

Uppgjör verðbréfavíðskipta – ný viðmið

Inngangur

Verðbréf og verðbréfavíðskipti gegna veigamiklu hlutverki í gangverki íslensks efnahagslífs. Mikilvægir fjármálalegir og eignarréttarlegir hagsmunir eru jafnan tengdir víðskiptum með verðbréf. Almenn umræða um verðbréfavíðskipti tengist oft eignarhaldi á tilteknum hlutafélögum, verðþróun hlutabréfa og vaxtamálum. Minna fer hins vegar fyrir umræðu um innviði eða kerfislæga þætti verðbréfavíðskiptanna. Í nútímalegu fjármálakerfi byggjast verðbréfavíðskipti jafnan á tiltölulega flóknu samspili kerfislægra vinnsluþátta sem mynda ferli uppgjors víðskiptanna. Slík kerfi eru nefnd verðbréfauppgjörskerfi (e. securities settlement systems).

Mikilvægi öruggs og hagkvæms verðbréfauppgjors fyrir íslenskt efnahagslíf og fjármálakerfi er óumdeilt. Nauðsynlegt er að gera grein fyrir þeim grundvallaratriðum sem íslenska verðbréfauppgjörkerfið byggist á til þess að greiða fyrir umræðu og stefnumótun á þessu sviði.

Í þessari grein verður fjallað um uppgjör verðbréfa. Gerð verður grein fyrir eðli og uppbyggingu verðbréfauppgjörskerfa, þýðingu þeirra fyrir fjármálakerfið og nauðsyn þess að unnið sé að öryggi þeirra og hagkvæmni. Fjallað verður um alþjóðlega samvinnu um þróun verðbréfauppgjörskerfa og gerð staðals um öryggi þeirra. Þá verður íslenska verðbréfauppgjörkerfinu lýst og gerð grein fyrir þróun þess.

Uppgjörferlið

Hugtakið verðbréfauppgjörkerfi er yfirleitt skilgreint með víðtækum hætti og nær þannig til allra

þátta í uppgjörferlinu, þ.e. staðfestingar víðskiptaskilmála vegna verðbréfavíðskipta (e. confirmation), útreiknings og ákvörðunar réttinda og skyldna vegna víðskiptanna (e. clearance/clearing), uppgjors víðskipta (e. settlement) og varðveislu eða vistunar verðbréfa (e. custody/safekeeping).

Uppgjör í þrengri merkingu er skilgreint sem frágangur og lok víðskiptafærslu með afhendingu verðbréfa (e. delivery) og greiðslu peninga (e. payment) milli kaupanda og seljanda.

Samspil þessara þátta er nánar skýrt á mynd 1.

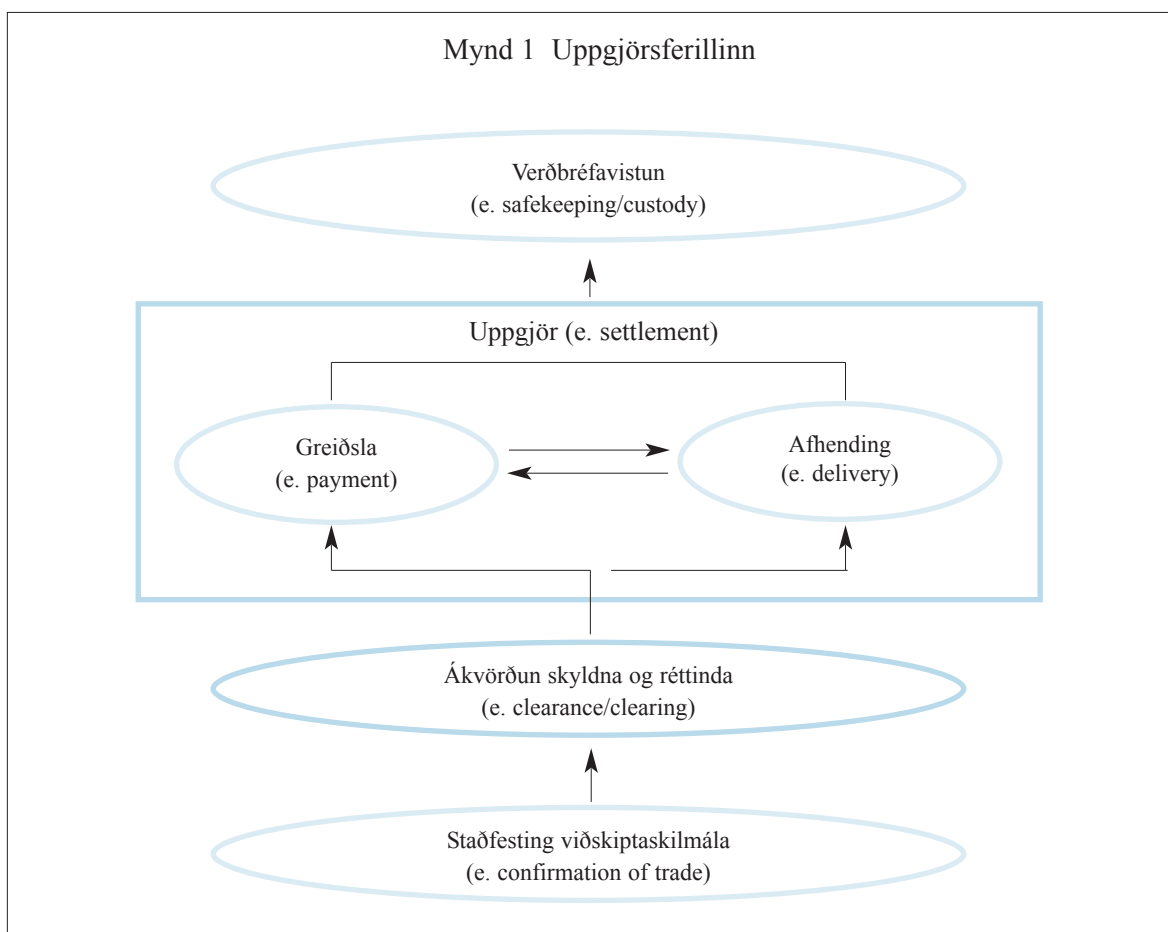
Stofnanaleg uppbygging verðbréfauppgjörskerfa

Nokkrar stofnanir geta annast mismunandi þætti uppgjörferlisins. Á flestum mörkuðum hefur verið stofnuð miðlæg verðbréfavistun eða verðbréfamíðstöð (e. central securities depository, CSD) sem breytir hefðbundnum verðbréfum í rafréf og skráir eignarréttindi yfir þeim með rafrænum hætti. Aðrar stofnanir annast jafnframt mikilvæga þætti í uppgjörferlinu. Staðfesting víðskipta fer yfirleitt fram í kauphöll fremur en í verðbréfamíðstöð. Sums staðar hefur sérstakur milligönguaðili (e. central counterparty, CCP) milligöngu milli kaupanda og seljanda. Milligönguaðilinn verður þannig kaupandi gagnvart öllum seljendum og seljandi gagnvart öllum kaupendum. Uppgjörreikningar hjá víðkomandi seðlabanka eða hjá einum eða fleiri víðskiptabönkum eru notaðir til uppgjors og millifærslna á greiðslum. Til er einnig að greiðslur séu færðar milli reikninga hjá verðbréfamíðstöð. Hægt er að vista eða skrá verðbréf hjá verðbréfamíðstöð eða hjá vistunaraðila. Vistunaraðilinn getur vistað bréf víðskiptavinar hjá undirvistunaraðila.²

1. Höfundur starfar á fjármálasviði Seðlabanka Íslands sem staðgengill framkvæmdastjóra.

2. *Tilmæli CSPP/IOSCO*, bls. 2 og 37-38.

Mynd 1 Uppgjörsferillinn



Tegundir og orsakir áhættu í verðbréfauppgjörskerfum

Skilningur og greining á tegundum og orsökum áhættu sem skapast í einstökum þáttum uppgjörsferlisins eru forsenda þess að hægt sé að auka öryggi verðbréfauppgjörskerfa. Skilvirk stýring rekstraradila og þátttakenda verðbréfauppgjörskerfis á þessum áhættuþáttum er nauðsynleg til þess að tryggja öryggi og áreiðanleika kerfisins.

Mikilvægur áhættuþáttur er greiðslufallsáhætta, þ.e. áhættan af því að mótaðili verðbréfavíðskipta muni ekki gera upp kröfu þegar hún verður gjaldkræf eða eftir að hún varð gjaldkræf. Annar veigamikill áhættuþáttur er lausafjáraáhætta, þ.e. áhættan af því að mótaðili muni ekki gera upp kröfu að fullu þegar hún verður gjaldkræf heldur einhvern tíma eftir gjalddaga. Aðrir áhættuþættir eru lagaáhætta, uppgjörsáhætta, rekstraráhætta og vistunaráhætta. Tegundir

áhættu í verðbréfauppgjörskerfum eru nánar tilgreindar í ramma 1.

Verðbréfauppgjörskerfi og fjármálastöðugleiki

Öryggi verðbréfauppgjörskerfa er nauðsynleg forsenda skilvirkra verðbréfamarkaða og greiðslukerfa. Áhætta og veikleikar í verðbréfauppgjörskerfum geta leitt af sér kerfislægar truflanir á fjármálamörkuðum og valdið áföllum í greiðslukerfum og öðrum verðbréfauppgjörskerfum. Fjármálaerfiðleikar eða rekstrartruflanir hjá stofnun sem annast mikilvæga þætti í uppgjörsferlinu eða hjá kerfislega mikilvægum notanda geta valdið lausafjáraáhættu og greiðslufallsáhættu hjá öðrum þátttakendum og færst yfir til greiðslukerfisins sem notað er við uppgjörið.

Áreiðanleg tilhögun verðbréfauppgjörs og verðbréfavistunar er einnig forsenda þess að hægt sé að verja eignir fjárfesta fyrir kröfum lánveitenda milli-

Rammi 1 Tegundir áhættu í verðbréfauppgjörskerfum¹

Greiðslufallsáhætta (e. credit risk): Áhættan af því að mótaðili muni ekki að öllu leyti gera upp kröfu, annaðhvort þegar hún verður gjaldkræf eða einhverntíma eftir að hún varð gjaldkræf.

Höfuðstólsáhætta (e. principal risk): Áhættan af því að seljandi afhendi verðbréf án þess að fá greiðslu eða að kaupandi greiði án þess að fá afhent verðbréf. Verðmæti verðbréfsins/verðbréfa eða greiðslunnar er þá í hættu.

Kerfisáhætta (e. systemic risk): Áhættan af því að vanefnd einnar stofnunar í verðbréfauppgjörskerfi leiði til þess að önnur stofnun í kerfinu geti ekki staðið við skuldbindingar sínar. Slikur brestur getur leitt til lausafjár- eða eiginfjárvanda sem ógnað getur stöðugleika og trausti á mörkuðum.

Lagaáhætta (e. legal risk): Áhættan af því að aðili verði fyrir tjóni vegna þess að lög eða reglugerðir eru ekki í samræmi við reglur verðbréfauppgjörkerfisins, uppgjörstilhögun eða eignarréttindi og aðra hagsmuni sem verð-

bréfauppgjörkerfinu er treyst fyrir. Lagaáhætta skapast einnig ef beiting laga og reglugerða er óljós eða ómarkviss.

Lausafjáráhætta (e. liquidity risk): Áhættan af því að mótaðili muni ekki gera upp kröfu að fullu þegar hún verður gjaldkræf heldur einhvern tíma eftir gjalddaga.

Rekstraráhætta (e. operational risk): Áhættan af því að ágallar í upplýsingakerfum, ótraust innra efirlit, mannleg mistök eða slæmir stjórnunarhættir valdi tjóni.

Uppgjöráhætta (e. settlement risk): Áhættan af því að uppgjör fari ekki fram eins og til var ætlast. Uppgjör-áhætta er samheiti yfir greiðslufallsáhættu og lausafjár-áhættu.

For-uppgjöráhætta (e. pre-settlement risk): Áhættan af því að mótaðili verði gjaldþrota áður en að uppgjóri kemur.

Vistunaráhætta (e. custody risk): Áhættan af því að verðbréf sem varðveitt er hjá vistunaraðila glatist vegna gjaldþrots hans, gáleysis, misnotkunar eða svika.

1. Tilmæli CSPP/IOSCO, bls. 46-49.

gönguaðila og annarra aðila sem annast einstaka þætti í uppgjörserlinu. Traust markaðsaðila á öryggi verðbréfauppgjör er jafnframt nauðsynleg forsenda virkra fjármálamarkaða.

Skilvirkni er annar mikilvægur eiginleiki verðbréfauppgjörkerfa. Óskilvirkni í starfsemi slíkra kerfa leiðir til þess að kostnaður vegna verðbréfaútgáfu hækkar og ávöxtun verður lægri en ella.

Örugg og skilvirk verðbréfauppgjörkerfi stuðla þannig að skilvirku og traustu fjármálakerfi og fjármálastöðugleika.

Alþjóðleg samvinna um öryggi og skilvirkni verðbréfauppgjörkerfa

Á undanförunum árum hefur átt sér stað alþjóðleg samvinna um að stuðla að fjármálastöðugleika og traustu fjármálakerfi. Alþjóðaverðbréfaeftirlitsnefndin IOSCO (e. International Organization of Securities Commissions) er vettvangur samstarfs verðbréfaeftirlitsyfirvalda frá meira en eitt hundrað ríkjum. Tilgangur samstarfsins er að stuðla að vand aðri reglusetningu fyrir innlenda og erlenda verðbréfamarkaði. Tækninefnd IOSCO hefur mjög látið

sig varða uppgjör verðbréfa og gefið út skýrslur um það efni.

Greiðslu- og uppgjörnefndin CPSS (e. The Committee on Payment and Settlement Systems) er samstarfsvettvangur seðlabanka frá 10 stærstu iðnríkjum heims (G10). Markmið nefndarinnar er að fylgjast með og greina þróun í tilhögun greiðslumíðlunar og uppgjör og móta stefnu í þeim efnum. Seðlabankar utan iðnríkjanna 10 hafa tekið virkan þátt í starfi nefndarinnar. Nefna má að árið 2001 gaf nefndin út skýrslu um svonefndar kjarnareglur fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi.³ Seðlabanki Íslands hefur lagt þessar reglur til grundvallar þróunar greiðslukerfa hér á landi.⁴ CPSS hefur samþykkt víðtæka áætlun um vinnu við stefnumótun varðandi verðbréfauppgjör.

CPSS og tækninefnd IOSCO hafa átt samstarf um eflingu skilvirkni og öryggis verðbréfauppgjörkerfa. Í desember 1999 mynduðu CPSS og IOSCO starfs-

3. Á ensku: BIS, CPSS: *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*, janúar 2001.

4. Tómas Örn Kristinsson, bls. 58-63.

hóp um verðbréfauppgjörskerfi (e. Task Force on Securities Settlement Systems) með það að markmiði að vinna að framgangi þessa verkefnis. Í hópinn voru skipaðir 28 sérfræðingar seðlabanka og verðbréfaeftirlitsyfirvalda frá 18 ríkjum og héruðum Evrópusambandsins. Þá átti hópurinn samstarf við aðra seðlabanka og verðbréfaeftirlitsaðila frá um 30 ríkjum sem og við fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins IMF (e. International Monetary Fund) og Alþjóðabankans (e. World Bank). Starfshópurinn hefur einnig átt samstarf við markaðsaðila og rekstraráðila verðbréfauppgjörkerfa. Starfshópnum var fengið það verkefni að þróa starfsaðferðir fyrir verðbréfauppgjörskerfi sem dragi úr áhættu, auki alþjóðlegan fjármálastöðugleika, eflí hagkvæmni og stuðli að öryggi fjárfesta. Talið var að þessu markmiði yrði best náð með því að setja viðmið eða meginreglur um hönnun, rekstur og eftirlit með verðbréfauppgjörkerfum.⁵

Alþjóðleg tilmæli CPSS/IOSCO fyrir verðbréfauppgjörskerfi

Forsenda markviss og samræmds eftirlits með verðbréfauppgjörkerfum er að þróaðir verði alþjóðlega viðurkenndir staðlar um öryggi og hagkvæmni slíkra kerfa. Í slíkum stöðlum þarf m.a. að fjalla um lagaramma fyrir kerfið, innri reglur, áhættustýringu, hagkvæmni, stjórnun, þátttökuskilyrði, gegnsæi og eftirlit. Þegar um er að ræða uppgjör verðbréfavíðskipta milli landa (e. cross-border trade) verða sum þessara atriða flóknari en ella, svo sem lagaatriði, vörsluáhætta, efnadalok og eftirlit. CPSS og IOSCO hafa gegnt lykilhlutverki í þróun slíkra staðla.

Í nóvember 2001 gáfu CPSS og tækninefnd IOSCO út skýrslu um tilmæli fyrir verðbréfauppgjörskerfi. Í skýrslunni er að finna tilmæli um gerð, starfsemi og eftirlit með verðbréfauppgjörkerfum sem ætlast er til að verðbréfauppgjörskerfi framfylgi í þeim tilgangi að draga úr áhættu í þeim, auka skilvirkni og vernda fjárfesta. Tilmælin ná til einstakra kerfa sem og tenginga milli kerfa í mismunandi löndum. Vegna þess hversu stofnanaleg uppbygging einstakra kerfa er ólík er lögð áhersla á verkþættina í uppgjörferlinu en ekki einstök kerfi.

Tilmælin eru, á sama hátt og kjarnareglurnar fyrir greiðslukerfi, mikilvægt framlag til alþjóðlegrar umræðu um það hvernig taka eigi á veikleikum í hinu alþjóðlega fjármálakerfi.

Í skýrslunni eru sett fram 19 tilmæli ásamt skýringum þar sem tilgreindir eru lágmarksstaðlar sem verðbréfauppgjörskerfi ættu að uppfylla. Tilmælunum er ætlað að ná til uppgjörkerfa fyrir hvers kyns verðbréf, t.d. hlutabréf, skuldabréf fyrirtækja og ríkja, jafnt iðnríkja sem þróunarríkja, og peningamarkaðsbréf. Tilmælin ná bæði til verðbréfavíðskipta innan lands og milli landa.

Tilmælin eru mikilvæg fyrir þær stofnanir og þá aðila sem koma að verðbréfauppgjörinu þótt þýðing tilmælanna fyrir hverja og eina stofnun geti verið mismikil. Helstu stofnanir sem tilmælin varða eru verðbréfamiðstöðvar, seðlabankar, kauphallir, milligönguáðilar, vistunaraðilar, verðbréfafyrirtæki og fjárfestar. Gert er ráð fyrir samvinnu seðlabanka og verðbréfaeftirlitsaðila við að ákvarða hvernig framfylgja eigi tilmælunum. Nánar er gerð grein fyrir tilmælunum í ramma 2.

Matsaðferðir

Þeim yfirvöldum sem ábyrg eru fyrir setningu reglna fyrir verðbréfauppgjörskerfi og eftirliti með þeim er ætlað að meta hvort markaðir í viðkomandi ríki hlíti tilmælunum. Ef svo er ekki, er ætlast til þess að yfirvöldin móti áætlun um það hvernig tilmælunum verður framfylgt. Í skýrslunni eru settar fram spurningar um grundvallaratriði varðandi tilmælin. Svörin við þessum spurningum mynda grunninn að mati á því hvort tilmælunum sé framfylgt.

Skýrslunni verður fylgt eftir með því að ákvarða aðferðafræði við mat á því hvort farið sé eftir tilmælunum. Gert er ráð fyrir að búið verði að þróa þessa aðferðafræði á árinu 2002. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Alþjóðabankinn taka þátt í mótun þessarar aðferðafræði sem ætlað er að verða eitt af tækjunum við mat þeirra á fjármálastöðugleika (e. Financial Sector Assessment Program, FSAP) sem og við sjálfsmat yfirvalda í hverju ríki. Að því er Ísland varðar mun Seðlabanki Íslands undirbúa gerð mats á því hvort íslenska verðbréfauppgjörkerfið uppfylli tilmælin. Búast má við að vinna við matið hefjist árið 2003.

5. *Tilmæli CSPP/IOSCO*, bls. 1.

Rammi 2 Tilmæli CPSS og tækninefndar IOSCO fyrir verðbréfauppgjörskerfi¹

Lagaáhætta

1. Lagarammi

Verðbréfauppgjörskerfi ættu að byggja á traustum, skýrum og gegnsæjum lagaheimildum.

For-uppgjörshætta

2. Staðfesting viðskipta

Staðfesting viðskipta milli beinna markaðsaðila ætti að eiga sér stað eins fljótt og kostur er á eftir að viðskipti hafa átt sér stað, en ekki síðar en á viðskiptadegi (T+0). Ef gerð er krafa um staðfestingu viðskipta óbeinna markaðsaðila (svo sem stofnanafjórfa) ætti staðfestingin að eiga sér stað eins fljótt og kostur er á eftir að viðskipti hafa átt sér stað, helst á viðskiptadegi (T+0) en eigi síðar en á deginum þar á eftir (T+1).

3. Uppgjörstími

Uppgjör ætti að eiga sér stað að tilteknum dagafjölda liðnum eftir viðskiptadag (e. rolling settlement). Endanlegt uppgjör ætti að eiga sér stað eigi síðar en á T+3. Meta ætti kosti og kostnað við styttri uppgjörstíma en T+3.

4. Milligönguaðilar (e. central counterparties, CCPs)

Meta ætti kosti þess og kostnað við að koma á fót milligönguaðila. Þar sem slíki tilhögun er komið á ætti milligönguadilinn að stýra með virkum hætti þeirri áhættu sem í því felst.

5. Lán verðbréfa

Hvetja ætti til töku og veitingar lána á verðbréfum (eða samninga um endurhverf viðskipti eða sambærileg viðskipti) sem leið til að flýta uppgjör verðbréfavíðskipta. Fella ætti niður hömlur á verðbréfalánunum í þessum tilgangi.

Uppgjörshætta

6. Verðbréfamiðstöðvar (e. central securities depositories, CSDs)

Breyta ætti hefðbundnum verðbréfum í rafbréf sem skráð yrðu í verðbréfamiðstöð eftir því sem kostur er á.

7. Afhending gegn greiðslu (e. delivery versus payment, DvP)

Verðbréfamiðstöðvar ættu að útiloka höfuðstólsáhættu

með því að tengja afhendingu verðbréfa við greiðslu þannig að skilyrði afhendingar sé að greiðsla sé innt af hendi.

8. Tímamark efndaloka í uppgjör (e. settlement finality) Efndalok í uppgjör ættu að eiga sér stað eigi síðar en í lok uppgjörsdags. Taka ætti upp efndalok innan dags (e. intraday) eða í rauntíma (e. real time) þar sem slíkt er nauðsynlegt til þess að draga úr áhættu.

9. Áhættustýring verðbréfamiðstöðva varðandi vanefnd þátttakenda við uppgjör Verðbréfamiðstöðvar sem veita þátttakendum lán innan dagsins, þ.m.t. verðbréfamiðstöðvar sem reka jöfnunarkerfi, ættu að taka upp áhættustýringu sem tryggi tímanlegt uppgjör a.m.k. þegar sá þátttakandi sem hefur hæstu greiðsluskuldbindinguna getur ekki gert upp. Áreiðanlegasta eftirlitsaðferðin felst í kröfu bæði um veðtryggingu og hámarksgreiðslustöðu.

10. Eignir sem notaðar eru við peningauppgjör

Eignir sem notaðar eru til þess að gera upp endanlegar greiðsluskuldbindingar vegna verðbréfavíðskipta ættu að fela í sér litla eða enga greiðslufallsáhættu og lausafjár-áhættu. Ef seðlabankafé er ekki notað við uppgjör þarf að vernda aðila verðbréfamiðstöðvar fyrir tjóni og lausafjóranda sem orsakast kann af vanefnd peningauppgjörsaðila sem á eignir sem notaðar eru við uppgjör.

Rekstraráhætta

11. Rekstraröryggi

Greina og lágmarka ætti rekstraráhættu sem myndast í uppgjörferlinu með því að þróa viðeigandi kerfi, eftirlit og starfsferli. Kerfi ættu að vera áreiðanleg og örugg og hafa hæfilega og mælanlega vinnslugetu. Koma ætti á viðbúnaðaráætlunum og varakerfi til að bregðast við brestum í rekstri kerfisins og tryggja að hægt sé að ljúka uppgjör.

Vistunaráhætta

12. Verndun verðbréfa viðskiptavina

Aðilar sem vista verðbréf ættu að taka upp reikningsskilaaðferðir og varðveisluaðferðir sem tryggja örugga verndun verðbréfa viðskiptavina. Nauðsynlegt er að verðbréf viðskiptavina séu vernduð fyrir kröfum lánardrottna vistunaraðilans.

1. Tilmæli CSPP/IOSCO, bls. 4-6.

Önnur atriði

13. Stjórnunarhættir

Stjórnunarhættir í verðbréfamiðstöðvum og hjá milligönguadílum ættu að uppfylla kröfur um vernd almanna-hagsmuna og styðja hagsmuni eigenda og notenda.

14. Aðgangur

Verðbréfamiðstöðvar og milligönguadilar ættu að skilgreina með hlutlægum hætti og birta opinberlega skilyrði fyrir þátttöku í kerfinu sem heimili sanngjarnan og opinn aðgang.

15. Skilvirkni

Auk þess að tryggja rekstraröryggi ættu verðbréfa-uppgjörskerfi að uppfylla þarfir þátttakenda á hagkvæman hátt og gegn eðlilegri greiðslu.

16. Boðskiptaferlar og staðlar

Verðbréfauppgjörskerfi ættu að nota viðeigandi alþjóðlega boðskiptaferla og staðla til þess að auðvelda skilvirkt uppgjör verðbréfavíðskipta milli landa.

17. Gegnsæi

Verðbréfamiðstöðvar og milligönguadilar ættu að veita markaðsaðilum nægjanlegar upplýsingar til að greina nákvæmlega tegundir áhættu og kostnað við að nýta sér þjónustu þeirra.

18. Setning reglna og eftirlit

Verðbréfauppgjörskerfi ættu að lúta gegnsæju og hagkvæmu reglakerfi og eftirliti. Seðlabankar og verðbréfaeftirlitsyfirvöld ættu að vinna saman og með öðrum viðeigandi yfirvöldum.

19. Áhættuþættir í tengslum við verðbréfavíðskipti milli landa.

Verðbréfamiðstöðvar sem koma á tengingum til að gera upp verðbréfavíðskipti milli landa ættu að hanna og reka slíkar tengingar með þeim hætti að dregið sé verulega úr áhættuþáttum sem myndast vegna uppgjörslíkra víðskipta.

Vinna stofnana ESB á sviði verðbréfauppgjörsmála

Hagkvæm og örugg greiðslukerfi og uppgjörskerfi eru afar mikilvæg fyrir einsleitni og skilvirkni innra markaðar Evrópusambandsins. Stofnanir ESB hafa því beitt sér fyrir þróun á þessu sviði. Nokkur árangur hefur náðst í að samræma reglur á sviði greiðslumiðlunar og greiðslukerfa í Evrópu.⁶ Viðfangsefnið að því er varðar verðbréfauppgjörskerfi eru að sumu leyti svipaðs eðlis og varðandi greiðslukerfin þótt fyrrnefndu kerfin séu í eðli sínu flóknari en þau síðarnefndu. Það eru einkum Framkvæmdastjórnin og Evrópski seðlabankinn sem hafa unnið að þróun þessara mála. Markmið stofnana ESB með vinnu við þróun verðbréfauppgjörskerfa eru einkum að efla samruna og virkni fjármálamarkaða í Evrópu, draga úr kostnaði og óhagkvæmni við verðbréfauppgjör milli ríkja ESB og auka alþjóðlega samkeppnishæfni evrópskra verðbréfamarkaða. Vinnan við samræmingu verðbréfauppgjörskerfa er þó enn skammt á veg komin. Að því er löggjöf á þessu sviði varðar má helst nefna að þann 6. júní 2002 var samþykkt tilskipun nr. 2002/47/EB um fjármálaveð.⁷ Tilskipun þessi verður væntanlega tekin inn í viðauka IX við EES-samninginn.

6. Hallgrímur Ásgeirsson: Greiðslumiðlun á Evrópska efnahagssvæðinu, bls. 66-76.

Í svonefndri Lamfalussy-skýrslu, sem gefin var út í febrúar 2001,⁸ var talið að hagkvæmari tilhögun við uppgjör verðbréfa væri forsenda árangurs í samræmingu verðbréfamarkaða í Evrópu.⁹ Í skýrslu svonefnds Giovannini-hóps, sem gefin var út í nóvember 2001, er gerð grein fyrir fyrirkomulagi verðbréfauppgjörslíkra milli ríkja ESB.¹⁰ Fram kemur í skýrslunni að afar ólík tilhögun verðbréfauppgjörslíkra í einstökum ríkjum sambandsins geri uppgjör á milli verðbréfamarkaða í Evrópu flókið, kostnaðarsamt, tímafrekt og áhættusamt. Í skýrslunni eru tilgreindar 15 ástæður fyrir því hvers vegna uppgjör milli ríkja er erfiðara en uppgjör í hverju ríki fyrir sig. Þessum hindrunum er skipað í þrjá meginflokkka, þ.e. tæknikröfur/markaðsframkvæmd (10 atriði), skattaframkvæmd (2 atriði) og réttaröryggi (3 atriði). Gerð er grein fyrir því hvort heppilegra sé að fást við þessar hindranir af hálfu markaðsaðila eða opinberra aðila. Að því er fyrsta flokkinn varðar er talið æskilegt að

7. Á ensku: Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements.

8. Á ensku: Lamfalussy Report: Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, febrúar 2001.

9. Lamfalussy Report, bls. 16-17.

10. Á ensku: The Giovannini Group: Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, nóvember 2001.

markaðsaðilar leiti leiða til að auka möguleika á tengingum milli uppgjörskerfa (e. interoperability) í einstökum ríkjum. Slík leið væri ekki eins tímafrek og ef stefnt væri að fullkomnum samruna uppgjörskerfa. Að því er síðari tvo flokkana varðar er hvatt til þess að stjórnvöld samræmi löggjöf í ESB-ríkjum á sviði skattamála og verðbréfavíðskipta.

Í maí 2002 gaf Framkvæmdastjórnin út umræðuskjal (e. Communication) til ráðsins og Evrópuþingsins um stefnumótun varðandi verðbréfauppgjör í Evrópusambandinu.¹¹ Í skjalinu eru tilgreindir tveir meginþættir sem vinna beri að í því skyni að efla þróun hagkvæms verðbréfauppgjör í Evrópu: Í fyrsta lagi beri að afnema hindranir á verðbréfavíðskiptum milli ríkja og í öðru lagi að auðvelda markaðsaðilum að koma sér upp hagkvæmari uppgjörskerfum fyrir verðbréfavíðskipti milli ríkja. Í umræðuskjalinu lýsir Framkvæmdastjórnin í fyrsta skipti heildarstefnu sinni í þessum málaflokki og kynnir mögulegar leiðir til þess að koma á hagkvæmari tilhögun uppgjör verðbréfavíðskipta milli ríkja. Ekki er tilgreint hvers konar uppgjörskerfi þurfi að koma á í Evrópu heldur er fjallað um hvernig skapa megi forsendur fyrir markaðsaðila að þróa hagkvæmstu lausnina í þeim efnum. Skoðað er hvernig afnema megi þær hindranir sem tilgreindar voru í Giovannini-skýrslunni og hvaða aðilar séu í bestri aðstöðu til þess. Bent er á að nauðsynlegt kunni að vera að skilgreina verðbréfauppgjör með samræmdum hætti til þess að skapa jöfn skilyrði gagnvart þeim sem annast verðbréfauppgjör í ríkjum ESB. Því er í umræðuskjalinu óskað eftir álitni viðkomandi aðila á þörfinni fyrir því að setja grunnreglur á þessu sviði.

Í október 2001 ákváðu bankaráð (e. Governing Council) Evrópska seðlabankans og Samstarfsnefnd evrópskra eftirlitsaðila á verðbréfamarkaði (e. Committee of European Securities Regulators, CESR) að hefja samvinnu um sameiginleg hagsmunamál varðandi verðbréfauppgjörskerfi. Skipaður var vinnuhópur fulltrúa Evrópska seðlabankans og seðlabanka aðildarríkjanna sem og fulltrúa CESR.¹² Stefnt er að því að þróa staðla eða tilmæli fyrir verð-

bréfauppgjörskerfi og milligönguaðila í Evrópu. Verður þar byggt á tilmælum CPSS og tækninefndar IOSCO.

Hlutverk Seðlabanka Íslands

Í flestum ríkjum hafa seðlabankar það hlutverk að efla þróun áreiðanlegra og skilvirkra verðbréfauppgjörskerfa sem og greiðslukerfa. Eitt af lögmæltum hlutverkum Seðlabanka Íslands er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd.¹³ Þessi skilgreining laganna á hlutverki Seðlabankans varðandi fjármálastöðugleika og greiðslukerfi nær m.a. til þess að stuðla að virku og öruggu verðbréfauppgjörskerfi. Íslenska verðbréfauppgjörskerfið gegnir lykilhlutverki fyrir verðbréfamarkaðinn, fjármálakerfið og fjármálastöðugleika hér á landi. Seðlabankinn notar einnig uppgjörskerfið í viðskiptum sínum með verðbréf og er kerfið því sem slíkt mikilvægt fyrir framkvæmd peningastefnunnar. Vera kann að bregðast þurfi við skyndilegum atvikum er varða stefnuna í peningamálum og reynir þá á að fyrir hendi sé áreiðanlegt verðbréfauppgjörskerfi.

Seðlabanki Íslands hefur mikilvægu hlutverki að gegna í því að stuðla að öruggu og virku verðbréfauppgjörskerfi hér á landi. Greina má þetta hlutverk í eftirfarandi þætti: Mótun stefnu varðandi þróun í kerfisins (e. policy-making role), eftirlit með kerfinu í samræmi við alþjóðlega staðla (e. oversight role), setningu reglna fyrir kerfið (e. regulatory role) og stuðning við markaðslausnir og frumkvæði á þessu sviði (e. catalyst role). Auk þess annast Seðlabankinn mikilvægan stofnanalegan þátt í uppgjörferlinu, þ.e. uppgjör á greiðslufyrirmælum vegna verðbréfavíðskipta.

Íslenska verðbréfauppgjörskerfið

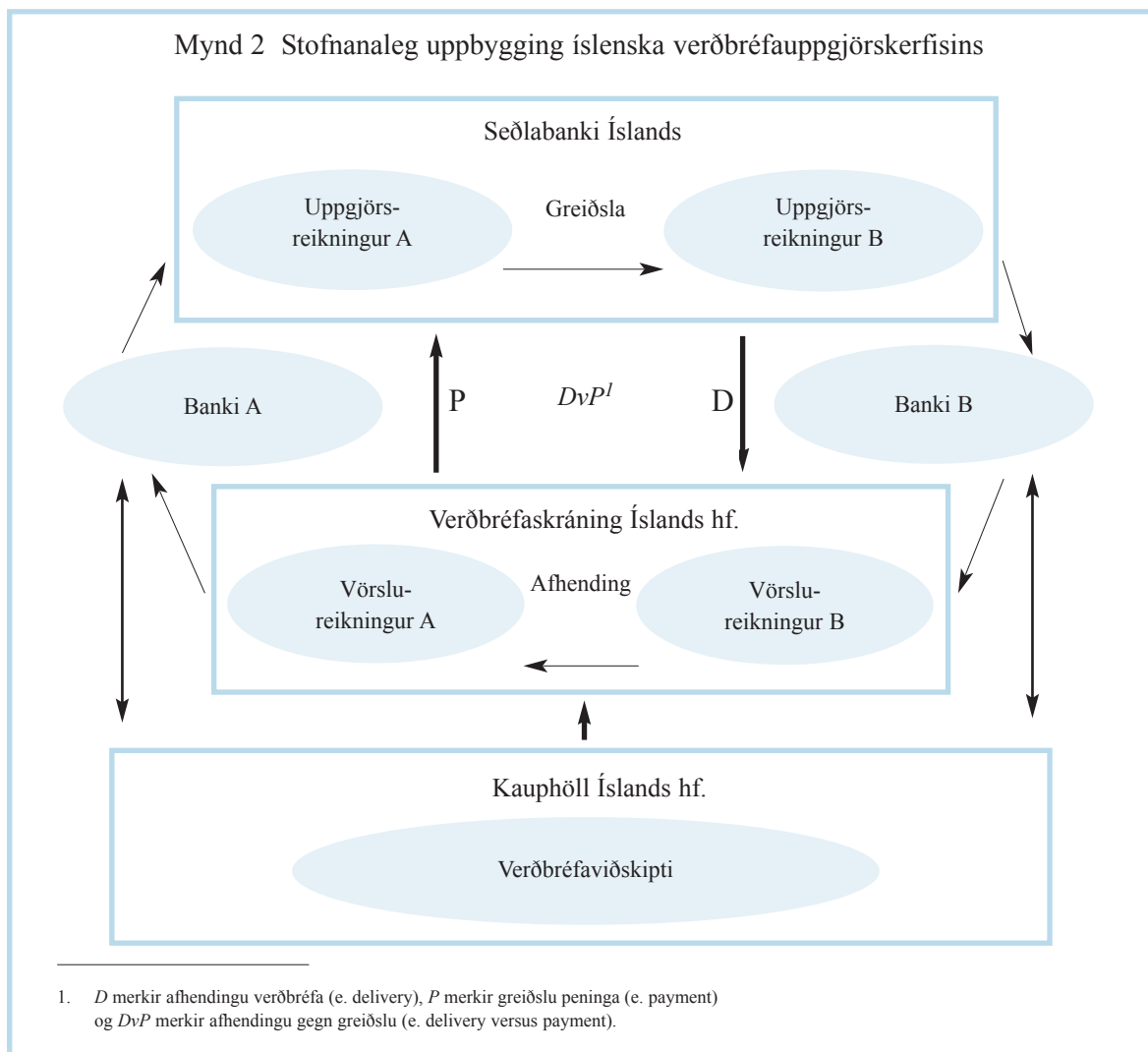
Íslenska verðbréfauppgjörskerfið er rekið á grundvelli samkomulags um samskipti Seðlabanka Íslands, Verðbréfasráningar Íslands hf. og Verðbréfaþings Íslands hf. (nú Kauphallar Íslands hf.) frá 25. maí 2000. Helstu lagareglur sem kerfið byggist á er að finna í lögum nr. 34/1998 um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, lögum nr. 131/1997 um rafræna eignarskráningu verðbréfa, lögum nr.

11. Á ensku: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Clearing and settlement in the European Union – Main policy issues and future challenges*, 28. maí 2002, COM(2002)257.

12. Fjármálaeftirlitið er meðlimur í CESR og tekur þátt í starfi hópsins.

13. Sjá 4. gr. laga um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

Mynd 2 Stofnanaleg uppbygging íslenska verðbréfauppgjörkerfisins



90/1999 um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum og lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands. Á grundvelli þessara laga hafa verið settar reglugerðir sem varða uppgjör verðbréfa.¹⁴

Íslenska verðbréfauppgjörkerfið nær til allra stofnanabátta uppgjörferlisins, þ.e. staðfestingar viðskipta, ákvörðunar réttinda og skyldna, uppgjör og vistunar. Uppgjörið nær bæði til afhendingar verðbréfa og frágangs greiðslu milli kaupanda og seljanda. Eftirfarandi stofnanir skipta með sér verk-

um og annast einstaka þætti uppgjörins: (a) Kauphöll Íslands hf. staðfestir skilmála verðbréfaviðskiptanna (e. confirmation), (b) Verðbréfaskráning Íslands hf. vinnur úr og skráir réttindi og skyldur markaðsaðila í tengslum við skipti á verðbréfum og peningum (e. clearance/clearing) og annast rafræna afhendingu verðbréfanna (e. delivery) og (c) Seðlabanki Íslands annast millifærslu og uppgjör greiðslufyrirmæla frá Verðbréfaskráningu aðallega í gegnum stórgreiðslukerfi sitt (e. payment). (d) Verðbréfaskráning Íslands hf. annast vistun/vörslu verðbréfanna (e. custody/safekeeping). Mynd 2 skýrir nánar stofnanalega uppbyggingu íslenska verðbréfauppgjörkerfisins.

14. Sjá einkum reglugerð nr. 397/2000 um rafræna eignarskráningu verðbréfa í verðbréfamiðstöð.

Uppgjörið miðast við innlend verðbréfavíðskipti og er eingöngu mögulegt í íslenskum krónum. Íslenska uppgjörskerfið er því almennt séð lokað, þ.e. virkni þess er takmörkuð við fjármálakerfið hér á landi. Afhending verðbréfa og greiðsluuppgjör fer fram á næsta bankadegi eftir að viðskiptin áttu sér stað, þ.e. á T+1. Tíminn fram að uppgjöri er þannig styttri en almennt tíðkast í erlendum uppgjörskerfum. Jafnframt er gert ráð fyrir að afhending verðbréfa fari ekki fram nema gegn greiðslu.

Reikningsstofnanir hafa milligöngu um eignarskráningu rafréfa í verðbréfamiðstöð, þ.e. í Verðbréfaskráningu Íslands hf. Eftirtaldir stofnanir hafa rétt til þess að hafa milligöngu um eignarskráningu í verðbréfamiðstöð: Seðlabanki Íslands, Lánasýsla ríkisins, viðskiptabankar og sparisjóðir, fyrirtæki í verðbréfaþjónustu og lánastofnanir aðrar en viðskiptabankar og sparisjóðir.

Viðskipti með verðbréf fara fram í Kauphöll Íslands frá kl. 10:00 til kl. 16:00 á almennum bankadögum. Kauphöllin sendir Verðbréfaskráningu upplýsingar um staðfest viðskipti sem fram fara í viðkomandi flokkum verðbréfa á vegum reikningsstofnana. Verðbréfaskráning sendir færslur áfram til reikningsstofnana sem bæta við færsluna upplýsingum um þá reikninga sem uppgjör á að fara um. Eftir að Kauphöllin hefur lokað fyrir verðbréfavíðskipti á viðskiptadegi og endanleg viðskipti reikningsstofnana hafa verið staðfest sendir Verðbréfaskráning f.h. reikningsstofnana ójöfnuð greiðslufyrirmæli til Reiknistofu bankanna (RB). Greiðslufyrirmælin berast RB kl. 18:15. Um kl. 9:00 daginn eftir, þ.e. á T+1, gerir Seðlabankinn upp brúttó-greiðslufyrir-

mælin sem Verðbréfaskráning sendi daginn á undan. Uppgjörið fer annaðhvort fram í jöfnunarkerfi Fjöl-greiðslumiðlunar (FGM) hf.¹⁵ eða í stórgreiðslukerfi Seðlabankans, eftir því hver fjárhæð greiðslufyrirmælanna er. Samtímis þessu gengur Verðbréfaskráning frá rafrænni afhendingu verðbréfa. Tímasetningar í uppgjörserlinu eru skýrðar á mynd 3.

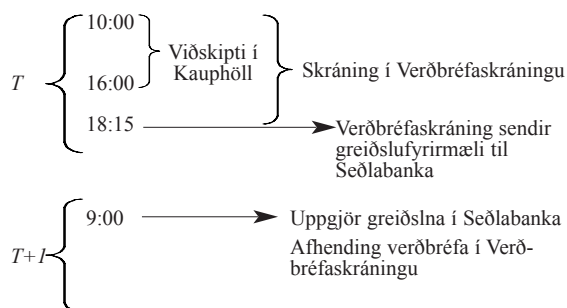
Þróun íslenska uppgjörskerfisins

Telja verður að íslenska verðbréfauppgjörskerfið sé að flestu leyti nútímalegt, traust og hagkvæmt. Engin meiri háttar áföll hafa átt sér stað í kerfinu. Það hefur þjónað íslenska verðbréfamarkaðnum vel og áunnið sér nauðsynlegt traust fjárfesta og markaðsaðila. Meðal kosta kerfisins má nefna uppgjörstíma á T+1 og afhendingu verðbréfa gegn greiðslu (DvP).

Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá apríl 2001 um mat á stöðugleika íslenska fjármálakerfisins, sem birt var opinberlega í júní 2001, kemur fram að líklegt sé að íslenska verðbréfauppgjörskerfið uppfylli (á þeim tíma væntanleg) tilmæli CPSS/IOSCO. Í skýrslunni er bent á að utanþingsviðskipti með verðbréf uppfylli ekki skilyrðið um afhendingu gegn greiðslu (DvP). Lagt er til að þessu verði breytt. Jafnframt er lagt til að Seðlabanki Íslands öðlist heimild til að gefa út opinberar reglur á sviði greiðslukerfa og verðbréfauppgjörskerfa og að uppgjör verðbréfa fari fram í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabankans.¹⁶

Samkvæmt 15. gr. laga um rafræna eignarskráningu verðbréfa nr. 131/1997 skal skipa samráðsnefnd verðbréfamiðstöðva, Verðbréfaþings Íslands (nú Kauphallar Íslands) og Seðlabanka Íslands. Seðlabankinn fer með formennsku í nefndinni. Hlutverk samráðsnefndarinnar er að fjalla um samskipti þessar stofnana í tengslum við frágang viðskipta. Á vegum nefndarinnar hefur að undanfögnu verið rætt um leiðir til að auka enn öryggi og virkni kerfisins. Enn hefur þó ekki verið framkvæmt sérstakt mat á því hvort íslenska verðbréfauppgjörskerfið uppfylli tilmæli CPSS og tækninefndar IOSCO. Af þeim atviki sem rædd hafa verið varðandi þróun kerfisins má nefna eftirfarandi:

Mynd 3 Tímasetningar í uppgjörserlinu



15. Fjölgreiðslumiðlun hf. er í eigu Búnaðarbanka Íslands hf., Greiðslumiðlunar hf., Íslandsbanka hf., Landsbanka Íslands hf., Kreditkorta hf., Sambands íslenskra sparisjóða og Seðlabanka Íslands.

16. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn: *Iceland: Financial Stability Assessment*, bls. 59 og 64.

- a) Æskilegt væri að skilgreina eðli og umgjörð uppgjörskerfisins nánar en gert er í fyrrnefndu samkomulagi frá árinu 2000. Skýra þyrfti hlutverk og ábyrgð þeirra stofnana sem koma að rekstri kerfisins og þeirra sem njóta þjónustu þess.
- b) Skýra þyrfti þær reglur sem gilda um uppgjörskerfið. Til greina kemur að Seðlabankinn nýti heimild í nýjum lögum um bankann til að setja almennar, opinberar grunnreglur um kerfið.¹⁷
- c) Koma þarf á áhættustýringu og tryggingum vegna uppgjörsgreiðslufyrirmæla. Af hálfu Seðlabanka Íslands hefur að undanförmu verið unnið að setningu krafna um að lánastofnanir leggi fram tryggingar fyrir uppgjöri á greiðsluskuldbindingum innan umsaminna hámarksheimilda í greiðslukerfum.¹⁸ Slíkar tryggingar verða annað hvort í formi verðbréfa eða í formi bindifjár sem lagt er inn á sérstakan, lokaðan bindireikning.¹⁹ Lánastofnanir munu hafa val um hvorn flokk trygginga þær kjósa. Auk þessara trygginga er gert ráð fyrir að lánastofnanir noti lausafjárstýringu til að mæta sérstökum sveiflum í greiðslustöðu í kerfunum. Rætt hefur verið um að Seðlabankinn auðveldi þessa lausafjárstýringu með því að heimila lánastofnunum að nýta bindifé á almennum bindireikningum á opnunartíma storgreiðslukerfisins og með því að hafa daglána- og millibankamarkaði opna á sama tíma. Gera má ráð fyrir að þessi tilhögun gangi í gildi á árinu 2003.
- d) Æskilegt væri að Seðlabankinn kanni fyrr í uppgjörssferlinu hvort allar forsendur greiðsluuppgjörsgætu séu fyrir hendi og láti reikningsstofnanir vita ef svo er ekki.
- e) Æskilegt væri að flýta sendingu greiðslufyrirmæla Verðbréfaskráningar til RB og Seðlabankans. Með því að tilkynna reikningsstofnunum um stöðu þeirra úr verðbréfavíðskiptum gæti Seðlabankinn auðveldað þeim að bregðast við ef greiðslufjárhæðir eru umfram umsamdar heimildir í greiðslukerfi. Reikningsstofnanirnar gætu þá nýtt sér markaði til að afla lauss fjár á sama degi og verðbréfavíðskiptin eiga sér stað og undirbúa þannig uppgjör morguninn eftir.
- f) Sérstök jöfnun á greiðslufyrirmælum sem berast frá Verðbréfaskráningu myndi auðvelda mjög yfirsýn og eftirlit Seðlabankans svo og vinnslu fyrirmælanna við uppgjör.
- g) Aðgangur lánastofnana að millibankamarkaði og daglánum fram til þess tíma sem úrvinnslu greiðslufyrirmæla er lokið myndi efla öryggi og hagkvæmni kerfisins.
- h) Uppgjörskerfið gerir ráð fyrir að uppfyllt sé skilyrðið um að verðbréf séu eingöngu afhent gegn greiðslu. Þetta skilyrði, sem auðkennt er DvP (e. delivery versus payment), merkir að afhending verðbréfa er tengd greiðslu peninga með þeim hætti að verðbréfin eru því einungis afhent að greiðsla eigi sér stað. Fullt samræmi við þetta skilyrði myndi nást ef upplýsingaskipti milli Seðlabanka og Verðbréfaskráningar yrðu eflað þannig að Verðbréfaskráning fengi sérstaka staðfestingu á að forsendur afhendingar verðbréfa væru fyrir hendi.
- i) Uppgjör greiðslufyrirmæla fer nú fram bæði í jöfnunarkerfi FGM hf. og storgreiðslukerfi Seðlabankans. Öll greiðslufyrirmæli undir 25 m.kr. fara um jöfnunarkerfið. Í því kerfi teljast greiðslufyrirmæli komin til greiðslukerfisins þegar kerfið hefur staðfest móttöku þeirra með sannanlegum hætti gagnvart þeim þátttakanda sem fyrirmælin gaf. Kerfið gerir því ráð fyrir efndalokum innan dags (e. intraday finality). Uppgjör í kerfinu fer hins vegar fram kl. 17:00, þ.e. um 8 klst. eftir að verðbréf voru afhent í verðbréfauppgjörskerfinu. Mikilvægt er því að hætta að afgreiða greiðslufyrirmæli vegna verðbréfavíðskipta í jöfnunarkerfi FGM hf. og framkvæma allt uppgjör í gegnum storgreiðslukerfið, án tillits til fjárhæðar. Meðhöndla þyrfti sérstaklega uppgjör greiðslufyrirmæla vegna verðbréfavíðskipta.
- j) Þörf er á að tímasetja nákvæmlega einstaka þætti í uppgjörssferlinu.
- k) Þróa þarf eftirlit Seðlabanka Íslands með kerfinu í samvinnu við Verðbréfaskráningu, RB og Fjármálaeftirlitið.
- l) Þróa þarf viðbúnaðaráætlun fyrir kerfið.

17. Sjá 38. gr., sbr. 4. gr., laga um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

18. Hallgrímur Ásgeirsson: Þróun greiðslu- og uppgjörskerfa, bls. 75-78.

19. Sjá 9. gr. reglna nr. 388/2002 um bindiskyldu.

- m) Tilgreina þarf nákvæmlega tímamörk bindandi greiðslufyrirmæla í kerfinu og réttaráhrif þeirra, sbr. lög nr. 90/1999 um öryggi greiðslufyrirmæla í greiðslukerfum.
- n) Tilkynna þarf verðbréfauppgjörskerfið til Eftirlitsstofnunar EFTA (ESA) í samræmi við 10. gr. tilskipunar Evrópuþingsins og ráðsins 98/26/EB frá 19. maí 1998 um endanlegt uppgjör í greiðslukerfum og uppgjörskerfum fyrir verðbréf,²⁰ sbr. og 3. gr. laga nr. 90/1999.

Vörslu- og uppgjörsmál innlendra, ríkistryggðra skuldabréfa

Í október 2001 skipaði fjármálaráðherra nefnd til að skoða skipan vörslu- og uppgjörsmála innlendra, ríkistryggðra skuldabréfa. Nefndinni var ætlað að setja fram tillögur um leiðir til að auðvelda aðgang erlendra aðila að innlendum skuldabréfamarkaði. Starf nefndarinnar fólst m.a. í skoðun á eftirtöldum þáttum: Í fyrsta lagi að greina þarf erlendra aðila við kaup á ríkisverðbréfum og verðbréfum útgefnum af Íbúðalánasjóði, m.a. kröfur þeirra til vörslu, skráningar og uppgjors. Í öðru lagi að kanna möguleika fyrir tengingu Verðbréfaskráningar Íslands hf. við erlendar verðbréfaskráningar. Í þriðja lagi að kanna möguleika fyrir skráningu íslenskra ríkistryggðra skuldabréfa í erlendri verðbréfaskráningu.

Nefndin skilað álitinu sínu í apríl 2002. Í nefndarálitinu kemur fram að koma þurfi á sambandi við erlendan vörslu- og uppgjörbanka til að auðvelda innlendum markaðsaðilum að selja erlendum fjárfestum skuldabréf og þar með stækka hóp fjárfesta innlendra skuldabréfa. Það samband þurfi að uppfylla þarfir þeirra, bæði að því er varðar vörslu- og uppgjörshluta. Þessar þarfir verði best uppfylltar með því að koma á sambandi við Clearstream eða Euroclear. Mælti nefndin með eftirfarandi kostum í þeim efnum:

Fyrri kosturinn væri svonefnt óbeint umboðsmannafyrirkomulag. Clearstream hefur komið upp slíkri tengingu í 43 löndum og þekkjja erlendir fjárfestar þá leið vel. Vankantar umboðsmannafyrirkomulags hér á landi væru einkum þeir að á íslenskum skuldabréfamarkaði eru markaðsaðilar fáir og hætt við að umboðsmaðurinn, sem yrði að líkindum einn markaðsaðila, geti ráðið yfir innherjaupp-

lýsingum um viðskipti erlendra aðila hér á landi við aðrar fjármálastofnanir. Ef þessi leið yrði valin þyrfti að tryggja hlutleysi umboðsmannsins með einhverjum hætti, t.d. með því að fá Seðlabankann eða Verðbréfaskráningu til að leggja málinu lið. Þá þyrfti að kanna áhuga Clearstream á sliku fyrirkomulagi.

Síðari kosturinn fæli í sér að heildarútgáfa tiltekinna flokka skuldabréfa yrði skráð í kerfi Euroclear. Verðbréfaskráning héldi síðan safnreikning yfir öll viðskipti innlendra aðila í flokkunum. Með þessari leið myndu viðskipti innlendra aðila sín á milli verða með sama hætti og verið hefur. Erlendir fjárfestar myndu eiga viðskipti við innlenda markaðsaðila í kerfi Euroclear. Þessi leið fæli þó í sér nokkur lögfræðileg úrlausnarefni. Þau lúta einkum að skráningu í kerfi Euroclear, reglum um eignarrétt, uppgjóri og skilmálum þeirra flokka sem um ræðir.

Í nefndarálitinu er lagt til að Verðbréfaskráningu Íslands hf. og Lánasýslu ríkisins verði falið, í samráði við Seðlabanka Íslands og Kauphöll Íslands hf., að kanna þessa tvo kosti og meta kostnað við þær.²¹ Gera má ráð fyrir að vinna þessi hefjist á síðari hluta ársins 2002.

Uppgjör í erlendum gjaldmiðlum

Samkvæmt lögum nr. 62/2002 um breytingu á lögum nr. 2/1995 um hlutafélög og samkvæmt lögum nr. 67/2002 um breytingu á lögum nr. 138/1994 um einkahlutafélög mega hlutafélög og einkahlutafélög ákveða hlutafé sitt í erlendum gjaldmiðli að uppfylltum nánar tilgreindum skilyrðum. Nú þegar áforma tiltekin hlutafélög að nýta sér þessa heimild. Í kjölfarið hafa vaknað spurningar um tilhögun uppgjors á hlutabréfum sem skráð kunna að verða í erlendum gjaldmiðlum.

Lagabreyting þessi gæti haft áhrif á uppbyggingu og innviði íslenska verðbréfauppgjörskerfisins. Vera má að þessi áhrif hafi að nokkru leyti verið vanmetin þegar löggin voru sett. Telja verður að núverandi uppgjörskerfi sé vanbúið til að mæta þeim kröfum sem kunna að fylgja lagabreytingunni. Full aðlögun að breytingunni myndi þýða að hægt væri að framkvæma hér á landi uppgjör í mörgum gjaldmiðlum. Gera má ráð fyrir að slík aðlögun yrði áhættusöm, tímafrek og kostnaðarsöm.

20. Stjótið. EB L 166, 11.16.1998, bls. 45.

21. Skipan vörslu- og uppgjörsmála (nefndarálit), bls. 13-14.

Í kjölfar lagabreytingarinnar hefur vaknað nokkur umræða um það hvort ástæða sé til þess að breyta íslenska uppgjörskerfinu þannig að mögulegt verði að gera upp í erlendum gjaldmiðlum. Jafnframt hafa komið fram sjónarmið um að greiða megi fyrir þátttöku erlendra aðila á íslenskum fjármálamarkaði með því að þróa fjölmyntauppgjörskerfi og samræma uppgjörstíma þess kerfis við það sem yfirleitt tíðkast erlendis, þ.e. T+3.

Í þessum efnum hefur m.a. verið rætt um það hvort til greina komi að taka upp greiðsluuppgjör í Seðlabankanum í evrum og Bandaríkjadöllum á T+3 í sérstöku uppgjörskerfi fyrir erlenda gjaldmiðla en halda tilhögun á uppgjöri verðbréfa í íslenskum krónum óbreyttu. Að því er uppgjör greiðslna varðar yrði gerð krafa um að lánastofnanir leggi fram tiltekna lágmarksgjaldeyrisinnstæðu á uppgjörreikninga til tryggingar uppgjöri sem miðaðist við veltu viðkomandi stofnunar í kerfinu og tækju að auki sameiginlega ábyrgð á uppgjörsvanefnd hvers þátttakanda. Þá yrði sett þak á stöðu hvers þátttakanda í kerfinu. Að öðru leyti hefðu lánastofnanir svigrúm til þess að nýta sér innlenda og erlenda gjaldeyrismarkaði til að gera upp stöður á þriðja degi eftir að viðskipti fóru fram, þ.e. á T+3. Efnadalok miðuðust við lok uppgjör. Óskað hefur verið eftir mati RB á umfangi og kostnaði við tæknilega aðlögun sem slík breyting fæli í sér. Ef slíkt kerfi yrði þróað væri jafnframt nauðsynlegt að greina þær tegundir áhættu sem breytingin hefði í för með sér fyrir skráningu og afhendingu verðbréfa. Þessi tilhögun uppgjör verðbréfa í erlendum gjaldmiðlum byggist á því að nýta sem mest innviði (e. infrastructure) þess kerfis sem fyrir er. Fleiri lausnir koma þó til greina í þessum efnum.

Ljóst er að breyting sem þessi yrði bæði kostnaðarsöm og tímafrek, auk þess sem hún fæli í sér nýja áhættuþætti í uppgjörskerfinu. Sérstaklega ber þar að nefna nýja uppgjörsgjaldmiðla og uppgjörstíma á T+3. Því er nauðsynlegt að gera nákvæma greiningu á þörfinni fyrir slíkt kerfi, kostnaðinum við smíði þess, vinnunni við rekstur þess og þeim áhættuþáttum sem slíku kerfi væru samfara.

Lokaorð

Hér að framan hefur verið gerð grein fyrir mikilvægi öruggs og hagkvæms verðbréfauppgjör fyrir fjármálakerfið og fjármálastöðugleika. Lýst hefur verið hvernig verðbréfauppgjör fer fram, hvernig stofnanalegri uppbyggingu verðbréfauppgjörskerfa er almennt háttáð og hvaða tegundir áhættu felast í slíkum kerfum. Fjallað hefur verið um alþjóðlega samvinnu um eflingu öryggis og hagkvæmni verðbréfauppgjörskerfa. Sérstaklega hefur verið gerð grein fyrir tilmælum CPSS og tækninefndar IOSCO fyrir verðbréfauppgjörskerfi. Þá hefur uppbyggingu íslenska verðbréfauppgjörkerfisins verið lýst, þeim stofnunum sem koma að kerfinu, tilhögun uppgjörins og atriðum sem verið er að skoða varðandi þróun kerfisins. Fyrir liggur að fyrrnefnd tilmæli verða lögð til grundvallar úttekt Seðlabanka Íslands á öryggi og hagkvæmni íslenska verðbréfauppgjörkerfisins í tengslum við alþjóðlegt mat á fjármálastöðugleika hér á landi. Hugsanlega þarf að gera einhverjar breytingar á kerfinu þegar niðurstöður matsins liggja fyrir.

Eins og fram hefur komið verður að telja að íslenska verðbréfauppgjörkerfið sé að flestu leyti nútímalegt, áreiðanlegt og hagkvæmt. Engin meiriháttar áföll hafa átt sér stað í kerfinu. Það hefur þjónað íslenska verðbréfamarkaðnum vel og áunnið sér nauðsynlegt traust fjárfesta og markaðsaðila. Áfram ber að vinna að þróun kerfisins með það að markmiði að auka enn frekar hagkvæmni þess og virkni fyrir verðbréfamarkaðinn. Hugsanlegar breytingar á kerfinu verða þó að fara saman við þá meginkröfu að hvergi sé dregið úr öryggi þess og að uppfylltar séu ýtrustu kröfur sem mótaðar hafa verið í þeim efnum.

Heimildir

Alit nefndar skipaðrar af fjármálaráðherra: *Skipan vörslu- og uppgjörsmála*, 23. apríl 2002.

Bank for International Settlements, CPSS: *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*, janúar 2001.

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: *Recommendations for securities settlement systems*, nóvember 2001, BIS.

European Commission: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Clearing and settlement in the European Union – Main policy issues and future challenges*, 28. maí 2002, COM(2002)257.

The Giovannini Group: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, nóvember 2001.

Hallgrímur Ásgeirsson: Greiðslumiðlun á Evrópska efnahagssvæðinu. *Peningamál* 2002/2, bls. 66-76.

Hallgrímur Ásgeirsson: Þróun greiðslu- og uppgjörskerfa. *Peningamál*, 2001/4, bls. 75-78.

International Monetary Fund: *Iceland: Financial Stability Assessment*. IMF Country Report No. 01/85, 10. apríl 2001 (birt opinberlega 12. júní 2001).

Lamfalussy Report: *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, febrúar 2001.

Tómas Örn Kristinsson: Greiðslukerfi – ný viðmið. *Peningamál*, 2000/4, bls. 58-63.

Heimildir sem finna má á veraldarvefnum

Bank for International Settlements, CPSS: *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*.
<http://www.bis.org/publ/cpss34ep1.pdf>

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: *Recommendations for securities settlement systems*.
http://www.iosco.org/docs-public-2000/2001-recommendations_securities_settlement_systems.html

European Commission: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. Clearing and settlement in the European Union – Main policy issues and future challenges*.
http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/com2002-257/com2002-257_en.pdf

The Giovannini Group: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.
http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf

Hallgrímur Ásgeirsson: Greiðslumiðlun á Evrópska efnahagssvæðinu.
http://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM022_6.pdf

Hallgrímur Ásgeirsson: Þróun greiðslu- og uppgjörskerfa.
http://www.sedlabanki.is/uploads/files/pm014_8.pdf

International Monetary Fund: *Iceland: Financial Stability Assessment*.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2001/cr0185.pdf>

Lamfalussy Report: *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*.
http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf

Tómas Örn Kristinsson: Greiðslukerfi – ný viðmið.
http://www.sedlabanki.is/uploads/files/pm004_7.pdf