

Nasdaq OMX Iceland hf.  
b.t. forstjóra  
Laugavegur 182  
105 REYKJAVÍK

<b>Sérstakur saksóknari</b>	
<b>Haldlagt</b>	
Dagsetn. hald.	14. ÁGÚ. 2012
Málsnr.	090-2009-46
Skjal nr.	II/15.73.5
Hald.nr.	FME-6-1

16. ágúst 2011  
Tilvísun: 2010040021

## Efni: Rafrænt eftirlit Nasdaq OMX Iceland hf. með viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði

Fjármálaeftirlitið vísar til fyrri samskipta, bréfa Fjármálaeftirlitsins, dags. 15. apríl 2010 og 23. júní 2010 og svarbréfa Nasdaq OMX Iceland hf. (Kauphöllin), dags. 30. apríl 2010 og 1. júlí 2010.

### 1. Inngangur

Fjármálaeftirlitið hefur nú lokið athugun sinni á rafrænu eftirliti Kauphallarinnar með viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði. Við athugunina var notast við fyrrgreind svarbréf Kauphallarinnar og þau gögn sem fylgdu, s.s. skilgreiningar á bjöllum, sögulegar bjöllur, eftirlit með merkingum á bjöllum, forritun á bjöllum og verkferla við eftirlit. Þar að auki voru viðskiptagögn og myndir úr eftirlitskerfi Kauphallarinnar skoðuð svo og þær athugasemdir sem voru gerðar við bjöllur kerfisins. Einnig var farið yfir yfirlýsingu Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar um útvistun eftirlitsverkefna, auk annarra gagna sem talin voru skipta máli.

Fjármálaeftirlitið biðst velvirðingar á hve athugunin hefur dregist á langinn.

### 2. Athugun á tilteknum viðskiptadögum og eftirliti Kauphallarinnar

#### 2.1 Viðskipti og tilboð með hlutabréf Landsbanka Íslands hf. 3. janúar 2008

Í byrjun athugunarinnar var ákveðið að greina tiltekna viðskiptadaga í heild sinni með ákveðin hlutabréf. Sem dæmi má nefna að Fjármálaeftirlitið skoðaði ítarlega viðskipti og tilboð með hlutabréf Landsbanka Íslands hf. (Landsbankinn) þann 3. janúar 2008. Þennan dag var söluprýstingur mjög mikill en næstum öll viðskipti í sjálfvirkri pörun voru að frumkvæði seljanda. Þrátt fyrir veltu upp á 3,6 milljón hluti og 100% söluprýsting hélst verð bréfanna stöðugt í tæpar 3 klst. (frá 12:00 til 14:45 CET). Júlíus Heiðarsson hjá eigin viðskiptum Landsbankans (EVL) var í 92,5% tilvika kaupandinn. Á þessu tímabili hringdu engar bjöllur í rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar, að því er virðist vegna þess að verðið hélst stöðugt. Þegar tilboðabókin var skoðuð kom í ljós að öll kauptilboð nema eitt voru frá Landsbankanum. Hinn eigandi kauptilboðs var Straumur Burðarás Fjárfestingarbanki hf., viðskiptavaki fyrir hlutabréf Landsbankans. Júlíus Heiðarsson hjá EVL átti nánast öll kauptilboð Landsbankans en Steinþór Gunnarsson forstöðumaður verðbréfamiðlunar Landsbankans var einnig með fimm tilboð inni, á verðum sem voru langt undir síðasta viðskiptaverði. Engar bjöllur hringdu í rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar vegna þessarar stöðu í tilboðabókinni.

0698

1/5

Kl. 13:12:22 voru EVL enn með flest kautilboð í tilboðabókinni. Þrátt fyrir það settu EVL inn kautilboð að nafnvirði 3 milljónir kr. á sama verði og síðasta viðskiptaverð. Þetta var gert þrátt fyrir að EVL hefðu getað keypt bréfin á mun hagstæðara verði þar sem söluprýstingur var mjög mikill og Landsbankinn eini aðilinn á kauphlíðinni. Í lokunaruppboðinu náðu EVL að hækka verðið úr 34,6 upp í 34,85 eða um 0,72% án þess að nokkrar bjöllur hringdu í rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar.

Fjármálaeftirlitið telur augljóst að ekki hafi allt verið með felldu varðandi viðskipti með hlutabréf Landsbankans þennan dag. Þrátt fyrir að EVL hafi verið kaupandi eigin hlutabréfa í 92,5% tilvika og að verðið hafi hækkað í lok dagsins hringdu engar bjöllur í eftirlitskerfinu. Fjármálaeftirlitið telur að hefðu myndir úr eftirlitskerfinu og tilboðabókum Kauphallarinnar verið skoðaðar hefði það átt að vekja athygli Kauphallarinnar. Þessi hegðun var ekki einsdæmi meðal markaðsaðila en þetta mynstur var orðið áberandi árið 2007 og hugsanlega fyrr.

## 2.2 Viðskipti og tilboð með hlutabréf Glitnis banka hf. á tímabilinu 3. janúar til 31. janúar 2008

Fjármálaeftirlitið skoðaði einnig gögn frá Kauphöllinni vegna viðskipta með sjálfvirkri þörun í Glitni Banka hf. (Glitnir) yfir tímabilið 3. janúar til 31. janúar 2008. Byrjað var á að skoða fjölda viðskipta eigin viðskipta Glitnis (EVG) og voru viðskiptin flokkuð eftir því hvort um sölu eða kaup var að ræða. Það hefur komið í ljós að EVG voru nánast eingöngu á kauphlíðinni og þegar verð bréfanna lækkaði þá héldu EVG verðinu uppi með kaupum á eigin hlutabréfum, en drógu síðan úr kaupunum þegar verðið hækkaði. Þá keyptu EVG mjög hátt hlutfall af veltu bréfanna. Á fyrrgreindu tímabili voru EVG að kaupa nettó á bilinu 30% til 70% af veltu bréfanna daglega sem verður að teljast mikið í ljósi þess að um var að ræða eitt af veltumestu félögum á markaði.

Fjármálaeftirlitið bendir einnig á að EVG voru umsvifamiklir kaupendur í lokunaruppboðum með hlutabréf Glitnis. Það verð sem myndast í lokunaruppboðinu er mjög mikilvægt því það skilgreinir opinbert dagslokaverð hlutabréfanna, en það er gjarnan notað sem viðmið við útreikning á eignasöfnum hluthafa og virði ýmissa tengdra fjármálagerna, s.s. sjóða. Á fyrrgreindu tímabili voru það EVG sem nær undantekningalaust áttu þau viðskipti sem mynduðu dagslokaverð hlutabréfa Glitnis. Það bendir til þess að Glitnir hafi kerfisbundið reynt að halda uppi verði hlutabréfa bankans með því að hækka það upp í lok dags.

Flest viðskipti EVG yfir þetta tiltekna tímabil voru framkvæmd að frumkvæði mótaðila, sem þýðir að EVG áttu fyrirbyggjandi kautilboð í tilboðabókinni sem seljandinn gekk að. Það að EVG hafi átt svona mörg viðskipti að frumkvæði mótaðila bendir til þess að EVG hafi verið að setja gólf í tilboðabókina til þess að draga úr verðlækkun hlutabréfanna, sérstaklega í ljósi þess að verð þeirra breyttist lítið þrátt fyrir mikinn söluprýsting. Ef söluprýstingur er mikill samanborið við kaupprýsting er eðlilegt að verð lækki. Áhugavert er að þann 10. og 11. janúar 2008 var söluprýstingur í kringum 60% en þrátt fyrir það hækkaði verð hlutabréfanna.

Á tímabilinu var einnig áberandi að EVG keyptu mest af eigin hlutabréfum þegar söluprýstingur var mikill en drógu úr slíkum kaupum þegar söluprýstingur fór minnkandi. Sambærileg dæmi má einnig finna vegna hinna stóru viðskiptabankanna, Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. Fjármálaeftirlitið telur að þetta sýni að viðskiptahættir voru ekki með eðlilegum hætti á íslenska markaðnum fyrir bankahrún haustið 2008 og ef viðskiptin hefðu verið sett í samhengi hefði mátt greina miklu fyrr hvað var að gerast.

### 3. Rafrænt eftirlitskerfi Kauphallarinnar og viðvörunarbjöllur

Fjármálaeftirlitið kannaði einnig þær viðvörunarbjöllur sem komu upp í rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar á tímabilinu 5. janúar 2004 til og með 5. febrúar 2010. Við þá greiningu kom í ljós, samanber skjalið „Definition for obSurVex alert portfolio for KF/SB/ICEX/OB/HEX/BA“ version 4,63 sem var viðauki bréfs frá Kauphöllinni dags. 30. apríl 2010, að til voru bjöllur í eftirlitskerfi Kauphallarinnar sem mögulega hefðu getað komið upp um hegðun aðila á markaði ef þær hefðu verið virkar á íslenska markaðinum fyrir hrun. Bjöllurnar eru eftirtaldar:

- **Order storm:** Bjallan lætur vita ef sami miðlari setur inn tilboð og fjarlægir þau innan nokkurra sekúndna. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni hefur þessi bjalla verið virk frá og með febrúar 2010 eða með tilkomu INET viðskiptakerfisins.
- **Clearing price changed:** Bjallan lætur vita ef uppgjörsverð (*e. clearing price*) í opunar/lokunaruppboðinu breytist um meira en X% á síðustu þremur mínútum uppboðsins. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni var þessi bjalla ekki virk í SMARTS eftirlitskerfinu á íslenska markaðinum.
- **Initiator of Closematch (day):** Bjallan lætur vita ef sami kauphallaraðili myndar verðið í lokunaruppboði hlutabréfs í X skipti yfir X daga tímabil. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni þá var þessi bjalla ekki virk í SMARTS fyrir íslenska markaðinn en samsvarandi bjalla (Initiate Close Match) hefur verið virk frá upptöku INET.
- **Own to Own trading:** Bjallan lætur vita ef sami miðlari er kaupandi og seljandi í meira en X% viðskipta og virði miðað við heildarviðskipti og virði síðustu 5 daga. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni var þessi bjalla ekki virk í SMARTS á íslenska markaðinum.
- **Front running down/up:** Bjallan lætur vita ef kauphallaraðili „straujar“ markaðinn niður/upp X mörgum sinnum yfir X mínútur og tilkynnir síðan utanþingsviðskipti. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni var þessi bjalla ekki virk í SMARTS á íslenska markaðinum.
- **Front running own account:** Bjallan lætur vita ef miðlari kaupir meira en X lotur (*e. lots*) fyrir eigin reikning og síðan aftur innan X mínútna fyrir reikning viðskiptavinar.
- **Best execution:** Bjallan lætur vita ef viðskipti eru tilkynnt utan verðbils og nægilegt magn er í tilboðabókinni til að hægt hefði verið að eiga viðskipti á betra verði með því að framkvæma þau á markaði.

### 4. Niðurstaða athugunar

Með hliðsjón af framangreindu telur Fjármálaeftirlitið að Kauphöllin hafi ekki sinnt rafrænu eftirliti með íslenska markaðnum með fullnægjandi hætti fyrir bankahrun haustið 2008. Þótt Kauphöllin hafi sent ábendingu til Fjármálaeftirlitsins, dags. 27. janúar 2009, um mögulega markaðsmisnotkun fjármálafyrirtækja fyrir bankahrun, þá telur Fjármálaeftirlitið að ábendingin hafi komið allt of seint, í ljósi þess að háttsemi fyrirtækjanna hafði staðið lengi yfir, samanber fyrrgreinda umfjöllun. Fjármálaeftirlitið gerir því athugasemdir við rafrænt eftirlit Kauphallarinnar.



Í fyrsta lagi virðist Kauphöllin reiða sig of mikið á rafræn eftirlitskerfi sín en eftirlit Kauphallar með innherjasvikum og markaðsmisnotkun byggist fyrst og fremst á rafrænu eftirlitskerfi, sbr. yfirlýsingu Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar um eftirlitsverkefni sem Fjármálaeftirlitið hefur falið Kauphöllinni á grundvelli 138. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Þá segir í 1. mgr. 21. gr. laga um kauphallir nr. 110/2007 að kauphöll skuli hafa eftirlit með því að markaðsaðilar starfi eftir lögum, reglum og samþykktum sem um víðskipti á skipulegum verðbréfamarkaði gilda og reka víðeigandi eftirlitskerfi með víðskiptum.

Fjármálaeftirlitið telur eftirfarandi vandkvæði hafa verið til staðar við eftirlit Kauphallarinnar:

- Víðskipti eru að miklu leyti skoðuð frá degi til dags en hafi ekki verið sett í samhengi til að sjá heildarmyndina og þróun yfir lengra tímabil.
- Of mikið traust er lagt á sjálfvirkar bjöllur og yfirferð á þeim í stað þess að fylgjast einnig með leitni markaðar og hegðun aðila á markaði.
- Rafrænt eftirlitskerfi Kauphallarinnar virðist eitt og sér ekki hafa náð að greina meinta markaðsmisnotkun bankanna sem var kerfisbundin og stórfelld fyrir bankahrún haustið 2008 að mati Fjármálaeftirlitsins.
- Starfsmenn Kauphallarinnar virðast ekki ná að fylgjast nægilega vel með hegðun aðila á markaði og eiga þar af leiðandi erfitt með að meta þörf á nýjum bjöllum eða frekari greiningum.
- Ekki var hægt að greina í öllum tilfellum hvort víðskipti voru gerð fyrir eigin reikning bankanna eða fyrir víðskiptavin þar sem merkingu þeirra var stundum ábótavant.
- Ekki var fylgst sérstaklega með kaupum bankanna á eigin hlutabréfum, né heldur hvert hlutfall þeirra eða einstakra miðlara á þeirra vegum var í heildarvíðskiptum með eigin hlutabréf.

Í öðru lagi telur Fjármálaeftirlitið að ekki hafi verið nægilega skýrt kveðið á um það í yfirlýsingu Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar hvernig eftirliti með markaðnum eigi að vera háttað. Þetta hefur leitt til eftirtalinna vandamála:

- Verkaskipting milli Kauphallar og Fjármálaeftirlitsins er oft á tíðum óljós.
- Óljóst er hvaða greiningar þarf að gera á markaðinum og hversu ítarlegar þær eiga að vera.
- Flest þau mál sem koma til rannsóknar hjá eftirlitshópi Fjármálaeftirlitsins eiga uppruna sinn hjá Kauphöllinni, en það er hennar að meta hvort mál eigi erindi til Fjármálaeftirlitsins eða ekki. Nánari skilgreiningu á upplýsingagjöf Kauphallarinnar til Fjármálaeftirlitsins vantar.

##### 5. Úrbætur í eftirliti og skipun vinnuhóps

Fjármálaeftirlitið leggur mikla áherslu á að eftirlit með markaðinum verði bætt og að framkvæmd eftirlits verði betur skilgreind en nú er. Fjármálaeftirlitið leggur til að skipaður verði vinnuhópur til að skilgreina betur verkaskiptingu milli Kauphallarinnar og Fjármálaeftirlitsins við eftirlit með verðbréfamarkaði og framkvæmd þess. Hópurinn yrði skipaður starfsmönnum Kauphallarinnar og Fjármálaeftirlitsins. Meðal þess sem hópurinn gæti litið til og bætt úr eru eftirfarandi atriði:

- Hvernig mæta á þörf fyrir víðameiri greiningar og betri rannsóknir á leitni markaðar og hegðun aðila á markaði til lengri tíma, en ætla má að svigrúm Kauphallar til að



sinna slíkum greiningum hafi aukist með útvistun rauntímaeftirlits til Svíþjóðar.

- Hvernig mæta á þörf fyrir nánari greiningu á tilboðabókum til að meta hvort verið væri að mynda veggi eða setja gólf, t.d. með því að skoða hlutfall tilboða frá sama kauphallaraðila eða miðlara samanborðið við heildarnafnvirði tilboða í viðkomandi verðbréfaflokki.
- Hvernig hægt sé að breyta rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar og viðmiðum bjalla í samráði við Fjármálaeftirlitið.
- Hvaða bjöllur á að virkja og með hvaða mælikvörðum.
- Hvort frekara samráð sé nauðsynlegt milli Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar um hvaða greiningar Kauphöllin framkvæmir og hvernig unnið sé úr þeim.
- Hvernig bæta má upplýsingamiðlun Kauphallar; Kauphöllin myndi upplýsa Fjármálaeftirlitið þegar verið væri að fylgjast með hegðun tiltekinna miðlara eða markaðsaðila eða aðrar ítarlegar athuganir og greiningar gerðar. Niðurstöður yrðu sendar Fjármálaeftirlitinu þótt ekki væru vísbendingar um brot á lögum og reglum.

Þá mun Fjármálaeftirlitið einnig taka til endurskoðunar eftirlit sitt með markaði, s.s. athugun á fjármögnun stærri viðskipta, eftirlit með eignasöfnum veltubóka fjármálafyrirtækja, eftirlit með því að kínamúrar séu virtir, eftirlit með afleiðuviðskiptum o.fl.

#### 6. Niðurlag

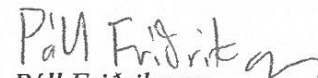
Samkvæmt 9. gr. a. laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998 er Fjármálaeftirlitinu heimilt að birta opinberlega niðurstöður í málum og athugunum er byggjast á lögum þessum, nema ef slík birting verður talin stefna hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu, varðar ekki hagsmuni hans sem slíks eða veldur hlutaðeigandi aðilum tjóni sem ekki er í eðlilegu samræmi við það brot sem um ræðir.

Fjármálaeftirlitið áskilur sér rétt til að birta opinberlega samandregnar niðurstöður athugunarinnar er varðar eftirlit Kauphallarinnar. Fjármálaeftirlitið gefur Kauphöllinni hér með tækifæri til að koma athugasemdum sínum á framfæri og skulu þær berast eigi síðar en 31. ágúst 2011.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

  
Guðrun Jónsdóttir

  
Páll Friðriksson

0702

5/5

02794

NASDAQ OMX<sup>SM</sup>

Fjármálaeftirlitið  
Guðrún Jónsdóttir  
Suðurlandsbraut 32  
108 Reykjavík

<b>Sérstakur saksóknari</b>	
<b>Haldlagt</b>	
Dagsetn. haldl.	09. JÚLÍ 2012
Málsnr.	090-2009-46
Skjal nr.	III / 5.72.2.11
Hald.nr.	OMX-1-10

II/011.4.2

Reykjavík, 30. september 2011  
Tilv. 455 FME  
MKÁ/BTh

**Efni: Rafrænt eftirlit NASDAQ OMX Iceland hf. (Kauphöllin) með viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði**

Um efni bréfsins vísast til athugasemdar Fjármálaeftirlitsins („FME“), dags. 16. ágúst 2011, vegna rafræns eftirlits Kauphallarinnar og fyrri samskipta Kauphallarinnar og FME um sama efni.

Kauphöllin er ósammála mati FME að Kauphöllin hafi ekki sinnt rafrænu eftirliti með íslenska markaðnum með fullnægjandi hætti fyrir bankahrun haustið 2008 og gerir alvarlegar athugasemdir við forsendur niðurstöðunnar. Eftirfarandi eru samandregin svör Kauphallarinnar:

- Viðskipti og viðskiptahætti þarf alltaf að skoða í ljósi aðstæðna á markaði, hvata þeirra aðila sem að viðskiptum eða tilboðum standa og viðurkenndrar markaðsframkvæmdar.
- Frá því um sumarið 2007 lækkaði hlutabréfaverð bankanna umtalvert umfram önnur norræn fjármálafyrirtæki.
- Allt fram að síðustu uppgjörum bankanna virtist þó fjárhagsstaða þeirra vera afar sterk.
- Lánshæfismatsfyrirtækin, sem voru alþjóðlegir og óháðir aðilar sem nutu mikils trausts á markaðnum, gáfum bönkunum góðar lánshæfiseinkunnir fram að hruni þeirra.
- Bankarnir fengu einnig afar sterk meðmæli með jákvæðum, og ítrekuðum, yfirlýsingum og álagsprófunum innlendra eftirlitsaðila, s.s. FME og Seðlabanka Íslands.
- Þrátt fyrir að Kauphöllin hafi eftir fremsta megni eftirlit með upplýsingaskyldu útgefenda, með tilliti til þess hvort útgefendur uppfylli skyldu sína til að birta opinberlega upplýsingar sem lög kveða á um, þá er hún hvorki í aðstöðu til að sannreyna né endurskoða upplýsingar sem útgefendur birta opinberlega. Þar verður að koma til aðhald og eftirlit annarra aðila svo sem regluvörslu og innra eftirlits útgefanda, endurskoðenda og eftir atvikum annarra eftirlitsaðila, s.s. FME og Seðlabanka Íslands.
- Með hliðsjón af ofangreindu er erfitt að komast að þeirri niðurstöðu að umfangsmikil kaup hefðu átt að gefa til kynna að um verðstuðning væri að ræða.
- Við mat á því hversu há hlutdeild í viðskiptum þyki óeðlileg þarf einnig að taka tillit til þess að bankarnir þír voru ráðandi aðilar á innlendum hlutabréfamarkaði. Hlutdeild þeirra var afar há í þeim tilboðabókum sem þeir sérhæfðu sig hvað mest í og því ekki óeðlilegt að há hlutdeild þeirra í viðskiptum með eigin bréf hafi ekki vakið sérstaka athygli.
- Ógerlegt var fyrir Kauphöllina að fylgjast með breytingum á eignarhlut eigin viðskipta bankanna og hafa heildstætt eftirlit með því með hvernig sölu á bréfunum var háttað, óháð því hvernig staðið var að merkingum á flokki eiganda (e. owner category).
- Rúm túlkun FME á undanþágu fyrir veltubækur frá skyldu til að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf byrgði sýn á viðskiptahætti eigin viðskipta bankanna.

0703

Surveillance Iceland

1/80

- Kauphöllin bar ekki ábyrgð á því að fylgjast með breytingum á eignarhlut eigin viðskipta bankanna og því hvort aðgreining þeirra frá stjórnendum bankanna hafi verið fullnægjandi. Sama á bersýnilega einnig við um fjármögnun viðskipta. Það er á þessum tveimur stöðum sem hin meinta markaðsmisnotkun hvílir, og í reynd skilgreinist af, þ.e. annars vegar umboðssvikum og fjársvikum og hins vegar ófullnægjandi aðskilnaði á milli sviða (kínamúrum) innan bankanna.
- Hin meinta markaðsmisnotkun fellur ekki undir hefðbundnar skilgreiningar á þeim tegundum markaðsmisnotkunar sem eftirlitsaðilar um allan heim kappkosta að fylgast með. Kauphöllin hefur enn ekki séð erlend fordæmi um viðlíka viðskiptahætti og þá sem nú eru til rannsóknar hjá FME og sérstökum saksóknara.
- Mörgum hindrunum þurfti í reynd að ryðja úr vegi til þess að umræddir viðskiptahættir bankanna gætu gengið upp og því langsótt að Kauphöllin hefði átt að geta dregið þá ályktun að um óeðlileg viðskipti væri að ræða og hugsanlega markaðsmisnotkun.
- Kauphöllin er ósammála þeirri ályktun FME að hún hafi reitt sig of mikið á rafræn eftirlitskerfi sín, með vísan til þeirrar víðtæku greiningar og upplýsingaöflunar sem fram fór við afgreiðslu á, og samhliða, bjöllum í SMARTS.
- Að mati Kauphallarinnar byggir niðurstaða FME varðandi viðvörunarbjöllur á miskilningi á virkni viðkomandi bjallna, sem og þeirra bjallna sem fyrir voru á íslenska markaðnum, en að mati Kauphallarinnar er með öllu ljóst að einungis ein þeirra bjallna sem tiltekna voru, Initiator of Closematch bjallan, hefði bætt einhverju við það eftirlit sem fyrir var.
- Þó er alls óvíst hvort sú bjalla hefði komið að gagni við að koma auga á meinta markaðsmisnotkun bankanna. Þegar eigin viðskipti bankanna keyptu í lokunaruppböðum og verð hækkaði var ávallt um mjög litlar hækkanir að ræða og í flestum tilvikum hafði verð lækkað eða staðið í stað frá fyrri viðskiptadegi. Vart getur talist óeðlilegt að sjá kauptækifæri í uppböði þegar hlutabréfaverð hefur lækkað innan dagsins. Að sama skapi var yfirleitt um lítið viðskiptamagn að ræða og voru því takmarkaðar vísbendingar um tilraunir til verðstuðnings.
- Kaup bankanna á eigin hlutabréfum voru borin upp af Kauphöllinni á samstarfsfundi með FME þann 22. september 2008, þar sem niðurstaðan var að upplýsingar yrðu sendar FME til nánari athugunar. Því liggur fyrir að Kauphöllin hafði formlega hafið skoðun sína á viðskiptum bankanna fyrir hrun þeirra.
- Kauphöllin hafnar því að viðskipti hafi ekki verið sett í samhengi við heildarmyndina til þess að skoða þróunina yfir lengra tímabil. Allar hreyfingar voru skoðaðar í samhengi við þróun fyrri daga, vikna og jafnvel mánaða, og með hliðsjón af fréttum, greiningum, almennum hagstærðum, þróun annarra félaga, þróun erlendra markaða, o.m.fl.
- Athugasemdir FME benda að mati Kauphallarinnar til þess að athugun FME á eftirliti Kauphallarinnar hafi verið framkvæmd af ákveðinni þröngsýni og eftirhyggju þar sem einungis virðist vera horft til kaupa eigin viðskipta bankanna í tilboðabókunum án þess að þau séu sett í samhengi við ytri aðstæður.
- Benda má á að eftirlit Kauphallarinnar með markaðsmisnotkun hafi verið afar virkt. Á tímabilinu 2006 fram að hruni framsendi Kauphöllin 9 mál til FME vegna gruns um markaðsmisnotkun. Kauphöllinni er einungis kunnugt um viðurlög í einu máli, en það laut að viðskiptum með skuldabréf Exista.
- Í samstarfsyfirlýsingu FME og Kauphallarinnar, sem ritstýrð var af FME, kemur skýrt fram að ábyrgð á eftirliti með þeim þáttum laganna er yfirlýsingin kveður á um hvíli hjá FME. Einnig kemur fram að eftirlit Kauphallarinnar með markaðsmisnotkun byggir fyrst og fremst á



rafrænu eftirlitskerfi sem Kauphöllin býr yfir, þó ljóst sé að eftirlit Kauphallarinnar hafi verið talsvert viðtækara en svo. Vekur því furðu að FME telji að Kauphöllin hafi ekki sinnt skyldum sínum nægilega vel samkvæmt samstarfssamningnum og lögum um kauphallir nr. 110/2007.

- Að mati Kauphallarinnar var það alltaf ljóst að eftirlit með markaðsmisnotkun ætti ekki að einskorðast við eftirlit hennar og að viðtækar greiningar, s.s. á eignarhlut veltubóka eða fjármögnun viðskipta, sem kröfðust umfangsmikilla heimilda til upplýsingaöflunar ættu að fara fram hjá FME. Slíkar greiningar geta með engum hætti talist falla undir hefðbundin eftirlitsverkefni kauphalla.
- Kauphöllin telur enn fremur að efast megi um óhlutdrægni þeirra starfsmanna FME sem fóru með rannsókn málsins þar sem ábyrgð á eftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækja er á hendi þess sama aðila, sbr. 1. mgr. 107. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Ábyrgð á þeim atriðum sem athugasemdin varðar, þ.e. eftirlit með meintri markaðsmisnotkun íslensku bankanna, hvílir því fyrst og fremst í höndum FME og þeir aðilar sem hafa framkvæmt umrædda athugun á eftirliti Kauphallarinnar fyrir hönd FME hafa einnig eftirlit með framkvæmd vvl. Ákveði FME að beita Kauphöllina viðurlögum, er ljóst að henni er ekki stætt á öðru en að bera málið undir óháðan aðila til að leggja mat á hvort allra formreglna hafi verið gætt við framkvæmd athugunar FME á eftirliti Kauphallarinnar.

## 1. Inngangur

Athugasemd FME virðist fyrst og fremst snúa að viðbrögðum Kauphallarinnar við meintri markaðsmisnotkun bankanna í aðdraganda hrunsins, þar sem bankarnir voru afar umfangsmiklir kaupendur eigin hlutabréfa í þöruðum viðskiptum, seldu svo keyptan hlut í stærri skömmtum og veittu kaupendunum jafnvel lán fyrir viðskiptunum. Fjallað er um þessa viðskiptahætti bankanna í 12. kafla skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis. Áður en vikið er að ákveðnum liðum í athugasemd FME telur Kauphöllin nauðsynlegt að víkja almennt að þeirri tegund markaðsmisnotkunar sem um ræðir, stöðu bankanna og aðstæðum á markaði.

### 1.1 Markaðsaðstæður

Viðskipti og viðskiptahætti þarf alltaf að skoða í ljósi aðstæðna á markaði, hvata þeirra aðila sem að viðskiptum eða tilboðum standa og viðurkenndrar markaðsframkvæmdar. Við rannsókn á markaðsmisnotkun er sönnunarbyrðin þung og erfitt getur verið að sýna fram á að ekki hafi verið um lögmæt viðskipti og/eða tilboð að ræða. Við eftirlit á mörkuðum kemur í flestum tilvikum í ljós að viðskiptahættir sem við fyrstu skoðun benda til þess að um markaðssvik kunni að vera að ræða séu í reynd lögmætir og að sama skapi geta viðskiptahættir sem virðast í fyrstu vera lögmætir falið í sér markaðssvik. Sem dæmi, verðhækkun í lok ársfjórðungs gefur yfirleitt tilefni til frekari skoðunar en komi hún fram í kjölfar jákvæðra fréttu frá útgefanda eða utanaðkomandi þátta (svo sem vaxtalækkunnar, almennra hækkana á markaði, lækkunar á aðfangaverði o.s.frv.) er ekki ólíklegt að um lögmæt viðskipti sé að ræða.

Þrátt fyrir að Kauphöllin hafi eftir fremsta megni eftirlit með upplýsingaskyldu útgefanda, með tilliti til þess hvort útgefendur uppfylli skyldu sína til að birta opinberlega upplýsingar sem lög kveða á um, þá er hún hvorki í aðstöðu til að sannreyna né endurskoða upplýsingar sem útgefendur birta opinberlega. Getur það ekki talist vera á ábyrgð Kauphallarinnar að hafa eftirlit með þeim þáttum en þar verður frekar að koma til aðhald og eftirlit annarra aðila svo sem regluvörslu og innra eftirlits útgefanda, endurskoðenda og eftir atvikum annarra eftirlitsaðila, s.s. FME og Seðlabanka Íslands („Seðlabankinn“).

Athugasemd FME er unnin með mikla vitneskju að leiðarljósi sem er m.a. afrakstur umfangsmikilla rannsókna rannsóknarnefndar Alþingis, FME og ýmissa annarra aðila. Þær upplýsingar sem settar eru fram sem forsenda fyrir niðurstöðu FME lágu ekki fyrir áður en bankarnir hrundu nema að takmörkuðu leyti og telur Kauphöllin því nauðsynlegt að FME hugi vel að þeirri stöðu sem var uppi á þeim tíma sem athugasemdin nær til við mat sitt á frammistöðu eftirlits Kauphallarinnar. Eftir hrun bankanna kom í ljós að staða þeirra hafði verið talsvert verri en áður var talið og er því nauðsynlegt að setja viðskiptahætti þeirra í samhengi við heildarmyndina og þróunina á tímabilinu.

Það fyrsta sem ber að nefna eru fjárhagsupplýsingar bankanna en allt fram að síðustu uppgjörum þeirra virtist staðan vera afar sterk. Sem dæmi birtu bankarnir allir hálfársuppgjör sín um mánaðamótin júlí/ágúst árið 2008, um tveimur mánuðum fyrir hrun. Á þeim tíma var hagnaður þeirra allra umtalsverður, en Kaupþing banki hf. („**Kaupþing**“) hagnaðist um 34,1 ma.kr., Glitnir banki hf. („**Glitnir**“) um 7,6 ma.kr. og Landsbanki Íslands hf. („**Landsbankinn**“) um 29,5 ma.kr. Skráð eiginfjárstaða þeirra þótti einnig góð, en CAD hlutfall Kaupþings var 11,2% (þar af 9,3% eiginfjárþáttur A), hlutfall Glitnis var einnig 11,2% (þar af 8% eiginfjárþáttur A) og hlutfall Landsbankans var 10,3% (þar af 8,2% eiginfjárþáttur A). Samanlagðar heildareignir bankanna þriggja voru 14.436 ma. kr. og samanlagt eigið fé þeirra 840 ma. kr. Allir bankarnir tilkynntu að þeir væru með sterka lausafjárstöðu til lengri tíma. Kaupþing tilkynnti að tryggt lausafé (e. secured liquidity) væri 991 ma. kr. og handbært fé væri 400,6 ma.kr. Í tilkynningu kom enn fremur fram að þetta væri nægilegt fjármagn til þess að greiða allar útistandandi skuldbindingar til meira en 360 daga. Glitnir og Landsbankinn tilkynntu báðir að þeir væru með um 1.000 ma. kr. í lausu fé.<sup>1</sup> Handbært fé Glitnis var

<sup>1</sup> Nánar tiltekið kom fram að Glitnir væri með 8,1 ma. evra í lausu fé og Landsbankinn með 7,8 ma. evra.

skráð 389,1 ma.kr. og handbært fé Landsbankans 97,4 ma.kr. Í tilkynningu frá Glitni kom fram að lausafjárstaðan hefði haldist „sterk þrátt fyrir erfiða tíma á fjármálamörkuðum“ og í tilkynningu frá Landsbankanum kom fram að endurgreiðsla lána á gjalddaga 2008 og 2009 væri viðráðanleg.

Af þessu mátti dæma að staða bankanna væri afar sterk og þegar tekið var mið af fjárhagsupplýsingum þeirra hefði mátt ætla að þeir hefðu hæglega getað staðið af sér óróleikann sem ríkti á fjármálamörkuðum á þessum tíma. Í ljós hefur þó komið að þessar upplýsingar endurspegluðu ekki raunverulega stöðu bankanna. Á þessu er t.a.m. tekið í 9. kafla skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis, þar sem fjallað er um eigið fé íslenska fjármálakerfisins. Þar kom fram að lánveitingar bankanna til kaupa á eigin hlutabréfum hefðu verið umtalsverðar. Rannsóknin tók bæði til beinna lánveitinga með veðum í sjálfum bréfunum og framvirkra samninga, auk þess sem rannsóknarnefndin varð vör við annars konar dæmi um að tapsáhætta vegna hlutabréfa bankanna hefði legið hjá þeim sjálfum. Að mati nefndarinnar olli þetta því að geta bankanna til þess að þola áföll var minni en birt eiginfjárlutaföll þeirra gáfu til kynna þar sem mögulegt rekstrartap þeirra hefði skilað sér í lækkun hlutabréfaverðs og þar með auknu tapi vegna áhættunnar sem bankarnir báru vegna eigin hlutabréfa. Samkvæmt útreikningum rannsóknarnefndarinnar nam „veikt eigið fé“ bankanna þriggja samanlagt rúmlega 25% af eiginfjárgrunni þeirra um mitt árið 2008. Endurskoðendur bankanna og aðrir eftirlitsaðilar gerðu aldrei athugasemdir við að eigið fé bankanna hefði verið skráð með þessum hætti. Ljóst er að þessi staða hefur aukið talvert við hvata bankanna til þess að styðja við eigið hlutabréfaverð, þar sem skráður fjárhagslegur styrkleiki þeirra var beinlínis háður því að hlutabréfaverð þeirra héldist hátt. Hefði Kauphöllin haft upplýsingar um þessa stöðu hefðu viðskiptahættir bankanna að öllum líkindum verið metnir í öðru ljósi.

Umfram það mat sem bankarnir sjálfir og endurskoðendur þeirra lögðu á eigin fjárhagsstyrk gat Kauphöllin, sem og aðrir markaðsaðilar, einnig tekið mið af upplýsingum frá lánshæfismatsfyrirtækjum, sem voru alþjóðlegir og óháðir aðilar sem nutu mikils trausts á markaðnum. Þegar bankarnir birtu hálfársuppgjör sín fyrir árið 2008 var staða þeirra samkvæmt matsfyrirtækjunum enn sterk. Sem dæmi gaf Moody's Kaupþingi einkunnina A1/P-1 með stöðugar horfur, Glitni A1/P-1 með neikvæðar horfur og Landsbankanum A/P-1 með stöðugar horfur. Fitch gáfu Kaupþingi einkunnina A-/F1 með neikvæðar langtímahorfur, Glitni einkunnina A-/F2 með neikvæðar horfur og Landsbankanum A/F1 með neikvæðar horfur. Af öðrum aðilum gáfu R&I Kaupþingi A+ með stöðugar horfur og S&P gáfu Glitni BBB+ með neikvæðar horfur.

Bankarnir fengu einnig afar sterk meðmæli með jákvæðum yfirlýsingum og álagsprófunum innlendra eftirlitsaðila, s.s. FME og Seðlabankans. Sé sú saga rakin í mjög grófum dráttum má nefna nokkur lyklatríði sem birt voru opinberlega og renndu styrkum stöðum undir trúverðugleika fjárhagsupplýsinga bankanna. Sem dæmi má nefna að þann 5. desember 2007, eftir að halla fór undan fæti á innlendum sem og erlendum fjármálamörkuðum, sagði Jónas Fr. Jónsson, þáverandi forstjóri FME, á morgunverðarfundi Viðskiptaráðs um ímyndarkrísur, upplýsingagiöf og orðsporsáhættu:

*„Það er í mínum huga mjög mikilvægt að aðilar sýni stillingu þegar gefur á bátinn. Greina verður á milli alvöru veikleika og dægusveiflna á markaði og greina kjarnann frá hisminu í umræðunni. Lækkanir á hlutabréfamarkaði kalla gjarna fram upphrópanir og gefa allskyns orðrómi byr undir báða vængi –sem virðist yfirleitt ekki eiga sér stað þegar um hækkunir er að ræða. Það er mikilvægt að hafa í huga að tveggja stafa hækkunir á hlutabréfamarkaði á hverju ári er ekki náttúrlögmál“<sup>2</sup>*

Vart er hægt að túlka orð Jónasar með öðrum hætti en að FME hefði talið að markaðir væru að ofmeta þá hættu sem bönkunum stafaði af óróleikanum sem var farinn að gera vart við sig á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Jónas tók einnig í sama streng á fundi Félags um fjárfestatengsl og Háskóla Reykjavíkur um horfur á íslenskum fjármálamarkaði þann 14. janúar 2008.<sup>3</sup> Þann 6. febrúar 2008 birti

<sup>2</sup> Sjá: <http://www.fme.is/?PageID=14&NewsID=233>

<sup>3</sup> Sjá: <http://www.fme.is/?PageID=14&NewsID=248>



FME svo niðurstöður álagsprófana vegna fjögurra stærstu viðskiptabanka landsins, þ. á m. Kaupþings, Glitnis og Landsbankans.<sup>4</sup> Meðal viðmiða álagsprófsins voru 35% lækkun á virði innlendra hlutabréfa í eigin áhættu. Niðurstöður prófanna voru að eiginfjárstaða íslensku bankanna væri sterk, en skv. álagsprófinu hefði eiginfjárlutfall (CAD) Kaupþings t.d. lækkað um 0,6% og orðið 11,2%, Glitnis um 0,8% og orðið 10,4% og Landsbankans um 1,2% og orðið 10,5%. Jónas Fr. Jónsson sagði m.a. um niðurstöðuna að sterk eiginfjárstaða bankanna væri sérlega mikilvæg í ljósi þess óróa sem hefði verið á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Á ársfundi Seðlabanka Íslands þann 28. mars 2008 hélt Davíð Oddsson, þáverandi formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands, ræðu þar sem eftirfarandi kom m.a. fram:

*„Hitt er svo annað mál, að síðustu mánuði hefur borið á vafasamri hegðun á alþjóðlegum mörkuðum. Nýleg dæmi eru rógsherferð gegn breska HBOS bankanum sem skadaði hann mikið, þótt tímabundið væri. Það mál er nú í rannsókn. Í annan stað er dæmi frá Írlandi, sem bendir í sömu átt. Og því er ekki að neita að sú atлага sem þessa dagana er gerð að íslenskum bönkum og íslenska ríkinu, en tryggingarálög á það hækkðuðu í dag í yfir 400 punkta sem er fráleitt, lyktar óþægilega af því að óprúttir miðlarar hafi ákveðið að gera úrslitatilraun til að brjóta niður íslenska fjármálakerfið. Þeim mun ekki takast það. En til álíta hlýtur að koma að gera alþjóðlega opinbera rannsókn á slíku tilræði við heilbrigð fjármálakerfi.“<sup>5</sup>*

Skýrt kemur fram í ræðu seðlabankastjóra að íslenska fjármálakerfið hafi verið heilbriggt og að stöðutökur gegn íslensku bönkunum gæfu til kynna að um tilraunir til þess að brjóta niður íslenska fjármálakerfið væri að ræða.

Þann 8. maí 2008 birti Seðlabankinn ritið Fjármálastöðugleika<sup>6</sup>, þar sem fram kom að skv. greiningu Seðlabankans væri íslenskt fjármálakerfi í meginatriðum traust og að álagspróf FME og Seðlabankans staðfestu fjárhagslegan styrkleika stærstu bankanna þriggja eins og hann kom fram í ársreikningum þeirra fyrir árið 2007. Kom fram að bankarnir væru ágætlega í stakk búnir til að takast á við vaxandi vanskil og útlánatöp. Þó kom fram að töluvert væri um útlán með veði í hlutabréfum og að verðmæti veðanna hefði lækkað, en það var þó ekki talið stórt áhyggjuefni m.a. þar sem lítið hefði verið um þvingaðar sölur vegna veðkalla og að tryggingarþekja bankanna væri rúm, og var í því samhengi vísað til upplýsinga frá FME.

Þann 14. ágúst 2008 birti FME aftur niðurstöður álagsprófana vegna fjögurra stærstu viðskiptabanka landsins. Niðurstöður prófanna voru að eiginfjárstaða íslensku bankanna væri enn sterk og að þeir gætu þolað töluvert áföll, en ef sviðsmynd álagsprófsins hefði gengið eftir hefði eiginfjárlutfall (CAD) Kaupþings lækkað um 0,6% og orðið 10,6%, Glitnis um 0,4% og orðið 10,8% og Landsbankans um 0,9% og orðið 9,4%.

FME og Seðlabankinn, sem sameiginlega fara með innlent bankaeftirlit og hafa umtalsverðar heimildir til þess að afla gagna um og meta heilbrigði bankanna, gerðu ekki athugasemdir við reikningsskil bankanna og yfirlýsingar þeirra um sterka stöðu sína heldur þvert á móti ítrekuðu margoft að staða stóru bankanna þriggja væri sterk og gáfu til kynna að markaðirnir, þ. á m. hlutabréfamarkaðurinn, væru að ofmeta þá hættu sem að þeim steðjaði. Í 11. kafla skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis kemur fram að í maí 2008 hafi FME framkvæmt CAMELS mat (e. Capital, Asset Quality, Management, Earnings, Liquidity, and Sensitivity) á stóru bönkunum þremur. Matið gaf til kynna að lausafjárahætta og fjármögnunaráhætta væru helstu veikleikar þeirra og að áhætta þeirra vegna hlutabréfa, beint í eigu bankanna eða óbeint sem veðum fyrir útlánum, hefði verið mikil. Kauphöllinni var ekki kunnugt um þetta mat og verður að telja óheppilegt ef FME hefur ekki gert athugasemd við opinberar yfirlýsingar bankanna um sterka lausafjástöðu þeirra en lausafjárstaðan reyndist á endanum ótrygg.

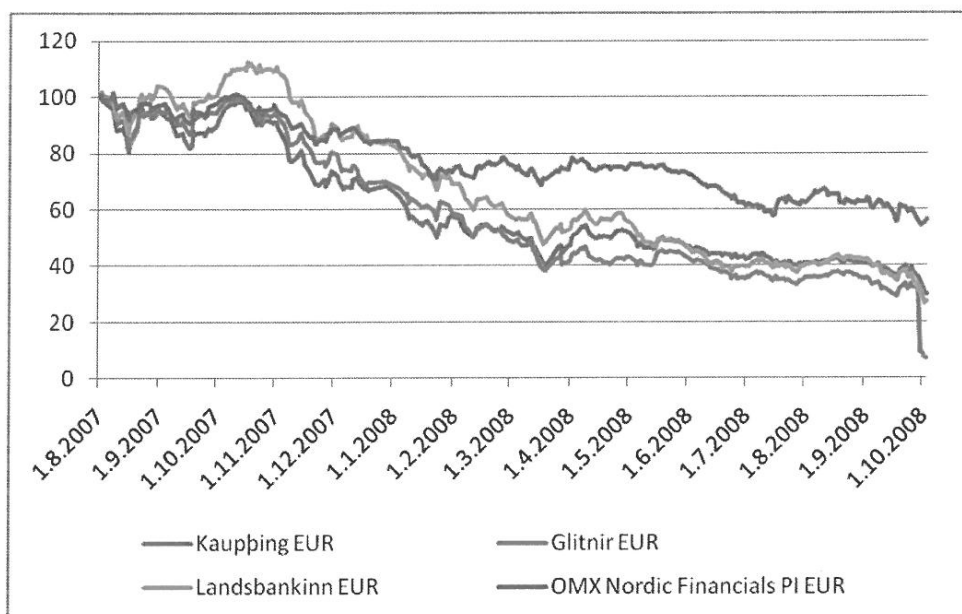
<sup>4</sup> Sjá: <http://www.fme.is/?PageID=14&NewsID=254>

<sup>5</sup> Sjá: <http://www.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1704>

<sup>6</sup> Sjá: <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6027>

Innlendir greiningaraðilar, fjölmiðlar og markaðsaðilar tóku flestir í sama streng og bankarnir, matsfyrirtækin, FME og Seðlabankinn – enda höfðu þeir hvorki forsendur til þess að efast um mat fyrrgreindra aðila, né nægilegt aðgengi að upplýsingum. Sem dæmi um mat markaðsaðila á stöðunni má nefna að í apríl 2008 hélt FME fræðslufund um markaðsmisnotkun fyrir starfsfólk stærstu fjármálafyrirtækjanna, einkum það sem starfaði við verðbréfavíðskipti. Fundirnir voru afar vel sóttir en skv. fréttatilkynningu frá FME sóttu um 300 manns fundina. Þrátt fyrir þessa vitundarvakningu barst Kauphöllinni ekki ein ábending um meinta markaðsmisnotkun bankanna. Það er þó ekki útilokað að FME hafi borist ábendingar frá markaðsaðilum um meinta markaðsmisnotkun en hafi svo verið fékk Kauphöllin ekki spurnir af því.

Vissulega voru þeir til sem gagnrýndu stöðu bankanna, sérstaklega erlendir aðilar, eins og dr. Robert Z. Aliber, prófessor í hagfræði, sumarið 2008, en engu að síður er ljóst að þeir voru í minnihluta, voru gagnrýndir harðlega, og þeir aðilar sem höfðu gert hvað ítarlegastar rannsóknir á stöðu bankanna og höfðu aukið aðgengi að upplýsingum, s.s. matsfyrirtækin, FME og Seðlabankinn, töldu stöðu þeirra sterka. Vísendingar eru þó um að þær upplýsingar sem FME aflaði frá bönkunum hafi verið villandi og jafnvel rangar, sem ætti að endurspeglar umfang og eðli hinnar meintu markaðsmisnotkunar, Nánar verður farið út í opinbera umfjöllun og fyrirbyggjandi upplýsingar í svörum Kauphallarinnar við liðum 2.1 og 2.2 í athugasemd FME hér að neðan.



Að ofan má sjá graf sem sýnir verðþróun íslensku bankanna í Kauphöllinni frá því í byrjun ágúst 2007 og fram að hruni þeirra og er sú þróun borin saman við OMX Nordic Financials PI EUR vísitöluna. Vísitalan endurspeglar verðþróun norrænna fjármálafyrirtækja, mælt í evrum. Svo gögnin séu samanburðarhæf er verðþróun íslensku bankanna skoðuð í evrum, miðað við opinbert gengi Seðlabankans, auk þess sem öll verð eru aðlöguð að upphafsgildinu 100 þann 1. ágúst 2007. Eins og sjá má fylgdust íslensku bankarnir náði að en því til viðbótar var talsverð fylgni við verðþróun norrænna fjármálafyrirtækja – þó lækkun íslensku bankanna hafi verið talsvert meiri. Sem dæmi má nefna að í byrjun maí 2008 höfðu íslensku bankarnir lækkað um 45 – 57% í evrum<sup>7</sup> talið á meðan norræn fjármálafyrirtæki höfðu lækkað um 24%. Þegar litið er til þess hversu mikil lækkun hafði átt

<sup>7</sup> Lækkun íslensku bankanna í krónum var 25 – 42%.

sér stað á hlutabréfaverði bankanna, og að sú lækkun hafi verið talsvert umfram önnur sambærileg norræn fjármálafyrirtæki, á sama tíma og staðhæfingar bankanna um fjárhagslegan styrkleika voru ítrekað staðfestar af óháðum greiningaraðilum og opinberum eftirlitsstofnunum, er erfitt að komast að þeirri niðurstöðu að umfangsmikil kaup hefðu átt að gefa til kynna að um verðstuðning væri að ræða.

Reynsla fjárfesta af lækkunum á innlendum hlutabréfamarkaði árið 2006 („litla kreppan“) styrkti fjárfesta væntanlega í þeirri trú að lækkanirnar sem hófust um mitt ár 2007 yrðu einungis tímabundnar, enda voru aðstæðurnar þá að mörgu leyti hliðstæðar. Í litlu kreppunni árið 2006 var umfjöllun erlendra aðila mjög beinskeytt og þær gagnrýnisraddir sem þá komu fram voru, að því er virtist, ekki í samræmi við fjárhagslegan styrk bankanna á þeim tíma. Bankarnir náðu að vinna sig ágætlega úr þessari litlu kreppu og kunna margir fjárfestar að hafa gert ráð fyrir því að þróunin yrði sú sama þegar lækkanir hófust árið 2007. Ljóst er að væntur ábati af slíkum kaupum gat verið umtalsverður.<sup>8</sup> Í dag er ljóst að slík bjartsýni var órökrétt og að óskynsamlegt hafi verið að fjárfesta í hlutabréfum bankanna. Eins og greint hefur verið frá hér að ofan var raunveruleg staða bankanna síður en svo ljós á árunum fyrir hrun þeirra og því afar varasamt að draga miklar ályktanir út frá eftirhyggju.

## 1.2 Markaðsframkvæmd

Við mat á því hversu há hlutdeild í viðskiptum þyki óeðlileg þarf að taka tillit til þess að bankarnir þrír voru ráðandi aðilar á innlendum hlutabréfamarkaði. Frá 2004 og fram að hruni bankanna var veltuhlutdeild Kaupþings á innlendum verðbrefamarkaði á bilinu 27,5 – 35,5% á ársgrundvelli. Hlutdeild Glitnis var á bilinu 15 – 26,7% og hlutdeild Landsbankans á bilinu 18,7 – 32%. Eðli málsins samkvæmt voru þeir með mis háa hlutdeild í einstökum tilboðabókum þar sem sérhæfing gerir kauphallaraðilum kleift að njóta hagræðis í upplýsingaöflun og greiningu, auk þess sem fjármögnun viðskipta ræður því oft hver sér um framkvæmd þeirra. Sú hlutdeild gat verið talsvert hærri en heildarhlutdeild þeirra á markaðnum.

Þekkt var að bankarnir voru hver um sig með hæsta hlutdeild í viðskiptum með eigin bréf en það sama átti einnig við um önnur hlutabréf. Sem dæmi var hlutdeild Kaupþings á ársgrundvelli í hlutabréfum Alfesca hf. á bilinu 42 – 93%, Bakkavör Group hf. á bilinu 43 – 75%, Exista hf. á bilinu 46 – 71% og Flögu Group hf. á bilinu 54 – 74%. Hlutdeild Glitnis í hlutabréfum FL Group hf. var á bilinu 41 – 58% (frá árinu 2006) á ársgrundvelli og á bilinu 38 – 74% í hlutabréfum Icelandair Group hf. Hlutdeild Landsbankans í viðskiptum með hlutabréf 365 hf. var á bilinu 27 – 67% á ársgrundvelli, á bilinu 34 – 48% í hlutabréfum Hf. Eimskipafélagsins, á bilinu 23 – 76% í hlutabréfum Icelandic Group hf., á bilinu 15 – 53% í hlutabréfum Marel hf. og á bilinu 37 – 77% í hlutabréfum Teymis hf. Þessi tölfræði byggir alfarið á opinberum upplýsingum og var markaðsaðilum, Kauphöllinni sem og FME þessi staða ljós frá upphafi. Fyrir utan þá staðreynd að margt benti til þess að kaup á hlutabréfum bankanna væru rökrétt á þessum tíma gat hlutdeild þeirra verið afar há í þeim tilboðabókum sem þeir sérhæfðu sig hvað mest í og því ekki óeðlilegt að há hlutdeild þeirra í viðskiptum með eigin bréf hafi ekki vakið sérstaka athygli.

Þar fyrir utan ber að huga að því að meginþorri viðskipta á íslenskum hlutabréfamarkaði í krónum talið fór fram með tilkynntum viðskiptum. Þrátt fyrir að það séu tilboð og pöruð viðskipti sem stýra verðbilinu þá þarf að taka tillit til þess að verðmyndunin sjálf byggir í reynd á samspili allra viðskipta á markaðnum. Stórir samningar, sem yfirleitt eru framkvæmdir með einni stórri tilkynningu, kalla gjarnan á pöruð viðskipti sem svo geta þrýst markaðnum upp eða niður. Þ.e. þegar aðili vill kaupa eða selja mikið magn hlutabréfa hefur hann samband við miðlara sem leitar svo að mótaðila. Eðli málsins samkvæmt þarf oft að hafa samband við fleiri en einn mótaðila og jafnvel brúa það bil sem upp á vantar með því að leita á markað, þ.e. með því að safna bréfum. Slíkri söfnun fylgir markaðsáhætta sem fjárfestar kunna að vilja forðast. Þær deildir sem sjá um miðlun innan fjármálafyrirtækja hafa

<sup>8</sup> Í því samhengi má t.a.m. benda á að OMX Nordic Financials PI EUR vísitalan hækkaði um 119% frá árslokum 2008 og til ársloka 2010.



yfirleitt takmarkaðar heimildir til þess að taka á sig söfnunarhlutverkið og er því gjarnan leitað til eigin viðskipta, sem geta keypt eða selt bréf á markaði og selt svo áfram til fjárfesta gegn áhættuþóknun. Um þetta er t.a.m. fjallað í námskeiðinu „bankar og fjármálamarkaðir“, sem kennt er í framhaldsnámi í hagfræði við Háskóla Íslands, með eftirfarandi hætti:

*„Stuðningur við miðlun: Góð veltubók er nánast alltaf tilbúin til að gefa miðlurum verðtilboð (quote) í bréf sem skráð eru á markað hér, óski þeir þess. Miðlari sem hefur þennan aðgang að veltubók er verðmætur fyrir kúnnann sem veit að alltaf er hægt að fá verð ef hringt er í hann. Þetta er þó tvíeggjað sverð því sumir kúnnar eru tortryggir í garð banka með öflugra veltubók og óttast að miðlararnir gangi erinda veltubókanna en ekki kúnnanna.“<sup>9</sup>*

Viðskipti þar sem eigin viðskipti sjá um að útvega miðlun bréf gátu jafn hæglega komið fram eftir stór viðskipti eins og fyrir þau, þar sem eigin viðskiptin gátu t.d. gengið á eigin birgðir til þess að selja áfram og keypt svo í kjölfar þess til að halda óbreyttri stöðu.

Ómögulegt var fyrir Kauphöllina að gera greinarmun á milli hefðbundinna viðskipta bankanna sem framkvæmd voru fyrir eigin reikning og viðskipta sömu starfsmanna sem óbeint voru framkvæmd fyrir hönd viðskiptavina, þar sem safna þurfti upp hlutum til þess að ganga frá stærri viðskiptum. Viðskipti sem tilkynnt voru í tengslum við slík kaup, þar sem eigin viðskiptin seldu viðskiptavinum miðlunar, voru gjarnan tilkynnt af miðlun og því ómögulegt að greina aðkomu eigin viðskipta nema með því að óska eftir aðilum að viðskiptum. Því var ógerlegt fyrir Kauphöllina að fylgjast með breytingum á eignarhlut bankanna í eigin hlutabréfum og hafa heildstætt eftirlit með því með hvernig sölu á bréfunum var háttáð, óháð því hvernig staðið var að merkingum á flokki eiganda (e. owner category). Jafnvel þó gögn um eignarhluti veltubóka bankanna hefðu legið fyrir hefði þurft nánari upplýsingar um viðskiptin og forsendur þeirra til þess að komast að þeirri niðurstöðu að um ólögmeða viðskiptahætti hafi verið að ræða. Í því samhengi má benda á að vikulegar upplýsingar um 20 stærstu eigendur félaga með hlutabréf í viðskiptum í Kauphöllinni, sem og um eignarhlut sjálfra útgefandanna í eigin bréfum, voru aðgengilegar opinberlega gegn áskriftargjaldi. Sömu upplýsingar voru aðgengilegar mánaðarlega á vefsíðu Kauphallarinnar. Þrátt fyrir að ekki hafi verið hægt að greina í sundur eignarhlut veltubóka bankanna frá almennri eign þeirra í eigin bréfum var ljóst að tíðar og umfangsmiklar breytingar voru á eignarhlut bankanna og hefði mátt draga þá ályktun að þær væru til komnar vegna viðskipta veltubókanna, þar sem í fæstum tilvikum var tilkynnt opinberlega um viðskipti með eigin bréf. Ekki vöktu þær breytingar sérstaka athygli meðal markaðsaðila, Kauphallarinnar né FME þar sem slík viðskipti virtust vera í samræmi við viðurkennda markaðsframkvæmd með hliðsjón af fyrirliggjandi upplýsingum og bankarnir héldu sig innan flöggunarmarka, að því er Kauphöllin best veit.

Loks er mikilvægt að gera sér grein fyrir því umhverfi sem bankarnir störfuðu í og hvaða svigrúm þeir höfðu til að fjárfesta í eigin bréfum og þá sérstaklega hvaða heimildir eigin viðskipti bankanna höfðu samkvæmt lögum, reglum og túlkun FME á viðeigandi lagaákvæðum, til þess að eiga viðskipti með eigin bréf án þess að þurfa að birta opinberlega upplýsingar þar um.

Í þessum efnum er vert að benda á að við mat á flöggunarskyldu vegna viðskipta veltubókar gildir að sá atkvæðisréttur sem fylgir hlutum í veltubók reiknast ekki með að því tilskildu að hlutfall atkvæðisréttarins í veltubókinni fari ekki yfir 5%, sbr. 89. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 („vvl.“)<sup>10</sup> Einnig þarf að vera tryggt að atkvæðisrétturinn sé hvorki nýttur né notaður á annan hátt beint eða óbeint til þess að hlutast til um stjórn útgefanda. Eigin viðskipti bankanna höfðu því heimildir til þess að safna allt að 5% af útgefna hlutafé eigin félags í veltubók án þess að flagga

<sup>9</sup> Sjá kennsluglósúr í fylgiskjali 1, „Glósúr – tegundir bankastarfssemi“, Ásgeir Jónsson, vormisseri 2011. Fengið af eftirfarandi vefsíðu: <http://notendur.hi.is/ajonsson/bankar&fjarmal2011.htm>.

<sup>10</sup> Skv. 2. tl. 34. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003 var þágildandi undanþága frá flöggunareglum vegna viðskipta veltubókar takmörkuð við að heildareign fjármálafyrirtækis, að meðtöldum þeim hluta sem haldið var í veltubók, færi ekki upp fyrir 10% af hlutafé.

eignarhlut sínum. Þetta átti við þó samanlagður atkvæðisréttur bankans færi þar með yfir þau 5% eða 10% mörk sem gilda um flöggunarskyldu vegna eigin hluta skv. 93. gr. vvl.

Að því er varðar skyldu fjármálafyrirtækja til að birta opinberlega tilkynningu um viðskipti með eigin bréf þá er vert að benda á að lengi hefur verið talin í gildi ólögfest undanþága þegar um er að ræða viðskipti veltubókar með eigin bréf. Byggist umrædd undanþága á því að eigin viðskipti fjármálafyrirtækis eigi að vera aðgreind frá stjórnendum þess og þeir aðilar sem stýri veltubókinni búi ekki yfir innherjaupplýsingum. Þegar um er að ræða viðskipti veltubókar hefur fjármálafyrirtæki því ekki verið talið skylt að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf.<sup>11</sup> Um þetta er t.a.m. fjallað í frumvarpi til laga um verðbréfavíðskipti nr. 33/2003:

*„Við túlkun [...] er rétt er að hafa í huga að þróun og styrking kínamúra fjármálafyrirtækja sem líta eftirliti Fjármálaeftirlits hefur orðið til þess að ákveðnar túlkunarreglur hafa orðið til á því hvaða viðskipti teljast innherjasvik. Viðskipti í veltubók lögaðila, sem kunna að teljast til fruminnherja og sett hafa sér reglur um meðferð trúnaðarupplýsinga og eigin viðskipti í samræmi við 14. gr. frumvarpsins, sbr. 2. mgr. 20. gr. núgildandi laga um verðbréfavíðskipti, hafa ekki þurft að tilkynna viðskipti sín til Kauphallar Íslands hf. (áður Verðbréfafingis Íslands hf.) eða Fjármálaeftirlitsins, enda teljist viðskiptin ekki tilkynningarskyld af öðrum ástæðum, til dæmis vegna reglna um flöggun. Þessi undantekningarregla gildir aðeins þar sem innri starfsreglur um kínamúra tryggja að sá aðili sem annast viðskipti fyrir veltubók búi ekki yfir trúnaðarupplýsingum og teljist þar með ekki innherji. Reglur þessar hafa verið samþykktar af Fjármálaeftirlitinu. Þykir rétt að líta til þeirra við túlkun á því hvað fellur undir ákvæði um innherjasvik.“*

Það verður að telja rökrétta ályktun að fjármálafyrirtæki sé óheimilt að nýta sér veltubók til að komast undan reglum um tilkynningarskyldu. Ef ákvörðun um viðskipti veltubókar er tekin af stjórn, forstjóra eða yfirstjórn viðkomandi fjármálafyrirtækis myndu viðskiptin að jafnaði hafa upplýsingagildi fyrir fjárfesta og vera tilkynningarskyld samkvæmt reglum 1. mgr. 126. gr. og 127. gr. vvl.<sup>12</sup> Það má benda á í þessu sambandi að á árunum fram að hrúni bankanna komu í einhverjum tilvikum upp álitamál er tengdust mati á tilkynningarskyldu bankanna vegna viðskipta með eigin bréf. Að mati Kauphallarinnar er nauðsynlegt að hafa hliðsjón af slíkum málum. Má í þeim efnum nefna eftirfarandi mál:

- Þann 29. ágúst 2005 tilkynntu eigin viðskipti Kaupþings viðskipti með eigin bréf í viðskiptakerfi Kauphallarinnar. Markaðsvirði viðskiptanna var um 5 ma. kr. Kaupendur bréfanna voru stjórnendur í Kaupþingi með framvirkum samningi<sup>13</sup> og eigin viðskipti Kaupþings voru seljandinn. Samkvæmt tölvupóstsamskiptum milli starfsmanna Kauphallarinnar á þessum tíma héldu lögfræðingar og yfirmaður skráningarviðs símafund með Kaupþingi í kjölfar viðskiptanna.<sup>14</sup> Að mati Kaupþings var um að ræða veltubókarviðskipti sem þeim bæri ekki skylda til að birta tilkynningu um vegna undanþágunnar er þeir töldu gilda um viðskipti veltubókar með eigin bréf. Kauphöllin taldi þó ljóst að ekki væri um tilfallandi viðskipti við einstaka kúnna að ræða heldur fengju allir innherjarnir sömu kjör og að því hefði mátt ætla að aðkoma bankans hefði verið meiri en þegar hefðbundnir kúnna gerðu samning. Einnig taldi Kauphöllin að ákvörðunin hlyti að vera „strategísk“. Bankanum væri því skylt að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf óháð því hvort þau væru framkvæmd í gegnum veltubók eða með öðrum hætti. FME var

<sup>11</sup> Nánar er fjallað um sögulegar skýringar undanþágunnar í Aðalstein E. Jónasson: *Viðskipti með fjármálagerninga* Reykjavík 2009. Bls. 439-441

<sup>12</sup> Sjá nánar Aðalstein E. Jónasson: *Viðskipti með fjármálagerninga*. Reykjavík 2009. Bls. 440.

<sup>13</sup> Sbr. eftirfarandi tilkynningu:

<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=&primarylanguagecode=IS&newsnumber=32318>.

<sup>14</sup> Sjá afrit af tölvupóstsamskiptum í fylgiskjali 2.

upplýst um málið og var það tekið upp á samstarfsfundi Kauphallarinnar og FME þann 2. nóvember 2005. Í fundargerð fundarins kemur fram að FME hafi farið yfir málið og fallist á það með Kaupþingi að ekki bæri að tilkynna um viðskiptin sem viðskipti félags með eigin bréf.<sup>15</sup>

- Þann 9. janúar 2006 tilkynnti Straumur-Burðarás Fjárfestingabanki hf. („**Straumur**“) sölu á eignarhlut sínum í Íslandsbanka.<sup>16</sup> Straumur fékk að hluta til greitt með hlutabréfum, þ. á m. eigin bréfum. Straumur tilkynnti ekki um viðskipti með eigin bréf þar sem veltubók bankans tók við hlutunum. Kauphöllin vakti athygli FME á málinu og var það rætt á samstarfsfundi FME og Kauphallarinnar þann 10. janúar sama ár, sbr. fundargerð fundarins.<sup>17</sup> Í fundargerð samstarfsfundar FME og Kauphallarinnar 28. febrúar 2006 kemur fram að niðurstaða FME hafi verið sú að ekki hafi verið gerðar athugasemdir við framkvæmdina en greint var frá því að útgefandi gæti aðeins geymt hluti í veltubókinni í skamman tíma.<sup>18</sup>

Ljóst er af ofangreindu að Kauphöllin hallaðist að þrengri túlkun en niðurstöður FME fólu í sér. Til stóð að FME birti túlkun á tilkynningarskyldu vegna viðskipta veltubókar, sbr. fundargerð samstarfsfundar FME og Kauphallarinnar dags. 3. maí 2006<sup>19</sup>, en Kauphöllinni er ekki kunnugt um að af því hafi orðið. Fyrir liggur að með ofangreindum túlkunum var bönkunum veitt talsvert svigrúm til þess að hlutast til um viðskipti veltubókanna með eigin bréf án þess að þau teldust tilkynningarskyld sem viðskipti með eigin bréf. Því hlýtur sú krafa að hafa verið gerð til FME að fylgjast náið með viðskiptum veltubókanna til þess að koma í veg fyrir misnotkun á slíku svigrúmi, sem getur ekki átt að vera hlutverk Kauphallarinnar. Kauphöllin hafði hvorki þann aðgang að upplýsingum sem þurfti til að fylgjast heildstætt með viðskiptum veltubókanna, né sömu heimildir og Fjármálaeftirlitið til að afla frekari upplýsinga.

Auk þess má nefna að reglurnar byggja á því að kínamúrar séu fullnægjandi og að stjórn, forstjóri eða yfirstjórn viðkomandi fjármála fyrirtækis komi ekki að viðskiptaákvörðunum veltubókar. Leiða má að því líkur að stjórnendur bankanna hafi í mörgum tilfellum komið að ákvörðun um kaup bankanna á eigin hlutabréfum í aðdraganda hrunsins, í það minnsta með óbeinum hætti (s.s. í gegnum fjármögnun viðskipta og miðlun), sbr. umfjöllun rannsóknarnefndar Alþingis um viðskipti bankanna með eigin bréf.

Óaðskiljanlegur hluti þeirrar meintu markaðsmisnotkunar sem bankarnir stunduðu í aðdraganda hrunsins var salan á hlutunum sem eigin viðskipti bankanna keyptu og enn fremur lánveitingarnar sem með fylgdu. Óháð því hvort stjórnendur bankanna hafi hlutast með beinum hætti til um kaup eigin viðskipta þá komu þeir að lánveitingum og sölu á stærri hlutum, sem var á endanum það sem knúði áfram kaup veltubókanna. Því virðast kínamúrar ekki hafa verið nægilega sterkir þegar á reynði en það er FME sem fer með eftirlit með fjármála fyrirtækjum og þar með hvort innra skipulag þeirra og verkferlar séu fullnægjandi og til þess fallin að koma í veg fyrir hagsmunaárekstra.

Að mati Kauphallarinnar var því fullkomlega skýrt að Kauphöllin bar ekki ábyrgð á því að fylgjast sérstaklega með viðskiptum eigin viðskipta bankanna og því hvort aðgreining þeirra frá stjórnendum bankanna hafi verið fullnægjandi. Sama á bersýnilega einnig við um fjármögnun viðskipta. Það er á þessum tveimur stöðum sem hin meinta markaðsmisnotkun hvílir, og í reynd skilgreinist af, þ.e. annars vegar umboðssvikum og fjársvikum og hins vegar ófullnægjandi aðskilnaði á milli sviða (kínamúrum) innan bankanna.

<sup>15</sup> Sjá fundargerð í fylgiskjali 3.

<sup>16</sup> Sbr. eftirfarandi fréttatilkynningu:

<http://news.icex.is/newsservice/MM1cexNSWeb.dll/newspage?language=IS&pagetype=symbolnewslist&primarylanguagecode=IS&newsnumber=33317>.

<sup>17</sup> Sjá fundargerð í fylgiskjali 4.

<sup>18</sup> Sjá fundargerð í fylgiskjali 5.

<sup>19</sup> Sjá fundargerð í fylgiskjali 6.

### 1.3 Markaðsmisnotkun

Í „Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive“, koma meðal annars fram skilgreiningar á mismunandi tegundum markaðsmisnotkunar. Sú skilgreining sem virðist eiga hvað best við um þá meintu markaðsmisnotkun sem hér er til umræðu er verðgólf, en það er skilgreint með eftirfarandi hætti:

*„This practice is usually carried out by issuers or other entities which control them, and involves transactions or orders to trade employed in such a way that obstacles are created to the share prices falling below a certain level, mainly in order to avoid negative consequences for their share or credit ratings. This needs to be distinguished from legitimate trading in shares as part of "buy-back" programmes or the stabilisation of financial instruments.“*

Skýrt kemur fram að verðgólf feli í sér að komið sé í veg fyrir að verð lækki niður fyrir eitthvað ákveðið stig, þ.e. að gólf sé myndað í tilboðabókunum til þess að hindra frekara verðfall. Í þeim tilfellum sem hér um ræðir urðu miklar verðlækkningar og jafnvel talsvert meiri en í hlutabréfum sambærilegra banka á Norðurlöndunum. Í almennari skilgreiningum í lið 4.8 a. koma einnig fram skýringar sem gætu hugsanlega átt við um þá tegund meintu markaðsmisnotkunar sem til skoðunar er, sbr.:

*„The extent to which orders to trade given or transactions undertaken represent a significant proportion of the daily volume or transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, in particular when these activities lead to a significant change in the price of the financial instruments“*

Eins og fram kemur þarna gefur há veltuhlutdeild fyrst og fremst til kynna að um eitthvað óeðlilegt sé að ræða þegar hún veldur umtalsverðum verðbreytingum, en í þeim tilvikum sem um ræðir er verð að lækka talsvert þrátt fyrir kaup eigin viðskipta bankanna. Að mati Kauphallarinnar geta þó slíkir viðskiptahættir fallið undir almennari skilgreiningar á markaðsmisnotkun, en við mat á viðbrögðum Kauphallarinnar verður þó að taka mið af því að verðstuðningur þar sem einungis er dregið úr hraða verðlækkana skilur eftir sig um mun torgreinanlegri spor en þegar komið er í veg fyrir verðlækkningar. Raunar er slík hegðun yfirleitt ekki nefnd þegar skýrt er frá mismunandi gerðum markaðsmisnotkunar og því ekki eitthvað sem almennt er horft til meðal eftirlitsaðila.

Ástæðan fyrir þessu er væntanlega sú að í fyrsta lagi er erfitt og jafnvel ómögulegt að sýna fram á að ekki sé um lögmæta viðskiptahætti að ræða án ítarlegra viðbótarupplýsinga. Vart hefði verið hægt að komast að þeirri niðurstöðu að kaup eigin viðskipta bankanna á eigin bréfum teldust til markaðsmisnotkunar án upplýsinga um að staða bankanna hefði verið talsvert lakari en fjárhagsupplýsingar þeirra gáfu til kynna, að kaup á bréfunum hefðu verið fjármöggnuð af þeim sjálfum án fullnægjandi veða og að bréfin hefðu ítrekað verið seld með tapi.

Í öðru lagi er um óskilvirka markaðsmisnotkun að ræða og þar með ólíklega, þar sem ekki er komið í veg fyrir verðfall og útgefandi þyrfti á endanum alltaf að flagga hlut sínum eða tilkynna um viðskipti með eigin bréf, sem myndi rýra væntan ábata af misnotkuninni, eða selja bréfin sjálfur og valda þar með auknum söluprýstingi.

Í þeim tilvikum sem hér um ræðir á hin meinta markaðsmisnotkun sér dýpri rætur í blekkingum og málamyndagerningum. Dýpri rætur sem ómögulegt var að greina út frá þeim upplýsingum sem Kauphöllin hafði aðgang að og var helst á færi innanbúðarmanna og aðila sem höfðu eftirlit með bönkunum að koma auga á. Mörgum hindrunum þurfti í reynd að ryðja úr vegi til þess að umræddir viðskiptahættir bankanna gætu gengið upp og því langsótt að Kauphöllin hefði átt að geta dregið þá ályktun að um óeðlileg viðskipti væri að ræða og hugsanlega markaðsmisnotkun. Samandregið má þar nefna:

1. Veitt voru lán fyrir kaupverði bréfanna, í einhverjum tilvikum á mjög hagstæðum og jafnvel óeðlilegum kjörum, til þess að liðka fyrir sölunni og viðhalda háu verði í viðskiptunum.



2. Ætla má að stjórnendur bankanna hafi í mörgum tilvikum komið að ákvörðun um framkvæmd viðskiptanna. Eins og áður hefur komið fram hefur skoðun Kauphallarinnar verið sú að í slíkum tilfellum hafi bönkunum átt að vera gert skylt að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf. Slíkar tilkynningar voru ekki birtar, enda gáfu fyrri túlkanir FME til kynna að þess háttar viðskipti væru ekki tilkynningaskyld þar sem þau voru framkvæmd í gegnum veltubók eigin viðskipta.
3. Með lánum fyrir kaupverði bréfanna gegn veði í sjálfum bréfunum var gengið á eigið fé. Slíkar lánveitingar veiktu eiginfjárgrunn viðkomandi banka. Bókfært eigið fé bankanna virðist ekki hafa verið fært niður vegna lánveitinganna.
4. Í 1. mgr. 60. gr. laga um ársreikninga nr. 3/2006 kemur fram að í skýringum í ársreikningi skuli veita upplýsingar um eign félags á eigin hlutum og skv. 2. mgr. sömu greinar skal veita sömu upplýsingar ef félag hefur tekið veði í eigin hlutum. Sama krafa er gerð þegar um er að ræða árs hlutareikninga. Ljóst er að ekki voru veittar fullnægjandi upplýsingar um þessi atriði, með hliðsjón af umfjöllun um eigið fé í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.
5. Ótal aðilar innan bankanna hefðu átt að gera athugasemdir við þessa viðskiptahætti og jafnvel gera FME viðvart. Þar má t.d. nefna lánasvið, lánanefndir, útlánaeftirlit, áhættustýringu, miðlun, innri endurskoðun og regluvörslu. Kauphöllinni bárust ekki slíkar ábendingar og er ekki kunnugt um að slíkar ábendingar hafi borist FME frá einhverjum þessara aðila.
6. Bankarnir skiluðu inn skýrslum til FME um eigið fé sem hefðu átt að gefa innsýn inn í viðskiptahætti þeirra, ásamt því að lán með veði í hlutabréfum voru sérstaklega skoðuð af FME haustið 2007, skv. svörum Jónasar Fr. Jónssonar til rannsóknarnefndar Alþingis.<sup>20</sup> Einnig kom þar fram að svo virðist sem FME hafi verið veittar ófullnægjandi og jafnvel rangar upplýsingar.
7. Endurskoðendur hefðu að öllum líkindum átt að gera athugasemdir við lánveitingarnar og það hvernig þær voru færðar til bóka sem eigið fé. Endurskoðendur bankanna árituðu reikningsskil þeirra án athugasemda á árunum fyrir hrún.
8. Sérstakar skyldur hvíla að auki á endurskoðendum fjármála fyrirtækja skv. 92. gr. laga nr. 161/2002 að upplýsa FME um það ef þeir verða varir við atriði sem geta veikt fjárhagsstöðu fyrirtækjanna. Þetta virðist ekki hafa verið gert, af svörum Jónasar Fr. Jónssonar til rannsóknarnefndar Alþingis að dæma.<sup>21</sup>
9. Seðlabanki Íslands hefur eftirlit með fjármálastöðugleika og hefði hugsanlega átt að gera athugasemdir við lánveitingar sem tryggðar voru með veði í eigin bréfum sökum þess hversu mikið umfang þeirra var orðið.

Með hliðsjón af ofangreindu er ljóst að margar af þeim stöðum sem skilvirkni verðbréfamarkaða og eftirlit Kauphallarinnar byggja á brugðust. Ríkan vilja hefur þurft til þess að fara með þessum hætti á svig við lög og því gat eftirlit Kauphallarinnar ekki séð fyrir hvað raunverulega lág að baki umræddum viðskiptaháttum. Í þessu samhengi mætti aftur vísa í svör Jónasar Fr. Jónssonar til rannsóknarnefndar Alþingis, þar sem fram kemur að niðurstaða rannsóknarnefndar Alþingis varðandi viðskipti bankanna með eigin bréf og veði þeirra í eigin bréfum gefi tilefni til þess að ætla að bankarnir hafi „með vísitandi hætti blekkst [FME] með rangri eða ónákvæmri skýrslugjöf“.<sup>22</sup> Hafi bankarnir gengið þetta langt til þess að halda upplýsingum um framkvæmd og fjármögnun stórra viðskipta frá FME fæst ekki séð á hvaða forsendum Kauphöllin hefði átt að gera athugasemdir við kaup þeirra á eigin bréfum, sem grundvölluðust einmitt á slíkum viðskiptum.

Þessu til enn frekari stuðnings má benda á að Intermarket Surveillance Group (ISG), sem Kauphöllin er aðili að ásamt eftirlitseiningum margra af stærstu kauphöllum heims, skilgreinir 9 höfuðgerðir

<sup>20</sup> Sjá bls. 40 í viðauka 11 – Jónas Fr. Jónsson, í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.

<sup>21</sup> Sjá bls. 39 í viðauka 11 – Jónas Fr. Jónsson, í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.

<sup>22</sup> Sjá bls. 39 – 40 í viðauka 11 – Jónas Fr. Jónsson, í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis.

markaðsmisnotkunar með viðskiptum og/eða tilboðagerð og fellur sú tegund sem hér er til umræðu ekki heldur þar undir, þó hún falli eftir sem áður undir almennari skilgreiningar.<sup>23</sup> Eins má nefna að Capping/Pegging bjallan sem NASDAQ OMX Nordic kauphallirnar tóku upp í SAGA og styðst við umtalsverða reynslu norrænna sem og annarra kauphalla byggir á því að verð haldist stöðugt, veltan sé mikil og einn aðili sé atkvæðamikill á kaup- eða söluhliðinni, í samræmi við algengar skilgreiningar á þessari tegund markaðsmisnotkunar. Þetta styður það sjónarmið Kauphallarinnar að ekki er um týpíska gerð markaðsmisnotkunar að ræða og eru til fá, ef einhver, hliðstæð fordæmi frá öðrum mörkuðum.

Samandregið má segja að meginatriðin séu eftirfarandi:

- **Rúm túlkun FME á undanþágu fyrir veltubækur frá skyldu til að birta tilkynningu um viðskipti með eigin bréf byrgði sýn á viðskiptahætti eigin viðskipta bankanna.** Veltubækur bankanna höfðu heimildir til þess að halda allt að 5% af eigin hlutabréfum án þess að þeir hlutir reiknuðust með við mat á flöggunarskyldu. Sú heimild byggði væntanlega á því að veltubækurnar gætu tekið slíka stöðu í eigin bréfum teldu þær að um kauptækifæri væri að ræða og þar með möguleika á því að selja bréfin á hærra verði síðar meir. FME túlkaði að auki heimildir þeirra til að eiga viðskipti með eigin bréf, án þess að þeim væri skylt að birta tilkynningu um viðskiptin skv. 127. gr. vvl., afar rúmt. Eins og komið hefur fram hallaðist Kauphöllin að þrengri túlkun heldur en FME á þessari ólögfestu undanþáguheimild.
- **Upplýsingar úr reikningum bankanna, álagspróf FME, yfirlýsingar FME og Seðlabankans og lánshæfismöt gáfu til kynna að staða bankanna væri sterk og tækifæri fælust í kaupum á bréfum þeirra.** Miklar deilur voru um það hvort óróleikinn á alþjóðlegum fjármálamörkuðum væri vegna tímabundinna lausafjárvandamála eða hvort um fjármálakreppu væri að ræða. Frá því í byrjun ágúst 2007 og til ársloka sama ár lækkaði hlutabréfaverð Kaupþings um 27%, Glitnis um 26% og Landsbankans um 10%. Sé tekin árslækkunin frá ágúst 2007 fram að ágúst 2008 nam hún 42% í tilviki Kaupþings, 48% í tilviki Glitnis og 42% í tilviki Landsbankans. Hefði vandinn verið tímabundinn og staða bankanna jafn góð og fjárhagsupplýsingar þeirra og álagsprófanir gáfu til kynna hefðu líklega fáir veðjað gegn því að hlutabréfaverð þeirra ætti eftir að hækka í kjölfarið. Við slíkar aðstæður, þegar allt bendir til þess að um tímabundna lækkun hlutabréfaverðs sé að ræða, er ekki óeðlilegt að eigin viðskipti fjármálafyrirtækis nýti sér þær heimildir sem þau hafa til að fjárfesta í eigin bréfum. Á þessum tímapunkti þegar augljós ummerki um kauptækifæri virtust vera til staðar gaf stöðutaka eigin viðskipta því til kynna trú þeirra sem stýrðu kaupunum á eigin félagi og virtist það traust byggja á opinberum upplýsingum frá útgefanda og jákvæðum yfirlýsingum frá eftirlitsaðilum. Ekki virtist hafa verið gerð tilraun til þess að kaupa óeðlilegt magn á skömmum tíma, verðið var hvorki keyrt upp né því haldið óbreyttu, sbr. að verðið lækkaði um tugi prósentu, heldur virtist sem staðan hafi smám saman verið aukin á meðan svartsýnir, óþolinmóðir og fjárvana fjárfestar seldu bréfin sín.
- **Hin meinta markaðsmisnotkun grundvallaðist á þáttum er voru utan eftirlits Kauphallarinnar, s.s. fjármögnun á viðskiptum og ótraustum kínamúrum.** Þegar horft er til markaðsaðstæðna eins og þær voru fyrir fall bankanna, upplýsinga sem þeir höfðu birt opinberlega á þeim tíma, yfirlýsinga eftirlitsaðila, greiningaraðila sem og annarra markaðsþátttakenda, þá verður að telja að viðskipti bankanna með eigin bréf hafi ekki, ein og sér, gefið til kynna að um óeðlilega viðskiptahætti eða markaðsmisnotkun væri að ræða. Viðskiptin, að virtum þeim atriðum sem hægt var að leggja til sem forsendur fyrir mati á viðskiptaháttum bankanna fyrir hrun, virtust á þeim tíma eðlileg.

<sup>23</sup> Sjá skilgreiningar ISG frá því um sumarið 2008 í fylgiskjali 7.

Síðar hefur aftur á móti komið í ljós að í hinni meintu hegðun felast að öllum líkindum umboðssvik og fjársvik. Sú staðreynd breytir algjörlega þeim forsendum sem Kauphöllin gat byggt á við greiningu á viðskiptum bankanna fyrir fall þeirra. Hefur þetta þær afleiðingar að viðskipti sem upphaflega virtust að öllu leyti samræmast hefðbundnum viðskiptaháttum myndu eftir á að hyggja hugsanlega flokkast sem virkur verðstuðningur bankanna við eigin hlutabréf og markaðsmisnotkun.

Sú gerð markaðsmisnotkunar sem um ræðir byggir á því að bankarnir keyptu eigin bréf og seldu þau svo áfram með því að veita kaupendunum óeðlileg lán sem ollu því að bankarnir sjálfir héldu eftir allri áhættu af bréfunum á meðan hugsanlegur ágóði af verðhækkunum fluttist til kaupenda. Að einhverju leyti virðist því hafa verið um að ræða málamyndagerninga sem í fyrstu virtust í samræmi við viðurkennda markaðsframkvæmd, þar sem ekkert óeðlilegt er við það að safna í veltubók til að ávaxta fjármuni viðkomandi banka til skemmri tíma og/eða selja áfram stærri hlut. Hefðu eigin viðskipti bankanna ekki selt bréfin ítrekað með tapi samhliða óeðlilegum lánveitingum, sbr. umfjöllun rannsóknarnefndar Alþingis, væri í raun ómögulegt að rengja forsendur kaupanna, að mati Kauphallarinnar.

Út frá þeim upplýsingum sem Kauphöllin hafði undir höndum var ógerlegt fyrir hana að rekja breytingar á eignarhlut eigin viðskipta bankanna og fylgjast heildstætt með því með hvaða hætti bréfin voru seld, hvað þá fjármögnun viðskiptanna, en þetta eru lykilatriðin í hinni meintu markaðsmisnotkun. Einnig er ljóst að það þurfti að ryðja mörgum hindrunum úr vegi til þess að meintur verðstuðningur bankanna gengi upp og það er því ekki hægt að ætla Kauphöllinni að sjá fyrir hversu djúpt hin meinta markaðsmisnotkun náði og að grundvöllur viðskiptanna væri byggður á fölskum forsendum og svikum.

**Eftirlit með þeim þáttum er varða óeðlilegar lánveitingar og málamyndagerninga var fremur á hendi opinberra eftirlitsaðila, þ.m.t. FME en ekki Kauphallarinnar.** Í þessu sambandi má benda á að samkvæmt lögum hefur FME víðtækar skyldur til að hafa eftirlit með starfsemi fjármálafyrirtækja, þ.m.t. stórum áhættuskuldbindingum, stöðu eigin fjár o.fl. Til að það geti sinnt eftirliti sínu og tryggt stöðugleika fjármálamarkaðarins hefur löggjafinn veitt FME því sem næst ótakmarkaðar heimildir til að afla gagna frá eftirlitsskyldum aðilum, sbr. ákvæði 1. mgr. 9. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi en þar kemur fram að FME skuli athuga rekstur eftirlitsskyldra aðila svo oft sem þurfa þyki. Eftirlitsskyldum aðilum er enn fremur gert skylt að veita FME aðgang að öllu bókhaldi sínu, fundargerðum, skjölum og öðrum gögnum í vörslu þeirra er varða starfsemina sem FME telur nauðsynlegan. Loks getur FME gert vettvangskannanir eða óskað upplýsinga á þann hátt og svo oft sem það telur þörf á.

FME átti því að hafa aðgang að þeim upplýsingum sem gátu varpað ljósi á hinn meinta tilgang viðskiptanna, sem alls ekki blasti við þegar þau fóru fram. Ekki verður annað ráðið en að bönkunum hafi lánast að fegra mjög stöðu sína gagnvart FME, eins og ráða má af ýmsum ummælum fyrrverandi forstjóra eftirlitsins, sem áður er getið.

- **Hin meinta markaðsmisnotkun fellur að auki ekki undir hefðbundnar skilgreiningar á þeim tegundum markaðsmisnotkunar sem eftirlitsaðilar um allan heim kappkosta að fylgast með.**

Í ljósi ofangreinds fær Kauphöllin ekki með nokkru móti séð á hvaða forsendum hún hefði átt grípa til aðgerða vegna kaupa bankanna á eigin hlutum.

Þessi afstaða Kauphallarinnar verður rökstudd nánar hér á eftir, samhliða athugasemdum við ákveðna liði í bréfi FME.

## 2. Athugun FME á tilteknum viðskiptadögum og eftirliti Kauphallarinnar

Kauphöllin hefur farið yfir niðurstöður FME vegna eftirlits Kauphallarinnar á tilteknum viðskiptadögum. Að neðan fylgja athugasemdir Kauphallarinnar.

### 2.1 Viðskipti og tilboð með hlutabréf Landsbanka Íslands hf. 3. janúar 2008

Þann 3. janúar 2008 nam virði viðskipta með hlutabréf Landsbanka Íslands hf. alls um 3,7 milljörðum kr. Meginhluti þess viðskiptamagns voru tilkynnt viðskipti, eða um 3,2 milljarðar kr., og voru þar af tvenn viðskipti upp á samtals 2,8 milljarða kr. tilkynnt fyrir opnun markaða. Miðlun Landsbankans sá um að tilkynna þau viðskipti en ekki kom fram í gögnum Kauphallarinnar hverjir viðskiptavinir miðlunar voru.

Við greiningu á atburðum þessa dags er nauðsynlegt að hafa eftirfarandi í huga:

- Virði paraðra viðskipta nam 538 milljónum króna. Ekki er um hátt viðskiptamagn að ræða með hliðsjón af veltu á innlendum hlutabréfamarkaði á þessum tíma.
- Í upphafi dags tilkynnir miðlun Landsbankans viðskipti upp á 2,8 milljarða kr. Ekki kemur fram fyrir hönd hvers. Hafi Landsbankinn sjálfur verið seljandi að þessum hlutum, sem ekki er ólíklegt miðað við háa hlutdeild Landsbankans í viðskiptum með eigin bréf, er á engan hátt óeðlilegt að hann hafi verið virkur kaupandi í kjölfar þess, t.d. ef hann átti í reynd ekki öll bréfin sem seld voru og þurfti að afla þeirra í kjölfar viðskiptanna. Kaupin gætu því jafnvel farið fram á lægra verði en salan og þá hæpið að halda því fram að þau hefðu ekki verið framkvæmd á viðskiptalegum forsendum. Slík viðskipti, þ.e. þar sem eigin viðskipti kaupa/selja í kjölfar eða aðdraganda tilkynntra viðskipta til þess að ná upp í ákveðið viðskiptamagn, voru daglegt brauð á innlendum hlutabréfamarkaði og eru enn daglegt brauð á skuldabréfamarkaðnum, sem og erlendum mörkuðum.
- Eins og komið hefur fram í inngangi héldu margir því fram á þessum tíma að íslensku bankarnir stæðu ekki verr en erlendir bankar, að um tímabundna lausafjarkreppu væri að ræða og að von væri á uppsveiflu á ný – eins og þeirri sem kom fram árið 2006 þegar mikill viðsnúningur varð á markaði og hlutabréfaverð hóf að rísa á ný eftir miklar verðlækkanir sem á undan höfðu gengið. Þennan dag lækkaði hlutabréfaverð Landsbankans um 1,83% (3,10% í evrum talið) á meðan norrænir bankar lækkuðu um 0,24% (miðað við þróun vísitölu norrænna banka, mælt í evrum). Því var ekki óeðlilegt að sjá kauptækifæri í stöðunni og hljóta eigin viðskipti Landsbankans („EVL“) þar að koma sterklega til greina, enda hafa starfsmenn oftast en ekki meiri trú á eigin fyrirtæki en aðrir. Í bréfi sínu gerir FME athugasemd við ákveðna þætti í framkvæmd eftirlits Kauphallarinnar í tengslum við viðskipti og tilboð með hlutabréf Landsbankans þennan tiltekna dag.
  - a. Gerð er athugasemd við að engar bjöllur hafi hringt í eftirlitskerfi Kauphallarinnar vegna stöðunnar í tilboðabókinni 3. janúar 2008, en þá voru EVL með níu kauptilboð inni, Straumur með eitt kauptilboð og verðbréfamiðlum Landsbankans með fimm kauptilboð.

Hvað þetta varðar má fyrst nefna að Kauphöllin sér ekki hver ástæðan er fyrir því að FME vísar til tilboða Straums og miðlunar Landsbankans í þessu samhengi. Ef ætlunin er að gefa í skyn að Kauphöllin hafi með einhverjum hætti átt að meta þessa aðila sem tengda aðila þá er vert að benda á að reglur um skýran aðskilnað sviða innan fjármálafyrirtækja gerir það að verkum að ekki er horft á miðlun og eigin viðskipti sem



tengda aðila. Því síður var hægt að horfa á EVL og Straum sem tengda aðila í þessu sambandi.<sup>24</sup> Eftirlitskerfi Kauphallarinnar lítur því ekki á þessi tilboð sem tilboð tengdra aðila og með sama hætti verður að gera ráð fyrir að við greiningu á stöðu tilboðabókarinnar sé litið á umrædda aðila sem ótengda.

Ef einungis er horft á kauptilboð EVL þá voru þau á verði frá 34,50 – 35,00 kr. á hlut og var samanlagt magn um 9.000.000 hlutir, þar af 2.000.000 hlutir faldir (staðan kl. 12:23:05 CET). Séu þessi viðskipti sett í samhengi við þau viðskipti sem Landsbankinn tilkynnti fyrir opnun er einungis um 10% af því magni að ræða. Samanlagt magn umræddra tilboða getur því vart talist óeðlilegt. Sú staðreynd að EVL hafi dreift tilboðum sínum yfir á fleiri en eitt verð bendir einmitt til þess að um eðlileg tilboð hafi verið að ræða, en þannig aukast líkurnar á því að af viðskiptum verði (þar sem sum tilboðanna eru á hagstæðasta kaupverði) og vegið meðalverð verður hagstæðara ef stór sölupöntun kemur inn – m.ö.o. verðið mun taka mið af stærð viðskiptanna, með sama hætti og gjarnan er gert þegar samið er utan tilboðabóka. Á erlendum mörkuðum telst það fullkomlega eðlileg og viðurkennd markaðsframkvæmd að vera með mörg kaup- eða sölutilboð inni í tilboðabókunum á mismunandi verðum til þess að vegið meðalverð kaupa eða sölu taki mið af viðskiptamagni. Með þessu er stefnt að því fá hagstæðara verð eftir því sem viðskiptamagnið eykst. Telur Kauphöllin að FME þurfi að rökstyðja það mjög vandlega að svo eigi ekki að vera á Íslandi. Sé kauphallaraðilum meinað að vera með mörg kaup- eða sölutilboð inni á mismunandi verðum er stuðlað að því að þeir leiti frekar út fyrir tilboðabókina til þess að eiga viðskipti, sem dregur úr sýnileika og seljanleika og kemur í veg fyrir heilbrigða verðmyndun á markaðnum.

Annað gildir um „orderbook layering“ sem byggir á einhverskonar blekkingu, s.s. ef markmiðið með tilboðunum er ekki að eiga viðskipti. Sem dæmi um slíkt er þegar mörg tilboð eru færð inn á kauphliðinni (söluhliðinni) í þeim tilgangi að væntingar um aukna eftirspurn (aukið framboð) þrýsti verðinu upp (niður) og þá eigi sami aðilinn viðskipti á söluhliðinni (kauphliðinni), sbr. Order Book Layering bjölluna sem nú er virk í SAGA, eftirlitskerfi Kauphallarinnar. Ekki var hægt að rengja að kaupáhugi EVL hafi verið raunverulegur. Þvert á móti snýst málið um að EVL hafi verið of virkur kaupandi eigin hlutabréfa. EVL áttu ekki viðskipti á söluhliðinni og Kauphöllin varð aldrei vör við neina leitni til þess að forðast þörun kauptilboðanna. Meint blekking kom í reynd fram á öðrum vettvangi, þ.e. þegar bankinn seldi bréfin svo í stærri skömmtum í viðskiptum sem byggðu að öllum líkindum á málamyndagerningum og reyndi að hylma yfir tapið sem af söluhlutunum hlaut. Kauphöllin telur því að FME þurfi að skýra það nánar á hvaða forsendum þessi staða tilboðabókarinnar hefði átt að hringja bjöllum í eftirlitskerfi Kauphallarinnar – eða hjá starfsmönnum Kauphallarinnar sem fylgdust með markaðnum.

- b. Á því tímabili sem vísað er til að verð hafi haldist stöðugt (frá 12:00 til 14:45 CET) hafði það þá þegar lækkað um 1,4% frá síðasta viðskiptadegi. Þöruð velta á þessum tíma nam 3.581.935 hlutum. FME bendir á að kl. 13:12:22 hafi EVL verið með flest kauptilboð í tilboðabókinni. Þrátt fyrir það hefðu þau sett inn kauptilboð að nafnvirði 3

<sup>24</sup> Samkvæmt álitum Landsbankans og Straums sem byggði á niðurstöðu FME var ekki litið á þessa aðila sem tengda, þrátt fyrir augljós tengsl stærstu eigenda.

milljónir kr. á sama verði og síðasta viðskiptaverð. Enn fremur fullyrðir FME að þetta hafi verið gert „þrátt fyrir að EVL hefðu getað keypt bréfin á mun hagstæðara verði þar sem sölubrýstingur var mjög mikill og Landsbankinn eini aðilinn á kauphliðinni“.

Hvað þetta varðar vill Kauphöllin benda að fullyrðing FME varðandi það að Landsbankinn hafi verið „eini aðilinn á kauphliðinni“ fær ekki staðist. Á þessum tíma voru EVL með tíu tilboð á kauphliðinni, miðlun Landsbankans með fimm og Straumur eitt tilboð. Það verður því að gera þá kröfu að horft sé á þessa aðila sem ótengda, sbr. umræðu hér að framan.

Þegar tekið er mið af því að lágmarkstilboðastærð viðskiptavaka með hlutabréf Landsbankans var 1.000.000 hlutir liggur það í augum uppi að ekki var um mikinn sölubrýsting að ræða. Kauphöllin telur því ljóst að mjög óvarlegt sé að fullyrða að EVL hefðu getað keypt bréfin á „mun hagstæðara verði“. Engar sönnur eru fyrir því að söluáhugi hafi verið til staðar á lægra verði og sem nam því magni sem EVL vildi kaupa. Það voru því ekki forsendur til staðar til að rengja það mat EVL að um eðlilegt markaðsverð á hlutabréfunum væri að ræða.

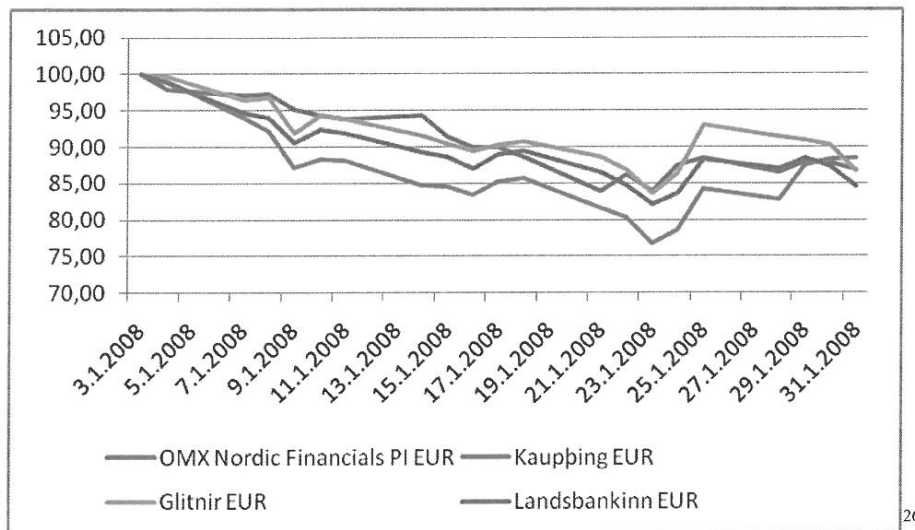
- c. FME gerir einnig athugasemd við að engum bjöllum hafi hringt vegna þess að verð hafi hækkað í lok dags. Um 0,72% hækkun var að ræða, en verðið hafði engu að síður lækkað innan dagsins. Þessi hækkun telst hvorki mikil<sup>25</sup> né er hún úr samræmi við almenna hegðun á markaðnum, en eins og fjallað verður um hér að neðan (sjá umfjöllun um initiator of closematch bjöllu) hækkaði verð í lokunaruppböðum yfirleitt frá síðasta viðskiptaverði fyrir uppböð og á það við um bankana sem og önnur félög.
- d. FME telur augljóst að ekki hafi verið allt með felldu varðandi viðskipti með hlutabréf Landsbankans þennan dag. Kauphöllin telur vissulega að eftir fall bankanna hafi komið fram í dagsljósið upplýsingar sem gefi til kynna að ekki hafi allt verið með felldu í viðskiptum bankanna með eigin hlutabréf í aðdraganda hrunsins en hafnar því með öllu að fullyrða megi um slíkt út frá tilboðum og viðskiptum með hlutabréf bankans þennan dag eða þeim upplýsingum sem lágu fyrir á þeim tíma. Kauphöllin telur nauðsynlegt að FME skoði viðskipti og viðskiptahætti í víðara samhengi. Kauphöllin er dags daglega í þeirri stöðu að þurfa að meta tilboð og viðskipti með hliðsjón af fyrirliggjandi upplýsingum og ytri aðstæðum, en viðskipti og viðskiptahættir sem hringja viðvörunarbjöllum (hvort sem þær eru rafrænar eða huglægar) má yfirleitt skýra með eðlilegum hætti við nánari skoðun. Auðvelt er að komast að þeirri niðurstöðu að um vafasama viðskiptahætti sé að ræða þegar gengið er út frá því að svo sé og þegar fyrir liggja áður óþekktar upplýsingar sem voru Kauphöllinni með öllu óaðgengilegar, t.a.m. og e.t.v. ekki síst varðandi lánastarfsemi bankanna, en athugasemd FME byggir eðlilega á mikilli eftirhyggju. Án frekari upplýsinga er ómögulegt að halda því fram að viðskiptin 3. janúar 2008 gefi til kynna að um vafasamt athæfi sé að ræða og er í því samhengi m.a. vísað til þess að fyrirliggjandi upplýsingar gáfu síður en svo tilefni til þess að ætla að ekki væru hugsanleg kaupþækifæri til staðar fyrir fjársterka aðila.

<sup>25</sup> Hér má benda á að hámarksverðbil skv. viðskiptavakasamningum Landsbankans við Straum og Kaupþing var 1%.

- Kjósi FME að leggja Kauphöllinni þá línu að öll tilvik sem kunna að koma upp í framtíðinni sem eru sambærileg viðskiptunum með Landsbankann 3. janúar 2008 verði áframsend FME til frekari skoðunar er líklegt að um talsverðan fjölda mála verður að ræða sem eiga sér eðlilegar skýringar. Sömuleiðis gæti of mikil tortryggni eftirlitsaðila í garð eðlilegra viðskiptahátta dregið úr hvata markaðsaðila til þess að stunda viðskipti sín fyrir opnum tjöldum og þar með unnið gegn framþróun heilbrigðra markaða.

## 2.2 Viðskipti og tilboð með hlutabréf Glitnis banka hf. á tímabilinu 3. janúar til 31. janúar 2008

Þegar greina á viðbrögð Kauphallarinnar við viðskiptum með Glitni banka í janúar 2008 er nauðsynlegt að setja viðskiptin í samhengi við atburði þess mánaðar, s.s. fréttir og greiningar – eins og á við um viðbrögð Kauphallarinnar almennt. Þennan mánuð lækkaði hlutabréfaverð norrænna fjármálafyrirtækja um 13,13%, miðað við þróun OMX Nordic Financials EUR vísitölunnar (frá 3. janúar til 31. janúar). Á sama tíma lækkaði hlutabréfaverð Kaupþings í evrum talið um 11,52%, Glitnis um 13,30% og Landsbankans um 15,52%. Verðþróunina má sjá á meðfylgjandi mynd, þar sem upphafsverð er sett jafnt 100 til þess að verðbreytingarnar séu samanburðarhæfar.



26

Ljóst er að hlutabréfaverð íslensku bankanna fylgdi hlutabréfaverði norrænna fjármálafyrirtækja mjög náið eftir og með hliðsjón af alþjóðavæðingu þeirra var erfitt að halda því fram að um óeðlilega þróun hafi verið að ræða. Sé farið yfir fréttir af fjármálamörkuðum þennan mánuðinn ber mikið á umfjöllun um almennar verðlækkningar á innlendum og erlendum hlutabréfamörkuðum. Evrópskir markaðir fylgdust náið með þróun bandarískra markaða og tóku oft stökk upp eða niður á við um leið og bandarískir markaðir opnuðu. Hlutabréfaverð lækkaði þar til tímabundinn viðsnúningur átti sér stað þar sem það hækkaði til skamms tíma, lækkaði aftur o.s.frv. Þessi þróun var sú sama hér á Íslandi eins og erlendis og þykir hún eðlileg á óvissutímum. Tal um yfirvofandi fjármálakreppu fór að færast í aukana en ríkjandi viðhorf var þó enn á þann veginn að fyrst og fremst væri um lausafjárkrísu að ræða.

Þann 14. janúar urðu lækkningar á mörkuðum sem að hluta mátti rekja til lækkana í Bandaríkjunum og neikvæðni í umfjöllun Morgan Stanley um Kaupþing. Sama dag rýmkaði Seðlabanki Íslands reglur

um veð í viðskiptum við bankann, sem jók aðgengi bankanna að lausu fé, og Landsbanki Íslands upplýsti markaðinn um sterka stöðu sína, með hliðsjón af hugsanlegu yfirtökutilboði í Close Brothers Group plc. Þann sama dag var Jónas Fr. Jónsson, þáverandi forstjóri FME, með innlegg á fundi Félags um fjárfestatengsl og Háskóla Reykjavíkur um horfur á íslenskum fjármálamarkaði.<sup>27</sup> Nefndi Jónas þar að sérfræðingar Credit Sights hefðu talið að skuldatryggingaálag íslensku viðskiptabankanna gæfi ekki rétta mynd af raunstöðu þeirra og tók hann undir þau sjónarmið. Einnig kom fram að Jónas teldi arðsemi eiginfjár íslensku bankanna væri betri en annarra norrænna banka. Í fréttatilkyningunni á vefsíðu FME kom einnig fram að FME hefði reiknað bæði formlegt álagspróf sem gerði ráð fyrir mjög harkalegu áfalli og að til viðbótar hefði verið reiknað álagspróf þar sem sérstaklega hafi verið reiknuð áhrif af viðbótar útlánatapi. Kom fram að eiginfjárstaða bankanna stæðist vel álagsprófin, en niðurstöður þeirra voru birtar sérstaklega á vefsíðu FME. Loks kom fram að undirstöður íslensku viðskiptabankanna væru almennt traustar, þrátt fyrir erfiðleika á fjármálamörkuðum, og benti Jónas á mikilvægi þess að markaðsaðilar „greindu tímabundna erfiðleika frá langtímavanda og héldu ró sinni.“

Þann 15. janúar spáði greiningardeild Glitnis því að árið 2008 yrði hlutabréfamarkaðnum erfitt framan af en að árslokagildi Úrvalsvisítölunnar fyrir árið 2008 yrði þó ríflega 7.200, en það hefði jafngilt 32% hækkun frá þeim tíma sem greiningin var birt.<sup>28</sup> Kom fram að hækkunin á fyrstu mánuðum ársins yrði lítil samkvæmt þeirra spá og að markaðir myndu ekki taka við sér fyrir lægi hvert endanlegt tjón yrði af völdum annars flokks húsnæðislána í Bandaríkjunum og hverjir bæru það tjón.

Þann 17. janúar skrifaði Björgvin G. Sigurðsson, þáverandi viðskiptaráðherra, grein á vefsíðu sinni þar sem hann nefndi m.a. að staða bankanna væri traust, að þeir stæðu vel, að lausafjárstaða væri þrýðileg og að fjármögnun þeirra allra væri lokið til lengri tíma.<sup>29</sup> Í Morgunkorni Glitnis var einnig vísað til þess að Dr. Richard Portes hefði sagt litla innistæðu vera fyrir neikvæðri umfjöllun um íslensk fjármálafyrirtæki og að verðlækkun á hlutabréfum í Kauphöllinni væri óverðskulduð.

Þann 19. janúar vísaði greiningardeild Kaupþings til þess að næstu mánuðir yrðu nokkuð erfiðir á hlutabréfamarkaði, svo lengi sem ekki sæi til botns varðandi lækkanir í Bandaríkjunum.<sup>30</sup> Að ýmislegt benti samt til þess að lækkunarhrinin sem dunið hafði á fjármálafyrirtækjum væri að nálgast endastöð. Bjóst greiningardeild Kaupþings við því að Úrvalsvisítalan myndi hækka um 8,5% á árinu og vísaði til þess að V/H gildi bankanna væru mjög hagstæð, en gildi Kaupþings var um 8 og gildi Glitnis og Landsbankans um 10.

Þann 22. janúar voru stýrivextir lækkaðir í Bandaríkjunum og tóku markaðir samstundis við sér, með tilheyrandi hækkun hlutabréfaverðs. Þann 23. janúar tóku markaðir þó mikla dýfu niður á við.

Eftir miklar lækkanir ruku alþjóðlegir markaðir upp þann 24. janúar, margir um 3,5 – 4%, og stóðu vonir til að það versta væri yfirstaðið í Bandaríkjunum. Íslenski markaðurinn fylgdi þeim erlendu eftir.

Þann 28. janúar birti Landsbankinn afkomu sína. Sama dag birti Moody's greiningu þar sem fram kom að Aaa lánshæfiseinkunn Íslands væri á krossgötum.<sup>31</sup> Í þýðingu frá Sedlabankanum kom fram að líklegt væri að íslensk stjórnvöld gætu mætt lausafjárbrestí, varið innistæðueigendur og forðast greiðsluþrengingar jafnvel við sérstaklega erfið skilyrði. Einnig kom fram í greiningu Moody's að

<sup>27</sup> Sjá erindið hér: <http://www.fme.is/?PageID=14&NewsID=248>

<sup>28</sup> Ekki er hægt að hlekkja beint í greiningar Glitnis en þær eru aðgengilegar á eftirfarandi vefslóð: <http://www.islandsbanki.is/fjarfestingar/greining/>

<sup>29</sup> Vefsíða Björgvins G. Sigurðssonar er ekki lengur aðgengileg opinberlega en um þessi skrif hans er víða fjallað á veraldarvefnum, s.s. hér: <http://silfuregils.eyjan.is/2009/09/29/bjorgvin-g-og-vefurinn/>.

<sup>30</sup> Vefsíðan er ekki lengur aðgengileg á vef Kaupþings en ágrip úr greiningunni má sjá hér: [http://www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein\\_id=1186383](http://www.mbl.is/mm/gagnasafn/grein.html?grein_id=1186383)

<sup>31</sup> Sjá: <http://www.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=1659>



Íslensku bankarnir stæðu í grundvallaratriðum traustum fótum, að lausafjárstaða þeirra væri góð og að tímaróf fjármögnunar á heildsölumörkuðum hefði batnað.

Þann 29. janúar birti Glitnir uppgjör sem virtist vera undir væntingum markaðsaðila og verð lækkaði. Þann sama dag er *Economic Stimulus Act of 2008 samþykkt í Bandaríkjunum* og hafði það jákvæð áhrif á hlutabréfamarkaði og varð því ákveðinn viðsnúningur þegar leið á daginn. Einnig tilkynnir Kaupþing að ákveðið hafi verið að falla frá fyrirhugaðri yfirtöku bankans á NIBC, sem þóttu jákvæð tíðindi fyrir innlendan fjármálamarkað.

Þann 30. janúar breytti Moody's horfum um láns hæfiseinkunn Kaupþings, Glitnis og Landsbankans. Bankarnir héldu Aa3 einkunn sinni með fjárhagslegan styrkleika C en möguleg lækking var til athugunar.

Þann 31. janúar birti Kaupþing afkomu sína, sem virtist vera yfir væntingum greiningardeildanna og ásætlanleg í ljósi markaðsaðstæðna.

Þrátt fyrir að blikur hafi verið á lofti er ljóst að skiptar skoðanir voru á alvarleika kreppunnar á þessum tímamarki. Ráðamenn ítrekuðu styrk íslenska bankakerfisins, greiningaraðilar áttu von á viðsnúningi síðar á árinu, sumir erlendir fræðimenn töldu lækkanir á íslenskum hlutabréfamarkaði vera óverðskuldaðar og matsfyrirtækin gáfu bönkunum og íslenska ríkinu háa láns hæfiseinkunn, m.a. með vísan til þess að bankakerfið stæði traustum fótum. Orð forstjóra FME þann 14. janúar um að markaðsaðilar ættu að greina tímabundna erfiðleika frá langtímavanda og að þeir ættu að halda ró sinni verða t.d. ekki skilin með öðrum hætti en að um tímabundið ástand væri að ræða, að markaðirnir væru að ofmeta alvarleika stöðunnar og að verðlækkanir væru því tímabundnar. Ljóst er að ákveðinn söluprýstingur var í janúar 2008 en sé litið yfir viðskiptahætti eigin viðskipta Glitnis, án þess að eftirhyggju sé beitt, fæst ekki annað séð en að Glitnir hafi einmitt verið að fara að ráðleggingum forstjóra FME með því að halda ró sinni og kaupa þegar aðrir aðilar seldu í óðagoti – hugsanlega vegna veðkalla, en þekkt er að verð getur við slíkar aðstæður lækkað niður fyrir grunnverð (e. fundamental value) og orðið of lágt til skamms tíma.<sup>32</sup>

Kauphöllinni er ekki ljóst á grundvelli hvaða forsendna hún hefði átt að sjá það fyrir að kaup eigin viðskipta Glitnis samræmdust ekki eðlilegum viðskiptaháttum. Þessu til stuðnings má enn og aftur vísa til þess að þeir aðilar sem höfðu hvað mest aðgengi að upplýsingum um bankana, s.s. forstjóri FME, viðskiptaráðherra og matsfyrirtækin, fullyrtu á þessum tíma að staða þeirra væri góð og gáfu jafnvel til kynna að verðlækkanir á hlutabréfamörkuðum endurspegluðu ekki raunverulega stöðu bankanna. Enn fremur verður að líta til þess að hlutabréfaverð Glitnis, sem og hinna bankanna, hreyfðist í takt við hlutabréfaverð annarra Norræna banka og lækkaði um 11,16% frá fyrri mánuði, mælt í íslenskum krónum (13,30% mælt í evrum).

Í bréfi FME er gerð athugasemd við að eigin viðskipti Glitnis („EVG“) hafi haldið verðinu uppi með kaupum á eigin bréfum þegar verð lækkaði en dregið úr kaupum sínum þegar verðið hækkaði. Að mati Kauphallarinnar er þetta atriði ekki nægilega rökstutt en eftirspurn á verðbréfamörkuðum, sem og öðrum mörkuðum, er almennt þess eðlis að eftirspurn magn dregst saman eftir því sem verð hækkar. Með hliðsjón af upplýsingunum sem greint hefur verið frá hér að ofan virðist hegðun EVG því einmitt vera rökrétt. EVG taldist fjársterkur aðili á þessum tíma sem hafði það að markmiði að ávaxta fé bankans til skamms tíma, s.s. með verðbréfavíðskiptum. Upplýsingar sem þóttu áreiðanlegar bentu til þess að um tímabundnar lækkanir væri að ræða og að kauptækifæri gætu hafa myndast fyrir þolinmóða fjárfesta sem þurftu ekki á lausu fé að halda. Eins og áður er rakið getur varla talist óeðlilegt að eigin viðskipti fjármálafyrirtækis fjárfesti í eigin bréfum, ef um gott kauptækifæri er að ræða. Slík stöðutaka gefi til kynna trú þeirra sem stýra kaupum á eigin félagi og virtist það mat EVG byggja á opinberum upplýsingum um sterka fjárhagsstöðu bankans. Í bréfi FME kemur einnig fram að hlutabréfaverð Glitnis hafi breyst lítið þrátt fyrir mikinn söluprýsting. Kauphöllin vísar þessari

<sup>32</sup> Sjá t.d. Geanakoplos, John: „The Leverage Cycle“ Cowles Foundation Discussion Paper no. 1715.

fullyrðingu á bug þar sem hlutabréfaverð Glitnis lækkaði um 11,16% í janúar 2008 sem hlýtur að teljast umtalsverð lækkun.

FME vekur sérstaklega athygli á dögnum 10. og 11. janúar, þar sem verð hækkaði þrátt fyrir að söluprýstingur hafi verið í kringum 60%. Að mati Kauphallarinnar er nauðsynlegt að túlka verðþróunina þessa daga í víðara samhengi, en þann 9. janúar urðu miklar lækkanir á innlendum sem og erlendum hlutabréfamörkuðum, sem rekja mátti til almennra áhyggna af alþjóðlegum fjármálamörkuðum, og lækkuðu hlutabréf Glitnis t.a.m. um 3,41% í verði. Í evrum talið nam lækkun Glitnis 4,99% og til samanburðar lækkuðu norræn fjármálafyrirtæki almennt um 2,15%. Að alþjóðlegri umfjöllun undanskilinni var fát í fréttum sem rökstuddi þessa miklu lækkun Glitnis (sem og hinna íslensku bankanna) umfram önnur norræn fjármálafyrirtæki, nema þá helst fregnir af innlendum gjaldþrotum sem þó hefði ekki mátt ætla að hafi haft þessi áhrif. Má því segja að lækkun íslensku bankanna hafi vírst vera úr takti við þá verðþróun sem vænta hefði mátt miðað við þróun erlendra markaða og opinberar upplýsingar um stöðu bankanna.

Viðskipti daginn eftir, þann 10. janúar, hófust á jákvæðu nótunum og hækkaði hlutabréfaverð Glitnis, sem og hinna íslensku bankanna, umfram önnur norræn fjármálafyrirtæki strax í uppboðinu. Þegar leið á daginn dróg svo úr hækkunum og lauk deginum með 2,07% hækkun Glitnis í evrum talið, á móti 0,92% lækkun norrænu fjármálafyrirtækjanna. Með hliðsjón af lækkunum 9. janúar umfram erlenda markaði getur vart talist óeðlilegt að einhverjir fjárfestar hafi séð kauptækifæri í stöðunni og þar af leiðandi að ákveðin verðleiðrétting ætti sér stað dagana eftir. Frá dagslokum 8. janúar og til dagsloka 11. janúar lækkaði hlutabréfaverð Glitnis um 0,98% (2,95% í evrum talið) í samanburði við 3,53% lækkun norrænu fjármálafyrirtækjanna. Því liggur fyrir að verðþróunin umrædda daga hafi verið í samræmi við fyrirliggjandi upplýsingar og þróun erlendra markaða.

Hvað sjálf viðskiptamynstrið varðar má nefna að hækkunin 10. janúar kom nær öll fram á fyrstu 40 mínútum viðskiptadagsins, en á því tímabili var 98,5% af pöruðu viðskiptamagni að frumkvæði kaupenda. EVG voru kaupendur að 23,75% af viðskiptamagninu í uppboðinu og hlutdeild þeirra í pöruðum viðskiptum á kauphlíðinni nam 22,20% á fyrstu 40 mínútunum og því ljóst að EVG stýrðu ekki hækkuninni í upphafi dags. Það sem eftir var af deginum lækkaði verðið smám saman en niðurstaðan var eftir sem áður hækkun í lok dags, en eins og rakið hefur verið má skýra þá þróun með því hversu mikil lækkun var daginn áður. Þann 11. janúar fór meirihluti paraðra viðskipta fram að frumkvæði seljenda og hækkaði þrátt fyrir það hlutabréfaverðið. Hér ber þó að hafa í huga að hækkunin nam einungis 0,50%, sem telst seint vera mikil hækkun, og í raun var um 0,51% lækkun að ræða í evrum talið sökum veikingar krónunnar.

Enn fremur verður að telja ljóst að ekki er hægt að meta árangur eftirlits Kauphallarinnar með því að greina einungis pöruð viðskipti, án þess að þau séu sett í samhengi við heildarviðskiptamagnið. Neðangreind tafla sýnir parað viðskiptamagn með hlutabréf Glitnis, tilkynnt viðskiptamagn og hlutfall paraðra viðskipta af heildarviðskiptamagni.

Ár	Parað magn	Tilkynnt magn	Parað hlutfall
2004	2.719.039.989	12.931.069.958	17%
2005	2.837.435.004	11.914.661.393	19%
2006	5.525.885.919	17.869.761.287	24%
2007	5.277.980.481	19.881.999.078	21%
2008	5.907.698.458	9.958.262.990	37%

Eins og sjá má fór meginþorri viðskipta með Glitni í Kauphöllinni fram í gegnum tilkynnt viðskipti. Sama átti við um viðskipti með flest önnur bréf á markaði. Fram til ársins 2008 var hlutfall paraðra viðskipta með Glitni af heildarviðskiptum á bilinu 17 – 24% og árið 2008 fór það upp í 37%. Í janúar 2008 var hlutfall paraðra viðskipta um 10%, en eins og skýrt hefur verið frá byggir verðmyndun á verðbréfamörkuðum á samspili allra viðskipta.

Í janúar 2008 var 10% veltunnar í Glitni þöruð, en 90% tilkynnt viðskipti. Kaup eigin viðskipta Glitnis í þöruðum viðskiptum voru hlutfallslega mest þann 3. janúar 2008, eða um 70% skv. útreikningi Kauphallarinnar, en námu engu að síður einungis um 13% af heildarveltu dagsins – en í upphafi dags tilkynnti m.a. miðlun Glitnis banka stór viðskipti.<sup>33</sup> Þrátt fyrir að veltuhlutdeild bankans í þöruðum viðskiptum hafi verið svo mikil þennan mánuðinn er ekki hægt að horfa framhjá því að talsvert meira var um tilkynnt viðskipti. Óháð því hvort skynsamlegt hafi verið fyrir EVG að fjárfesta í eigin bréfum var það ljóst að óbeint hlutverk eigin viðskipta bankanna í miðlunarferlinu á hlutabréfamarkaðnum var umtalsvert.

Þar sem Kauphöllin gat ekki fylgst með því hvenær eigin viðskipti bankanna voru aðilar að tilkynntum viðskiptum sem framkvæmd voru af miðlun eða öðrum kauphallaraðilum hafði Kauphöllin því ekki forsendur til þess að fylgjast með og greina þróun eignasafns þeirra, auk þess er afar ólíklegt að slík greining hefði gefið til kynna að um hugsanlega markaðsmisnotkun hafi verið að ræða eins og farið hefur verið yfir að framan.

FME bendir einnig á að EVG hafi verið umsvifamiklir kaupendur í lokunaruppboðunum, sem bendi til þess að Glitnir hafi kerfisbundið reynt að halda uppi verði hlutabréfa bankans með því að hækka það í lok dags. Eigin viðskipti Glitnis tóku í 17 tilvikum þátt í lokunaruppboðinu sem kaupendur þennan mánuðinn og hækkaði verðið frá síðasta viðskiptaverði þar af í 7 tilvikum. Mesta hækkunin nam 0,51%. Að mati Kauphallarinnar er um mjög takmarkaðar hækkanir að ræða og fátt sem benti til þess að um væri að ræða tilraun til þess að halda verðinu uppi, en að meðaltali keyptu EVG einungis 814.412 bréf hvern þann dag sem um ræðir. Þar sem viðskipti með Glitni voru afar virk hefði mátt búast við meira viðskiptamagni ef um tilraunir til verðstuðnings hefði verið að ræða. Nánar er fjallað um hegðun eigin viðskipta bankanna í lokunaruppboðinu hér að neðan, í umfjölluninni um Initiator of Closematch bjölluna.

### 3. Rafrænt eftirlitskerfi Kauphallarinnar og viðvörunarbjöllur

Í athugasemd sinni nefnir FME bjöllur sem til voru í eftirlitskerfinu og hefðu getað komið upp um hegðun aðila á markaði ef þær hefðu verið virkar á íslenska markaðnum fyrir hrun. Kauphöllin er ósammála þessari niðurstöðu FME eins og rökstutt er fyrir hverja bjöllu fyrir sig:

**Order Storm:** Order Storm bjallan er hönnuð til þess að ná utan um reikniritviðskipti (e. algorithmic trading) og hátíðniviðskipti (e. high frequency trading) sem eru orðin algeng á stærri mörkuðum í Evrópu, sem og annarsstaðar. Bjallan á að gera eftirlitseiningum viðvart þegar tilboð, á verði sem er á eða myndar hagstæðasta tilboð viðkomandi hliðar, er fært inn og tekið aftur út á sömu sekúndu, mörgum sinnum í röð. Í SMARTS var þessi bjalla einungis virk fyrir sænska markaðinn og þurfti fjöldi tilvika að vera yfir 15 á einni mínútu til þess að hún væri virkjuð. Hátíðniviðskipti hafa ekki verið stunduð í Kauphöllinni fram til þessa og telur Kauphöllin óhætt að fullyrða að þessi tiltekna bjalla hefði ekki komið að gagni við eftirlit fyrir hrun og fullvíst að hún eigi ekki við um þá háttsemi sem til rannsóknar er hjá FME og sérstökum saksóknara og Kauphöllin sendi ábendingu um dags. 27. janúar 2009.

**Clearing Price Changed:** Markmiðið með þessari bjöllu er að ná tilvikum þar sem verði er breytt skömmu fyrir þörun í uppboði. Sem dæmi, með því að vera inni með hátt kauptilboð, lokka að aðra

<sup>33</sup> Haft var samband við miðlara eins og almennt var gert með stór viðskipti. Samkvæmt skýringum í SMARTS var að sögn miðlarans ekki um tilkynningarskyld viðskipti að ræða.

kaupendur (sem verða varir við aukna eftirspurn og vilja kaupa áður en verð hækkar) og fjarlægja svo tilboðið skömmu fyrir uppboð til þess að geta selt á herra verði. Þrátt fyrir að þessi bjalla hafi ekki verið virk í Kauphöllinni voru aðrar varnir við slíkum tilvikum, en ef uppboðsverð breyttist skömmu fyrir þörun lengdist uppboðstíminn um 30 sekúndur. Bjallan nær einnig til tilvika þar sem einhver reynir að hækka eða lækka uppboðsverðið á síðustu stundu – sem er væntanlega sú virkni sem FME er að vísa til hér. Aðrar bjöllur eru þó jafnvel betur til þess fallnar að ná slíkum tilvikum, s.s. Ramping the Close Up/Down, sem var virk fyrir íslenska markaðinn á þessum tíma, en hún kom upp ef verð hækkaði eða lækkaði umfram ákveðin mörk rétt fyrir lokunaruppboðið. Sömuleiðis var Kauphöllin með bjöllu sem heitir Ramping the Closematch Up/Down en hún var virkjuð þegar verðbilið var þrengt um ákveðið viðmið í lokunaruppboðinu, sem og almennar verðbjöllur sem virkuðu einnig í uppboðum. Eftir innleiðingu INET lét Kauphöllin jafnframt bæta inn sérútreikningi í Ramping the Close Up/Down bjöllum fyrir sig svo hún virkaði einnig eftir að uppboðin sjálf hefjast - og gengur því lengra í eftirliti með misnotkun á dagslokaverðinu heldur en hinar kauphallirnar.

Þess má einnig geta að verðbreytingarnar sem kauphallirnar í Stokkhólmi, Helsinki og Oslo töldu eðlilegar sem viðmið fyrir Clearing Price Changed bjöllum voru 2% fyrir Stokkhólm, 3% fyrir Helsinki og 4% fyrir Oslo. Hækkun á verði í uppboði frá síðustu viðskiptum á tímabilinu 2004 - 2008 náði aldrei 2% í Kaupþingi og Glitni en einungis einu sinni í Landsbankanum (3,75% þann 6. júlí 2004).

#### Initiator of Closematch (day):

Miðað við þau viðmið sem hinar kauphallirnar notuðu (a.m.k. 6 tilvik á 10 dögum) hefði eftirfarandi fjöldi tilvika komið upp frá 2004, skv. útreikningum Kauphallarinnar:

Kaupþing		Glitni		Landsbankinn	
Kauphlið	250	Kauphlið	284	Kauphlið	105
Söluhlið	151	Söluhlið	19	Söluhlið	6

Ljóst er af ofangreindu að bankarnir voru mjög virkir á kauphliðinni í lokunaruppboðum með eigin hlutabréf. Kaupþing sker sig þó á ákveðinn hátt þar úr en þar hefði einnig hár fjöldi tilvika komið upp á söluhliðinni og því erfitt að ætla að hár fjöldi á kauphliðinni hefði talist óeðlilegur í því tilfelli, sé einungis tekið mið af fjölda bjallna. Hvað Glitni og Landsbankann varðar hefði talsverður fjöldi bjallna komið upp á kauphliðinni en fáar á söluhliðinni. Þessar tölur vekja óneitanlega athygli og með eftirhyggju og hliðsjón af fenginni reynslu kann þessi mikli fjöldi hjá Glitni og Landsbankanum á kauphliðinni umfram söluhliðina að vera vísbending um tilraunir til þess að koma í veg fyrir verðlækkun í lokunaruppboðinu. Til að skera úr um það þarf þó nánari greiningu og frekari upplýsingar, t.a.m. hvort gerðar hafi verið tilraunir til þess að hækka verð og þá með hliðsjón af þáttum eins og þróuninni fram að uppboðinu, almennum verðhreyfingum og almennri markaðsframkvæmd – en ekki er óeðlilegt að kaup séu framkvæmd í lok dags telji viðkomandi aðili að kauptækifæri sé til staðar, sérstaklega þegar verð hefur lækkað innan dagsins. Til þess að varpa frekara ljósi á þessa hegðun kannaði Kauphöllin hvernig verðþróunin í lokunaruppboðunum var á þessu tímabili, s.s. hvort hækkun eða lækkun verðs hafi átt sér stað frá síðasta viðskiptaverði í uppboðunum.

Í neðangreindri töflu er greining á því hversu oft verð hækkar og hversu oft það lækkar í lokunaruppboðum, sem og upplýsingar um fjölda tilvika þar sem þörun á sér stað í uppboðum. Greiningin nær yfir bankana þrjá en til samanburðar eru einnig tekin önnur félög sem voru í Úrvalsísitölu árið 2007. Til skoðunar eru bæði tímabilið frá 2004 og fram í október 2008 og svo tímabilið frá ágúst 2007 og fram í október 2008, en það tímabil er valið þar sem verðlækkunarir á mörkuðunum hófust almennt í lok sumars 2007.



	2004 - Okt 2008			Ágúst 2007 - Okt 2008		
	Fjöldi	Hækkun	Lækkun	Fjöldi	Hækkun	Lækkun
KAUP	623	37%	30%	255	34%	33%
GLB	565	38%	19%	241	45%	17%
LAIS	532	38%	25%	206	44%	23%
<i>Bankarnir samtals</i>	<i>1720</i>	<i>38%</i>	<i>25%</i>	<i>702</i>	<i>41%</i>	<i>25%</i>
ACT	173	31%	35%	0	-	-
ATOR	155	39%	20%	47	43%	21%
EXISTA	235	39%	31%	172	43%	35%
FL	255	41%	29%	110	54%	26%
HFEIM	45	40%	31%	26	35%	38%
ICEAIR	62	65%	16%	47	64%	19%
MARL	94	29%	19%	36	33%	25%
MOSAIC	40	38%	33%	0	-	-
OSSR	103	34%	27%	26	27%	38%
SPRON	63	30%	43%	63	30%	43%
STRB	380	36%	26%	143	34%	31%
TEYMI	66	56%	23%	47	64%	21%
<i>Önnur félög samtals</i>	<i>1671</i>	<i>38%</i>	<i>28%</i>	<i>717</i>	<i>43%</i>	<i>31%</i>

Eins og sjá má hækkar verð oftast en það lækkar í tilviki bankanna, hvort tímabilið sem litið er til. Munurinn er mestur í tilviki Glitnis banka en þar hækkar verð í 38 – 45% tilvika en lækkar í 17 – 19% tilvika. Séu þessar breytingar bornar saman við önnur félög sést þó að í flestum tilvikum hækkar verðið oftast en það lækkar. Sé tekið vegið meðaltal af fjölda hækkana og lækkana án bankanna er hækkun í 38% tilvika á heildartímabilinu og lækkun í 28% og svo hækkun í 43% tilvika á síðara tímabilinu og lækkun í 31% tilvika. Þetta er ekki ólíkt þeirri þróun sem sjá má hjá bönkunum, þó hlutfallslega lækki verðið sjaldnar hjá Glitni og Landsbankanum. Hvað bankana varðar skal þó tekið fram að verðhækkunar í uppboðum voru aldrei miklar, sbr. umfjöllun að ofan um Clearing Price Changed bjölluna, og átti þróun sér oftast en ekki stað um eða í kringum verðbilið fyrir uppboð.

Til þess að skoða þetta nánar fór Kauphöllin í frekari greiningu þar sem kannaðar voru verðbreytingar í uppboðum frá því í ágúst 2007, eftir því hvaða aðilar komu að viðskiptunum. Taflan hér að neðan sýnir heildarfjölda tilvika þar sem Kaupþing, sem kauphallaraðili, var virkur þátttakandi í lokunaruppboðum í eigin hlutabréfum *sem kaupandi* og verð hækkaði, lækkaði eða hélst óbreytt frá síðasta viðskiptaverði. Þriðji dálkurinn sýnir sömu upplýsingar fyrir eigin viðskipti Kaupþings, sá fjórði fyrir miðlun Kaupþings og sá fimmti fyrir aðra kauphallaraðila í heild sinni. Síðustu dálkarnir þrír sýna svo hlutfallsútreikning á sömu gögnum<sup>34</sup>.

Kaupþing	KAU	EVK	Miðlun	Aðrir	KAU	EVK	Miðlun	Aðrir
Hækkun	43	17	27	44	23%	14%	27%	26%
Lækkun	52	31	21	35	28%	26%	21%	21%
Óbreytt	92	72	51	89	49%	60%	52%	53%

<sup>34</sup> Ath. upplýsingar um eigin viðskipti byggja á miðlurum sem Kauphöllin hafði upplýsingar um að hafi verið í eigin viðskiptum, sbr. mál sem áframsent var til FME 27. janúar 2009.

Úr töflunni má lesa að í þeim tilvikum sem Kaupþing, sem kauphallaraðili, var kaupandi í lokunaruppboðum hækkaði verð í 23% tilvika en lækkaði í 28% tilvika. Séu eigin viðskipti Kaupþings skoðuð ein og sér hækkaði verðið í 14% tilvika en lækkaði í 26% tilvika. Í tilviki miðlunar hækkaði verðið í 27% tilvika gegn 21% þar sem verðið lækkaði og í tilviki annarra kauphallaraðila hækkaði verðið í 26% tilvika gegn 21% tilvikum þar sem það lækkaði.

Þegar kannað er hversu miklar verðbreytingar urðu í lokunaruppboðum frá ágúst 2007 kemur í ljós að mesta verðbreytingin *sem varð þegar eigin viðskipti Kaupþings keyptu* bréf bankans var 0,9%, en sé tekið meðaltal af þeim tilvikum *þar sem verð hækkaði* kemur í ljós það er 0,27%. Af þeim tilvikum þegar verðið hækkaði í uppboði og eigin viðskiptin voru á kauphlíð hafði verðið lækkað frá síðasta dagslokaverði í 70,59% tilvika og staðið í stað í 5,88% tilvika.

Glitnir	GLB	EVG	Miðlun	Aðrir	GLB	EVG	Miðlun	Aðrir
Hækkun	84	80	4	44	41%	42%	19%	48%
Lækkun	30	29	1	31	15%	15%	5%	34%
Óbreytt	91	82	16	16	44%	43%	76%	18%

Þegar Glitnir er skoðaður má sjá að verð hækkaði í 41% tilvika þar sem Glitnir var kaupandi í lokunaruppboði, 42% þegar um eigin viðskipti Glitnis var að ræða, 19% þegar um miðlun var að ræða og 48% í tilviki annarra kauphallaraðila. Samsvarandi hlutfall lækkana var 5 - 34%, mest fyrir aðra aðila. Mesta verðbreytingin sem varð í lokunaruppboðum frá ágúst 2007 *þegar eigin viðskipti Glitnis keyptu* bréf bankans var 0,71%, en sé tekið *meðaltal af hækkunum* kemur í ljós að það er 0,21%. Af þeim tilvikum þegar verð hækkaði í uppboði og eigin viðskiptin voru á kauphlíð hafði verðið lækkað frá síðasta dagslokaverði í 62,50% tilvika og staðið í stað í 1,25% tilvika.

Landsbankinn	LAI	EVL	Miðlun	Aðrir	LAI	EVL	Miðlun	Aðrir
Hækkun	49	36	13	43	35%	34%	30%	39%
Lækkun	26	18	8	23	19%	17%	18%	21%
Óbreytt	65	51	23	45	46%	49%	52%	41%

Þegar Landsbankinn er skoðaður má sjá að verð hækkaði í 30 – 39% tilvika og lækkaði í 19 – 21% tilvika. Mesta verðbreytingin sem varð frá ágúst 2007 *þegar eigin viðskipti Landsbankans keyptu* bréf bankans var 1,10%, en sé tekið *meðaltal af hækkunum* kemur í ljós að það er 0,26%. Af þeim tilvikum þegar verð hækkaði í uppboði og eigin viðskiptin voru á kauphlíð hafði verðið frá síðasta dagslokaverði lækkað í 8% tilvika og staðið í stað í 52,78% tilvika.

Það vekur athygli að í öllum tilvikum eru aðrir kauphallaraðilar virkari<sup>35</sup> á kauphlíðinni en eigin viðskipti bankanna í lokunaruppboðum þegar verð hækkaði. Eigin viðskipti Glitnis eru áberandi minnst virk í því að kaupa þegar verð lækkar. Eigin viðskipti Kaupþings virðast aftur á móti frekar taka þátt í lokunaruppboðum þegar verð lækkar. Afgerandi er að eigin viðskipti bankanna voru fyrst og fremst að kaupa í lokunaruppboðum þegar verð hafði lækkað innan dagsins. Athygli vekur einnig hversu sjaldan miðlun Glitnis og Landsbankans tekur þátt í uppboðunum.

Til að kanna hvort vísbendingar hafi verið um verðstuðning í lokunaruppboðunum er einnig nauðsynlegt að skoða viðskiptamagn í uppboðunum. Lágt viðskiptamagn í kaupum gefur t.a.m. til kynna takmarkaðan söluprýsting, þá sérstaklega þegar um tilboðabækur með mikinn seljanleika er að

<sup>35</sup> Í tilviki Glitnis voru þeir hlutfallslega virkari en í tilviki Kaupþings og Landsbankans voru þeir einnig virkari sé tekið mið af fjölda tilvika.

ræða eins og í þeim tilfellum sem um ræðir. Að meðaltali keyptu EVK 47.261 hluti þegar þau voru kaupendur í lokunaruppboðum með eigin bréf frá því í ágúst 2007 og fram að hrúni. Í einungis sjö tilfellum fór keypt magn upp fyrir 150.000 hluti og þá mest upp í 300.000 hluti. Í þessu samhengi má vísa til þess að lágmarkstilboðastærð samkvæmt viðskiptavakasamningum Kaupþings var 40.000 og 50.000 hlutir sumarið 2008.

Að meðaltali keyptu EVG 1.026.604 hluti þegar þau voru kaupendur í lokunaruppboðum með eigin bréf frá því í ágúst 2007 og fram að hrúni. Í einungis þremur tilfellum fór keypt magn upp fyrir 3.000.000 hluti og þá mest upp í 11.000.000 hluti. Í þessu samhengi má vísa til þess að lágmarkstilboðastærð samkvæmt viðskiptavakasamningum Glitnis var 1.000.000 og 2.000.000 hlutir sumarið 2008.

Að meðaltali keyptu EVL 911.964 hluti þegar þau voru kaupendur í lokunaruppboðum með eigin bréf frá því í ágúst 2007 og fram að hrúni. Í einungis þremur tilfellum fór keypt magn upp fyrir 3.000.000 hluti og þá mest upp í 8.000.000 hluti. Tvö af þeim tilfellum voru í október 2008. Í þessu samhengi má vísa til þess að lágmarkstilboðastærð samkvæmt viðskiptavakasamningum Landsbankans var 1.000.000 hlutir.

Við skoðun á því hvort Initiator of Closematch bjallan hefði getað komið upp um hegðun aðila á markaði, s.s. tilraunir bankanna til þess að halda uppi verði eigin hlutabréfa, þá er einnig nauðsynlegt að hafa eftirfarandi í huga:

- Verðbreytingar í uppboðunum voru í takt við hegðunina í öðrum tilboðabókum (og í reynd minni).
- Frá ágúst 2007 voru aðrir aðilar virkari en sjálfir bankarnir sem kaupendur þegar verð hækkaði í lokunaruppboðum. Hegðun þeirra virtist því í samræmi við hegðun annarra markaðsaðila.
- Þegar eigin viðskipti bankanna keyptu í lokunaruppboðum og verð hækkaði var ávallt um mjög litlar hækkanir að ræða.
- Í flestum tilvikum þar sem eigin viðskipta bankanna keyptu í lokunaruppboðum og verð hækkaði hafði verð lækkað eða staðið í stað frá fyrri viðskiptadegi. Það getur vart talist óeðlilegt að sjá kauptækifæri í uppboði þegar hlutabréfaverð hefur lækkað innan dagsins.
- Þegar eigin viðskipti bankanna keyptu í lokunaruppboðum var yfirleitt um lítið viðskiptamagn að ræða og voru því takmarkaðar vísbendingar um tilraunir til verðstuðnings.
- Háa hlutdeild bankanna í viðskiptum með eigin bréf þarf að setja í samhengi við ráðandi stöðu þeirra á markaðnum.
- Greina verður í sundur viðskipti eigin viðskipta bankanna annars vegar og miðlunar hins vegar. Reglur um skýran aðskilnað milli sviða gerðu það að verkum að ekki var horft á eigin viðskipti og miðlun sem tengda aðila.
- Þegar verð fór að lækka á innlendum hlutabréfamarkaði töldu margir að um tímabundnar lækkanir væri að ræða vegna lausafjárvandráða í hinu alþjóðlega fjármálakerfi. Þar sem lausafjárstaða bankanna þótti góð og íslenska ríkið var álitnið tilbúið til þess að styðja við þá var ekki ástæða til annars en að ætla að þeir gætu veðrað af sér slíkan storm. Þar af leiðandi töldu margir að kauptækifæri væru til staðar fyrir þá sem höfðu nægan fjárstyrk til að veðra af sér storminn á hlutabréfamarkaðnum með því að fara gegn verðlækkunum. Eigin viðskipti bankanna töldust til mjög fjársterkra aðila á þessum árum, sbr. einnig almennan fjárstyrk bankanna sem var umtalsverður miðað við opinberar upplýsingar, og höfðu háar fjárfestingarheimildir.

Þegar gengið var út frá þeirri forsendu að fjárhagsupplýsingar bankanna væru réttar, að álagsprófanir FME og lánsþæfismöt gæfu rétta mynd af stöðu þeirra, að yfirlýsingar Seðlabankastjóra um árás á

heilbriggt fjármálakerfi ættu við rök að styðjast o.s.frv. var erfitt að rengja það að kaup bankanna hefðu verið framkvæmd af eðlilegum og viðskiptalegum forsendum. Við mat á frammistöðu Kauphallarinnar er nauðsynlegt að hafa þessi atriði í huga.

**Own to Own trading:** Þessi bjalla á við um tilvik þar sem aðili í eigin viðskiptum sem merkir viðskiptin sín sem „own account“ slær eigin tilboð (eða annars aðila innan sama banka sem einnig er í eigin viðskiptum) ákveðið oft á tímabili sem nær yfir tiltekinn fjölda daga og virði viðskiptanna nær ákveðnu marki – þ.e. þegar um er að ræða hugsanleg sýndarviðskipti. Ekki var sérstakt vandamál á íslenskum hlutabréfamarkaði að aðilar í eigin viðskiptum væru að taka eigin tilboðum. Slík viðskipti teljast heldur vart vera hluti af þeirri meintu markaðsmisnotkun sem bankarnir viðhöfðu í aðdraganda hrunsins, en skv. útreikningum Kauphallarinnar var fjöldi tilvika sem eigin viðskipti bankanna tóku eigin tilboði í eigin hlutabréfum, frá ágúst 2007, alls 25 hjá Kaupþingi<sup>36</sup>, 28 hjá Glitni<sup>37</sup> og 7 hjá Landsbankanum. Þar sem um langt tímabil er að ræða og veltumestu tilboðabækurnar í Kauphöllinni getur þessi fjöldi ekki gefið til kynna óeðlilega viðskiptahætti, en algengt er að miðlarar í eigin viðskiptum sem stunda viðskiptavakt slái eigin tilboð fyrir mistök þegar þeir „strauja“ markaðinn.<sup>38</sup> Þessi bjalla hefði því hvorki komið mörgum sinnum upp né hefði hún gagnast við að koma auga á þá viðskiptahætti sem til umræðu eru.

#### Front running og best execution bjöllur

Nefndar eru þrjár bjöllur sem snúa að bestu framkvæmd og front running. Hér verður farið nokkrum orðum um eftirlit Kauphallarinnar með þessum þáttum áður en fjallað verður um bjöllurnar sjálfar. Kauphöllin hafnar því að ekki hafi verið fylgst nógu vel með bestu framkvæmd og front running á íslenskum verðbréfamörkuðum fyrir hrun. Þrátt fyrir að Kauphöllin hafi ekki haft beina front running bjöllu þá notaði hún aðrar bjöllur til þess að skoða þessi málefni með víðtækari hætti. Sem dæmi voru bjöllur sem komu upp vegna stórra viðskipta ávallt skoðaðar með hliðsjón af því á hvaða verði þau voru og hvernig viðskiptum í kringum tilkynninguna var háttað – meðal annars til þess að koma auga á front running og hugsanleg brot á bestu framkvæmd. Þetta er dæmi um það hvernig Kauphöllin horfði út fyrir bjöllurnar og greindi viðskipti og viðskiptastrauma á markaði. Ótal viðskipti voru skoðuð með þessum hætti, óskað var formlega eða óformlega eftir upplýsingum í mörgum tilvikum og nokkur mál áframsend til FME, sbr. t.d. eftirfarandi mál:

- 1. febrúar 2006 (sjá einnig minnisblað sem sent var 20. mars 2007 og varðaði sama mál) – Viðskipti með hlutabréf Kaupþings banka: EVK hreinsa söluhlið eigin tilboðabókar þar sem tilboð voru á bilinu 846 – 870 og tilkynna svo viðskipti þar sem sala á bréfunum fer fram á verðinu 920.
- 28. desember 2006 – Viðskipti með HFF150644: EVK selja bréf í tilboðabókinni og miðlari Kaupþings tilkynnir viðskipti þar sem viðskiptavinur kaupir af EVK í kjölfarið.
- 19. mars 2007 – Viðskipti með HFF150644: EVK selja bréf í tilboðabókinni og miðlari Kaupþings tilkynnir viðskipti þar sem viðskiptavinur kaupir af EVK í kjölfarið.

Að auki má nefna að eitt af því sem FME hefur gert athugasemd við varðandi viðskiptahætti bankanna er að þeir hafi keypt eigin bréf á of háu verði, í stað þess að lækka tilboð sín til að mæta söluprýstingi. Rannsóknarnefnd Alþingis gerir einnig athugasemd við þessa þætti, enda virðast bankarnir samkvæmt niðurstöðum rannsóknarnefndarinnar hafa stundað það að kaupa hátt og selja lágt, auk þess sem þeir veittu í mörgum tilfellum óeðlilega hagstæð lán fyrir kaupum á

<sup>36</sup> Þar af 10 þar sem veltubók og afleiðubók áttu viðskipti, skv. bestu vitund Kauphallarinnar – hugsanlegt er að um kunnaviðskipti hafi verið að ræða.

<sup>37</sup> Þar af 24 þar sem veltubók og afleiðubók áttu viðskipti, skv. bestu vitund Kauphallarinnar – hugsanlegt er að um kunnaviðskipti hafi verið að ræða.

<sup>38</sup> Sbr. einnig að kauphöllin í Osló taldi óþarft að fá upp bjöllu þegar um færri tilvik en 5 var að ræða á 5 daga tímabili.



hlutabréfunum, til að auðvelda sölu þeirra úr bókum bankans. Þetta er þvert á það sem um ræðir þegar brot er á bestu framkvæmd. M.ö.o. virðast bankarnir hafa hugað of lítið að beinum hag sínum af sjálfum viðskiptunum, þar sem markmið þeirra kann að hafa verið annað, og hljóta viðskiptavinir þeirra því að hafa í raun fengið betri framkvæmd en eðlilegt hefði talist.

Kauphöllin telur því að þessar tilteknu bjöllur hefðu ekki bætt miklu við eftirlit Kauphallarinnar og allra síst hjálpað til við að koma auga á meinta markaðsmisnotkun bankanna. Þvert á móti kann það að hafa villt Kauphöllinni sýn hvað hún fylgdist vel með þessum þáttum, þar sem hún var mjög meðvituð um að kaup eigin viðskipta bankanna væru gjarnan framkvæmd í þeim tilgangi að selja áfram til viðskiptavina með tilkynntum viðskiptum. Há hlutdeild þeirra þótti því ekki óeðlileg og þar sem ekkert virtist benda til þess að verið væri að hlunnfara viðskiptavinum bankanna (og bankarnir virtust halda sig innan fjárfestingarheimilda og flöggunarmarka) voru ekki gerðar athugasemdir við framkvæmdina. Hér eftir verður stuttlega fjallað um hverja bjöllu fyrir sig.

*Front Running Down/Up:* Bjallan lætur vita ef kauphallaraðili gengur á tiltekið magn tilboða og tilkynnir svo utanþingsviðskipti sem ná ákveðinni lágmarksstærð. Kauphöllin fylgdist með öllum stórum viðskiptum (sbr. t.d. Huge Trade by Val) og kannaði hver aðdragandi þeirra var, s.s. hvort verðbilið hafi hliðrast – sbr. umfjöllun að ofan.

*Front Running Own Account:* Bjallan lætur vita ef kauphallaraðili kaupir ákveðið magn fyrir eigin reikning og tilkynnir svo viðskipti fyrir hönd viðskiptavinar. Kauphöllin fylgdist með öllum stórum viðskiptum (sbr. t.d. Huge Trade by Val) og kannaði hver aðdragandi þeirra var, s.s. hvort verðbilið hefði hliðrast – sbr. umfjöllun að ofan.

*Best Execution:* Bjallan lætur vita ef viðskipti eru tilkynnt utan verðbils og nægilegt magn er í tilboðabókinni til að hægt hefði verið að eiga viðskipti á betra verði með því að framkvæma þau á markaði. Fyrir innleiðingu MiFID var Kauphöllin með bjöllum Standard Trade Outside Spread, sem var virkjuð vegna viðskipta sem voru utan verðbils, sem og bjöllur vegna stórra viðskipta, s.s. Huge Trade by Val. Reiknað var út handvirkt hvort slík viðskipti uppfylltu bestu framkvæmd og hefði Best Execution bjallan því ekki bætt neinu við það eftirlit sem til staðar var. Eftir MiFID var innleidd bjallan Trade Outside VWAS, sem er virkjuð í hvert sinn sem tilkynnt eru viðskipti utan vegins meðalverðbils – sem er það sama og Best Execution bjallan skoðar. Best execution bjallan hefði því ekki bætt neinu við það eftirlit sem til staðar var. Loks má nefna að Kauphöllin lagði í vor fram tillögu að nýrri bjöllu sem virkja á fyrir íslenska markaðinn með endurinnleiðingu SMARTS sem kannar hvort verð sé innan vegins meðalverðbils á tilteknu tímabili áður en viðskipti eru tilkynnt, til þess að taka enn betur á málefnum er tengjast bestu framkvæmd – og er þá gengið lengra í þeim efnum en hinar kauphallirnar hafa séð ástæðu til þess að gera.

#### 4. Athugasemdir við niðurstöðu FME

Í niðurstöðu FME kemur fram að ábending Kauphallarinnar til FME, dags. 27. janúar 2009, um mögulega markaðsmisnotkun fjármálafyrirtækja í aðdraganda hrunsins hafi komið allt of seint, í ljósi þess að háttsemi fyrirtækjanna hafi staðið lengi yfir. Kauphöllin vísar í þessu samhengi til umfjöllunarinnar að framan um þau atriði er villtu henni sýn við eftirlit með markaðnum, s.s. opinberar upplýsingar um fjárhagsstöðu bankanna, yfirlýsingar opinberra eftirlitsaðila o.fl. Að auki telur Kauphöllin rétt að benda á eftirfarandi atriði:

1. Með hliðsjón af málum sem Kauphöllin hafði áður áframsent til FME og leiddu ekki til kæru eða beitingu viðurlaga<sup>39</sup> taldi Kauphöllin sig þurfa að hafa sterkan grun um að sú háttsemi sem væri til skoðunar bryti gegn ákvæðum laga eða reglna. Lengst af um sumarið 2008 hafði

<sup>39</sup> Sbr. t.d. mál áframsent til Fjármálefirlitsins 1. febrúar, 2006 er varðaði viðskipti með hlutabréf Kaupþings banka hf. þann 26. janúar 2006. Sjá nánari umfjöllun í svári Kauphallarinnar til FME dags. 30. apríl 2010.

- Kauphöllin litlar sem engar vísbendingar um slíkt, þrátt fyrir að einhverjar grunsemdir, sem stönguðust þó á við opinberar upplýsingar og yfirlýsingar eftirlitsaðila, hefðu komið fram.
2. Kaup bankanna á eigin hlutabréfum voru borin upp af Kauphöllinni á samstarfsfundum með FME þann 22. september 2008, þar sem niðurstaðan var að upplýsingar yrðu sendar FME til nánari athugunar (sjá fundargerð þess sama fundar, undir liðnum „Viðskipti kauphallaraðila með eigin bréf: GLB, KAU, STRB, LAIS“)<sup>40</sup>. Fyrir opnun markaða þann sama dag var tilkynnt um kaup Hans hátignar Sheikh Mohammed Bin Khalifa Al Thani („Al Thani“) á hlutabréfum Kaupþings. Sú staðreynd að um sölu Kaupþings á eigin bréfum hafi verið að ræða styrkti Kauphöllina í þeirri trú að umfangsmikil kaup EVK á eigin bréfum í aðdraganda viðskiptanna hafi verið á viðskiptalegum forsendum þar sem safna þurfti upp nægu magni til þess að viðskiptin gætu gengið í gegn. Aftur á móti taldi Kauphöllin það ljóst að ef svo væri hlyti að teljast líklegt að ákvörðun um kaup veltubókarinnar á eigin bréfum hefði verið að frumkvæði stjórnar, forstjóra eða yfirstjórnar bankans og vildi því fá nánari túlkun FME á tilkynningarskyldu veltubóka með eigin bréf og mat FME á því hvort ekki hefði verið rétt að tilkynna um kaup bankans í samræmi við reglur 1. mgr. 126. gr. og 127. gr. vvl.

Sama dag tilkynntu Glitnir og Byr sparisjóður um að ákveðið hefði verið að hefja samrunaviðræður og velti Kauphöllin því þá fyrir sér hvort kaup Glitnis á eigin bréfum tengdust að einhverju leyti samrunaáætlunum Glitnis og Byrs, sbr. fundargerð fréttafundar (eftirlitsfundar) Kauphallarinnar frá 22. september 2008 þar sem eftirfarandi kemur fram:

*„KAU, GLB og LAI allir mjög stórir á kauphlíðinni. KAU að safna upp til að tilkynna stærri viðskipti. GLB að safna upp fyrir BYR? LAI??“<sup>41</sup>*

Kauphöllin taldi út frá þessu að umrædd viðskipti væru hugsanlega tilkynningarskyld á grundvelli 127. gr. vvl.

Með opinberum tilkynningum á viðskiptum bankanna með eigin hlutabréf hefði sýn Kauphallarinnar, sem og markaðsaðila almennt, á viðskiptahætti bankanna verið talvert betri og líkurnar á því að tekist hefði að koma auga á hin meintu brot bankanna aukist til muna. Auk þess hefði hvati þeirra til þess að styðja við verðið að öllum líkindum minnkað. Þær leikreglur sem FME setti bönkunum gerðu þeim kleift að nota veltubókina til þess að eiga viðskipti með eigin bréf án þess að þeim væri skylt að birta tilkynningu um þau.

Eins og bent hefur verið á í fyrri samskiptum Kauphallarinnar og FME var Kauphöllin meðvituð um að bankarnir hefðu á tíðum verið ríkjandi á kauphlíðum eigin tilboðabóka en ótal ástæður gátu verið fyrir því hvers vegna slík kaup voru talin eðlileg. Sem dæmi þarf ekki að líta lengra en til yfirlýsinga forstjóra FME frá 15. janúar 2008 um fjárhagslegan styrkleika bankanna, þar sem hann biðlaði til fjárfesta að greina tímabundna erfiðleika frá langtímavanda og halda ró sinni, með vísan til þess að þungt hafi verið undir fæti á alþjóðlegum og íslenskum fjármálamörkuðum og að lækkanir á hlutabréfamörkuðum myndu væntanlega setja eitthvert mark sitt á afkomu bankanna.

Enn fremur má benda á ávarp forstjóra FME á degi Samtaka fjármálafyrirtækja þann 10. apríl 2008, einungis rétt um sex mánuðum fyrir fall bankanna, en þar segir hann m.a. um skuldatryggingaálag íslensku bankanna:

*„Fram til áramóta má segja að áhrifin á íslensku bankana hafi verið í takti við það sem gerðist alþjóðlega, en á þessu ári hefur engin skynsemi verið í hinu svokallaða CDS álagi. Þetta álag er í engu samræmi við traustar undirstöður bankanna, lánsþæfismat þeirra [...]“*

Taldi forstjóri FME að það sem um væri að ræða væri „almenn áhættufælni á alþjóðamörkuðum, tæknilegir ágallar á óskipulegum og grunnum markaði og afleiðing illskeytrrar umræðu um bankana og íslenskt efnahagslíf“. Loks hafði hann orð á því að „bankarnir [stæðust] allir strangt álagspróf

<sup>40</sup> Sjá fundargerð í fylgiskjali 8.

<sup>41</sup> Sjá fylgiskjal 9

*Fjármálaeftirlitsins*“ og að árið 2008 væri „tiltölulega létt ár í endurfjármögnun og fjármálafyrirtækin [hafi] fylgt krefjandi innri reglum um lausafé“. Fullyrti hann loks að „[s]taða íslensku bankanna [væri] í grunninn sterk.“<sup>42</sup>

Ekki varð á þessum tíma annað séð en að bankarnir hefðu farið eftir ráðleggingum forstjóra FME og greint kauptækifæri við aðstæður þar sem tímabundnir erfiðleikar settu mark sitt á hlutabréfaverðið. Því hefði það eflaust þótt orka tvímælis ef Kauphöllin, sem hafði engar forsendur til þess að rengja stöðu bankanna, hefði gert athugasemdir við slík kaup.

FME telur að Kauphöllin hafi reitt sig of mikið á rafræn eftirlitskerfi sín og telur þar til nokkur vandkvæði sem það telur að hafi verið til staðar við eftirlit Kauphallarinnar. Hér að neðan fylgja þau atriði sem FME nefnir auk athugasemda Kauphallarinnar við hvert þeirra.

*„Viðskipti eru að miklu leyti skoðuð frá degi til dags en hafi ekki verið sett í samhengi til að sjá heildarmyndina og þróun yfir lengra tímabil.“*

Kauphöllin hafnar því að viðskipti hafi ekki verið sett í samhengi við heildarmyndina til þess að skoða þróunina yfir lengra tímabil. Allar hreyfingar voru skoðaðar í samhengi við þróun fyrri daga, vikna og jafnvel mánaða, og með hliðsjón af fréttum, greiningum, almennum hagstærðum, þróun annarra félaga, þróun erlendra markaða, o.m.fl. Sú staðreynd að ekki hafi verið gerð sérhæfð greining til langs tíma á viðskiptum eigin viðskipta bankanna getur vart talist tilefni til athugasemdar. Fullyrða má að fáar, ef einhverjar, kauphallir sem hafa sambærileg eftirlitshlutverk og Kauphöllin framkvæmi slíka greiningu enda getur hún verið flókin í framkvæmd þegar ekki er vitað fyrir víst að hverju er leitað. Því til viðbótar hefur Kauphöllin enn ekki séð erlend fordæmi um viðlíka viðskiptahætti og þá sem nú eru til rannsóknar hjá FME og sérstökum saksóknara.

Kauphöllin telur enn fremur að sömu kröfu verði að gera til FME, en að mati Kauphallarinnar benda athugasemdir FME einmitt til þess að athugun FME á eftirliti Kauphallarinnar hafi verið framkvæmd af ákveðinni þröngsýni og eftirhyggju þar sem einungis virðist vera horft til kaupa eigin viðskipta bankanna í tilboðabókunum án þess að þau séu sett í samhengi við tilkynnt viðskipti, fréttáflutning, tilkynningar opinberra eftirlitsaðila, greiningar, leitni innlendra og erlendra markaða, hegðunar annarra markaðsaðila o.s.frv.

*„Of mikið traust er lagt á sjálfvirkar bjöllur og yfirferð á þeim í stað þess að fylgjast einnig með leitni markaðar og hegðun aðila á markaði.“*

FME hefur komist að þeirri niðurstöðu að viðskipti hafi ekki verið sett í samhengi við heildarmyndina og ekki hafi verið fylgst nægilega vel með leitni markaðarins og hegðun aðila á markaði. Kauphöllin er ósammála þessu og vísar til umræðu um þetta hér að framan.

Eins og greint hefur verið frá voru ótal ytri þættir sem þurfti að taka mið af og takmarkaður aðgangur Kauphallarinnar að upplýsingum og sú staðreynd að opinberar upplýsingar voru í mörgum tilfellum villandi og beinlínis rangar gerði það að verkum að ekki var hægt að rengja forsendur kaupa eigin viðskipta bankanna. Sé tekið mið af greiningu við afgreiðslu á bjöllum, sem tók mjög gjarnan til talsvert fleiri atriða en sjálfar bjöllurnar byggðu á, málum sem áframsend voru og/eða tekin voru upp á samstarfsfundum Kauphallarinnar og FME ætti að liggja fyrir að eftirlit Kauphallarinnar hafi verið mjög víðtækt. Margoft var haft samband við regluverði bankanna og miðlara (bankanna sjálfra sem og annarra) til þess að leita skýringa á markaðshreyfingum, s.s. þegar verð hækkaði án skýringa eða vegna stórra viðskipta, en svör

<sup>42</sup> Sjá: <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5105>

þeirra gáfu ekki til kynna að um eitthvað óeðlilegt væri að ræða, nema þá helst að um of miklar verðlækkningar væri að ræða, enda var ómögulegt að rengja trausta stöðu bankanna án upplýsinga sem komu fyrst upp á yfirborðið eftir hrun þeirra.

*„Rafrænt eftirlitskerfi Kauphallarinnar virðist eitt og sér ekki hafa náð að greina meinta markaðsmisnotkun bankanna sem var kerfisbundin og stórfelld fyrir bankahrun haustið 2008 að mati Fjármálaeftirlitsins.“*

Hér vill Kauphöllin aftur benda á að þær aðferðir sem bankarnir virðast hafa notað til þess að styðja við eigin hlutabréfaverð eiga sér fá ef einhver fordæmi og samræmast ekki almennum skilgreiningum erlendra eftirlitsaðila á verðstuðningi. Þar fyrir utan er ljóst að upplýsingar Kauphallarinnar um kaup bankanna á eigin hlutabréfum gáfu ekki tilefni til þess að ætla að um óeðlileg viðskipti hafi verið að ræða, með hliðsjón af opinberum upplýsingum og ytri aðstæðum. Án upplýsinga um raunverulega stöðu bankanna og fjármögnun stærri viðskipta er því óljóst hvers konar bjöllur hefðu komið að gagni.

Í þessu samhengi er einnig sérstök ástæða til að benda á virkt eftirlit Kauphallarinnar með markaðsmisnotkun. Á tímabilinu 2006 fram að hrúni framsendi Kauphöllin 9 mál til FME vegna gruns um markaðsmisnotkun. Kauphöllinni er einungis kunnugt um viðurlög í einu máli, en það laut að viðskiptum með skuldabréf Exista. Eitt mál tvísendi Kauphöllin FME með árs millibili (snemma árs 2006 og 2007) þar sem eigin viðskipti Kaupþings o.fl. voru talin hafa framið markaðsmisnotkun í viðskiptum með hlutabréf Kaupþings banka og fleiri félaga. Kauphöllin taldi málið bæði alvarlegt og óvenju skýrt og áleit að skýringar bankans til FME (sem bankinn sendi Kauphöllinni) væru ekki einungis ófullnægjandi heldur styrktu beinlínis málið gegn bankanum. Í síðari framsendingunni studdi Kauphöllin mál sitt með hljóðupptökum af samskiptum miðlara Kaupþings banka sín á milli og við viðskiptavin.

*„Starfsmenn Kauphallarinnar virðast ekki ná að fylgjast nægilega vel með hegðun aðila á markaði og eiga þar af leiðandi erfitt með að meta þörf á nýjum bjöllum eða frekari greiningum.“*

Kauphöllin mótmælir þessari niðurstöðu og gerir alvarlegar athugasemdir við forsendur hennar. Niðurstaða könnunar FME á viðvörunarbjöllum í aðdraganda hrunsins var að sjö bjöllur sem virkar voru í einhverjum hinna NOREX kauphallanna hefðu mögulega getað komið upp um hegðun aðila á markaði hefðu þær verið virkar á íslenska markaðnum. Að mati Kauphallarinnar byggir sú niðurstaða á miskilningi á virkni viðkomandi bjallna, sem og þeirra bjallna sem fyrir voru á íslenska markaðnum, en eins og rakið hefur verið að framan er að mati Kauphallarinnar með öllu ljóst að einungis ein þeirra, þ.e. Initiator of Closematch bjallan, hefði bætt einhverju við það eftirlit sem fyrir var. Þeirri bjöllu hefur nú verið bætt við íslenska markaðinn. Þá má nefna að bankarnir þrír voru með sameiginlega markaðshlutdeild á innlendum hlutabréfamarkaði á bilinu 75 – 80% á árunum 2004 – 2008 og voru að auki hver um sig virkastur í viðskiptum með eigin hlutabréf, eins og FME var kunnugt um. Því var fyrirfram ljóst að Initiator of Closematch bjallan hefði komið margoft upp í viðskiptum þeirra með eigin bréf á eðlilegum forsendum og þar af leiðandi fyrirfram óvíst hvort hún hefði komið að miklu gagni.

Í SMARTS voru hátt í 190 bjöllur sem margar hverjar þjónuðu svipuðum tilgangi í ljósi þess að þarfir einnar kauphallar gátu verið aðrar en þarfir annarrar. Að mati Kauphallarinnar er ekki hægt að draga þá ályktun að Kauphöllin hafi ekki fylgst nægilega vel með hegðun aðila á markaði, og hafi þar af leiðandi átt í erfiðleikum með að meta þörfina á nýjum bjöllum, þar sem í reynd sé einungis um eina bjöllu að ræða. Kauphöllin átti að auki ársfjórðungslega fundi með kauphöllinni í Osló, sem þjónustaði SMARTS, þar sem farið var yfir nýjar bjöllur og metin þörfin á því að innleiða þær fyrir íslenska markaðinn, auk þess sem fjöldi bjallna var greindur



fyrir næstliðinn ársfjórðung, sem og afgreiðsla þeirra, og metið hvort þörf var á breytingum. Í einhverjum tilvikum gerði kauphöllin í Osló að auki greiningar, að beiðni Kauphallarinnar, á því hversu oft ákveðnar bjöllur hefðu komið upp fyrir tiltekið tímabil á íslenska markaðnum til þess að meta þörfina á því að innleiða þær. .

Mat FME að Kauphöllin hafi átt í erfiðleikum að meta þörf á frekari greiningu telur Kauphöllin, með hliðsjón af rökstuðningi FME, að byggi fyrst og fremst á því að þörf hafi verið á því að greina sérstaklega viðskipti eigin viðskipta bankanna í aðdraganda hrunsins. Um það er fjallað sérstaklega undir liðnum „Ekki var fylgst sérstaklega með kaupum bankanna á eigin hlutabréfum, né heldur hvert hlutfall þeirra eða einstakra miðlara á þeirra vegum var í heildarviðskiptum með eigin hlutabréf“ hér að neðan.

*„Ekki var hægt að greina í öllum tilfellum hvort viðskipti voru gerð fyrir eigin reikning bankanna eða fyrir viðskiptavin þar sem merkingu þeirra var stundum ábótavant.“*

Eins og greint hefur verið frá í fyrri samskiptum hefur verið bætt úr þessu vandamáli eins og mögulegt er. Kauphöllin bendir einnig á að einungis er gerð krafa um merkingu viðskipta í reglum Kauphallarinnar. Engar slíkar kröfur koma fram í lögum. Að auki vill Kauphöllin ítreka að hún hefur eftir fremsta megni eftirlit með því að þess sé gætt að viðskipti séu merkt á réttan hátt en ómögulegt sé fyrir hana að fylgjast með breytingum á eignarhlut kauphallaraðila, óháð því hversu vel sé staðið að merkingum á flokki eiganda, þar sem eigin viðskipti geta verið viðskiptavinur miðlunar eða jafnvel annars kauphallaraðila þegar viðskipti eru tilkynnt. Tilkynnt viðskipti á íslenskum hlutabréfamarkaði námu á bilinu 53 – 73% af heildarveltu á ársgrundvelli á árunum 2004 og fram að hrúni. Enn fremur er vert að benda á að ómögulegt er fyrir Kauphöllina að rengja merkingu allra viðskipta þar sem slíkt krefst þess að farið sé fram á upplýsingar frá kauphallaraðilum um hver einustu viðskipti sem framkvæmd eru og hvort þau séu réttilega merkt miðlun eða eigin viðskiptum.

*„Ekki var fylgst sérstaklega með kaupum bankanna á eigin hlutabréfum, né heldur hvert hlutfall þeirra eða einstakra miðlara á þeirra vegum var í heildarviðskiptum með eigin hlutabréf.“*

Kauphöllin mótmælir þessari fullyrðingu FME og bendir á að í daglegu eftirliti Kauphallarinnar er m.a. farið yfir hvort hlutfall einstakra kauphallaraðila eða einstakra miðlara gefi til kynna að um óeðlilega viðskiptahætti sé að ræða. Þegar þetta er metið er litið til markaðsaðstæðna hverju sinni og annarra þátta sem telja má líklega ástæðu fyrir viðskiptunum og hlutdeild aðila.

Í ljósi þess að hvorki opinberar upplýsingar um bankana og verðþróun hlutabréfa þeirra, né heldur yfirlýsingar opinberra aðila, gáfu tilefni til þess að ætla að umfangsmikil kaup væru óeðlileg, og engin sambærileg fordæmi voru til frá öðrum mörkuðum hafði Kauphöllin engar forsendur til að efast um tilganginn með kaupum bankanna á eigin bréfum. Telur Kauphöllin því fráleitt að halda því fram að hún hafi brugðist að þessu leyti.

Kauphöllin hafði ekki tök á því að fá heildstæða mynd af viðskiptum bankanna með eigin bréf þar sem tilkynnt viðskipti gátu einnig farið fram í gegnum miðlun, auk þess sem þau gátu hæglega farið fram í gegnum aðra kauphallaraðila. Þá ber einnig að nefna að stór hluti viðskipta eigin viðskipta bankanna var óbeint framkvæmdur fyrir hönd viðskiptavina.

FME hafði samþykkt túlkun reglna sem lutu að því að viðskipti veltubókar með eigin hlutabréf töldust ekki til innherjaviðskipta og voru því ekki tilkynningarskyld, túlkun sem gekk þvert á það sem Kauphöllin taldi vera eðlilegt fyrirkomulag. Með samþykkt slíkra reglna hlýtur sú krafa að vera gerð til FME að fylgjast náið með viðskiptum veltubóka, sem getur ekki átt að vera hlutverk Kauphallarinnar. Kauphöllin hafði hvorki þann aðgang að upplýsingum sem til þurfti til

að fylgjast heildstætt með viðskiptum veltubóka, né sömu heimildir og FME til að afla frekari upplýsinga.

Það verður því að teljast nærtækara að álykta að FME hafi brugðist í eftirliti með kaupum bankanna á eigin hlutabréfum og hvernig þeim viðskiptum var háttað. Eins og áður hefur komið fram hafði FME víðtækar lagalegar heimildir og skyldur til að fara fram á upplýsingar frá bönkunum eða sækja upplýsingar til þeirra um þessi atriði. Leiða má að því líkur að virkt eftirlit FME með lánveitingum í tengslum við viðskipti bankanna með eigin hluti og stöðu þeirra í eigin hlutabréfum hefði gert bönkunum erfiðara fyrir að athafna sig með þeim hætti sem þeir gerðu.

Kauphöllin er ósammála þeirri ályktun FME að hún hafi reitt sig of mikið á rafræn eftirlitskerfi sín, með vísan til þeirrar víðtæku greiningar og upplýsingaöflunar sem fram fór við afgreiðslu á, og samhliða, bjöllum í SMARTS, sbr. umfjöllun að framan. Í bréfi FME kom einnig fram að FME teldi að ekki hafi verið nægilega skýrt kveðið á um það í yfirlýsingu FME og Kauphallarinnar hvernig eftirliti með markaðnum eigi að vera háttað. Hafi svo verið getur það ekki verið á ábyrgð Kauphallarinnar. Yfirlýsingunni var ávallt ritstýrt af FME enda snýr hún fyrst og fremst að verkefnum sem FME felur Kauphöllinni. Skýrt kemur fram að ábyrgð á eftirliti með þeim þáttum laganna er yfirlýsingin kveður á um hvíli eftir sem áður hjá FME. Einnig kemur fram að eftirlit Kauphallarinnar með markaðsmisnotkun „byggist fyrst og fremst á rafrænu eftirlitskerfi sem Kauphöllin býr yfir. Ásamt því fylgist Kauphöllin með upplýsingum sem birtar hafa verið opinberlega, auk upplýsinga í helstu fjölmiðlum.“ Út frá því sem áður hefur verið rakið er ljóst að enginn misbrestur var á eftirliti Kauphallarinnar með þessum atriðum. Einnig er ljóst að eftirlit Kauphallarinnar var talsvert víðtækara en samstarfsyfirlýsingin kvað á um. Vekur því furðu að FME telji að Kauphöllin hafi ekki sinnt skyldum sínum nægilega vel samkvæmt samstarfssamningnum og lögum um kauphallir nr. 110/2007.

Það má benda á að eftirlit Kauphallarinnar var byggt upp með samskonar hætti og eftirlit hinna NOREX kauphallanna (þ.e. kauphallirnar í Stokkhólmi, Kaupmannahöfn, Helsinki og Oslo) sem allar notuðust við SMARTS eftirlitskerfið. NOREX kauphallirnar hittust einnig reglulega á sameiginlegum viðskiptaefirlitsfundum (Norex Trading Surveillance Group, eða NTSG) þar sem hver kauphöll fór yfir áhugaverð eftirlitsmál og rætt var hvernig bæta mæti eftirlit með mörkuðunum. Svipað starf fór fram í ISG samstarfi Kauphallarinnar. Þá má aftur bæta við að hlutabréf Kaupþings voru einnig í viðskiptum í kauphöllinni í Stokkhólmi en margt bendir til þess að svipaðir viðskiptahættir hafi verið viðhafðir þar. Að mati Kauphallarinnar uppfyllti hún þær kröfur sem alþjóðlega eru gerðar til eftirlits kauphalla með verðbréfavíðskiptum, sem og þær kröfur er á hana eru lagðar með lögum um kauphallir og samstarfssamningi Kauphallarinnar og FME. Telur Kauphöllin að FME hafi fært ófullnægjandi rök fyrir því að svo hafi ekki verið.

Það voru aftur á móti aðrir þættir eftirlits með fjármálafyrirtækjum sem brugðust og gerðu það að verkum að ekki komst upp um meinta markaðsmisnotkun bankanna fyrr en eftir hrún. Má í þessu sambandi vísa til fyrri umræðu í kafla 1.3 um markaðsmisnotkun þar sem fram kom upptalning á hindrunum sem bankarnir þurftu að ryðja úr vegi til þess að umræddir viðskiptahættir þeirra gætu gengið upp án þess að upp kæmist um meintan tilgang þeirra.

Það getur ekki talist vera á ábyrgð Kauphallarinnar að efast um grundvöll og lögmæti viðskipta bankanna með eigin bréf þegar allar þær upplýsingar sem Kauphöllin gat byggt eftirlit sitt á gáfu til kynna að um eðlileg viðskipti væri að ræða sem grundvölluðust á eðlilegum viðskiptaforsendum, s.s. lágu hlutabréfaverði miðað við opinbera fjárhagsstöðu bankanna. Það er enn fremur ekki hægt að ætla Kauphöllinni að hafa eftirlit með atriðum sem verða að teljast forsendur fyrir því að umrædd kaup bankanna á eigin bréfum geti talist til markaðsmisnotkunar, s.s. hugsanlega ólögmætum lánveitingum og málamyndagerningum.

Að mati Kauphallarinnar var það alltaf ljóst að eftirlit með markaðsmisnotkun ætti ekki að einskorðast við eftirlit hennar og að víðtækar greiningar, s.s. á eignarhlut veltubóka eða fjármögnun viðskipta, sem kröfðust umfangsmikilla heimilda til upplýsingaöflunar ættu að fara fram hjá FME.

Slíkar greiningar geta með engum hætti talist falla undir hefðbundin eftirlitsverkefni kauphalla. Eftirlit með þessum þáttum voru á hendi annarra eftirlitsaðila sem höfðu víðtækar heimildir skv. lögum til að afla upplýsinga og krefjast skýrslna frá bönkunum um starfsemi þeirra og áhættuþætti. Þrátt fyrir að þessir aðilar, s.s. FME og Seðlabankinn, höfðu aðgang að upplýsingum um stórar lánveitingar bankanna til aðila sem fjárfestu í hlutabréfum þeirra, sá enginn þeirra ástæðu til að efast um þessa gerninga, tilgang þeirra eða lögmæti. Kauphöllin hafði hvorki forsendur né heimildir til að afla upplýsinga um þessi atriði og verður ábyrgð á misbresti í eftirliti með þessum grundvallarþáttum hinnar meintu markaðsmisnotkunar að hvíla á opinberum eftirlitsaðilum með starfsemi bankanna.

### 5. Úrbætur í eftirliti og skipun vinnuhóps

Eins og fram kom í svarbréfi Kauphallarinnar til FME þann 1. júlí 2010 er Kauphöllin tilbúin til aukins samstarfs með FME í eftirlitsmálum og telur jákvætt að skipaður verði vinnuhópur eins og FME nefnir í bréfi sínu.

### 6. Niðurlag

Kauphöllin telur ávallt að bæta megi eftirlit með verðbréfamörkuðum og hefur tekið mið af reynslunni í aðdraganda hrunsins við endurskoðun ýmissa þátta í eftirliti sínu, eins og fram kom í fyrri bréfum til FME. Í því felst þó síður en svo að Kauphöllin hafi með einhverju móti brugðist eftirlitshlutverki sínu. Því fer fjarri að með enn nánari skoðun á viðskiptum bankanna hefði legið fyrir að um óeðlilega viðskiptahætti hafi verið að ræða, eins og haldið er fram í bréfi FME, enda átti sú meinta markaðsmisnotkun sem hér um ræðir sér dýpri rætur í blekkingum og málamyndagerningum, sem Kauphöllin gat ekki séð fyrir og snerta starfsemi bankanna á sviðum sem Kauphöllin hafði engar forsendur til að fylgjast með, t.a.m. lánastarfsemi.

Kauphöllin fagnar því að FME skuli hafa haft frumkvæði að athugun á rafrænu eftirliti Kauphallarinnar með viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði. Helsti lærdómurinn af þeirri athugun er auðvitað að FME og Kauphöllin stilli betur saman strengi sína í framtíðinni um eftirlit. Kauphöllin telur athuginina og fyrirhugaða skipun vinnuhóps um hið rafræna eftirlit af hinu góða. Þannig er Kauphöllin sammála því að stjórnvöld og eftirlitsaðilar á fjármálamarkaði ræki skyldur sínar af festu. Nauðsynlegt er að allir þessir aðilar dragi lærdóm af hrúni fjármálamarkaðarins.

FME virðist í auknum mæli neyta lagaheimilda sinna til þess refsá aðilum fyrir brot á lögum á sviði fjármálamarkaðar. Að mati Kauphallarinnar er sú þróun jákvæð enda má segja að ein helsta gagnrýni rannsóknarnefndar Alþingis á störf FME hafi verið skortur stofnunarinnar á valdbeitingarþreki. Kauphöllin hefur sjálf ekki hikað við að beita samningsbundum viðurlagaheimildum vegna brota aðila á reglum Kauphallarinnar. Þeim heimildum hefur Kauphöllin beitt fyrir sem og eftir hrún.

Í bréfi FME áskilur eftirlitið sér með vísan til 9. gr. a laga nr. 87/1998 rétt til þess að birta opinberlega samandregnar niðurstöður athugunarinnar sem varðar eftirlit Kauphallarinnar. Kauphöllin mótmælir þessum áformum eindregið af eftirfarandi ástæðum:

Forsenda þess að niðurstöður verði birtar með vísan til 9. gr. a er að brot hafi átt sér stað. Ekkert brot hefur átt sér stað af hálfu Kauphallarinnar og þar af leiðandi skortir heimild að lögum til þess að birta opinberlega samandregnar niðurstöður í þessu máli, sem er alger grundvallarforsenda.

Af bréfi FME verður helst ráðið að Kauphöllin hafi hugsanlega brotið lög með því að vanrækja eftirlitsskyldur sínar samkvæmt 21. gr. laga nr. 110/2007 um kauphallir. Þessu mótmælir Kauphöllin með vísan til þess sem áður hefur verið rakið um inntak og eðli hins rafræna eftirlits. Ákvæðið er almenns eðlis en tíundar ekki nákvæmlega með hvaða hætti skuli hafa eftirlit með því að markaðsaðilar fari að lögum. Nú eftir hrúnið er unnt að setja háttsemi bankanna í samhengi með hliðsjón af þeim upplýsingum sem aflað var í kjölfar falls bankanna, ekki síst að frumkvæði rannsóknarnefndar Alþingis. Kauphöllin hafði eðli máls samkvæmt einungis afmarkaða sýn á

viðskipti með hlutabréf í bönkunum. FME hefur í athugun sinni sett háttsemi bankanna í samhengi með hliðsjón af þeim upplýsingum sem aflað var eftir fall bankanna, ekki síst að frumkvæði rannsóknarnefndar Alþingis. Að mati Kauphallarinnar er fullkomlega óeðlilegt að setja eftirlit Kauphallarinnar í þetta samhengi eftir hrun og draga ályktanir um vanrækt eftirlit af þeim sökum.

Kauphöllin fær ekki séð hvernig FME getur ætlað henni að tengja hátt hlutfall viðskipta bankanna með eigin hlutabréf við markaðsmisnotkun þegar horft er til þeirra aðstæðna sem voru uppi fyrir fall þeirra. Þessi niðurstaða FME er sérstaklega óvænt þegar horft er til þess að upplýsingar um hátt hlutfall viðskipta bankanna með eigin hlutabréf máttu vera öllum ljósar en þó virtist enginn gera athugasemdir við viðskiptin. Það sama gildir um þá aðila sem höfðu ótakmarkaðan aðgang að upplýsingum um innri starfsemi bankanna, s.s. FME – en þessir aðilar virðast aldrei hafa efast um viðskiptalegan tilgang kaupa bankanna á eigin bréfum og lögmæti þeirra gerninga.

Vert er að huga að því að það stóð FME mun nær að hafa eftirlit með þessum breytingum á eignarhlut bankanna heldur en Kauphöllinni. Samkvæmt lögum hefur FME víðtækar skyldur til að hafa eftirlit með starfsemi fjármálafyrirtækja, þ.m.t. eign þeirra í eigin hlutabréfum. FME hefur því sem næst ótakmarkaðar heimildir til að afla gagna frá eftirlitsskyldum aðilum, sbr. ákvæði 1. mgr. 9. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi en þar kemur fram að FME skuli athuga rekstur eftirlitsskyldra aðila svo oft sem þurfa þyki. Eftirlitsskyldum aðilum er enn fremur gert skylt að veita FME aðgang að öllu bókhaldi sínu, fundargerðum, skjölum og öðrum gögnum í vörslu þeirra er varða starfsemina sem FME telur nauðsynlegan. Loks getur FME gert vettvangskannanir eða óskað upplýsinga á þann hátt og svo oft sem það telur þörf á.

FME átti því að hafa aðgang að þeim upplýsingum sem gátu varpað ljósi á tilgang viðskiptanna, sem alls ekki blasti við þegar þau fóru fram. Ekki verður annað ráðið en að bönkunum hafi lánast að fegra mjög stöðu sína gagnvart FME, eins og ráða má af ýmsum ummælum fyrrverandi forstjóra eftirlitsins, sem áður er getið.

Við mat á því hvort Kauphöllin hafi vanrækt skyldur sínar lögum samkvæmt verður að horfa til þeirra ákvæða laga nr. 110/2007 um kauphallir, sem máli skipta, atvika eins og þau horfðu við Kauphöllinni á þeim tíma sem viðskiptin fóru fram og þeirrar þekkingar sem var til staðar á þeim tíma.

Áréttað skal að í frumvarpi til laga um breyting á lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, nr. 87/1998, og lögum um verðbréfavíðskipti, nr. 108/2007, sem lagt var fyrir Alþingi á 136. löggjafarþingi 2008–2009, segir m.a. um ákvæði 9. gr. a laga nr. 87/1998:

*„Rökin fyrir því að unnt sé að greina frá niðurstöðum athugana Fjármálaeftirlitsins eru augljós þegar horft er til trúverðugleika um starfsemi fjármálafyrirtækja auk þess sem gera má ráð fyrir því að aukin upplýsingagjöf um starfshætti fjármálafyrirtækja muni styrkja aðhald með þeim.“*

Af þessum ummælum má ráða að ákvæðinu er ekki síst beint að fjármálafyrirtækjum. Þó að enga slíka takmörkun sé að finna í ákvæðinu sjálfu er full ástæða til að hafa í huga þennan tilgang við mat á beitingu ákvæðisins. Grundvallarmunur er á starfsemi annars vegar fjármálafyrirtækja og hins vegar Kauphallar þar sem síðarnefndur aðili fer með tilteknar eftirlitsskyldur. Að þessu leyti stefna Kauphöllin og FME að sama markmiði til varnar trúverðugleika markaðarins en áréttað skal að kauphöll getur aldrei haft hagsmuni af því að eftirliti sé ábótavant. Þvert á móti getur slíkt stórskadað hagsmuni kauphallar.

Telji FME um brot af hálfu Kauphallarinnar að ræða skal það sérstaklega áréttað að það er skilyrði fyrir birtingu skv. 9. gr. a laga nr. 87/1998 að slík birting stefni ekki hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu, varði ekki hagsmuni hans sem slíks eða valdi hlutaðeigandi aðilum tjóni sem ekki er í eðlilegu samræmi við það brot sem um ræðir. Starfsemi Kauphallarinnar byggist á trausti. Án slíks trausts getur skilvirkur verðbréfamarkaður ekki þrífist. Ljóst er að meint brot Kauphallarinnar, sem ekki blasir við hver eigi að vera, gætu aldrei talist annað en minniháttar. Af þessu leiðir að ekkert eðlilegt samræmi væri milli beitingar viðurlaga á svo veikum grunni, sem og opinberrar birtingar á athuguninni.



Í tengslum við framangreint skal áréttað að við úrlausn þessa máls verður FME að taka tillit til meðalhófsreglu 12. gr. stjórnssýslulaga nr. 37/1993. Í tilvitnaðri reglu er svo fyrir mælt að stjórnvald skuli því aðeins taka íþyngjandi ákvörðun þegar lögmatu markmiði, sem að er stefnt, verði ekki náð með öðru og vægara móti. Skuli þess þá gætt að ekki sé farið strangar í sakirnar en nauðsyn beri til. Að mati Kauphallarinnar er ljóst að athugun FME getur skilað miklum árangri, m.a. aukinni samræmingu milli starfa FME og Kauphallarinnar. Verði farin sú leið að skipa vinnuhóp um úrbætur í eftirliti, eins og ráðgert er í bréfi FME, má segja að markmiðinu með athugun FME sé náð þegar þeim úrbótum verður hrint í framkvæmd.

Á það skal bent að þegar efni ákvörðunar stjórnvalds er að einhverju leyti komið undir mati stjórnvalds er mat þess bundið af meðalhófsreglunni. Að framan er rakið hversu almennt orðuð eftirlitsskylda Kauphallarinnar er skv. 21. gr. laga nr. 110/2007. Þegar haft er í huga að ályktanir um meinta annmarka á eftirliti er að rekja til upplýsinga sem síðar var aflað og breyta heildarmyndinni, sem Kauphöllin gat ekki áttað sig á, setur meðalhófsreglan ákvörðun FME augljósar skorður. Af þessum sökum er rík ástæða til að ganga ekki lengra en nauðsyn ber til.

Þegar stjórnvald hefur val um fleiri en eina leið til að ná því markmiði, sem að er stefnt með ákvörðun, leiðir af 12. gr. stjórnssýslulaga að velja beri það úrræði sem vægast er og að gagni geti komið. Að mati Kauphallarinnar nægir að gera úrbætur á eftirliti sem byggja á þeirri þekkingu og heildarmynd sem orðið hefur til í kjölfar rannsókna eftir hrun.

Með vísan til framanritaðs eru engar forsendur til þess að grípa til nokkurra viðurlaga gagnvart Kauphöllinni eða birta samandregnar niðurstöður athugunarinnar með vísan til 9. gr. a laga nr. 87/1998.

Kauphöllin telur enn fremur að halda megi því fram að þeir sem fóru með rannsókn umrædds máls fyrir hönd FME hafi verið vanhæfir til meðferðar þess skv. 1. mgr. 3. gr. stjórnssýslulaga nr. 37/1993. Ábyrgð á eftirliti með verðmyndun á skipulegum verðbréfamarkaði og banni við markaðsmisnotkun skv. 117. gr. vvl. er á hendi FME, sbr. 1. mgr. 133. gr. vvl. Ábyrgð á þeim atriðum sem athugasemdin varðar, þ.e. eftirlit með meintri markaðsmisnotkun íslensku bankanna, hvílir því fyrst og fremst í höndum FME og þeir aðilar sem hafa framkvæmt umrædda athugun á eftirliti Kauphallarinnar fyrir hönd FME hafa einnig eftirlit með framkvæmd vvl. Ákveði FME að beita Kauphöllina viðurlögum, er ljóst að henni er ekki stætt á öðru en að bera málið undir óháðan aðila til að leggja mat á hvort allra formreglna hafi verið gætt við framkvæmd athugunar FME á eftirliti Kauphallarinnar.

Ljóst er að FME og Kauphöllin eru aðilar sem vinna að sameiginlegum markmiðum í þágu fjármálamarkaðarins. Eðli máls samkvæmt hljóta þessir aðilar með reglulegu millibili að endurskoða eftirlitsaðferðir sínar, tölvukerfi o.þ.h. í því skyni að bæta eftirlit. Þótt eftirlit sé bætt í ljósi fenginnar reynslu er ekki víst að ástæða sé til að draga þá ályktun að eftirlitinu hafi áður verið ábótavant, hvað þá að um vanrækslu eða brot á lögum hafi verið að ræða.

Hafa verður í huga að hlutverk Kauphallarinnar sem eftirlitsaðila á fjármálamarkaði er allt annars eðlis en Fjármálaeftirlitsins og annarra stjórnvalda. Heimildir og úrræði Kauphallarinnar eru mun takmarkaðri en t.d. FME hefur samkvæmt víðtækum lagaheimildum. Af þessu leiðir að Kauphöllin getur ekki gert sjálfstæðar rannsóknir á markaðsaðilum eins og FME hefur heimildir til að gera.

Virðingarfyllt,

Magnús Kristinn Ásgeirsson,  
yfirlögfræðingur NASDAQ OMX Iceland hf.

02874


**FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

IF/0.1.1.4.3

Nasdaq OMX Iceland hf.  
 b.t. forstjóra  
 Laugavegur 182  
 105 REYKJAVÍK

<b>Sérstakur saksóknari</b>	
<b>Haldlagt</b>	
Dagsetn. haldi.	14. ÁGÚ. 2012
Málanr.	090-2009-46
Skjal nr.	IF/15.73.5
Hald.nr.	FME-b-1

15. desember 2011  
 Tilvísun: 2010040021

### Efni: Rafrænt eftirlit Nasdaq OMX Iceland hf. með viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði

Fjármálaeftirlitið vísar til fyrri samskipta, bréfa Fjármálaeftirlitsins, dags. 15. apríl 2010, 23. júní 2010 og 16. ágúst 2011 og svarbréfa Nasdaq OMX Iceland hf. (Kauphöllin), dags. 30. apríl 2010, 1. júlí 2010 og 30. september 2011 í tilefni af athugun á rafrænu eftirliti Kauphallarinnar.

#### 1. Inngangur

Fjármálaeftirlitið hefur lokið athugun sinni á rafrænu eftirliti Kauphallarinnar. Farið hefur verið ítarlega yfir svör og fylgigögn Kauphallarinnar. Niðurstaða Fjármálaeftirlitsins er að gerð er athugasemd við tiltekna þætti eftirlits Kauphallarinnar fyrir bankahrúnið 2008.

#### 2. Athugasemd Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið gerir athugasemd við eftirlit Kauphallarinnar á árinu 2008. Fjármálaeftirlitið telur að þegar horft er á tilboðabækur bankanna og viðskipti þeirra með eigin hlutabréf yfir lengra tímabil þá ætti það að hafa vakið grunsemdir hjá Kauphöllinni hversu lítið verðið lækkaði þrátt fyrir mikinn söluþrýsting. Þá var í sumum tilfellum um að ræða að verð hækkaði þótt söluþrýstingur væri meiri en kaupþrýstingur.

Fjármálaeftirlitið telur að þegar myndir úr rafrænu eftirlitskerfi Kauphallarinnar, SMARTS, eru skoðaðar svo sem í tilfalli viðskipta með hlutabréf Landsbankans þann 3. janúar 2008, þá sé ljóst að ekki hafi allt verið með felldu. Á þriggja klukkustunda tímabili (frá 12:00 til 14:45 CET) var velta upp á 3,6 milljón hluti en söluþrýstingur var 100% (í öllum viðskiptunum var söluhlið að ganga á kauphlið). Þá var Júlíus Heiðarsson hjá eigin viðskiptum Landsbankans í 92,5% tilvika kaupandinn. Fjármálaeftirlitið telur það ekki vera eðlilega háttsemi á markaði að þegar um jafnmikinn söluþrýsting sé að ræða að verð haldist stöðugt langtímum saman eða lækki lítið. Fjármálaeftirlitið telur óeðlilega hegðun á markaði að kaupandi hlutabréfa láti seljendur hlutabréfa ganga á kauptilboð sín klukkustundum saman á sama verði án þess að reynt sé að fá hagstæðari verð.

Fjármálaeftirlitið bendir einnig á viðskipti eigin viðskipta Glitnis banka hf. (EVG) með hlutabréf bankans á tímabilinu 3. janúar til 31. janúar 2008. Flest viðskipti EVG yfir fyrrgreint tímabil voru framkvæmd að frumkvæði mótaðila, sem þýðir að EVG áttu fyrirbyggjandi kauptilboð í tilboðabókinni sem seljandinn gekk að. Það að EVG hafi átt svona mörg viðskipti að frumkvæði mótaðila bendir til þess að EVG hafi verið að setja gólf í

0783

1/5



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

tilboðabókina til þess að draga úr verðlækkun hlutabréfanna. Þá voru EVG umsvifamiklir kaupendur í lokunaruppbodum með hlutabréf Glitnis. Á fyrrgreindu tímabili voru það EVG sem nær undantekningalaust áttu þau viðskipti sem mynduðu dagslokaverð hlutabréfa Glitnis.

Þótt hugsanlega megi rökstyðja að um eðlilega viðskiptahætti hafi verið að ræða í einhverjum tilfellum þá telur Fjármálaeftirlitið að þegar horft er yfir lengra tímabil og með hliðsjón af miklum söluþrýstingi þá hefðu viðskipti bankanna með eigin hlutabréf átt að vekja athygli Kauphallarinnar og starfsmenn hennar átt að gera Fjármálaeftirlitinu viðvart fyrir en raunin varð.

### 3. Afstaða Fjármálaeftirlitsins gagnvart andmælum Kauphallarinnar

Í bréfi Kauphallarinnar, dags. 30. september 2011, kemur fram að athugun Fjármálaeftirlitsins á eftirliti Kauphallarinnar hafi verið framkvæmd af ákveðinni þröngsýni og eftirhyggju þar sem einungis virðist hafa verið horft til kaupa eigin viðskipta bankanna í tilboðabókunum án þess að þau séu sett í samhengi við ytri aðstæður.

Fjármálaeftirlitið hafnar fyrrgreindri staðhæfingu Kauphallarinnar. Fjármálaeftirlitið byggir niðurstöður sínar eingöngu á þeim gögnum og upplýsingum sem Kauphöllin hafði aðgang að á þeim tíma sem athugunin nær til. Fjármálaeftirlitið telur að þegar horft er á tilboðabókina og viðskipti stóru bankanna með eigin hlutabréf yfir lengra tímabil þá hefði framkvæmd þeirra átt að vekja athygli Kauphallarinnar. Eins og kemur fram í bréfi Kauphallarinnar þá voru bankarnir þrír ráðandi aðilar á innlendum hlutabréfamarkaði. Hlutdeild þeirra var afar há í þeim tilboðabókum sem þeir sérhæfðu sig hvað mest í. Kauphöllin telur að vegna þessa hafi ekki verið óeðlilegt að há hlutdeild þeirra í viðskiptum með eigin bréf hafi ekki vakið sérstaka athygli. Fjármálaeftirlitið telur aftur á móti að vegna þess hve há hlutdeild bankanna var í eigin bréfum hafi verið ástæða til að fylgjast sérstaklega vel með viðskiptum bankanna með eigin hlutabréf.

Þá kemur fram það mat Kauphallarinnar að niðurstaða Fjármálaeftirlitsins varðandi viðvörunarbjöllur byggji á misskilningi á virkni viðkomandi bjalla, sem og þeirra bjallna sem fyrir voru á íslenska markaðnum. Jafnframt kveður Kauphöllin að það sé með öllu ljóst að einungis ein þeirra bjallna sem tilteknar voru, Initiator of Closematch bjallan, hefði bætt einhverju við það eftirlit sem fyrir var. Fjármálaeftirlitið fellst á röksemdir Kauphallarinnar að ekki sé víst allar þær bjöllur sem tilgreindar voru hefðu bætt einhverju við eftirlit Kauphallarinnar. Fjármálaeftirlitið bendir þó á að Kauphöllin hefur með bréfi sínu frá 30. september 2011 viðurkennt að Initiator of Closematch bjallan hefði mögulega getað bætt eftirlit Kauphallarinnar.

Kauphöllin hefur einnig bent á að í samstarfslýsingu Fjármálaeftirlitsins og Kauphallarinnar komi skýrt fram að ábyrgð á eftirliti með þeim þáttum laganna hvíli hjá Fjármálaeftirlitinu. Þá hafi alltaf verið ljóst að eftirlit með markaðsmisnotkun ætti ekki að einskorðast við eftirlit hennar og að viðtækar greiningar, s.s. á eignarhlut veltubóka eða fjármögnun viðskipta, sem hafi krafist umfangsmikilla heimilda til upplýsingaöflunar ættu að fara fram hjá Fjármálaeftirlitinu. Þá geti slíkar greiningar með engum hætti talist falla undir hefðbundin eftirlitsverkefni kauphalla.

**FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Fjármálaeftirlitið fellst á að Kauphöllin hafi ekki haft möguleika á að sjá heildarmyndina í viðskiptum bankanna með eigin hlutabréf, s.s. fjármögnun viðskipta. Þá falla slíkar greiningar ekki undir hefðbundin eftirlitsverkefni kauphalla. Fjármálaeftirlitið bendir hins vegar á að athugun Fjármálaeftirlitsins beinist eingöngu að þeim upplýsingum sem Kauphöllin hafði aðgang að, s.s. upplýsingar úr viðskipta- og eftirlitskerfum Kauphallarinnar. Fjármálaeftirlitið telur að Kauphöllin hefði á grundvelli gagna úr viðskipta- og eftirlitskerfi sínu átt að sjá að viðskipti bankanna með eigin hlutabréf væru ekki með eðlilegum hætti.

Kauphöllin hefur enn fremur haldið því fram að efast megi um óhlutdrægni þeirra starfsmanna Fjármálaeftirlitsins sem fóru með rannsókn málsins þar sem ábyrgð á eftirliti með starfsemi fjármálafyrirtækja er á hendi Fjármálaeftirlitsins, sbr. 1. mgr. 107. gr. laga um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002. Í svarbréfi Kauphallarinnar er einnig staðhæft að ábyrgð á þeim atriðum sem athugasemdin varðar sé því fyrst og fremst í höndum Fjármálaeftirlitsins og þeir aðilar sem hafa framkvæmt athugunina á eftirliti Kauphallarinnar fyrir hönd Fjármálaeftirlitsins hafi einnig eftirlit með framkvæmd laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007. Þá telur Kauphöllin að halda megi því fram að þeir sem fóru með rannsókn málsins hafi verið vanhæfir til meðferðar þess samkvæmt 1. mgr. 3. gr. stjórnarsýslulaga nr. 37/1993.

Fjármálaeftirlitið hafnar því með öllu að þeir starfsmenn Fjármálaeftirlitsins sem hafa unnið við athugunina geti talist vanhæfir til meðferðar þess samkvæmt 1. mgr. 3. gr. stjórnarsýslulaga nr. 37/1993, enda er staðhæfingin ekki rökstudd þannig að ljóst sé við hvers konar vanhæfi átt er við, sbr. töluliði 1.-6. í 1. mgr. 3. gr. sömu laga.

Kauphöllin hefur einnig haldið því fram að forsenda fyrir birtingu gagnsæistilkynningar á grundvelli 9. gr. a. laga um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi nr. 87/1998 sé að brot á lögum hafi átt sér stað.

Fjármálaeftirlitið fellst ekki á fyrrgreinda túlkun Kauphallarinnar. Í 9. gr. a. laga nr. 87/1998 kemur fram að Fjármálaeftirlitinu sé heimilt að birta opinberlega niðurstöður í málum og athugunum er byggjast á lögnum, nema ef slík birting verður talin stefna hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu, varðar ekki hagsmuni hans sem slíks eða veldur hlutaðeigandi aðilum tjóni sem ekki er í eðlilegu samræmi við það brot sem um ræðir. Af lögskýringargögnum verður ekki ráðið að óheimilt sé að birta upplýsingar úr athugunum nema að um lögbrot hafi verið að ræða. Þá telur Fjármálaeftirlitið að birting niðurstaðna athugunarinnar verði ekki talin stefna hagsmunum fjármálamarkaðarins í hættu.

### 3. Niðurlag

Með hliðsjón af fyrrgreindu gerir Fjármálaeftirlitið athugasemd við eftirlit Kauphallarinnar. Fjármálaeftirlitið telur að Kauphöllin hefði á grundvelli gagna úr viðskipta- og eftirlitskerfi sínu fyrir átt að sjá að viðskipti stóru bankanna þriggja með eigin hlutabréf fyrir bankahrun haustið 2008 voru ekki með eðlilegum hætti. Meðfylgjandi bréfi þessu er gagnsæistilkynning sem birt verður á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins viku eftir útsendingu þessa bréfs.



02877




FJÁRMÁLAEFTIRLITID  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

Fjármálaeftirlitið undrast viðbrögð Kauphallarinnar við niðurstöðum athugunarinnar en vill að lokum ítreka, eins og skýrt kemur fram í bréfi dags. 16. ágúst 2011, að vilji er fyrir hendi að auka samvinnu við Kauphöllina við framkvæmd eftirlits með verðbréfamarkaði.

Virðingarfyllst,

FJÁRMÁLAEFTIRLITID



Gunnar P. Andersen



Guðrún Jónsdóttir  
Guðrún Jónsdóttir

0786 4/5