



**FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ**

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

# FJÁRMÁL

## Vefrit Fjármálaeftirlitsins

### Efni:

#### **Hæfismat stjórnarmanna og framkvæmdastjóra**

Arndís Kristjánsdóttir og Helga Rut Eysteinsdóttir lögfræðingar á eftirlitssviði

#### **Er lífeyrir á Íslandi nægjanlegur?**

Björn Z. Ásgrímsson, sérfræðingur í áhættugreiningu lífeyrissjóða

#### **Nýjar lagareglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga**

Páll Friðriksson, forstöðumaður verðbréfamarkaðseftirlits

#### **Eru forsendur fyrir mati á eiginfjárförf íslenskra banka nógu traustar?**

Guðmundur Örn Jónsson, sérfræðingur á greiningasviði

#### **Hvers vegna fjármálaeftirlit?**

Svipmyndir af ráðstefnu

# HÆFISMAT STJÓRNARMANNA OG FRAMKVÆMDASTJÓRA



Arndís Kristjánsdóttir,  
lögfræðingur á eftirlitssviði



Helga Rut Eysteinsdóttir  
lögfræðingur á eftirlitssviði

## Inngangur

Fjármálafyrirtæki, váttryggingafélög og lífeyrissjóðir hafa þjóðhagslega sérstöðu. Þau eru farvegur fyrir fjármuni almennings, opinberra aðila og fyrirtækja og lykilaþáttur í því að hjól efnahagslífsins snúist á skilvirkan hátt. Samfélagið allt hefur hag af því að rekstur þessara aðila gangi vel og sé í samræmi við lög og reglur. Í samræmi við framangreint hefur löggjafanum þótt tilefni til að gera ríkar kröfur til hæfis framkvæmdastjóra og stjórnarmanna framangreindra aðila.

Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með starfsemi eftirlitsskyldra aðila, þ.á m. fjármálafyrirtækja, sbr. 1. mgr. 2. gr. laga nr. 87/1998 um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi (oefl.). Fjármálaeftirlitið skal fylgjast með að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög, reglugerðir, reglur eða samþykktir sem um starfsemina gilda og að starfsemin sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. 1. mgr. 8. gr. oefl.

Kveðið er á um hæfisskilyrði stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja, váttryggingafélaga og lífeyrissjóða í nánar tilteknum sérlögum, sbr. 52. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki (fft.), 54. gr. laga nr. 56/2010 um váttryggingastarfsemi og 31. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða. Hæfisskilyrði framangreindra sérlaga eru ekki samhljóða að öllu leyti en grundvallarsjónarmiðið að baki þeim er hið sama; að í stjórnir og stöðu framkvæmdastjóra framangreindra aðila veljist aðilar sem valdið getað starfanum.

Á grundvelli 8. gr. oefl. og hæfisskilyrða hlutaðeigandi sérlaga og reglna Fjármálaeftirlitsins um framkvæmd hæfismats settra á grundvelli þeirra metur stofnunin hvort stjórnarmenn og framkvæmdastjórar fjármálafyrirtækja, váttryggingafélaga og lífeyrissjóða uppfylli hæfisskilyrði laganna. Mat Fjármálaeftirlitsins er bundið af almennum efnisreglum stjórnsýsluréttarins svo

sem jafnræðis- og meðalhófsreglunni; ákvörðunin þarf að vera tekin á grundvelli fullnægjandi og rétttra upplýsinga og skal hún hvíla á grunni málefnalega sjónarmiða.

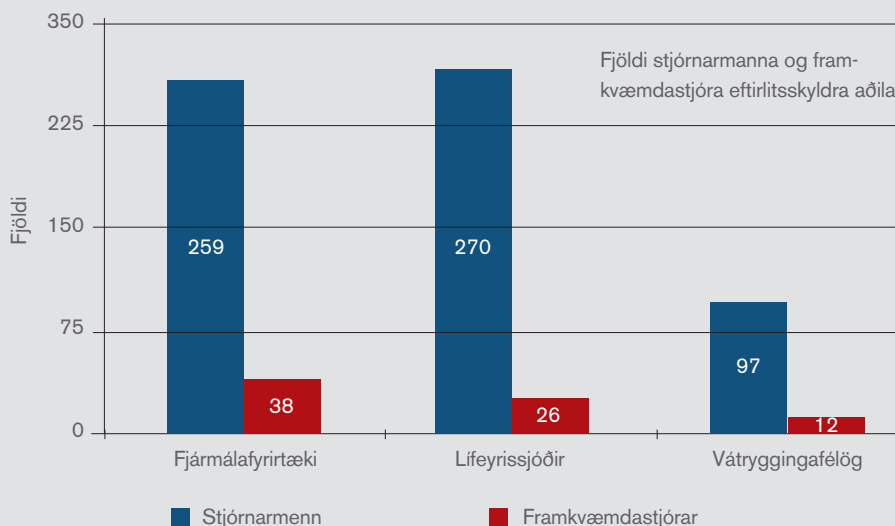
Í grein þessari eru reifuð þau viðmið sem Fjármálaeftirlitið hefur til hliðsjónar þegar lagt er mat á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra með vísan til menntunar, þekkingar og reynslu auk háttsemi. Umfjöllunin er afmörkuð við þessi tilteknu hæfisskilyrði þar sem reynt hefur mest á þau við framkvæmd hæfismats. Umfjöllun þessi er miðuð við hæfisskilyrði framkvæmdastjóra og stjórnarmanna fjármálafyrirtækja en þau eiga, að breyttu breytanda, við um mat á hæfi viðkomandi aðila hjá eftirlitsskyldum aðilum undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins.

## Mat á hæfi framkvæmdastjóra og stjórnarmanna fjármálafyrirtækja

Hæfisskilyrði laga um fjármálafyrirtæki eru annars vegar hlutlæg og hins vegar huglæg eða matskennd. Kveðið er á

## Fjöldi framkvæmdastjóra og stjórnarmanna hjá fjármálafyrirtækjum, váttryggingafélögum og lífeyrissjóðum

Fjármálaeftirlitið leggur mat á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja, váttryggingafélaga og lífeyrissjóða. Í dag eru 76 framkvæmdastjórar starfandi hjá framangreindum aðilum og 626 aðilar sitja í stjórn þeirra.



um hlutlæg skilyrði hæfis í 1. og 2. mgr. 52. gr. laganna. Þar koma fram skilyrði varðandi búsetu aðila, að viðkomandi sé lögráða, að viðkomandi megi ekki hafa verið úrskurðaður gjaldþrota síðustu fimm ár og dæmdur til refsingar fyrir brot á tilteknum lögum á síðustu 10 árum. Þá er kveðið á um takmarkanir á setu í stjórn eftirlitsskyldra aðila í 4. – 6. mgr. 52. gr. laganna.

Þau hæfisskilyrði sem kveðið er á um í 3. mgr. 52. gr. fttl. teljast matskennd en þau lúta einkum að trúverðugleika aðila auk krafna um faglegt hæfi, þ.e. að menntun, starfsreynsla og starfsferill aðila sé með þeim hætti að tryggt sé að þeir geti gegnt stöðu sinni á forsvaranlegan hátt. Einnig er gerð krafa um að viðkomandi aðilar séu fjárhagslega sjálfstæðir.

Sem fyrr segir kemur í hlut Fjármálaeftirlitsins að skera úr um hvort framkvæmdastjóri og stjórnarmenn uppfylli þær kröfur til hæfis sem 52. gr. fttl. kveður á um. Reglur Fjármálaeftirlitsins nr. 887/2012 um framkvæmd hæfismats framkvæmdastjóra og stjórnarmanna fjármálafyrirtækja, lýsa ferlinu við mat á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra auk þess að setja viðmið um matið. Ferlið hefst þegar stjórnarmenn og framkvæmdastjórar skila inn gögnum vegna hæfismatsins. Í 3. gr. reglnanna kemur fram hvaða gögnum skuli skila og skal þeim skilað eigi síðar en fjórum vikum eftir kosningu nýrra stjórnarmanna eða ráðningu framkvæmdastjóra. Finna má gögn vegna skriflegrar upplýsingagjafar í tengslum við hæfismat framkvæmdastjóra og stjórnarmanna í [þjónustugátt](#) á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins.

Fjármálaeftirlitið yfirfer skriflega upplýsingagjöf stjórnarmanna og framkvæmdastjóra og kannar hvort hæfisskilyrði laganna eru uppfyllt. Við matið er höfð hliðsjón af þeim viðmiðum sem Fjármálaeftirlitið hefur sett en meðal þeirra eru þau viðmið sem verða reifuð hér á eftir. Ef vafi er um nægilega þekkingu stjórnarmanns er viðkomandi boðið að undirgangast munnlegt hæfismat þar sem könnuð er þekking hans. Í þeim tilvikum þegar stjórnarmaður virðist uppfylla öll hæfisskilyrði ákveður Fjármálaeftirlitið hvort stjórnarmaður skuli eftir sem áður undirgangast munnlegt hæfismat. Sú ákvörðun er tekin með tilliti til tegundar starfsleyfis og umfangs rekstrar viðkomandi.

Við mat á þekkingu stjórnarmanna getur Fjármálaeftirlitið notið aðstoðar utanaðkomandi aðila. Í þeim tilvikum sem Fjármálaeftirlitið ákveður að meta nægilega þekkingu stjórnarmanns samkvæmt framangreindu, er óskað eftir umsögn ráðgjafarnefndar um hæfi stjórnarmanna. Sjá nánar [starfsreglur ráðgjafarnefndarinnar](#) frá 9. apríl 2013 á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins. Miðað er við að stjórnarmaður skuli undirgangast munnlegt hæfismat innan sex vikna frá því að hann uppfyllti aðrar hæfiskröfur laga að mati Fjármálaeftirlitsins.

Rétt er að geta þess að ferlið er með öðrum hætti þegar um er að ræða framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja. Þegar Fjármálaeftirlitið hefur komist að niðurstöðu um að framkvæmdastjóri uppfylli öll hæfisskilyrði laga, utan þekkingar, boðar stofnunin viðkomandi í öllum tilvikum í munnlegt hæfismat. Í þeim tilvikum nýtur Fjármálaeftirlitið ekki aðstoðar utanaðkomandi aðila.

Reynist árangur stjórnarmanna eða framkvæmdastjóra ófullnægjandi í munnlegu hæfismati er þeim gefinn kostur á að endurtaka viðtalið innan fjögurra vikna frá því niðurstaðan liggur fyrir. Hæfismat verður einungis endurtekið einu sinni, nema sérstök rök leiði til annars. Í þeim tilvikum þar sem framkvæmdastjóri eða stjórnarmaður virðist ekki uppfylla hæfisskilyrði laga er viðkomandi sent andmælabréf og boðið að koma á framfæri sjónarmiðum eða andmælum sínum. Að fengnum andmælum viðkomandi tekur Fjármálaeftirlitið ákvörðun um hæfi hans. Stjórnarmanni sem er ekki talinn hæfur er óheimilt að taka sæti í stjórn eftirlitsskylds aðila. Hafi hann þegar hafið störf getur Fjármálaeftirlitið krafist þess að aðili láti af störfum, ýmist tímabundið eða til frambúðar. Ef kröfum Fjármálaeftirlitsins er ekki sinnt innan hæfilegra tímamarka getur stofnunin einhliða vikið aðila frá störfum á grundvelli 4. mgr. 10. gr. oefl. Stjórn Fjármálaeftirlitsins tekur slíka ákvörðun, sbr. b-lið 2. mgr. 3. gr. reglna um störf stjórnar Fjármálaeftirlitsins.

Í þeim tilvikum sem viðkomandi er talinn uppfylla hæfisskilyrði sendir Fjármálaeftirlitið viðkomandi bréf þar sem fram kemur að stofnunin geri að svo stöddu ekki athugasemdir við hæfi viðkomandi til þess að gegna stöðu sinni. Tekið skal fram að Fjármálaeftirlitið getur á hverjum tíma tekið hæfi framkvæmdastjóra og stjórnarmanna til sérstakrar skoðunar.

### **Mat á þekkingu og starfsreynslu**

Liður í hæfismati stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja er að meta hæfi aðila með vísan til þekkingar og starfsreynslu, sbr. 3. másl. 3. mgr. 52. gr. fttl. Þar kemur eftirfarandi fram:

Jafnframt skulu stjórnarmenn og framkvæmdastjórar búa yfir nægilegri

þekkingu og starfsreynslu til að geta gegnt stöðu sinni á tilhlýðilegan hátt, m.a. hafa þekkingu á þeirri starfsemi sem viðkomandi fjármálafyrirtæki stundar.

Í framangreindum hæfispætti felst sjálfstætt hæfisskilyrði sem stjórnarmönnum og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækis ber að fullnægja. Rökin að baki ákvæðinu er að finna í athugasemdum með frumvarpi til laga nr. 75/2010 en þar kemur fram að markmið laganna sé að skerpa á hæfisskilyrðum, m.a. með þrengri og skýrari ákvæðum um starfsreynslu aðila.

Í 7. gr. reglna nr. 887/2012 er inntak hæfisskilyrðis um starfsreynslu skýrt nánar en þar segir:

Framkvæmdastjórar og stjórnarmenn skulu búa yfir nægilegri starfsreynslu til að geta gegnt stöðu sinni á tilhlýðilegan hátt, m.a. hafa þekkingu á þeirri starfsemi sem viðkomandi fjármálafyrirtæki stundar.

Við mat á nægilegri starfsreynslu er jafnframt höfð hliðsjón af tegund og umfangi reksturs þess fjármálafyrirtækis sem um ræðir.

Á grundvelli framangreindra hæfisskilyrða hefur Fjármálaeftirlitið sett viðmið sem litið er til við mat á nægilegri þekkingu og starfsreynslu stjórnarmanna og framkvæmdastjóra, skv. 3. málsl. 3. mgr. 52. gr. ffl. Skulu þau helstu nú reifuð.

Starfsreynsla eða stjórnarseta sem leiðir af sér þekkingu aðila á starfsemi viðkomandi fjármálafyrirtækis eða á starfsemi fjármálafyrirtækis með sambærilegar starfsheimildir telst almennt fullnægja framangreindum skilyrðum um nægilega þekkingu og starfsreynslu. Hið sama

á jafnframt við ef aðili hefur átt virkan eignarhlut í viðkomandi fjármálafyrirtæki eða í fjármálafyrirtækjum með sambærilegar starfsheimildir.

Stjórnunarstarf eða stjórnarseta aðila hjá öðrum eftirlitsskyldum aðila eða almennu fyrirtæki, reynsla af eigin fjárfestingum á fjármálamarkaði eða af eigin atvinnurekstri getur talist nægjanleg til þess að aðili teljist fullnægja skilyrðum 3. málsl. 3. mgr. 52. gr. laganna. Félagssstörf og þátttaka í stjórnámálum hafa að jafnaði lítið vægi en geta komið til skoðunar í vafatilvikum sem eru naumlega utan marka.

Í mati Fjármálaeftirlitsins á nefndri þekkingu og starfsreynslu stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja geta tiltekin atriði verið til veikingar eða styrkingar framangreindum hæfispáttum. Þau eru m.a. stærð þess fyrirtækis sem starfsreynsla eða stjórnarseta aðila byggir á, tímalengd í því starfi eða í stjórn, hvort viðkomandi sat sem aðalmaður eða varamaður í stjórn þess fyrirtækis og í hverju starf hans fólst, t.d. hvort það krafðist viðskiptalegrar og stjórnunarlegrar þekkingar.

Af orðalagi 3. málsl. 3. mgr. 52. gr. ffl. og sjónarmiðum um mat á nægilegri starfsreynslu skv. 2. mgr. 7. gr. reglnanna er ráðið að misríkar kröfur eru gerðar til hæfis aðila eftir tegund og umfangi reksturs þess fjármálafyrirtækis sem viðkomandi gegnir framkvæmdastjórastarfi hjá eða situr í stjórn í. Í hæfismati Fjármálaeftirlitsins eru því ríkari kröfur gerðar til þekkingar og starfsreynslu framkvæmdastjóra eða stjórnarmanns viðskiptabanka en framkvæmdastjóra eða stjórnarmanns verðbréfamiðlunar.

## Mat á háskólaprófi sem nýtist í starfi

Ákvæði 1. málsl. 3. mgr. 52. gr. ffl. kveður á um þær kröfur sem gerðar eru til menntunar stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja. Þar kemur fram að þessir aðilar:

...skulu...[...]...hafa lokið háskólaprófi sem nýtist í starfi.

Framangreind krafa laganna er sjálfstætt hæfisskilyrði sem kom inn í lög um fjármálafyrirtæki með breytingalögum nr. 75/2010. Í orðanna hljóðan felst að aðilar þurfi auk þekkingar og starfsreynslu sbr. 3. málsl. 3. mgr. 52. gr. ffl. að uppfylla menntunarkröfur laganna til að teljast hæfir til að gegna framkvæmdastjórastarfi hjá fjármálafyrirtæki eða sitja í stjórn þess.

Í 2. mgr. 6. gr. reglna nr. 887/2012, er inntak hæfisskilyrðis um háskólapróf sem nýtist í starfi skýrt nánar. Þar segir:

Með háskólaprófi sem nýtist í starfi er átt við að aðili hafi aflað sér fræðilegrar þekkingar sem tengist starfsemi, uppbyggingu eða rekstri fyrirtækja.

Á grundvelli nefndra sjónarmiða er háskólapróf á sviði fjármála, hagfræði, rekstrarverkfræði og tengdra fræðigreina almennt talið fullnægja skilyrði laganna um háskólapróf sem nýtist í starfi. Vegna hinna sérhæfðu réttarheimilda er gilda um starfsemi fjármálafyrirtækja og fjármálamarkaðarins hefur háskólapróf í lögfræði jafnframt verið talið fullnægja skilyrðum ákvæðisins. Ekki er gerður greinarmunur á því hvort aðili hafi lokið BS eða BA prófi, meistaraþrófi eða doktorsþrófi. Aðrar prófgráður s.s. diplóma nám eða styttri námskeið í framangreindum fræðigreinum eða háskólapróf í öðrum fræðigreinum, s.s.

sagnfræði, heimspeki, guðfræði, félagsfræði eða læknisfræði eru almennt ekki taldar fullnægja menntunarskilyrðum ákvæðisins.

Samkvæmt orðanna hljóðan 1. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna þarf aðili að hafa lokið umræddu háskólaprófi svo menntunarkröfum ákvæðisins sé fullnægt. Það er því ekki nægjanlegt að aðili stundi nám í umræddum fræðigreinum en það getur hins vegar komið til álita í tilvikum þar sem lagt er mat á hæfi aðila með vísan til undanþágu frá menntunarkröfum skv. 2. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna.

### **Mat á undanþágu frá menntunarkröfum á grundvelli þekkingar og reynslu aðila**

Fullnæggi framkvæmdastjóri eða stjórnarmaður ekki framangreindum skilyrðum laganna um menntun getur viðkomandi sótt um undanþágu með vísan til þekkingar og reynslu. Í ákvæði 2. másl. 3. mgr. 52. gr. ffl. er kveðið á um þá heimild:

Fjármálaeftirlitið getur veitt undanþágu frá menntunarkröfum skv. 1. másl. á grundvelli reynslu og þekkingar viðkomandi.

Nánar er kveðið á um inntak undanþágunnar í 3. og 4. mgr. 6. gr. reglna nr. 887/2012:

Fjármálaeftirlitið getur veitt undanþágu sýni aðili fram á að hann hafi aflað sér reynslu og þekkingar sem nýtist í starfi. Í því sambandi er m.a. litið til fyrri stjórnarsetu og fyrri starfa aðila og þeirrar þekkingar sem hann hefur aflað sér.

Við mat á nægilegri reynslu og þekkingu er jafnframt höfð hliðsjón

af tegund og umfangi reksturs þess fjármálafyrirtækis sem um ræðir.

Eðli málsins samkvæmt og svo gætt sé jafnræðis og samræmis í inntaki hugtaka og hæfisþátta er mat á þekkingu og reynslu með vísan til framangreindrar undanþágu frá menntunarkröfum um margt sambærilegt mati á þekkingu og starfsreynslu skv. 3. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna. Hins vegar byggir matið á undanþáguheimild sem skýra ber þröngt. Eru því ríkari kröfur gerðar til reynslu og þekkingar aðila ef hæfismatið byggir á undanþágu frá menntunarkröfum laganna samkvæmt 2. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna en þegar um er að ræða mat á hæfi með vísan til þekkingar og starfsreynslu samkvæmt 3. másl. 3. mgr. 52. gr. þeirra.

Á grundvelli framangreindra sjónarmiða hefur Fjármálaeftirlitið sett viðmið sem litið er til við mat á reynslu og þekkingu viðkomandi á grundvelli undanþágu frá menntunarkröfum. Skulu þau helstu nú reifuð.

Starfsreynsla eða stjórnarseta sem felur í sér þekkingu aðila á starfsemi viðkomandi fjármálafyrirtækis eða á starfsemi fjármálafyrirtækis með sambærilegar starfsheimildir getur, ein og sér, nægt til veitingar undanþágu frá menntunarkröfum. Annars konar þekking og reynsla, s.s. stjórnunarstarf eða stjórnarseta aðila hjá öðrum eftirlitsskyldum aðila eða hjá almennu fyrirtæki, reynsla af eigin fjárfestingum á fjármálamarkaði eða af eigin atvinnurekstri er almennt, ein og sér, ekki nægileg til þess að aðili teljist uppfylla skilyrði undanþágu frá menntunarkröfum. Hið sama gildir ef viðkomandi á eða hefur átt virkan eignarhlut í fjármálafyrirtæki.

Í tengslum við framangreint hæfismat Fjármálaeftirlitsins geta tiltekin atriði verið til veikingar eða styrkingar á nefndum hæfisþáttum. Það eru atriði s.s. tímalengd í umræddu starfi eða í stjórn, tegund starfs aðila og stærð þess fjármálafyrirtækis sem reynsla og þekking aðila hvílir á. Þannig vegur t.d. þungt ef viðkomandi var stjórnandi til fjölda ára hjá fjármálafyrirtæki og starf hans tengd ist almennum viðskiptalegum og stjórnunarlegum þáttum. Hvað varðar reynslu af stjórnarsetu þá vegur það umtalsvert þyngra ef viðkomandi var aðalmaður í stjórn en ef hann var varamaður. Aðrir hæfisþættir aðila geta einnig komið til greina við matið s.s. hvort viðkomandi sé að ljúka námi í viðskiptafræði eða tengdum fræðigreinum eða hafi lokið námsgreinum eða námsskeiðum á því sviði. Að lokum skal þess getið að af ákvæði 4. mgr. 6. gr. reglnanna leiðir að tegund og umfang reksturs þess fjármálafyrirtækis sem viðkomandi gegnir framkvæmdastjórastarfi fyrir eða situr í stjórn hjá hefur áhrif á þær kröfur sem gerðar eru til þekkingar og reynslu aðila þegar veitt er undanþága frá menntunarkröfum.

### **Mat á fyrri háttsemi**

Liður í hæfismati stjórnarmanna og framkvæmdastjóra fjármálafyrirtækja er að meta hæfi með vísan til fyrri háttsemi, sbr. 4. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna. Þar kemur fram að:

Þeir mega ekki hafa sýnt af sér háttsemi sem gefur tilefni til að draga í efa hæfni þeirra til að standa fyrir traustum og heilbrigðum rekstri eða að þeir muni hugsanlega misnota aðstöðu sína eða skaða félagið.

Í 8. gr. reglna nr. 887/2012 er fyrrnefnt hæfisskilyrði skýrt frekar en ákvæðið er svohljóðandi:

Framkvæmdastjórar og stjórnarmenn mega ekki hafa sýnt af sér háttsemi, athöfn eða athafnaleysi, sem gefur tilefni til að draga megi í efa hæfni þeirra til að standa fyrir traustum og heilbrigðum rekstri eða að líkur séu til að þeir muni hugsanlega misnota aðstöðu sína eða skaða félagið.

Við matið er m.a. litið til háttsemi aðila sem kynni að rýra trúverðugleika hans og skaða orðspor fjármálaeftirlætisins ef opinber væri. Jafnframt er höfð hliðsjón af fyrri afskiptum Fjármálaeftirlitsins vegna starfa aðila eða vegna starfshátta eftirlitsskylds aðila sem hann var í forsvari fyrir eða bar ábyrgð á.

Framangreind hæfiskrafa 4. másl. 3. mgr. 52. gr. ffl. kom inn í lög in núverandi mynd með breytingalögum nr. 75/2010. Markmið breytinganna var m.a. að herða á þágildandi reglum um fyrri háttsemi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra. Hliðstæð hæfiskrafa hefur þó verið í lögunum frá setningu þeirra.

Í athugasemdum við 52. gr. í frumvarpi því er síðar varð að lögum nr. 161/2002 kemur fram að með háttsemi sé átt við að stjórnarmaður eða framkvæmdastjóri hafi með fyrri hegðun sinni rúið sig trausti til að takast á hendur stjórn fjármálaeftirlætisins. Þar kemur jafnframt fram að skilyrði þágildandi 2. mgr. 52. gr. ffl. sem nú er 4. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna sé hliðstætt skilyrðum þágildandi 2. mgr. 38. gr. laga nr. 43/1993 um viðskiptabanka og sparisjóði og 2. mgr. 3. gr. laga nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti. Í athugasemdum við 2. mgr. 38. gr. frumvarps þess er síðar varð að lögum nr. 43/1993 kemur m.a. fram að ekki sé unnt að gefa tæmandi talningu á gildissviði ákvæðisins. Það sé

ekki bundið við að brotið hafi verið gegn lögum eða að viðkomandi hafi hlotið dóm fyrir umrædda háttsemi heldur liggja áherslan á því hvort ferill viðkomandi eða fyrri störf hans séu með þeim hætti að rýrt hafi álit hans þannig að ekki sé rétt með tilliti til hagsmuna fyrirtækisins, markaðarins í heild eða almennings að hann gegni þessum ábyrgðarstörfum. Almennt yrði að vera um alvarlegar ávirðingar að ræða.

Í athugasemdum við framangreint ákvæði 52. gr. frumvarps til laga nr. 161/2002 eru tekin dæmi um fyrri háttsemi aðila sem löggjafinn telur þess eðlis að þýðingu geti haft við mat á hæfi. Þar kemur fram að refsiverður verknaður aðila geti haft áhrif á mat á hæfi hans enda þótt brotið hafi ekki lotið að atvinnurekstri eða lengra en fimm ár, sem nú er 10 ár, hafi liðið frá því að dómur gekk. Þá segir að enn fremur geti fyrri þrotameðferð haft áhrif á mat á hæfi stjórnarmanns eða framkvæmdastjóra þótt lengri tími hafi liðið frá skiptameðferð en fimm ár. Eins og fram kemur í nefndum athugasemdum hafa fyrri brot á lögum um starfsemi á fjármálamarkaði sérstaka þýðingu við matið, auk þess sem fyrri afskipti Fjármálaeftirlitsins eða mat þess á fyrri störfum viðkomandi hefur þýðingu við mat á hæfi. Fleiri ástæður geta komið til skoðunar. Þá kemur fram að mat Fjármálaeftirlitsins verði eðli máls samkvæmt að vera rökstutt með hliðsjón af hagsmunum fyrirtækisins og þar með viðskiptamanns.

Á grundvelli framangreinds hefur Fjármálaeftirlitið sett sér viðmið sem litið er til við mat á fyrri háttsemi skv. 4. másl. 3. mgr. 52. gr. laganna. Skulu þau helstu nú reifuð.

Hin ámælisverða háttsemi sem til skoðunar er þarf að vera á ábyrgð aðilans sjálf til þess að hún teljist rýra trúverðugleika þannig að áhrif hafi á persónulegt hæfi hans. Í því sambandi skal á það bent að ýmsar starfsskyldur framkvæmdastjóra og stjórnar eru bundnar í lög og bera þeir ábyrgð samkvæmt því. Ef það er niðurstaða Fjármálaeftirlitsins að hin ámælisverða háttsemi var á ábyrgð aðilans sjálf, ber stofnuninni að leggja mat á alvarleika hennar en eins og greint hefur verið frá kemur almennt einvörðungu til skoðunar fyrri háttsemi sem gefur tilefni til eða leiddi til alvarlegrar ávirðingar.

Af nefndum sjónarmiðum í athugasemdum við ákvæði 52. gr. laganna, ákvæðum 72. gr. og 75. gr. stjórnarskrár lýðveldisins Íslands nr. 33/1944 um vernd atvinnu manna og eigna og ábyrgð stjórnar á störfum framkvæmdastjóra samkvæmt lögum nr. 2/1995 um hlutfélög leiðir, að mat Fjármálaeftirlitsins á fyrri háttsemi í skilningi 4. másl. 3. mgr. 52. gr. ffl. miðast við háttsemi sem leiddi af sér áþreifanleg viðbrögð. Þetta er til að mynda háttsemi sem leiddi til ítrekaðra eða alvarlegra athugasemda Fjármálaeftirlitsins eða stjórnsýsluviðurlög vegna viðkomandi aðila eða eftirlitsskylds aðila sem viðkomandi var í forsvari fyrir eða bar ábyrgð á. Þá geta viðurlög annarra stjórnvalda vegna sambærilegrar háttsemi jafnframt komið til skoðunar. Önnur tilvik sem valdið geta skorti á hæfi með vísan til fyrri háttsemi eru t.d. að aðili hafi réttarstöðu sakbornings eða ef ákæra hefur verið lögð fram á hendur viðkomandi eða eftirlitsskyldum aðila sem hann var í forsvari fyrir eða bar ábyrgð á, vegna meintra brota á lögum sem tilgreind eru í 2. mgr. 52. gr. ffl.

Við mat á áhrifum háttseminnar á hæfi til að gegna stöðu framkvæmdastjóra eða stjórnarmanns fjármálafyrirtækis er höfð hliðsjón af sjónarmiðum til mildunar eða þyngingar eftir því sem við á. Þau helstu eru hversu langt er liðið frá því hin ámælisverða háttsemi átti sér stað, hvort háttsemin hafi verið framin af ásetningi eða stórkostlegu gáleysi, hvort háttsemin hafi verið ítrekuð, valdið tjóni eða leitt af sér verulega tjónshættu.

Framangreint hæfisskilyrði 4. málsl. 3. mgr. 52. gr. ffl. er viðvarandi, sbr. 20. gr. reglna nr. 887/2012. Hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra getur þannig komið til athugunar eftir að þeir taka við starfi.

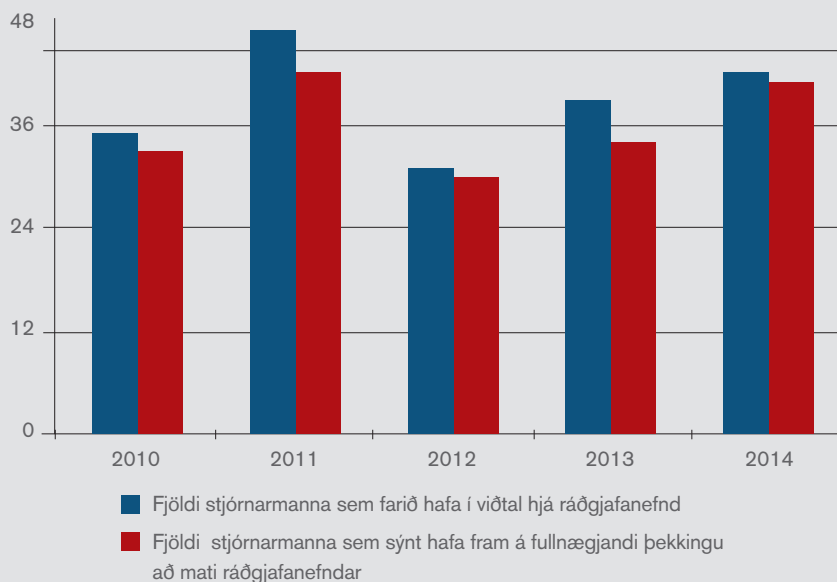
Að lokum er rétt að geta þess að þrátt fyrir hlutverk Fjármálaeftirlitsins í tengslum við mat á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra er það ávallt á ábyrgð viðkomandi að gæta að hæfi

sinu og tryggja að ekki sé ástæða til þess að efast um að þeir uppfylli hæfisskilyrði laga. Rekstur fjármálafyrirtækja getur verið afar flókinn og umfangsmikill og eru því ríkar kröfur gerðar til slíkra fyrirtækja, m.a. hvað varðar rekstur, starfsemi og viðskiptahætti þess. Í því sambandi er sérstaklega mikilvægt að óumdeilt sé að þeim sem hefur verið falin ábyrgð á rekstri fjármálafyrirtækis uppfylli hæfisskilyrði laga og geti valdið starfi sinu með fullnægjandi hætti.

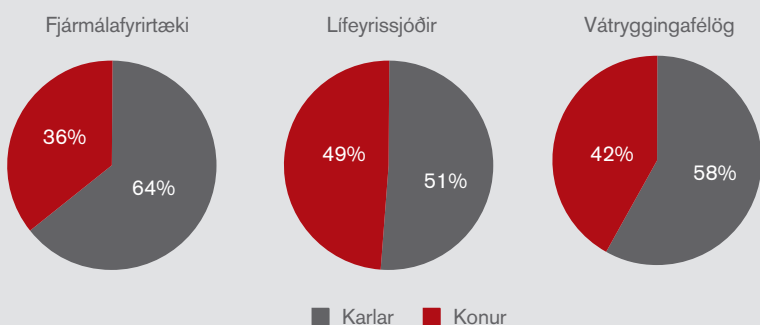
### Ráðgjafarnefnd um hæfi stjórnarmanna.

Við mat á þekkingu stjórnarmanna fjármálafyrirtækja, váttryggingafélaga og lífeyrissjóða getur Fjármálaeftirlitið óskað eftir umsögn ráðgjafarnefndar um hæfi stjórnarmanna.

Á tímabilinu frá 2010 til 2014 hafa 194 stjórnarmenn farið í viðtal hjá ráðgjafarnefndinni. Af þeim reyndist þekking 180 stjórnarmanna fullnægjandi og þekking 14 stjórnarmanna ófullnægjandi að mati ráðgjafarnefndarinnar. Reynist þekking aðila ófullnægjandi er algengast að viðkomandi segi sig í kjölfarið úr stjórn eftirlitsskylds aðila að eigin frumkvæði. Einnig hefur komið til þess að stjórn Fjármálaeftirlitsins víki stjórnarmanni úr stjórn viðkomandi aðila á grundvelli heimildar í 4. mgr. 10. gr. oefl.



### Kynjahlutfall stjórnarmanna



Ákvæði 63. gr. laga nr. 2/1995 um hlutfélög og 29. gr. laga nr. 129/1997 um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða kveða á um að hlutfall hvors kyns í stjórn um allra þeirra aðila er falla undir löginn skuli vera 40% að lágmarki. Sama gildir um kynjahlutföll meðal varamanna. Í lögum um hlutfélög miðast framangreint við stjórnir félaga þar sem starfa fleiri en 50 starfsmenn að jafnaði á ársgrundvelli.

Myndin hér til hliðar sýnir núverandi kynjahlutfall í stjórn um allra fjármálafyrirtækja, váttryggingafélaga og lífeyrissjóða óháð því hvort þar starfi fleiri en 50 starfsmenn.

# ER LÍFEYRIR Á ÍSLANDI NÆGJANLEGUR?

Nýlega lauk rannsóknarverkefni um nægjanleika lífeyrissparnaðar (e. retirement savings adequacy) hér á landi. Verkefnið er liður í alþjóðlegum samanburði um lífeyrissparnað og var unnið eftir ákveðinni forskrift frá OECD til að auðvelda samanburð milli landa. Undirbúningur og framkvæmd verkefnisins var unnin af Fjármálaeftirlitinu og Landssamtökum lífeyrissjóða og styrkt af Evrópusambandinu.

Misjafnt er milli landa hvernig lífeyrismálum er háttað og með hvaða hætti lífeyrissparnaður á sér stað. Sjóðasöfnun eða gegnumstreymi eru helstu uppsprettur lífeyris í flestum löndum. Töluverðar umbætur hafa átt sér stað á lífeyriskerfum víða um heim og ganga þær í aðalatriðum út á að efla sjóðasöfnun og draga úr mikilvægi almannatrygginga og gegnumstreymis-sjóða, það er að segja að hver kynslóð spari til eftirlaunaára sinna. Þetta er í anda stefnumörkunar á vegum OECD og Alþjóðabankans og ekki ólíkt þeirri þróun sem hefur verið hér á landi.

Vegna þess hve lífeyrismálum er misjafnlega háttað milli landa er samanburður á styrkleika lífeyriskerfa þeirra mjög erfiður. Íslendingar horfa mikið til opinberra gagna sem birt eru á vegum OECD um stærð íslenska kerfisins sem hlutfall af vergri landsframleiðslu og komum við vel út í þeim samanburði eins og alkunna er. Þessi samanburður hefur sínar takmarkanir þar sem eingöngu er verið að styðjast við gögn um sjálfstæða lífeyrissjóði en ekki annan lífeyrissparnað til dæmis hjá tryggingafélögum, fjármála-fyrirtækjum, vinnuveitendum sjóðfélaga eða jafnvel hinu opinbera.

Af þessum sökum hefur þróunin verið sú að horfa meira til annarra mælikvarða eins og nægjanleika lífeyris. Með öðrum orðum, er sparnaður til eftirlaunaáranna nægjanlegur? Nærtækast er að meta nægjanleikann með því að horfa á hversu háir ellilífeyrir er sem hlutfall (%) af meðalævitekjum og/eða lokalaunum sem nefnt hefur verið lífeyrishlutfall (e. replacement ratio). Samanburður á lífeyrishlutfalli milli landa gefur mun gleggri mynd en samanburður á fjárhæðum lífeyrissparnaðarins. Nokkur lönd hafa verið að móta sér markmið um nægjanleika lífeyris og þá helst sem hlutfall af meðalævitekjum þar sem hlutfall af lokalaunum er nokkuð erfiðara við útreikning.

Um það bil 10 lönd hafa með einum eða öðrum þætti tekið þátt í rannsókn á nægjanleika lífeyris með leiðsögn og eftir forskrift frá OECD. En út á hvað gengur slík rannsókn og hvaða spurningum skal leitast við að svara? Samkvæmt áherslum OECD skal meta hvort:

- Framtíðarlífeyrir verði nægjanlegur miðað við fátæktarmörk
- Framtíðarlífeyrir verði nægjanlegur miðað við núverandi lífeyrisþega
- Lífeyrisþegar muni geta haldið sömu lífsgæðum
- Lífeyrissjóðir muni veita nægjanleg réttindi (samtrygging og séreign)
- Þörf sé á sérstökum aðgerðum til að auka lífeyrissparnað
- Sérstakir hópar eigi á hættu að fá ekki nægjanlegan lífeyri
- Koma eigi á fót mælikvörðum um nægjanleika lífeyris

Í þessu verkefni voru allar stoðir lífeyris metnar, þ.e. lífeyrir frá almannatrygging-

um (skattfé), samtryggingardeildum lífeyrissjóða, séreignarsparnaður og sparnaður vegna eigin húsnæðis. Rannsóknin sneri fyrst og fremst að því að framreikna væntan ellilífeyri þeirra sem eru virkir þátttakendur í lífeyrissparnaði úr öllum stoðum lífeyriskerfisins. Byggt var á gögnum í lok árs 2012. Reiknað var með óbreyttum lífslíkum og reglum almannatrygginga. Samkvæmt forskrift OECD var gert ráð fyrir 1,5% árlegri framleiðniaukningu sem skili sér í hærri launum. Að auki var gert ráð fyrir aldursbundnum launahækkunum. Í góðu samstarfi við Persónuvernd og lífeyrissjóðina var safnað gögnum um alla virka sjóðfélaga í lok árs 2012. Með hliðsjón af ofangreindum takmörkunum var unnið með úrtak um 90 þúsund einstaklinga og í því sambandi notaðar dulkóðaðar kennitölur eftir forskrift Persónuverndar.

Niðurstöður rannsóknarinnar voru mjög fjölbættar og ákveðinn gagnagrunnur afhentur OECD til úrvinnslu. Frekari niðurstöður og forsendur rannsóknarinnar komu fram í skýrslu sem gefin var út þann 4. febrúar sl. og birt á heimasíðum Fjármálaeftirlitsins og Landssamtaka lífeyrissjóðanna. Samanburður niðurstaðna við önnur lönd mun birtast, síðar á árinu, í opinberum gögnum OECD.

## Helstu niðurstöður

Ekki er til landsmarkmið fyrir Ísland um lífeyrishlutfall frá öllum stoðum lífeyriskerfisins, fyrir utan þau markmið sem koma fram í lögum um lífeyrissjóði opinberra starfmannna og á almennum vinnu-markaði. Þar er kveðið á um markmið að lágmarki 76% lífeyrishlutfall af meðal ævitekjum hjá opinberu sjóðunum (sem njóta baktrygginga launagreiðenda)



**Björn Z. Ásgrímsson,**  
sérfræðingur í  
áhættugreiningu lífeyrissjóða



Tafla 1: Lífeyrishlutfall af meðalævitekjum og hlutfall fólks sem fær minna en 56%

	Allir	35-39	40-44	Aldur			
				45-49	50-54	55-59	60-64
Lífeyrishlutfall (meðalævitekjur)	64%	64%	64%	64%	64%	63%	61%
% fólks sem fær minna en 56%	32%	27%	29%	31%	33%	36%	42%

	Lág-tekjur	Meðal-tekjur	Há-tekjur	Karlar	Konur	Opinb. sjóðir	Almennir sjóðir
Lífeyrishlutfall (meðalævitekjur)	59%	66%	62%	62%	64%	84%	59%
% fólks sem fær minna en 56%	45%	27%	34%	36%	34%	9%	41%

en 56% hjá almennu sjóðunum. Tölur 1 og 2 sýna niðurstöður væntanlegs lífeyrishlutfalls samtryggingarsjóða, eftir þeim flokkum sem liggja til grundvallar rannsókninni.

Niðurstöður sýna að nærri 1/3 af úrtakinu mun ekki ná lágmarks markmiði um 56% lífeyrishlutfall og eru þeir verst settir sem eru að nálgast töku lífeyris, aldurshópurinn 60-64 ára. Einnig er ljóst að umtalsverður hluti þeirra sem eru í lægsta tekjuhópnum, eða 45%, mun ekki ná 56% markmiðinu um lífeyrishlutfall. Vegna þess hversu góð réttindi opinberu sjóðirnir veita eru aðeins 9% sem munu ekki ná 56% markmiðinu samanborið við rúmlega 40% á almenna markaðnum.

Tafla 2 sýnir niðurstöður væntanlegs

lífeyrishlutfalls þegar allar þrjár stoðir lífeyriskerfisins eru teknar saman. Það er almannatryggingar (stoð 1), samtryggingardeildir lífeyrissjóða (stoð 2) og séreign (stoð 3).

Lífeyrishlutfall eftir aldurshópum er nokkuð jafnt í öllum stoðum lífeyriskerfisins. Samtryggingardeildir lífeyrissjóðanna eru ákveðinn grunnur og styrkasta stoðin við öflun lífeyris en almannatryggingar og séreignarsparnaðurinn gegna mikilvægu hlutverki þegar þeim er bætt við. Lágtekjuhópar munu ná háu lífeyrishlutfalli vegna þess að almannatryggingar koma sterkt inn hjá þeim við öflun lífeyristekna. Að sama skapi munu konur ná hærra lífeyrishlutfalli vegna þess að þær hafa að jafnaði lægri lífeyrisréttindi en karlar og þar af leiðandi

munu almannatryggingar bæta þeim það upp að einverju leyti þegar þær hefja töku lífeyris. Munur á væntanlegu lífeyrishlutfalli opinberra starfsmanna og starfsmanna á almenna vinnumarkaðinum minnkar verulega þegar lífeyrir frá almannatryggingum og séreignarsparnaði er tekinn með. Lífeyrishlutfall framtíðar lífeyrisþega er tiltölulega hátt í samanburði við önnur lönd sem tekið hafa þátt í rannsókninni þegar lagðar eru saman stoðir 1 og 2. Samanburðir vegna stoðar 3, séreignarsparnaðar, er erfiðari vegna ófullnægjandi gagna frá nokkrum löndum. OECD mun væntanlega síðar á árinu birta gögn um samanburð lífeyrishlutfalls á Íslandi miðað við önnur lönd í sambærilegri rannsókn.

Ísland hefur lengi haft þá sérstöðu með-

Tafla 2: Framlag stoðanna þriggja til heildar lífeyrishlutfalls af meðalævitekjum

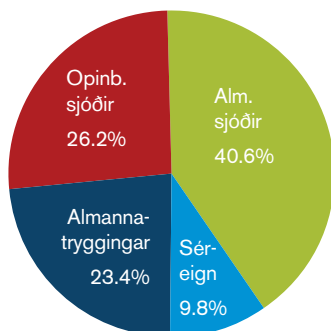
	Allir	35-39	40-44	Aldur			
				45-49	50-54	55-59	60-64
Lífeyrishlutfall frá stoð 2	64%	64%	64%	64%	64%	63%	61%
Lífeyrishlutfall frá stoðum 1+2	94%	93%	94%	96%	95%	94%	93%
Lífeyrishlutfall frá stoð 1+2+3	103%	103%	104%	104%	104%	101%	99%

	Lág-tekjur	Meðal-tekjur	Há-tekjur	Karlar	Konur	Opinb. sjóðir	Almennir sjóðir
Lífeyrishlutfall frá stoð 2	59%	66%	62%	62%	64%	84%	59%
Lífeyrishlutfall frá stoðum 1+2	119%	94%	73%	89%	105%	106%	90%
Lífeyrishlutfall frá stoð 1+2+3	124%	103%	86%	97%	111%	115%	99%

al landa innan OECD hversu stórt hlutverk lífeyrissjóðirnir skipa við öflun lífeyristekna og að hlutur almannatrygginga er mun minni. Þessu er yfirleitt öfugt farið í öðrum löndum. Mikilvægi samtryggingarsjóða og séreignarsparnaðar við öflun framtíðar lífeyris kemur skýrt fram á mynd 1 en hlutur þeirra mun nema 76,6%. Sá hluti sem mun koma frá almannatryggingum (skattfé) verður aðeins 23,4%.

Mynd 1: Vægi þátta lífeyriskerfisins, í % af heildarlífeyrisgreiðslum



- Lífeyrir almannatrygginga (stoð 1)
- Lífeyrir sjóðs með bak-ábyrgð (stoð 2)
- Lífeyrir sjóðs háður eignum (stoð 2)
- Lífeyrir sjóðs háður eignum (Stoð 3)

Niðurstöður útreikninga í þessari rannsókn veita svör við lykilspurningum og varpa ljósi á og staðfesta styrk og veikleika í íslenska lífeyriskerfinu.

### Helstu veikleikar:

- 1) Fólk telur lífeyrinn lágan í samanburði við almennt launastig.
- 2) Verulegur munur er á lífeyri frá sjóðum opinberra starfsmanna og á almennum vinnumarkaði.
- 3) Strangar tekjutengingar lífeyris og uppbóta almannatrygginga leiða til veikari almenns stuðnings við skyldu-aðild að samtryggingarsjóðum.
- 4) Hátt hlutfall fólks mun ekki ná markmiði samtryggingarsjóðanna um 56% lífeyrishlutfall af meðal-ævitekjum, sérstaklega úr sjóðum á almennum vinnumarkaði.
- 5) Samfelld iðgjaldasaga í 43-44 ár er nauðsynleg til að ná markmiði um 56% lífeyrishlutfall sjóða á almennum vinnumarkaði þrátt fyrir að í lögum sé miðað við 40 ára inngreiðslutíma iðgjalda.

### Helstu styrkleikar:

- 1) Allir í úrtakshóp rannsóknarinnar munu fá lífeyri yfir fátæktarmörkum. Uppbætur frá almannatryggingum tryggja það fyrir þá tekjulægstu.
- 2) Framtíðar lífeyrisþegar munu fá mun hærrí lífeyri en núverandi lífeyrisþegar og þá sérstaklega þeir sem eru í yngri aldurshópunum.
- 3) Nálægt 2/3 af framtíðar lífeyristekjum mun koma frá samtryggingarsjóðum og hlutur almannatrygginga fer minnkandi.
- 4) Lífeyrishlutfall héraðs er hátt samanborið við önnur lönd.

Rétt er að hafa í huga að rannsóknin skilaði niðurstöðum miðað við ákveðnar forsendur. Henni er ekki ætlað koma með fastmótaðar tillögur um úrbætur eða pólitískar ráðleggingar í lífeyrismálum. Hún svarar ákveðnum spurningum en einnig vekur hún að sumra mati upp nýjar spurningar. Í niðurstöðum skýrslunnar felast bæði styrkleikar og veikleikar sem eiga að geta eflt skynsamlega og uppbyggilega umræðu um lífeyrismál framtíðarinnar.



# NÝJAR LAGAREGLUR UM INNHERJA OG MEÐFERÐ INNHERJAUPPLÝSINGA



Páll Friðriksson,  
forstöðumaður  
verðbréfamarkaðseftirlits

Frá því að alþjóðlega fjármálakreppan hófst árið 2007 hefur markvisst verið unnið að því í Evrópu að efla löggjöf um fjármálamarkað. Evrópusambandið (ESB) hefur á undanförunum misserum gefið út fjölda tilskipana og reglugerða um fjármálamarkaðinn. Ein þessara reglugerða (nr. 596/2014 – Regulation on market abuse - hér eftir kölluð MAR eða reglugerðin) varðar innherja, meðferð innherjaupplýsinga og markaðssvik (innherjasvik og markaðsmisnotkun). Reglugerðin var birt í stjórnartíðindum ESB 12. júní 2014 en verður ekki bindandi í ríkjum ESB fyrr en 3. júlí 2016. Gera má ráð fyrir að hún taki gildi á svipuðum tíma á Íslandi. Það er þó háð því að reglugerðin verði innleidd í íslensk lög á réttum tíma. Hér er ætlunin að fjalla um nokkur atriði MAR sem teljast nýmæli, en hafa verður í huga að umfjöllunin er ekki tæmandi.

MAR reglugerðin kemur í stað tilskipunar 2003/6/EB (market abuse directive – hér eftir kölluð MAD tilskipunin) um markaðssvik sem var innleidd í íslensk lög árið 2005. Meginmunur tilskipana og reglugerða er sá að tilskipanir gefa ESB-ríkjum og EFTA-ríkjum Íslandi, Noregi og Liechtenstein ákveðið svigrúm við innleiðingu þeirra í landslög. Reglugerðir aftur á móti hafa bein lagaáhrif í aðildarríkjum ESB og eru innleiddar óbreyttar í lög EFTA ríkjanna. Þar sem MAR er reglugerð mun Ísland ekki hafa sama svigrúm og það hafði árið 2005 þegar MAD tilskipunin var innleidd í íslensk lög. Með tilkomu MAR verður meira samræmi í innherjareglum innan Evrópu en nú er.

**Flokkun innherja og innherjalistar**  
Samkvæmt núgildandi 121. gr. laga um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007 (hér eftir verðbréfavíðskiptalögin) er með innherja átt við:

- 1) fruminnherja, þ.e. aðila sem hefur að jafnaði aðgang að innherjaupplýsingum vegna aðildar að stjórn, rekstri eða eftirliti eða vegna annarra starfa á vegum útgefanda fjármálagerninga,
- 2) tímabundinn innherja, þ.e. aðila sem telst ekki fruminnherji en býr yfir innherjaupplýsingum vegna eignaraðildar, starfs sins, stöðu eða skyldna, og
- 3) annan innherja, þ.e. aðila sem hvorki telst fruminnherji né tímabundinn innherji en hefur fengið vitneskju um innherjaupplýsingar, enda hafi viðkomandi vitað eða mátt vita hvers eðlis upplýsingarnar voru.

Með þessari flokkun á hugtakinu „innherji“ fór Ísland aðra og sumpart flóknari leið en mörg önnur lönd í Evrópu. Sem dæmi má nefna að í Danmörku ber útgefanda skráðra<sup>1</sup> fjármálagerninga eingöngu að taka saman lista yfir þá aðila sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum.<sup>2</sup>

Samkvæmt 18. gr. MAR þurfa útgefendur að taka saman lista yfir þá aðila sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum. Þetta á við starfsmenn útgefanda, aðila sem vinna fyrir útgefanda á grundvelli samnings og aðra aðila sem hafa aðgang að innherjaupplýsingum s.s. ráðgjafa, endurskoðendur og lánshæfismatsfyrirtæki. Útgefanda verður skylt að halda innherjalista uppfærðum og geta

útvegað viðkomandi fjármálaeftirlitsstofnun hann eins fljótt og auðið er.

Með hliðsjón af fyrrgreindu má gera ráð fyrir að reglur um flokkun innherja verði einfaldaðar á Íslandi með tilkomu MAR. Þá verður eingöngu til hugtakið „innherji“, þ.e. sá aðili sem býr yfir innherjaupplýsingum, en hugtökin fruminnherji, tímabundinn innherji og annar innherji falla brott. Með þessu er einblínt á það hvort tiltekinn aðili búi yfir innherjaupplýsingum en ekki t.d. hvort aðili sé í þeirri stöðu að hafa að jafnaði aðgang að innherjaupplýsingum, s.s. í tilviki fruminnherja.

Samkvæmt núgildandi verðbréfavíðskiptalögum er útgefendum skylt að senda Fjármálaeftirlitinu lista yfir fruminnherja, tímabundna innherja og fjárhagslega tengda aðila. Þessum listum þarf að skila í hvert sinn sem breyting verður á listunum og að lágmarki á sex mánaða fresti. Listunum hefur verið skilað í gegnum skýrsluskilakerfi Fjármálaeftirlitsins. Fyrirkomulagið hefur kostað mikla vinnu fyrir útgefendur og starfsmenn Fjármálaeftirlitsins. Með innleiðingu MAR verður þessi vinna minni. Útgefendum verður eingöngu skylt að senda Fjármálaeftirlitinu lista yfir innherja, þ.e. ef innherjaupplýsingar eru til staðar, og eingöngu ef þess er óskað. Fjármálaeftirlitið kallar þá eftir innherjalistum, t.d. þegar rannsókn á meintum innherjasvikum fer fram. Fjármálaeftirlitið mun einnig reglulega gera athuganir og fylgjast með því að útgefendur uppfylli fyrrgreind skilyrði.

<sup>1</sup> Með skráðum fjármálagerningum er í þessari grein átt við þá fjármálagerninga sem hafa verið teknir til víðskipta á markaði s.s. skipulegum verðbréfamarkaði og markaðstorgi fjármálagerninga. Gildissvið MAR er víðtækara en gildissvið MAD og núverandi verðbréfavíðskiptalaga. Þannig nær gildissvið MAR til fleiri tegunda markaða en núverandi löggjöf.

<sup>2</sup> Sjá til frekari upplýsingar 37. gr. dönsku verðbréfavíðskiptalaganna nr. 885/2012. Enska þýðingu laganna má finna hér: [https://www.finanstilsynet.dk/~/-/media/Regler-og-praksis/2012/C\\_Act855\\_2012.ashx](https://www.finanstilsynet.dk/~/-/media/Regler-og-praksis/2012/C_Act855_2012.ashx)

## Skilgreining innherjaupplýsinga og upplýsingaskylda

Samkvæmt nágildandi 120. gr. verðbréfavíðskiptalaganna er með innherjaupplýsingum átt við nægjanlega tilgreindar upplýsingar sem ekki hafa verið gerðar opinberar og varða beint eða óbeint útgefendur fjármálagerninga, fjármálagerningana sjálfa eða önnur atriði og eru líklegar til að hafa marktæk áhrif á markaðsverð fjármálagerninganna ef opinberar væru. Nánari skilgreiningu má finna í 2. gr. reglugerðar nr. 630/2005 um innherjaupplýsingar og markaðssvik.

Skilgreining innherjaupplýsinga er með sambærilegum hætti í MAR. Þar er þó að finna ítarlegri skýringar. Til dæmis er sérstaklega tekið fram í 2. mgr. 7. gr. reglugerðarinnar að eitt tiltekið skref í ákveðnu ferli (e. intermediate step of a process), sem varðar aðstæður eða atburð sem ætla má að muni eiga sér stað, geti eitt og sér talist innherjaupplýsingar. Með þessu er tekið af skarið um að upplýsingar þurfa ekki að vera endanlegar til að teljast innherjaupplýsingar, þ.e. ferlinu þarf ekki að vera lokið. Sem dæmi má hugsa sér viðkvæmar samningaviðræður útgefanda hlutabréfa um kaup á öðru fyrirtæki. Viðræður af þessu tagi geta átt sér langan aðdraganda og getur tekið drjúgan tíma að ljúka þeim. Gera má ráð fyrir því að tiltekin skref í ferlinu gætu ein og sér talist til innherjaupplýsinga. Sem dæmi mætti nefna það skref þegar formlegar viðræður hefjast eða þegar viðræður komast á alvarlegra stig síðar í ferlinu.

Innherjaupplýsingar ber að birta opinberlega eins fljótt og auðið er og skiptir þá ekki máli þótt upplýsingarnar séu ekki orðnar endanlegar. Þó segir í 4. mgr. 17. gr. MAR að útgefanda sé heim-

ilt á eigin ábyrgð að fresta birtingu slíkra innherjaupplýsinga til þess að vernda lögmæta hagsmuni sína, svo framarlega sem frestunin er ekki líkleg til þess að villa um fyrir almenningi og að útgefandi geti tryggt trúnað um upplýsingarnar. Hins vegar þarf að upplýsa viðkomandi eftirlitsstofnun um þá ákvörðun að fresta birtingu innherjaupplýsinga. Þetta þarf að gera eftir að innherjaupplýsingar hafa verið birtar opinberlega en auk þess þarf útgefandi að senda fjármálaeftirlitsstofnun skriflega greinargerð um hvernig skilyrðum frestunar var framfylgt. Samkvæmt nágildandi verðbréfavíðskiptalögum er skylt að tilkynna um frestun á birtingu innherjaupplýsinga, en í MAR er tekið af skarið um að þetta eigi einnig við um tiltekin skref í ferli sem ekki er lokið, þ.e. innherjaupplýsingar þurfa ekki að vera orðnar endanlegar til að upplýsingaskylda myndist. Að mati greinarhöfundar er þetta ekki ný regla, þótt MAR útskýri með ítarlegri hætti en MAD hvenær upplýsingaskyldan á við. Þessi sjónarmið má m.a. sjá í dómi hjá Evrópudómstólnum í máli Markus Gelte gegn Daimler AG frá 28. júní 2012 (mál nr. C-19/11).

Í 5. mgr. 17. gr. MAR er að finna nýja reglu um frestun á birtingu innherjaupplýsinga þegar útgefandi er fjármálafyrirtæki. Samkvæmt ákvæðinu getur fjármálafyrirtæki á eigin ábyrgð frestað birtingu innherjaupplýsinga til þess að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins. Sem dæmi má nefna upplýsingar um tímabundinn lausafjávanda og þá sérstaklega ef leita þarf aðstoðar seðlabanka eða lánveitanda til þrautavara. Þetta er þó háð ákveðnum skilyrðum sem öll þurfa að vera uppfyllt. Þau eru:

a) birting upplýsinganna gæti grafið

undan fjárhagslegum stöðugleika fjármálafyrirtækisins og fjármálakerfisins;

- b) það sé í þágu almennings að fresta birtingu upplýsinganna;
- c) það sé hægt að tryggja trúnað um upplýsingarnar; og
- d) viðkomandi fjármálaeftirlitsstofnun hafi gefið samþykki sitt fyrir frestun birtingar og staðfestir að öll fyrrgreind skilyrði séu uppfyllt.

Fjármálaeftirlitsstofnun er skylt þegar það á við að ráðfæra sig við seðlabanka í viðkomandi ríki vegna undanþágunnar. Meta þarf að lágmarki vikulega hvort öll skilyrði hennar séu uppfyllt. Með reglunni, sem eingöngu gildir um fjármálafyrirtæki, er reynt að taka á því ástandi þegar fjármálafyrirtæki, sem jafnframt eru útgefendur skráðra fjármálagerninga, lenda í fjárhagserfiðleikum og birting upplýsinganna gæti grafið undan fjárhagslegum stöðugleika. Segja má að með þessu sé staðfest að fjármálafyrirtæki eru í annarri stöðu en venjuleg fyrirtæki á markaði.

## Miðlun innherjaupplýsinga vegna fyrirhugaðra viðskipta (e. market soundings)

Litið hefur verið svo á að fyrirhuguð viðskipti með skráða fjármálagerninga geti í sumum tilvikum falið í sér innherjaupplýsingar. Dæmi: Ef stór pöntun berst frá fjárfesti um kaup á hlutabréfum skráðs félags þá geta slíkar upplýsingar leitt til herra verðs þar sem eftirspurn eykst mikið. Annað dæmi: Stór hluthafi í skráðu félagi ætlar að selja hlut sinn. Þekkt er sú tegund innherjasvika þegar aðili, sem býr yfir upplýsingum um fyrirhuguð kaup annars aðila, flýtir sér að verða fyrri til og kaupir sama flokk af hlutabréfum. Með því nær hann

að kaupa bréfin áður en markaðurinn er upplýstur um aukinn kaupáhuga og þau hækka í verði. Þetta hefur verið kallað framhjálaupsviðskipti eða „front running“ og er ein tegund innherjasvika.

Með MAR reglugerðinni kemur ný regla sem heimilar miðlun innherjaupplýsinga vegna fyrirhugaðra viðskipta með skráða fjármálagerninga. Reglan á í flestum tilvikum eingöngu við um stærri viðskipti þar sem aðferð þeirra byggir á því að kanna áhuga mögulegra fjárfesta á þátttöku með tilliti til fjárhæða og verðlagningar. Hefðbundin viðskipti á markaði falla því ekki undir regluna. Fleiri skilyrði þurfa einnig að vera uppfyllt svo reglan eigi við og eru þau ekki öll talin upp hér. Samkvæmt 11. gr. reglugerðarinnar er aðila (t.d. útgefanda verðbréfa eða aðila sem hyggst bjóða mikið magn verðbréfa til sölu á eftirmarkaði, eða sem hyggst kaupa eða selja skráða fjármálagerninga) heimilt að miðla upplýsingum um kaup- eða söluáhuga til mögulegra fjárfesta. Þeim aðila sem hyggst miðla slíkum upplýsingum ber skylda til að meta hvort upplýsingarnar geti talist innherjaupplýsingar. Þetta mat þarf að skjalfesta og getur fjármálaeftirlitsstofnun kallað eftir upplýsingunum. Áður en aðilinn miðlar innherjaupplýsingum um fyrirhuguð viðskipti þurfa eftirfarandi skilyrði að vera uppfyllt:

- a) móttakandi upplýsinganna þarf að samþykka fyrirfram að hann muni fá í hendur innherjaupplýsingar;
- b) upplýsa þarf móttakanda upplýsinganna um að honum sé óheimilt að nýta sér upplýsingarnar, með því að eiga viðskipti fyrir eigin reikning eða þriðja aðila;
- c) upplýsa þarf móttakanda upplýsinganna um að honum sé óheimilt að nota upplýsingarnar með þeim hætti að hann dragi til baka kaup- eða sölutilboð sem voru þegar komin til úrvinnslu eða geri breytingar á slíkri þöntun; og
- d) upplýsa þarf móttakanda upplýsinganna um að hann sé bundinn trúnaði.

Móttakandi innherjaupplýsinga þarf að samþykka öll skilyrðin áður en upplýsingunum er miðlað til hans. Sá sem miðlar upplýsingum þarf að skjalfesta hvaða upplýsingum var miðlað og til hvaða aðila. Ef sá sem miðlar upplýsingum metur það svo að þær teljist ekki lengur innherjaupplýsingar þá ber honum að greina móttakendum upplýsinganna frá því eins fljótt og auðið er.

## Niðurlag

Hér hefur verið gerð grein fyrir nokkrum nýjungum í MAR reglugerðinni um innherja og meðferð innherjaupplýsinga. Ekki hefur verið fjallað um markaðsmisnotkun, tilkynningarskyldu vegna viðskipta stjórnenda eða ýmis önnur atriði reglugerðarinnar. Hafa verður í huga að Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitið (ESMA) og framkvæmdastjórn ESB hafa heimild til þess að setja fjölmarga tæknistaðla og afleiddar reglugerðir þar sem sum atriði MAR reglugerðarinnar eru útfærð nánar. ESMA þarf að skila drögum að þessum afleiddu gerðum til framkvæmdastjórnarinnar eigi síðar en 3. júlí 2015. Fölmörg atriði eiga því eftir að skýrast þótt meginlínur liggi nú fyrir. Að mati greinarhöfundar er með MAR tekið jákvætt skref. Reglur um innherja og meðferð innherjaupplýsinga verða ítarlegri og skýrari en áður. Jafnframt minnka líkur á því að innherjareglum verði beitt á ólíkan hátt innan Evrópu.



# ERU FORSENDUR FYRIR MATI Á EIGNFJÁRÞÖRF ÍSLENSKRA BANKA NÓGU TRAUSTAR?



Guðmundur Örn Jónsson,  
sérfræðingur á greiningasviði

Eignfjárkröfur sem gerðar eru til banka sem starfa á Íslandi byggja í grunninn á hinum alþjóðlega Basel II staðli, sem jafnframt er grundvöllur eignfjárfarna á evrópska efnahagssvæðinu og víða um heim. Þrátt fyrir að staðlinum sé aðallega ætlað að mæla eignfjárþörf alþjóðlegra banka, þ.e.a.s. banka sem starfa í mörgum löndum, hefur hann almennt verið notaður við mat á eignfjárþörf banka.

Útlán banka skipta þúsundum. Til þess að hægt sé að meta líkindadreifingu útlánataps, og þar með eignfjárkröfur, þarf því að gera vissar einfaldanir. Yfirleitt er það gert með því að gera ráð fyrir að eiginleikar útlánasafnsins séu í samræmi við einfaldað líkan sem hefur þekkta eiginleika. Í tilfalli Basel staðalsins er notast við svokallað ASRF (e. Asymptotic Single Risk Factor) líkan. Líkanið byggist á því að banki eigi óendanlega mörg og óendanlega lítil útlán. Samkvæmt líkaninu má rekja vanskil hvers útláns til tveggja þátta. Annars vegar til þátta sem eiga aðeins við um einstakan lántaka og hins vegar til efnahagsástands. Þar sem útlán eru óendanlega mörg verða engar sveiflur í útlánatapi vegna velgengni eða fjárhagserfiðleika einstakra lántaka. Slíkt útlánatap er fyrirsjáanlegt og stöðugt og fjármagnað með vaxtaálagi bankans. Því er ekki þörf á eigin fé vegna áhættu sem stafar af þess konar tapi. Þær sveiflur í útlánatapi sem mæta þarf með eigin fé má því rekja til áhrifa almenns efnahagsástands á stöðu lántaka bankans og þarf banki eigið fé til að geta staðist slíkar sveiflur, upp að vissu marki. ASRF líkanið er því á vissan hátt líkt CAPM

líkaninu (e. Capital Asset Pricing Model) en það er notað við verðmat hlutabréfa. Í því líkani mótast ávöxtunarkrafa hlutabréfa eingöngu af næmni þeirra gagnvart hlutabréfavísitölu, sem er sett fram sem beta stuðull,  $\beta$ . Því hærrí sem beta stuðullinn er, því meiri er næmnin og ávöxtunarkrafan hærrí.

Samkvæmt Basel II staðlinum er næmni fyrir áhrifum hins almenna efnahagsástands mismunandi eftir flokkum lántaka og lánsforma. Velgengni, og þar með vanskil, mismunandi flokka lántaka og lánsforma hefur mismikla samfylgni við efnahagsástandið. Er sá eiginleiki settur fram sem samfylgnistuðull,  $\rho$ . Líkja má samfylgnistuðlinum við beta stuðul,  $\beta$ , sem hlutabréfum eru gefin í CAPM líkaninu. Framangreindir samfylgnistuðlar eru settir fram í innramatshluta staðalsins og hækka eignfjárkröfur með hækkandi samfylgnistuðlum. Eignfjárkröfur innramatshlutans endurspeglast svo að vissu leyti í staðalaðferð staðalsins sem er mun einfaldari í framkvæmd en innramatsaðferðin.

Við þróun Basel líkansins voru samfylgnistuðlar líkansins, og þar með eignfjárkröfur, stilltir þannig að einungis 0,1% líkur væru á að banki félli á einu ári. Við þá ákvörðun voru notuð gögn frá fjármálaeftirlitum G10 landanna. Vitað er hins vegar að margir þeirra efnahagslegu þátta sem hafa áhrif á hag banka sveiflast mun meira hérlandis en að jafnaði í G10 löndunum. Það er því ekki óeðlilegt að álykta að ef íslenskir bankar eru jafn næmir fyrir því efnahagsástandi sem þeir starfa í og alþjóðlegir bankar, sem Basel staðallinn er miðaður

við, ættu þeir að þurfa meira eigið fé en alþjóðlegir bankar til þess að líkur á falli þeirra séu ekki meiri en Basel staðallinn gerir ráð fyrir.

ASRF líkanið er þess eðlis að hægt er að leggja mat á framangreinda samfylgnistuðla, og þar af leiðandi eignfjárþörf. Fjármálaeftirlitið hefur nú til skoðunar hvort framangreindar forsendur Basel staðalsins eigi að öllu leyti við fyrir banka sem einungis starfa á Íslandi eða hvort ástæða sé til að gera breytingar á eignfjárkröfum af þeim sökum að sveiflur geti verið meiri hérlandis.





## HVERS VEGNA FJÁRMÁLAEFTIRLIT?

Fjármálaeftirlitið efndi til vel heppnaðrar ráðstefnu hinn 23. mars síðastliðinn í samstarfi við fjármála- og efnahagsráðuneytið undir yfirskriftinni: *Hvers vegna fjármálaeftirlit?* Á ráðstefnunni var fjallað

um tilgang skilvirks fjármálaeftirlits, helstu nýjungar á sviði eftirlits og reglusetningar á alþjóðavettvangi, í Evrópu og stöðu Íslands í því samhengi. Einnig var fjallað um nýlega úttekt AGS á virkni

bankaeftirlits á Íslandi með tilliti til viðmiða um bestu framkvæmd og umbóta- verkefni Fjármálaeftirlitsins. Á myndum Birgis Ísleifs Gunnarssonar sem hér fylgja má sjá ræðumenn og gesti.



Ráðstefnugestir voru vel á annað hundrað.

*Björk Vilhelmsdóttir borgarfulltrúi og Jóhanna Bryndís Bjarnadóttir frá utanríkisráðuneytinu fylgjast með af athygli.*



**Unnur Gunnarsdóttir, forstjóri Fjármálaeftirlitsins**

Unnur lagði í erindi sínu meðal annars áherslu á að ljúka þyrfti samningnum við Evrópusambandið um tilhögun á beitingu yfirþjóðlegs valds og að vinna ötullega og af metnaði að því að íslensk löggjöf og framkvæmd hennar af hálfu stjórnvalda fullnægi þeim skuldbindingum sem við höfum tekist á hendur. „Þetta er ekki aðeins spurning um skyldurækni heldur er ljóst að ef samfélag þeirra þjóða sem fjármálamarkaðurinn okkar þarf að njóta trausts hjá er í vafa um gildi okkar, efni löggjafarinnar og hvort við stöndum við gefin loforð verður mjög á brattann að sækja um viðskiptatækifæri okkar.“

*Ásta Þórarinsdóttir stjórnarformaður Fjármálaeftirlitsins og Unnur Gunnarsdóttir forstjóri.*

*Edda Hermannsdóttir blaðamaður stýrði pallborðsumræðum.*



**Flemming Nytoft Rasmussen, fyrrverandi aðstoðarforstjóri danska Fjármálaeftirlitsins**

Flemming sagði að reynslan af bankakrisum hefðu sýnt okkur að miklum vexti fylgdi mikil áhætta. Sama ætti við um stórar áhættuskuldbindingar og sérstaklega varðandi það að fjármagna atvinnuhúsnæði. Einnig væru margar stórar áhættur varasamar. Hann sagði enn fremur að síðasta krísa hefði sýnt að lausafjánhætta væri meiri háttar áhætta sem hefði verið ný reynsla.

## Ceyla Pazarbasioglu, framkvæmdastjóri hjá AGS

Í niðurlagsorðum sínum sagði Ceyla Pazarbasioglu meðal annars að það að bæta bankeftirlit ætti ekki að skoða sem einangrað verkefni. Gott bankæftirlit væru almannagæði því það stuðlaði að varanlegu fjárhagslegu og þjóðhagslegu jafnvægi. Hún benti að það væri ekki auðvelt að endurheimta traust. Mörg góð og mikilvæg skref hefðu verið tekin í þá átt að efla eftirlit innan fjármálagæirans og að eftirlitsstofnanir legðu sig allar fram til að tryggja að endurbótaáform þeirra heppnuðust.



## Bjarni Benediktsson, fjármála- og efnahagsráðherra:

„Það er sameiginlegt hagsmunamál okkar allra að eiga virkt fjármálakerfi með stöndugum fjármálafyrirtækjum ... fyrirtæki sem veita brýna þjónustu og geta haft mikil áhrif á framleiðni í hagkerfinu. En það verður ekki litið fram hjá því að umsvifamikil fyrirtæki á þessu sviði geta haft verulega neikvæð áhrif á fjármála- og hagkerfið allt ef illa fer. Því verðum við að gera kröfur um nægt eigið fé og skuldbindingar sem nýtast við að takmarka – eða eyða að fullu –þeirri áhættu að almenningur beri kostnað af falli þeirra, en leitast jafnframt við að tryggja skilvirkt eftirlit á fjármálamarkaði þannig að við séum fær um að nema hættumerki og bregðast við áður en svo illa fer.“

## Steinþór Pálsson, formaður stjórnar SFF og bankastjóri Landsbankans

Steinþór Pálsson fjallaði um traust. Hann sagði að skortur á því væri ekki séríslenskt vandamál og að bönkum víða um heim væri kennt um erfitt efnahagsástand. Steinþór benti meðal annars á að mikið starf hefði verið unnið hjá íslenskum fjármálafyrirtækjum og samtökum þeirra til að endurheimta traust. Lokaorð hans voru: „Látum verkin tala – vinnum saman og byggjum upp, treystum - sýnum hvert öðru vel igrunað traust!



## FJÁRMÁLA- OG EFNAHAGSRÁÐUNEYTIÐ

*Pallborðsumræður voru líflugar. Hér má sjá frá vinstri: Ceyla Pazarbasioglu, Mía Guðmundsson, Unni Gunnarsdóttir, Frosta Sigurjónsson, Steinþór Pálsson og Tómas Brynjólfsson, skrifstofustjóra í fjármála- og efnahagsráðuneytinu.*





Ragnar Jónasson, rithöfundur og yfirlögfræðingur GAMMA, ásamt Guðjóni Rúnarssyni, framkvæmdastjóra Samtaka fjármála-fyrirtækja.



Páll Harðarson, forstjóri Kauphallarinnar og Gunnlaugur Júlíusson, sviðsstjóri hjá Sambandi íslenskra sveitarfélaga, sem er ekki síður þekktur fyrir ofurhlaup en áhuga á fjármála-efirliti.



### Jón Þór Sturluson, aðstoðarforstjóri Fjármálaeftirlitsins

Jón Þór talaði um áhættumiðað eftirlit. Hann byrjaði á því að fara yfir niðurstöðu úttektar AGS á því hvernig Fjármálaeftirlitið hefði staðist Basel Core Principles viðmiðin. Þá ræddi hann um helstu þætti áhættumiðaðs eftirlits, mat á áhrifavægi eftirlitsskyldra aðila og áhættumat. Enn fremur fjallaði hann um áhættumatseinkunnir og áhrif þeirra á forgangsroðun Fjármálaeftirlitsins.

### Guðrún Johnsen, lektor HÍ, varaformaður stjórnar Arion banka

Guðrún ræddi um hlutverk stjórnarmanna, meðal annars samkvæmt hlutafélagalögum. Hún fjallaði um margs konar krafta sem væru til staðar við rekstur banka sem hefðu ýmist áhrif í átt til aukinnar áhættusækni eða aukinnar áhættufælni. Hún ræddi einnig um hvað þeir ættu að gera og ættu ekki að gera samkvæmt lögum. Niðurstaða hennar var að stjórnarmenn væru meðal annars eins og þjálfarar íþróttaliða. Það eru hins vegar eftirlitsaðilarnir sem fara með hlutverk dómara og sjá til þessa að leikmennirnir fari að reglum; án þeirra myndu leikmennirnir ekki mæta til að spila.





**FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

**Ritstjórn:** Jón Þór Sturluson, Kristján Ólafur Jóhannesson, Ragnar Hafliðason, Ragnheiður Morgan Sigurðardóttir, Sara Sigurðardóttir og Sigurður G. Valgeirsson

Skoðanir sem koma fram í greinum í þessu riti eru skoðanir höfunda(r) og þurfa ekki að endurspeglar skoðun Fjármálaeftirlitsins.