



ÚLFLJÓTUR

VEFRIT

Notkun innherjaupplýsinga er forsenda innherjasvika*

Eftir Dr. Andra Fannar Bergþórsson, lektor við lagadeild Háskólans í Reykjavík.

Efnisyfirlit

| | |
|--|----|
| 1 Inngangur | 3 |
| 2 Umfjöllunarefnið - innherjasvik (e. insider dealing) | 4 |
| 3 Hvað eru innherjasvik? | 4 |
| 3.1 Markmiðið með banninu í Evrópurétti | 4 |
| 3.2 Stuttlega um notkun innherjaupplýsinga | 6 |
| 3.3 Ástæðan fyrir því að hugtakið „notkun“ er ekki hluti af orðalagi íslenska bannsins | 7 |
| 4 Notkun innherjaupplýsinga er forsenda innherjasvika þrátt fyrir orðalag bannsins á Íslandi | 10 |
| 4.1 Almenn | 10 |
| 4.2 Landsréttur afgerandi: Ekki innherjasvik þegar aðilar í viðskiptum búa yfir sömu innherjaupplýsingum | 10 |
| 4.3 Ekki hægt að breyta eðli innherjasvika við innleiðingu í íslenskan rétt | 11 |
| 4.4 Markmið breytinganna árið 2002 var ekki að fjarlægja kröfu um notkun heldur taka af öll tvímæli um gáleysi | 12 |
| 4.5 Orðið „innherjasvik“ má túlka sem kröfu um notkun eða misnotkun innherjaupplýsinga - Horft til Danmerkur og Noregs | 12 |
| 5 Lokaorð | 13 |
| Heimildaskrá | 14 |
| Dómaskrá | 15 |

* Grein þessi hefur verið ritrýnd og staðist þær fræðilegu kröfur sem gerðar eru samkvæmt reglum Vefrits Úlfljóts.

Ágrip

Meginmarkmiðið með þessari grein er að rökstyðja að notkun innherjaupplýsinga sé forsenda innherjasvika, jafnvel þótt það sé ekki tiltekið með berum orðum í innherjasvikaákvæði núgildandi laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Tilfni skrifanna er nýlegur *dómur Landsréttar frá 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018*, þar sem fyrrverandi bankastjóri var sýknaður af ákæru um innherjasvik jafnvel þótt háttsemi hans hafi samkvæmt orðanna hljóðan fallið undir verknaðarlýsingu innherjasvikaákvæðisins.

Abstract

The principal aim of this article is to present arguments that support that use of inside information is a premise for insider dealing, even though it is not explicitly worded that way in the insider dealing provision in the Icelandic Act on Securities Transactions No. 108/2007. The motive for writing this article is a recent judgment by the *Court of Appeal from 15 May 2020 in case No. 917/2018*, where a former bank director was acquitted, even though his behaviour fit the wording of the insider dealing provision.

1 Inngangur

Nýverið sýknaði Landsréttur fyrrverandi bankastjóra Kaupþings banka hf. (Kaupþings) af ásökunum um innherjasvik í *dómi réttarins frá 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018*.¹ Samkvæmt ákæru fólust innherjasvik bankastjórans í því að hafa 6. ágúst 2008 selt 812.000 hluti í bankanum,² sem hann keypti í eigin nafni sama dag, til einkahlutafélags sem var í eigu og laut stjórn bankastjórans, þrátt fyrir að hafa búið yfir innherjaupplýsingum um bankann. Innherjaupplýsingarnar sem bankastjórinn átti að hafa búið yfir þegar viðskiptin áttu sér stað lutu að því að skráð markaðsverð hlutabréfanna hafi á þessum tíma „gefið ranga mynd af verðmæti þeirra og verið metið hærra en efni stóðu til vegna langvarandi og stórfelldrar markaðsmisnotkunar með hlutabréf í bankanum sem þá hafði staðið yfir að minnsta kosti frá nóvember 2007“.³ Bankastjórinn fyrrverandi hafði áður verið sakfelldur fyrir umrædda markaðsmisnotkun í Hæstarétti.⁴

Í grunninn má segja að bankastjórinn fyrrverandi hafi verið ákærður fyrir að hafa selt sjálfum sér hlutabréf í Kaupþingi á sama tíma og hann bjó yfir upplýsingum um markaðsmisnotkun sem hann hafði verið sakfelldur fyrir að taka þátt í. Héraðsdómur sakfelldi hann fyrir innherjasvik en Landsréttur sýknaði þrátt fyrir að háttsemi bankastjórans hafi samkvæmt orðanna hljóðan fallið undir verknaðarlýsingu innherjasvikaákvæðis laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti (vvl).⁵ Ástæðan er sú að íslenska ákvæðið gerir ekki kröfu um að innherji hafi notað innherjaupplýsingarnar líkt og Evrópulöggjöfin sem íslenska ákvæðið byggir á. Með sýknudómi sínum virðist Landsréttur hins vegar hafa byggt á því að notkun væri skilyrði innherjasvika og þar með geti viðskipti þar sem sami aðili sitji beggja vegna borðsins ekki falið í sér innherjasvik, enda er aðilinn ekki að nota innherjaupplýsingarnar í slíkum tilvikum.

Markmið með þessari grein er að rökstyðja að notkun innherjaupplýsinga sé forsenda innherjasvika, jafnvel þótt það sé ekki tiltekið með berum orðum í íslenska ákvæðinu. Umfjölluninni er skipt upp með þeim hætti að í *öðrum kafla* er umfjöllunarefnið afmarkað, í *þriðja kafla* er farið stuttlega yfir eðli innherjasvika og í *fjórða kafla* eru settar fram röksemdir

¹ Í málinu voru fyrrverandi bankastjórinn og fyrrverandi fjármálastjóri bankans einnig ákærðir fyrir umboðssvik skv. 249. gr. almennra hegningarlaga nr. 19/1940. Bæði héraðsdómur og Landsréttur sýknuðu aðilana af þeim lið ákærunnar.

² Hlutabréf í Kaupþingi höfðu verið tekin til viðskipta á aðalmarkaði Kauphallar Íslands hf. (Kauphallarinnar) og því átti XIII. kafli laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti við um viðskiptin, sbr. 119. gr. laganna.

³ Sjá 7. mgr. í dómi Landsréttar.

⁴ Sjá *dóm Hæstaréttar Íslands frá 6. október 2016 í máli nr. 498/2015*.

⁵ Um er að ræða 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl.

fyrir því að notkun innherjaupplýsinga sé forsenda innherjasvika samkvæmt núgildandi banni á Íslandi.

2 Umfjöllunarefnið - innherjasvik (e. insider dealing)

Umfjöllunin um innherjasvik í grein þessari miðast eingöngu við 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl., sem leggur bann við að innherji afli eða ráðstafi skráðum fjármálagerningi⁶ með beinum eða óbeinum hætti, fyrir eigin reikning eða annarra, búi hann yfir innherjaupplýsingum. Á ensku nefnist háttsemin annað hvort „insider dealing“ eða „insider trading“.⁷ Í 123. gr. vvl. er hugtakið innherjasvik notað yfir þá háttsemi en einnig yfir ólögmdæta miðlun innherjaupplýsinga, sem nefnist á ensku „selective disclosure“, og ráðleggingu eða hvatningu á grundvelli innherjaupplýsinga. Þegar vísað er til innherjasvika í grein þessari er þar af leiðandi aðeins átt við háttsemina sem fjallað er um í 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl. – hin eiginlegu innherjasvik.

3 Hvað eru innherjasvik?

3.1 Markmiðið með banninu í Evrópurétti

Í nóvember 1989 tók Innherjatilskipunin⁸ hjá Evrópusambandinu gildi sem samræmði í fyrsta skipti bannið við innherjasvikum meðal aðildarríkja sambandsins.⁹ Samkvæmt tilskipuninni var aðildarríkjum sambandsins skylt að laga löggjöf sína að tilskipuninni fyrir 1. júní 1992.¹⁰ Með henni var aðildarríkjum skylt að banna öllum þeim aðilum sem byggju yfir innherjaupplýsingum að nýta sér þær (*e. taking advantage of*).¹¹

Markaðssvikatilskipunin¹² frá 2003 (MAD) leysti af hólmi Innherjatilskipunina. Ein breyting varð á orðalagi bannsins við innherjasvikum við gildistöku MAD-tilskipunarinnar sem hefur þýðingu hér, en orðalagi bannsins var breytt úr „að nýta sér“ í „að nota“ (*e. use*).¹³ Eins

⁶ Með skráðum fjármálagerningum er átt við fjármálagerninga sem hafa verið teknir til viðskipta eða óskað eftir að teknir verði til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði hér á landi, á Evrópska efnahagssvæðinu eða sambærilegum erlendum mörkuðum, og fjármálagerninga sem verslað er með á markaðstorgi fjármálagerninga (MTF) hér á landi, sbr. 1. mgr. 119. gr. vvl.

⁷ Hugtakið „insider trading“ er notað m.a. í bandarískum rétti en hugtakið „insider dealing“ í Evrópurétti. Sjá t.d. umfjöllun hjá Jesper Lau Hansen: „The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation“ (2003), bls. 85-89.

⁸ Tilskipun Evrópuráðsins 89/592/EBE frá 13. nóvember 1989 (OJ 1989, L 334, bls. 30).

⁹ Sjá t.d. umfjöllun hjá Jesper Lau Hansen: „The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation“ (2003), bls. 88.

¹⁰ Sjá 1. mgr. 14. gr. tilskipunarinnar.

¹¹ Sjá 2. og 4. gr. tilskipunarinnar.

¹² Sjá tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 2003/6/EB frá 28. janúar 2003 um innherjaviðskipti og markaðsmisnotkun (OJ 2002-2003, L 173, bls. 1).

¹³ Sjá 2. og 4. gr. tilskipunarinnar. Sjá t.d. umfjöllun hjá David Moalem og Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing and Parity of Information—Is Georgakis Still Valid?“ (2008), bls. 250-251.

og Evrópudómstóllinn rakti í Spector-málinu svokallaða¹⁴ var tilgangur orðalagsbreytinganna að fjarlægja alla tilvísun til tilgangs eða ásetnings í skilgreiningu á innherjasvikum. Breytingunni hafi þannig verið sérstaklega ætlað að tryggja að bannið yrði ekki túlkað þannig að krafist væri sönnunar á ásetningi eða tilgangi, en borið hafði á að sum aðildarríki höfðu ranglega túlkað bannið í Innherjatilskipuninni með þeim hætti.¹⁵ Með tilkomu MAD-tilskipunarinnar og síðar Markaðssvikareglugerðarinnar frá 2014 (MAR)¹⁶ var aðilum bannað að nota innherjaupplýsingar. Hugtakið „innherjaupplýsingar“ er lögfræðihugtak og tekur til upplýsinga sem eru nægjanlega tilgreindar, hafa ekki verið gerðar opinberar, varða beint eða óbeint útgefendur fjármálagerninga eða fjármálagerningana sjálfa og eru líklegar til að hafa marktæk áhrif á markaðsverð fjármálagerninga ef opinberar væru.¹⁷

En af hverju að banna notkun innherjaupplýsinga? Ein regla í verðbréfamarkaðsrétti snýr að því að skylda útgefendur til að birta innherjaupplýsingar eins og fljótt og auðið er. Hugsunin að baki því er að markaður með ósamhverfa dreifingu upplýsinga virki ekki sem skyldi og geti að lokum leitt til markaðsbrests.¹⁸ Ósamhverfa myndast þegar aðilar eiga í viðskiptum og annar eða einhverjir þeirra hafa betri aðgang en hinn eða hinir aðilarnir að upplýsingum um „söluvöruna“ sem máli skipta í þessum tilteknu viðskiptum.¹⁹ Upplýsingaskyldunni er ætlað að eyða ósamhverfunni eða draga a.m.k. úr henni og stuðla þannig að því að aðilar á markaði sitji við sama borð.²⁰

Rökin fyrir því að banna aðilum sem búa yfir innherjaupplýsingum að nota þær í viðskiptum eru ekki jafnaugljós, sérstaklega þar sem upplýsingaskyldan ætti að koma í veg fyrir alla slíka misnotkun á innherjaupplýsingum. Hins vegar geta verið tímabil þar sem tilteknir aðilar, svonefndir innherjar, búa yfir innherjaupplýsingum, t.d. vegna þess að útgefandi hafði tekið

¹⁴ Sjá dóm Evrópudómstólsins, *Spector Photo Group NV og Chris Van Raemdonck gegn Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen*, frá 23. desember 2009 í máli nr. 45/08.

¹⁵ Sjá 34. mgr. dómsins. Sjá einnig umfjöllun um þetta atriði í *dómi Hæstaréttar Íslands frá 30. nóvember 2012 í máli nr. 669/2012*.

¹⁶ Sjá reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins nr. 596/2014 frá 16. apríl 2014 um markaðssvik (OJ 2014, L 173, bls. 1).

¹⁷ Sjá núgildandi skilgreiningu í íslenskum lögum í 120. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti og 2. gr. reglugerðar nr. 630/2005 um innherjaupplýsingar og markaðssvik. Sjá einnig skilgreiningu í 7. gr. MAR. Sjá umfjöllun um hugtakið í MAR hjá Marco Vettoruzzo og Chiara Picciau: „Article 7: Inside information“ (2017), bls. 175-207.

¹⁸ Sjá t.d. John Kay o.fl. „Regulatory reform in Britain“ (1988), bls. 301-302, Niamh Moloney: *EU Securities and Financial Markets Regulation* (2014), bls. 2 og Robert Cooter og Thomas Ulen: *Law & Economics* (2011), bls. 41.

¹⁹ Sjá Georg A. Akerlof: „The market for lemons“ (1970), bls. 489. Sjá til hliðsjónar Emiliós Avgouleas: *The mechanics and regulation of market abuse* (2005), bls. 176-177.

²⁰ Sjá Konstantinos Sergakis: *The Law of Capital Markets in the EU* (2018), bls. 53 og Jesper Lau Hansen: „The Danish Green Paper on Insider Dealing“ (2011), bls. 254-255.

ákvörðun um að fresta birtingu innherjaupplýsinganna í tiltekinn tíma. Auk þess er möguleiki að það taki tíma fyrir útgefanda að birta innherjaupplýsingarnar eða innherjaupplýsingarnar falla ekki undir upplýsingaskyldu útgefandans, t.d. sem varðar útgefandann óbeint eða fjármálagerninginn beint. Í þeim tilvikum er hætta á að innherji (sá sem býr yfir meiri upplýsingum um „söluvöruna“) notfæri sér yfirburðastöðu sína á kostnað annarra (þeirra sem búa ekki yfir þessum verðmætu upplýsingum um „söluvöruna“). Bann við innherjasvikum er því nauðsynlegt til að fullvissa þá aðila sem búa ekki yfir þessum verðmætu upplýsingum (innherjaupplýsingum) um að þær séu ekki notaðar í viðskiptum og auka þannig traust fjárfesta.²¹ Framangreint er orðað með skýrum hætti í 23. gr. forsendu MAR:

The essential characteristic of insider dealing consists in an unfair advantage being obtained from inside information to the detriment of third parties who are unaware of it and, consequently, the undermining of the integrity of financial markets and investor confidence.

3.2 Stuttlega um notkun innherjaupplýsinga

Skilyrðið um notkun innherjaupplýsinga í Evrópurétti felur það í sér að ekki öll viðskipti²² aðila sem búa yfir innherjaupplýsingum teljast innherjasvik. Erfitt er þó að ímynda sér aðstæður þar sem aðilinn notar ekki innherjaupplýsingarnar þegar hann á viðskipti með fjármálagerning sem upplýsingarnar varða. Áfrýjunardómstóll í Bandaríkjunum orðaði þetta með skemmtilegum hætti:

Finally, a "knowing possession" standard has the attribute of simplicity. It recognizes that one who trades while knowingly possessing material inside information has an informational advantage over other traders. Because the advantage is in the form of information, it exists in the mind of the trader. Unlike a loaded weapon which may stand ready but unused, material information can not lay idle in the human brain.²³

Með framangreindum ummælum virðist dómstóllinn vera að undirstrika að þegar aðili á viðskipti meðan hann býr yfir innherjaupplýsingum eru allar líkur á að þær upplýsingar hafi verið notaðar í viðskiptunum. Evrópudómstóllinn beitti sambærilegri nálgun í Spector-málinu, en í því máli komst Evrópudómstóllinn að þeirri niðurstöðu að þegar aðili sem sannanlega bjó

²¹ Sjá t.d. Jesper Lau Hansen: „The Danish Green Paper on Insider Dealing“ (2011), bls. 251. Sjá enn fremur umfjöllun um markmið með banni við innherjasvikum hjá Niamh Moloney: *EU Securities and Financial Markets Regulation* (2014), bls. 700-703, Kim Lane Scheppele: „It's Just Not Right“: The Ethics of Insider Trading“ (1993), bls. 123-173 og James D. Cox: „Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School“ (1986), bls. 628-659.

²² Talað um að afla eða ráðstafa, sbr. 1. tl. 1. mgr. 123. gr. laga nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti. Á ensku: „acquiring or disposing of“. Sjá 1. mgr. 8. gr. MAR.

²³ *Bandaríkin gegn Teicher [1993] 987 F.2d 112 (2d Cir.)*.

yfir innherjaupplýsingum þegar hann aflaði eða ráðstafaði fjármálagerningi hafi notað upplýsingarnar, nema honum tækist að sýna fram á hið gagnstæða.²⁴

Þrátt fyrir það eru tilvik þar sem litið er á að aðili hafi ekki notað innherjaupplýsingarnar í viðskiptum. Eitt tilvik er þegar aðilar í viðskiptum búa yfir sömu innherjaupplýsingum.²⁵ Í þeim tilvikum er ekki talið að aðilarnir hafi notað innherjaupplýsingarnar þar sem þeir standa jafnfætis í viðskiptunum og því fer það ekki gegn markmiðinu við bann á innherjasvikum.²⁶ Þessu var slegið föstu af Evrópudómstólnum í svokölluðu Georgakis-máli frá 2007.²⁷

Önnur tilvik sem teljast ekki notkun innherjaupplýsinga eru til dæmis þegar fullnægt er gjaldfallinni samningsskyldu, t.d. framvirkum samningi, til að afla eða ráðstafa fjármálagerningum sem stofnað var til áður en innherjinn komst yfir innherjaupplýsingarnar²⁸ og þegar farið er gegn innherjaupplýsingum. Farið er gegn innherjaupplýsingunum með því að gera öfugt við það sem innherjaupplýsingar gefa til kynna, t.d. ef upplýsingarnar gefa til kynna hækkun á hlutabréfunum myndi innherjinn selja áður en upplýsingarnar eru gerðar opinberar.²⁹

3.3 Ástæðan fyrir því að hugtakið „notkun“ er ekki hluti af orðalagi íslenska bannsins

Bann við innherjasvikum var fyrst kynnt til sögunnar á Íslandi árið 1989³⁰ og byggði það á orðalagi þágildandi dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna.³¹ Fyrsta innherjasvika-ákvæðið³² gerði hvorki kröfu um notkun né nýtingu heldur bannaði sérhverjum aðila sem bjó yfir trúnaðarupplýsingum³³ að kaupa eða selja viðkomandi verðbréf í þeim tilgangi að hagnast eða forðast fjárhagslegt tjón, líkt og danska og norska ákvæðið gerði. Þrátt fyrir það virðist sú

²⁴ Sjá 62. mgr. Spector-málsins. Sjá til hliðsjónar umfjöllun hjá Aðalsteini E. Jónassyni: *Markaðssvik* (2017), bls. 272-274.

²⁵ Á ensku nefnt „information parity“.

²⁶ Sjá umfjöllun um markmið með banni við innherjasvikum í undirkafla 3.1 hér að framan.

²⁷ Sjá 38. mgr. dóms Evrópudómstólsins, *Ipourgos Ikonómikon og Proistamenos DOI Amfissas gegn Charilaos Georgakis*, frá 10. maí 2007 í máli nr. C-391/04. Sjá einnig umfjöllun um niðurstöðu málsins í 48. mgr. Spector-málsins. Sjá t.d. umfjöllun um málið hjá David Moalem og Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing and Parity of Information—Is Georgakis Still Valid?“ (2008) og Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (2010), bls. 104.

²⁸ Um er að ræða lögbundna undanþágu frá banni við innherjasvikum í nógildandi lögum um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007, sbr. 1. tl. 3. mgr. 123. gr. laganna. Sjá t.d. umfjöllun hjá Aðalsteini E. Jónassyni: *Markaðssvik* (2017), bls. 260-262.

²⁹ Sjá t.d. umfjöllun hjá Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (2010), bls. 104. Sjá enn fremur umfjöllun um fleiri tilvik sem teljast ekki notkun innherjaupplýsinga t.d. hjá Aðalsteini E. Jónassyni: *Markaðssvik* (2017), bls. 274-281, Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“ (2010), bls. 103-105 og Márten Knuts: „Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spectoravgörandet“ (2010), bls. 694-697.

³⁰ Með lögum nr. 20/1989 um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði.

³¹ Sjá Alþt. 1988-89, A-deild, bls. 15.

³² Sjá 2. mgr. 2. gr. laganna.

³³ Athygli vekur að norska og danska ákvæðið vísuðu einnig til trúnaðarupplýsinga en ekki innherjaupplýsinga. Sjá Alþt. 1988-89, A-deild, bls. 16.

hugsun skína í gegn í athugasemdum við lagaákvæðið að með ákvæðinu væri verið að banna notkun trúnaðarupplýsinga í viðskiptum. Í athugasemdunum er tekið sérstaklega fram að ákvæðið tæki til þeirra aðila „sem nota í viðskiptum sínum trúnaðarupplýsingar“ og að tilgangur brotsins væri að „hagnýta sér þær trúnaðarupplýsingar [...] í auðgunarskyni“.³⁴

Með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið (EES-samningnum) árið 1992 skuldbatt Ísland sig til þess að lögleiða þær reglur Evrópusambandsins sem EES-samningurinn tók til, þ.m.t. Innherjatilskipunina frá 1989.³⁵ Það var gert með setningu laga nr. 9/1993 um verðbréfavíðskipti sem leysti af hólmi eldri lög frá 1989. Í nýju lögunum var áfram vísað til upplýsinganna sem trúnaðarupplýsingar í innherjasvikaákvæðinu³⁶ en að öðru leyti var haft til hliðsjónar orðalag Innherjatilskipunarinnar og þágildandi ákvæði dönsku verðbréfavíðskiptalaganna.³⁷ Nú var tekið skýrt fram að aðila, sem byggja yfir trúnaðarupplýsingum, væri óheimilt að nýta sér upplýsingarnar til öflunar eða ráðstöfunar, í samræmi við orðalag Innherjatilskipunarinnar – „taking advantage of“.³⁸ Orðalag ákvæðisins hélst óbreytt þegar lög nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti tóku gildi³⁹ og felldu úr gildi lög frá 1993.⁴⁰

Orðið „nýting“ var hluti af orðalagi íslenska innherjasvikaákvæðisins allt fram til ársins 2002, en þá var orðið fellt úr þágildandi lögum um verðbréfavíðskipti frá 1996 með breytingarlögum nr. 39/2002. Lagabreytinguna má rekja til dóms *Hérd. Rvk. 29. október 2001 (S-601/2001)*, en í því máli var þáverandi stjórnarmaður í Skeljungu hf.⁴¹ sýknaður af ákæru um innherjasvik. Stjórnarmanninum hafði verið gefið að sök að hafa keypt hlutabréf í félaginu og „nýtt sjálfum sér til hagsbóta, trúnaðarupplýsingar sem hann fékk á stjórnarfundum“ í félaginu. Stjórnarmaðurinn neitaði sök og vísaði til þess að um hefði verið að ræða eðlilega ráðstöfun á slysabótum sem hann hafði fengið greiddar stuttu áður.

Héraðsdómur datt í þá gryfju, eins og sum aðildarríki gerðu, að túlka orðalagið „að nýta sér“ sem kröfu um beinan og eindreginn ásetning og „að trúnaðarupplýsingarnar [yrðu] að vera

³⁴ Sjá Alpt. 1988-89, A-deild, bls. 16.

³⁵ Sjá lög nr. 2/1993 um Evrópska efnahagssvæðið. Sjá enn fremur umfjöllun hjá Aðalsteini E. Jónassyni: *Víðskipti með fjármálagerninga* (2009), bls. 42-43

³⁶ Sjá 1. tl. 23. gr. laganna.

³⁷ Sjá Alpt. 1992-93, A-deild, bls. 420.

³⁸ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.2 hér að framan.

³⁹ Sjá 1. tl. 1. mgr. 27. gr. laganna.

⁴⁰ Orðalagi ákvæðisins var síðan breytt með breytingarlögum nr. 163/2000. Sú breyting sneri m.a. að því að fella á brott skilyrðið um að brotið væri „sjálfum sér eða öðrum til hagsbóta“. Sjá t.d. umfjöllun hjá Aðalsteini E. Jónassyni: „Nýta...til öflunar...“: misnotkun sem skilyrði innherjasvika“ (2007), bls. 271-272.

⁴¹ Á þeim tíma voru hlutabréf í Skeljungu hf. skráð í Verðbréfaþingi Íslands.

ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum⁴². Eins og rakið er hér að framan var orðalagi evrópska bannsins breytt við gildistöku MAD-tilskipunarinnar, en þá var orðlaginu breytt úr „að nýta sér“ í „að nota“ (*e. use*) til að fjarlægja alla tilvísun til tilgangs eða ásetnings í skilgreiningunni. Evrópudómstóllinn tók það fram í Spector-málinu að það hefði verið til að tryggja að bannið yrði ekki ranglega túlkað þannig að krafist væri sönnunar á ásetningi eða tilgangi, líkt og héraðsdómur gerði í Skeljungsmálinu.⁴³ Á grundvelli þessarar túlkunar komst héraðsdómur að þeirri niðurstöðu að ákærvaldið hefði ekki sýnt fram á að stjórnarmaðurinn hefði notað upplýsingarnar til þess að kaupa hlutabréfin svo að hann eða aðrir högnuðust á því.

Jafnvel þótt þetta hafi verið í fyrsta skipti sem innherjasvikamál kom til kasta íslenskra dómstóla var málinu af einhverjum ástæðum ekki áfrýjað til Hæstaréttar Íslands. Í kjölfar dómsins voru umrædd breytingarlög⁴⁴ lögð fyrir Alþingi sem fjarlægðu tilvísun í nýtingu í banninu við innherjasvikum. Eftir breytinguna var innherjum óheimilt að afla eða ráðstafa verðbréfum, fyrir eigin reikning eða annarra, byggju þeir yfir trúnaðarupplýsingum. Samkvæmt athugasemdum við viðkomandi breytingarákvæði var tekið fram að orðalagið væri í samræmi við orðalag í ákvæði dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna. Í athugasemdunum var tekið fram að tilgangur breytinganna hefði verið að taka af öll tvímæli um að gáleysi væri nægileg forsenda refsinaemis vegna innherjasvika. Athygli vekur að hvergi er tekið fram að ætlunin hafi verið að fjarlægja skilyrði um notkun innherjaupplýsinga, en aðeins að taka af allan vafa um að gáleysi væri fullnægjandi til að um innherjasvik geti verið að ræða.⁴⁵

Orðalag innherjasvikaákvæðisins hefur haldist nær óbreytt síðan og er nú að finna í 1. tl. 1. mgr. 123. gr. laga nr. 108/2007 (vvl.). Helsti munurinn er sá að í núgildandi ákvæði er talað um innherjaupplýsingar en ekki trúnaðarupplýsingar.⁴⁶ Þegar MAD-tilskipunin var innleidd í íslenskan rétt með breytingarlögum nr. 31/2005 var orðinu „að nota“ ekki bætt við innherjasvikaákvæði íslensku laganna til að laga orðalag íslenska ákvæðisins að skilgreiningu MAD-tilskipunarinnar.⁴⁷

⁴² Sjá niðurstöðu héraðsdóms í málinu.

⁴³ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.1 í grein þessari.

⁴⁴ Breytingarlög nr. 163/2002 sem breyttu þágildandi lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti.

⁴⁵ Sjá Alþt. 2001-2002, A-deild, bls. 2735-38.

⁴⁶ Heiti hugtaksins var breytt með lögum nr. 33/2003 um verðbréfavíðskipti, sbr. 43. gr. laganna.

⁴⁷ Sjá 1. mgr. 2. gr. tilskipunarinnar.

4 Notkun innherjaupplýsinga er forsenda innherjasvika þrátt fyrir orðalag bannsins á Íslandi

4.1 Almenn

Eins og rakið hefur verið hér að framan er ekki tiltekið sérstaklega í íslenska banninu við innherjasvikum, sem er að finna í 1. tl. 1. mgr. 123. gr. vvl., að notkun innherjaupplýsinga sé skilyrði innherjasvika, líkt og er gert í Evrópurétti, þ.e.a.s. í MAD-tilskipuninni og nú í MAR-reglugerðinni. Samkvæmt orðanna hljóðan getur verið um innherjasvik að ræða jafnvel þótt það sé skýrt að innherjinn hafi ekki notað innherjaupplýsingarnar, ólíkt orðalagi ákvæðis MAD-tilskipunarinnar, sem íslenska bannið byggir á.

Í þessum kafla er rökstutt að þrátt fyrir að orðið *notkun* sé ekki hluti af orðalagi íslenska ákvæðisins er notkun samt sem áður forsenda innherjasvika samkvæmt núgildandi banni.

4.2 Landsréttur afgerandi: Ekki innherjasvik þegar aðilar í viðskiptum búa yfir sömu innherjaupplýsingum

Segja má að niðurstaða Landsréttar í máli fyrrverandi bankastjóra Kaupþings⁴⁸ bendi sterklega til þess að notkun innherjaupplýsinga sé forsenda íslenska bannsins. Eins og getið var um í inngangi greinarinnar var fyrrverandi bankastjóri Kaupþings í málinu sýknaður af ákæru um innherjasvik. Í grunninn var bankastjórinn fyrrverandi ákærður fyrir að hafa selt sjálfum sér hlutabréf í Kaupþingi á sama tíma og hann bjó yfir innherjaupplýsingum um hlutabréfin. Sé tekið mið af orðalagi innherjasvikaákvæðis má ætla að háttsemin hefði fallið undir verknaðarlýsingu ákvæðisins. Nefna ber að Landsréttur tók fram í niðurstöðu sinni að einkahlutafélagið hafi verið sjálfstæð persóna að lögum og því hafi ekki verið um sama aðila að ræða.⁴⁹ Dómurinn bendi hins vegar á að félagið hafi verið alfarið í eigu bankastjórans, lotið stjórn hans og hafi haft „nákvæmlega sömu vitneskju um hag [bankans] og hann sjálfur.“⁵⁰

Í niðurstöðu sinni tók Landsréttur fram að markmið reglna um innherjaviðskipti væri meðal annars að „ tryggja jafnræði meðal fjárfesta á skipulögðum verðbréfamarkaði, vernda fjárfesta og trúverðuleika verðbréfamarkaðar, tryggja gegnsæi fjármálamarkaðar og heiðarleika í verðbréfavíðskiptum.“ Landsréttur benti í kjölfarið réttilega á að markmiðið með að fella úr ákvæðinu að innherji hefði þurft að nýta sér innherjaupplýsingarnar hafi verið að taka af öll

⁴⁸ Dómur Landsréttar frá 15. maí 2020 í máli nr. 917/2018.

⁴⁹ Sjá 67. mgr. dómsins.

⁵⁰ Sjá 68. mgr. dómsins.

tvímæli um að ásetningur væri ekki forsenda refsinaemis vegna brota gegn ákvæðinu, heldur einnig gáleysi.⁵¹ Síðan segir orðrétt í dóminum:

Af því verður þó ekki að mati dómsins dregin sú ályktun að við skýringu ákvæðisins verði horft með öllu fram hjá þeim tilvikum þegar tveir innherjar eiga viðskipti sín í milli þegar þeir búa yfir sömu upplýsingum eins og hér háttar til.⁵²

Með framangreindu orðalagi virðist Landsréttur byggja á því að notkun sé forsenda innherjasvika og þar af leiðandi telur rétturinn að viðskipti, þar sem aðilar búa yfir sömu innherjaupplýsingum, feli ekki í sér innherjasvik. Slíkt er í samræmi við orðalag evrópska bannsins og niðurstöðu Evrúpudómstólsins í Georgakis-málinu.⁵³

4.3 Ekki hægt að breyta eðli innherjasvika við innleiðingu í íslenskan rétt

Á grundvelli EES-samningsins skuldbatt Ísland sig til að innleiða í íslenska löggjöf bann við innherjasvikum, fyrst eins og það birtist í Innherjatilskipuninni frá 1989, síðan í MAD-tilskipuninni frá 2003 og að endingu liggur fyrir að innleiða þarf MAR-reglugerðina frá 2014. Eins og rakið hefur verið hér að framan er kjarni innherjasvika að notfæra sér yfirburði sem fást með innherjaupplýsingunum á kostnað þriðja aðila sem gerir sér ekki grein fyrir því. Innherjasvik draga þannig úr heildarvirkni fjármálamarkaðarins og tiltrú fjárfesta á þessum mörkuðum.⁵⁴ Notkun þessara innherjaupplýsinga í viðskiptum er því nauðsynleg forsenda þess að hagsmunir þriðja aðila séu skaðaðir, enda kemur skýrt fram í viðkomandi ákvæði í MAD og nú MAR að notkun innherjaupplýsinga sé bönnuð.

Þrátt fyrir að Innherjatilskipunin hafi veitt aðildarríkjum ákveðið svigrúm til að setja strangari reglur en tilskipunin kvað á um, var svigrúmið lítið sem ekkert með tilkomu MAD-tilskipunarinnar og verður ekkert með MAR-reglugerðinni. Þótt ekki sé einhugur meðal fræðimanna um hvort MAD-tilskipunin hafi falið í sér hámarkssamræmingu innan aðildarríkjanna bendir flest til þess að tilskipunin hafi veitt lítið sem ekkert svigrúm fyrir aðildarríkin til að setja strangari reglur.⁵⁵ Að minnsta kosti verður að telja nær engar líkur á því að aðildarríki hefðu getað breytt eðli innherjasvika við innleiðingu í landsrétt með því að gera ekki kröfu um notkun innherjaupplýsinga.

⁵¹ Sjá 70. mgr. dómsins.

⁵² Sjá 70. mgr. dómsins.

⁵³ Sjá umfjöllun um Georgakis-málið í undirkafla 3.2 í grein þessari.

⁵⁴ Sjá 23. gr. forsendu MAR og 48. mgr. Spector-málsins.

⁵⁵ Sjá umfjöllun hjá Rüdiger Veil: *European Capital Markets Law* (2013), bls. 36-38 og hjá Luca Enriques og Matteo Gatti: „Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan“ (2008), bls. 61-62.

4.4 Markmið breytinganna árið 2002 var ekki að fjarlægja kröfu um notkun heldur taka af öll tvímæli um gáleysi

Eins og Landsréttur benti réttilega á í dómi sínum og rakið var einnig hér að framan⁵⁶ var markmið lagabreytinganna árið 2002 í kjölfar Skeljungsmálsins ekki að fjarlægja kröfu um notkun eða nýtingu heldur að taka af öll tvímæli um að ásetningur væri ekki forsenda refsinaemis vegna brota gegn ákvæðinu, heldur einnig gáleysi. Í Skeljungsmálinu hafði héraðs-dómur ranglega túlkað orðlag innherjasvikaákvæðis þágildandi verðbréfavíðskiptalaga á þann veg að gerð væri krafa um beinan og eindreginn ásetning og „að trúnaðarupplýsingarnar [yrðu] að vera ákvörðunarástæða fyrir viðskiptunum“.⁵⁷ Í athugasemdum við breytingarlögin var hvergi tekið fram að ætlunin hafi verið að fjarlægja skilyrði um notkun innherjaupplýsinga.⁵⁸

4.5 Orðið „innherjasvik“ má túlka sem kröfu um notkun eða misnotkun innherjaupplýsinga - Horft til Danmerkur og Noregs

Samkvæmt athugasemdum við breytingarlögin frá 2002 var tekið sérstaklega fram að með breytingunni hafi ætlunin verið að færa orðalag íslenska ákvæðisins til samræmis við orðlag þágildandi ákvæðis dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna.⁵⁹ Orðalag íslenska ákvæðisins varð vissulega sambærilegt orðalagi danska og norska ákvæðisins eftir breytinguna enda var heldur ekki í þeim ákvæðum vísað til notkunar eða misnotkunar innherjaupplýsinga.⁶⁰

Þrátt fyrir það voru ákvæði dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna túlkuð á þann veg að gerð var krafa um misnotkun innherjaupplýsinga til að um innherjasvik væri að ræða. Byggði það meðal annars á því að í heiti ákvæðanna var vísað til misnotkunar innherjaupplýsinga, á dönsku nefnt „misbrug af intern viden“ og á norsku sem „misbruk av innsideopplysninge“.⁶¹ Með sama hætti mætti segja að heiti íslenska ákvæðisins, „innherjasvik“, vísi til misnotkunar innherjaupplýsinga og því eru rök fyrir því að líta þannig á að íslenska bannið nái bara til notkunar innherjaupplýsinga, líkt og danska og norska ákvæðið hafa gert.

⁵⁶ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.3 í grein þessari.

⁵⁷ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.3 í grein þessari.

⁵⁸ Sjá Alþt. 2001-2002, A-deild, bls. 2735-38.

⁵⁹ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.3 í grein þessari.

⁶⁰ Sjá umfjöllun í undirkafla 3.3 í grein þessari.

⁶¹ Sjá t.d. umfjöllun hjá Jesper Lau Hansen: *Værdipapirhandelsloven med kommentarer. Bind II* (2015), bls. 400-423 og tillögu nefndar um breytingar á norsku verðbréfavíðskiptalögnum (NOU 1996:2), bls. 80-81.

5 Lokaorð

Markmiðið með þessari grein var að rökstyðja að notkun innherjaupplýsinga sé forsenda innherjasvika, jafnvel þótt það sé ekki tiltekið með berum orðum í íslenska ákvæðinu. Byggt var á því í *fyrsta lagi* að Landsréttur hafi verið afgerandi í þeirri niðurstöðu sinni að það geti ekki falið í sér innherjasvik þegar tveir innherjar eiga viðskipti sín á milli á meðan þeir búa yfir sömu upplýsingum. Í *öðru lagi* var byggt á því að eðli innherjasvika væri notkun innherjaupplýsinga og ekki væri hægt að breyta eðli brotsins við innleiðingu í íslenskan rétt. Í *þriðja lagi* var bent á að markmið lagabreytinganna árið 2002 hafi ekki verið að fjarlægja kröfu um notkun heldur taka af öll tvímæli um gáleysi. Að *lokum* voru færð rök fyrir því að orðið „innherjasvik“ í heiti ákvæðisins í verðbréfavíðskiptalögum geri kröfu um notkun eða misnotkun innherjaupplýsinga, líkt og ákvæði dönsku og norsku verðbréfavíðskiptalaganna sem voru fyrirmynd íslenska ákvæðisins eftir lagabreytinguna árið 2002.

Burtséð frá því hvort allir séu sammála framangreindum röksemdum liggur fyrir að með innleiðingu á MAR frá 2014 í íslenskan rétt⁶² verður orðið „notkun“ hluti af verknaðarlýsingu íslenska bannsins við innherjasvikum.⁶³

⁶² Sjá ákvörðun Sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 259/2019 frá 25. október 2019 um breytingu á IX. viðauka við EES-samninginn.

⁶³ Þar sem Ísland þarf að innleiða reglugerðina orðrétt í landsréttinn. Sjá 7. gr. EES-samningsins, sbr. lög nr. 2/1993 um Evrópska efnahagssvæðið.

Heimildaskrá

Aðalsteinn Egill Jónasson: *Markaðssvik*. Reykjavík 2017.

Aðalsteinn Egill Jónasson: *Viðskipti með fjármálagerninga*. Reykjavík 2009.

Aðalsteinn Egill Jónasson: „Nýta...til öflunar...“: misnotkun sem skilyrði innherjasvika“. *Tímarit lögfræðinga*, 3. tbl. 2007, bls. 267-309.

Alþingstíðindi.

David Moalem og Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing and Parity of Information—Is Georgakis Still Valid?“. *European Business Law Review*, 5 tbl. 2008, bls. 949-984.

Emilios Avgouleas: *The mechanics and regulation of market abuse*. Oxford 2005.

Georg A. Akerlof: „The market for “lemons“: quality and the market mechanism“. *The Quarterly Journal of Economics*, 3. tbl. 1970, bls. 488-500.

James D. Cox: „Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"“. *Duke Law Journal*, bls. 628-659.

Jesper Lau Hansen: „Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in Spector Photo Group“. *European Company Law*, 3. tbl., bls. 98-105.

Jesper Lau Hansen: „The Danish Green Paper on Insider Dealing“. *European Business Organization Law Review*, 2. tbl. 2011, bls. 251-265.

Jesper Lau Hansen: „The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation“. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1. tbl., bls. 82-96.

Jesper Lau Hansen: *Værdipapirhandelsloven med kommentarer. Bind II*. Kaupmannahöfn 2015.

John Kay o.fl.: „Regulatory reform in Britain“. *Economic policy*, 3. tbl. 1988, bls. 285-351.

Kim Lane Scheppele: „It's Just Not Right“: The Ethics of Insider Trading“. *Duke University School of Law*, 3. tbl. 1993, bls. 123-173.

Konstantinos Sergakis: *The Law of Capital Markets in the EU*. Macmillan International Higher Education 2018.

Luca Enriques og Matteo Gatti: „Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan?“. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, bls. 43-81.

Marco Vettoruzzo og Chiara Picciau: „Article 7: Inside information“. *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*. Oxford, 2017, bls. 175-207.

Mårten Knuts: „Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spectoravgörandet“. *Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitet*, bls. 683-699.

Niamh Moloney: *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 3. útgáfa. Oxford University Press 2014.

Robert Cooter og Thomas Ulen: *Law & Economics*. 6. útgáfa, Pearson Education International 2011.

Rüdiger Veil: *European Capital Markets Law*. Hart Publishing 2013.

Ventoruzzo M and Picciau C, ‘Article 7: Inside information’ in Ventoruzzo M and Mock S (eds), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* (Oxford University Press 2017).

Dómaskrá

H 669/2012.

H 498/2015.

L 917/2018.

Héraðsdómur Reykjavíkur, 29. október 2001, S-601/2001.

Dómur Evrópudómstólsins frá 10. maí 2007 í máli nr. C-391/04 (Ipourgos Ikonikon og Proistamenos DOI Amfissas gegn Charilaos Georgakis).

Dómur Evrópudómstólsins frá 23. desember 2009 í máli nr. 45/08 (Spector Photo Group NV og Chris Van Raemdonck gegn Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen).

Bandaríkin gegn Teicher [1993] 987 F.2d 112 (2d Cir.).