt og því ber að skýra það og reglurnar sem um hana gilda samkvæmt þeim kröfum sem leiða af bókun 35. Eftir að veiting fjárfestingarráðgjafar var aftur gerð starfsleyfisskyld eins og áður var rakið er aðeins þeim aðilum heimilt að veita fjárfestingarráðgjöf sem hafa hlotið verðbréfaréttindi og starfa í umboði verðbréfafyrirtækis sem hefur hlotið starfsleyfi FME.<sup>71</sup> Viðskiptavinur, sem móttækur fjárfestingarráðgjöf, skal metinn af verðbréfafyrirtæki og því er óheimilt að mæla með viðskiptum ef þau hæfa ekki viðskiptavinum, en mismunandi kröfur eru gerðar eftir því hvaða flokki fjárfesta hann tilheyrir.

Til að ákveðin háttsemi teljist til fjárfestingarráðgjafar þarf að vera unnt að heimfæra upp á háttsemina, þau þrjú hugtaksskilyrði sem fjallað hefur verið um. Háttsemin þarf í fyrsta lagi að vera persónuleg ráðlegging, sem beint er persónulega að einhverjum, sett fram þannig að hún hæfi, eða byggi á mati á aðstæðum viðskiptavinar um að grípa til ráðstafana sem fjallað er um hér að ofan. Mörkin á milli fjárfestingarráðgjafar annars vegar og fjárfestingargreiningar hins vegar ræðst af skilyrði fjárfestingarráðgjafar um persónulega ráðleggingu. Í öðru lagi þarf ráðleggingin að vera til viðskiptavinar og er því lýst að ekki sé gert skilyrði um sérstakt endurgjald fyrir þjónustuna. Í þriðja lagi þarf ráðgjöfin að varða fjármálagerninga, en skilgreining hugtaksins er aðeins lítillega breytt frá MiFID I og eru helstu breytingar sem leiða af tilkomu MiFID II raktar. Talið er að sýndareignir með tiltekna eiginleika geti fallið undir hugtakið en þegar ákvæði Evrópulöggjafar eru heimfærð yfir á slíkar sýndareignir er nokkur vafi á. Einnig er talið að meta þurfi tegund og eðli fjármálagerningsins og hvort það sé á færi viðskiptavinarins að skilja hann. Því er beint samband á milli flóknari fjármálagerninga og ríkari krafna þegar ráðgjöf er veitt, en flokkun fjárfestis skiptir miklu máli í þessu samhengi.

Ríkar skyldur eru lagðar á verðbréfafyrirtæki en af þeirri dómaframkvæmd sést að í þeim tilvikum sem verðbréfafyrirtæki vanrækja skyldur sínar er um saknæma háttsemi að ræða. Þegar sú háttsemi veldur viðskiptavinum tapi er um að ræða tjón og orsakasamhengi, saman mynda þau skilyrði almennu skaðabótareglunnar. Ófullnægjandi ráðgjöf hefur leitt bæði til skaðabótaskyldu og ógildingu samninga.

---

<sup>71</sup> Mat á því hvort háttsemi sé í umboði verðbréfafyrirtækis fer eftir almennum umboðsreglum.

Í Hrd. 472/2012 (Latibær) telur Hæstiréttur að þrátt fyrir að viðskiptavinur með stöðu almenns fjárfestis kunnri að hafa reynslu af fjárfestingum skuli ekki gera minni kröfur til verðbréfafyrirtækja um upplýsingagjöf, sérstaklega þegar viðskiptin samrýmast ekki þjónustusamningi aðilanna. Ströngu sakarmati var beitt í málinu með vísan til sérfræðipekkingar fjármálafyrirtækja auk þess að óheimilt var að selja viðskiptavini óskráð bréf samkvæmt samningi aðilanna. Hins vegar var litið til þess í Hrd. 631/2012 (Byggingahúsið) og Hrd. (afleiðusamningur) að aðilarnir lýstu því sérstaklega yfir að þeir hefðu kynnt sér eðli fjármálagerningsins sem þeir fjárfestu í auk þess að hafa aflað sér sérfræðiaðstoðar frá öðrum aðila en bankanum sem varð til þess að ekki var fallist á að ráðgjöfin hafi verið ófullnægjandi. Að auki áttu viðskiptavinirnir frumkvæði að viðskiptunum og ráða því hvort þeir eigi í viðskiptum á grundvelli ráðgjafarinnar. Af dómunum má sjá að mikið er lagt í yfirlýsingar viðskiptavina um þetta efni.

Af Hrd. 117/2011 (Ellilífeyrisþegi) má sjá að það skiptir miklu máli að hugtaksskilyrðin séu uppfyllt, dómurinn taldi ekki upplýst að Glitnir hafi veitt E fjárfestingarráðgjöf eins og hún var skilgreind í vvl. og hafi því ekki verið skylt að kanna fjárhagsstöðu hennar. Engu að síður bar Glitnir ábyrgð, ekki vegna ófullnægjandi fjárfestingarráðgjafar, heldur af því að þeir veittu upplýsingar sem leiddu til ófullnægjandi fjárfestingarráðgjafar. Glitnir gat sem lánveitandi því ekki innheimt skuldina. Í Hrd. 117, 118 og 119/2011 var sérstaklega litið til stöðu viðskiptavinanna, áhættu viðskiptanna, frumkvæðis Glitnis á stofnfjárukningunni og lánveitingum til viðskiptavinanna til að fjármagna stofnfjárukninguna. Hins vegar má sjá af Hrd. 120/2011 (Vélstjóri) að þar sem ekki var sýnt fram á að starfsmenn Byr eða Glitnis hafi gefið í skyn að ábyrgðin væri takmörkuð eins og var gert í hinum stofnfjármálunum með vitnaleiðslum, lítur dómurinn til hlutlægra sönnunargagna, lánsamningsins og annara kynningargagna. Þar sem þau báru skýrt með sér greiðsluskyldu viðskiptavinar var ekki fallist á takmörkun greiðsluskyldu hans.

Þegar Hæstiréttur kemst að niðurstöðu reiðir hann sig á vitnaleiðslur, og skrifleg sönnunargögn, auk annarra aðferða eftir atvikum. Ekki er ávallt fjallað um inntak ráðgjafarinnar eða í hverju hin ófullnægjandi ráðgjöf fólst. Almennt meta dómstólar aðdraganda viðskiptanna heildstætt, þá sérstaklega hvort viðskiptin samrýmast mati á fjárfestinum auk þess hvaða upplýsingar voru veittar og hverjar ekki. Þegar sannað er að fjárfestingarráðgjafi hafi veitt rangar eða villandi upplýsingar um eðli skuldbindingar viðskiptavinar er sennilegt að ábyrgð viðskiptavinar verði takmörkuð við það sem sannað er að ráðgjafi taldi honum trú um, þó er ekki hægt að fullyrða að svo sé í öllum tilfellum. Líkt og fjallað var um í kafla 4.4. ræðst umfang upplýsingaöflunar verðbréfafyrirtækis frá viðskiptavini

við hæfismat af eðli og umfangi þeirrar þjónustu sem á að veita. Þegar viðskipti eru flókin, umfangs- eða áhættumikil eru ríkari kröfur gerðar til upplýsingaöflunar, en einnig upplýsingaskyldu verðbréfafyrirtækis gagnvart viðskiptavini, sbr. Hrd. 218/2014 (Stefnumið) en sérstaklega var litið til eðlis viðskiptanna og flokkunar viðskiptavinarins sem almennur fjárfestir, auk þess að bankinn áttu frumkvæði að viðskiptunum. Mikil áhersla er lögð á að veittar séu skýrar, nægjanlegar og réttar upplýsingar um áhættuna sem felst í tilteknum viðskiptum og því minni þekkingu sem viðskiptavinur hefur, því meiri kröfur eru gerðar. Sé upplýsingagjöf viðhlítandi ber fjárfestingarráðgjafi almennt ekki ábyrgð á því ef tap verður af viðskiptum, enda er það undir viðskiptavini komið hvort hann eigi í viðskiptum á grundvelli ráðgjafarinnar.



A. Vinding Kruse, *Erstatningsretten* (5. útg., København : Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1989)

Aðalsteinn E. Jónasson, „Hvað er fjármálagerningur?: Þýðingarmesta hugtak laga um verðbréfavíðskipti“ (2008) 58 Tímarit lögfræðinga 53

——, „Þróun löggjafar um verðbréfavíðskipti“ (2008) 5 Tímarit Lögréttu 111

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

Aðalsteinn E. Jónasson og Andri Fannar Bergþórsson, „Auknar kröfur til fjárfestaverndar með tilkomu MiFID II: Mat á hæfi og tilhlýðileika“ (2020) 70 Tímarit lögfræðinga

Andri Fannar Bergþórsson, „Adapting the European System of Financial Supervision (ESFS) to the EEA Two-Pillar Structure - A Workable Solution?“ (2019) 16 European Company and Financial Law Review 557

Ása Ólafsdóttir, *Ógildingarreglur samningaréttar* (Fons Juris 2019)

„Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 11/2023“ (*Fjármálaeftirlitið*, 14. mars 2023) <[https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Dreifibref\\_vegna\\_vidmidunarreglna\\_ESMA\\_um\\_beitingu\\_C6\\_og\\_C7\\_i\\_vidauka\\_1\\_vid\\_MiFID\\_II.pdf](https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Dreifibref_vegna_vidmidunarreglna_ESMA_um_beitingu_C6_og_C7_i_vidauka_1_vid_MiFID_II.pdf)> skoðað 18. apríl 2023

„Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 46/2021“ (*Fjármálaeftirlitið*, 1. september 2021) <[https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur\\_ESMA\\_um\\_thekkingu\\_og\\_haefni.pdf](https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur_ESMA_um_thekkingu_og_haefni.pdf)> skoðað 18. apríl 2023

„Dreifibréf Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands nr. 51/2021“ (*Fjármálaeftirlitið*, 17. ágúst 2023) <<https://www.fme.is/media/vidmid-fme/Vidmidunarreglur-ESMA-um-tiltekin-atridi-vardandi-mat-a-haefi.pdf>> skoðað 18. apríl 2023

Eiríkur Jónsson, *Bótaréttur I: skaðabótaréttur* (Codex 2015)

„EUR-Lex - 32022R0858 - EN - EUR-Lex“ <<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2022/858/oj>> skoðað 22. apríl 2023

Eva Dís Pálmadóttir, „Skaðabótaábyrgð fjármálafyrirtækja á ráðgjöf: Lágmarkskröfur til fjármálaráðgjafar“ (2003) 56 Úlfjótur - tímarit laganema 229

Finanstilsynet, Bréf Kredittilsynet til Glitnir Privatökonomi dags.10.4.2008 (2. mars 2023)

„Hlutabréfaeign almennings hefur fjórfaldast frá 2019“ (*Kjarninn*, jún 2021) <<https://kjarninn.is/frettir/hlutabrefaeign-almennings-hefur-fjorfoldast-fra-2019/>> skoðað 18. apríl 2023

Jóhannes Sigurðsson, *Verðbréfamarkaðsréttur* (Codex 2004)

Margrét Einarsdóttir og Stefán Már Stefánsson, „Um valdamörk og valdheimildir stofnanna Evrópusambandsins og Evrópska efnahagssvæðisins“ (2018) 68 Tímarit lögfræðinga 343

Páll Hreinsson, *Viðskiptabréf* (1. útg., Codex 2004)

——, *Viðskiptabréf* (2. útg., Bókaútgáfan Codex 2018)

Páll Sigurðsson o.fl., „Peningamarkaður“, *Lögfræðiorðabók: með skýringum* (Codex 2008)

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

Skúli Magnússon, „Málskot ákvarðana um að leita ráðgefandi álits EFTA-dómstólsins frá sjónarhóli EES-réttar“ (2009) 62 *Úlfjótur - tímarit laganema* 5

Thomas M.J. Möllers, „Providing Investment Advice in Light of MiFID I and II“ í Charl Hugo og Thomas M.J. Möllers (ritstj.), *Transnational impacts on law: perspectives from South Africa and Germany* (Nomos Verlag 2017)

Valgerður Sólnes, „Afleiðingar brota á reglum um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja: Nýleg dæmi úr dómaframkvæmd Hæstaréttar Íslands og Hæstaréttar Noregs“, *Afmælisrit Viðar Már Matthíasson sextugur 16. ágúst 2014* (Bókaútgáfan Codex 2014)

Þorgeir Örlygsson, *Kröfuréttur: efndir kröfu. I* (Codex 2009)

Ráðleggingar ESMA varðandi frumútboð mynta og sýndareignir nr. ESMA50-157-1391

Viðmiðunarreglur ESMA um beitingu C6 og C7 í viðauka 1 við MiFID II nr. ESMA-70-156-869

Viðmiðunarreglur ESMA um mat á þekkingu og hæfni nr. ESMA71-1154262120-153 EN (rev)

Viðmiðunarreglur ESMA um tiltekin atriði varðandi mat á hæfi nr. ESMA/35/43/1163