

Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Arnarhvoli við Lindargötu  
101 Reykjavík

Reykjavík, 26. ágúst 2019

**Efni: Drög að frumvarpi til laga um verðbréfamíðstöðvar, uppgjör og rafræna eignarskráningu fjármálagerninga – Mál nr. S-181/2019**

**Inngangur**

1. Vísað er til fyrirliggjandi frumvarps sem gert hefur verið aðgengilegt á samráðsgátt stjórnvalda. Umsögn þessi er bundin við *samkeppnisréttarleg sjónarmið* eingöngu. Umsagnaraðili, Verðbréfamíðstöð Íslands hf. (VBM), áskilur sér jafnframt rétt til að skila inn annari umsögn, eftir atvikum á síðari stigum, varðandi önnur atriði. Afrit af þessari umsögn er jafnframt send Samkeppniseftirlitinu.
2. VBM hefur starfsleyfi sem verðbréfamíðstöð í samræmi við ákvæði laga nr. 131/1997, um rafræna eignarskráningu verðbréfa. Í því felst fyrst og fremst rafræn eignarskráning verðbréfa sem felur í sér rafræna útgáfu og skráningu verðbréfa og eignarhaldi yfir þeim. Eignarskráning felur einnig í sér skráningu hvers kyns réttinda yfir verðbréfum svo sem veðs og annarra tryggingaráðstafana. Þá mun félagið sjá um vörslu á verðbréfum og réttindum þeim tengdum. Að féluginu standa meðal annars innlendir lífeyrissjóðir og fjármálaufyrirtæki. VBM kemur til með að verða mikilvægur innlendar fjármálainnviður í eigu íslenskra aðila.
3. VBM hefur í starfsemi sinni rekið sig á *lagalegar og tæknilegar hindranir* þegar kemur að samkeppni verðbréfamíðstöðva, en helsti samkeppnisaðili VBM er Nasdaq verðbréfamíðstöð hf. sem frá febrúar 2008 hefur verið í eigu Nasdaq

Inc. sem er bandarískt félag sem á meðal annars og rekur NASDAQ kauphallir á 26 mörkuðum, tvær verðbréfamiðstöðvar og eitt uppgjörshús (Nasdaq Clearing). Höfðustöðvar fyrirtækisins eru í New York.

4. Starfsemi VBM mun hefjast á næstu mánuðum, og Nasdaq verðbréfamiðstöð hf. að því leyti eins og er eina „virka“ verðbréfamiðstöðin á íslenskum markaði. Þess má geta að eftir að VBM boðaði innreið sína á markaðinn hefur Nasdaq verðbréfamiðstöð hf. a.m.k. í þrígang lækkað gjaldskrá sína.
5. VBM hefur kært Nasdaq verðbréfamiðstöð hf. til Samkeppniseftirlitsins fyrir meinta misnotkun markaðsráðandi stöðu varðandi fyrirkomulag gjaldtöku í formi óbreyttrar varðveisluþóknunar úr hendi reikningsstofnana, jafnvel þótt þau kjósi að færa réttindaskráningu yfir til VBM í skjóli 4. málsl. 13. gr. laga nr. 131/1997. Ákvað Samkeppniseftirlitið að taka málið til sérstakrar rannsóknar.
6. Hvað sem líður þeim málatilbúnaði, en málið er um margt flókið og fordæmalaust og teygir anga sína víðar, tel ur VBM ljóst að *skýr laga- og reglurammi um tiltokin atriði sé nauðsynlegur*, eigi samkeppni að fá þrifist eftir því sem best verður kosið, sbr. nánar hér í framhaldi.

#### Almennt um frumvarpið

7. Í frumvarpinu er lagt til, og svo sem segir á samráðsgáttinni og í almennum athugasemdum með því, að Central Securities Depositories Regulation (CSDR) verði innleidd en reglugerðin breytir umgjörð um starfsemi verðbréfamiðstöðva töluvert og felur í sér auknar kröfur til verðbréfamiðstöðva, uppgjörs fjármálagerninga og verðbréfa-uppgjörskerfa. Allar verðbréfamiðstöðvar innan EES þurfa að sækja um nýtt starfsleyfi samkvæmt CSDR. Verðbréfauppgjörskerfin sem verðbréfa-miðstöðvar reka verða að standast gæðaprófun og þær kröfur sem CSDR gerir til þeirra til að geta fengið starfsleyfi. CSDR kveður einnig á um breytta stjórnarhætti verðbréfamiðstöðva. Þá kveður CSDR á um hertar eiginfjárkröfur og áhættustýringu.

8. CSDR er ætlað að bæta uppgjör fjármálagerninga. Allir fjármálagerningar sem reglugerðin nær til skulu vera á rafrænu formi og verður uppgjörstími innan EES-svæðisins samræmdur sem viðskiptadagur +2 dagar.
9. Verðbréfamiðstöðvar fá aukna ábyrgð í því að draga úr uppgjörsbrestum en þeim ber að beita sektum og uppgjörskaupum (e. buy-in) við uppgjörsbrest, vakta uppgjörsbresti og senda eftirlitsstjórnvaldi skýrslu um öll slík tilvik. Þá ber þeim að geyma færslugögn í 10 ár.
10. Fjármálaeftirlitinu er gert heimilt að beita sektum og dagsektum vegna brota á lögunum.
11. *CSDR gerir ráð fyrir að aðildarríkin hafi talsvertsvigrúm varðandi það hvaða reglur skulu gilda að landsrétti svo fremi sem þær gangi ekki gegn CSDR, svo sem varðandi eignarskráningu fjármálagerninga. CSDR reglugerðin hefur nokkra skörun við nágildandi lög nr. 131/1997 þar sem þau gilda um starfsemi verðbréfamiðstöðva, verðbréfauppgjör, rafræna útgáfu verðbréfa og skráningu eignarréttinda yfir þeim.*
12. Með frumvarpinu er því lagt til að ákveðin ákvæði nágildandi laga um rafræna eignarskráningu verðbréfa nr. 131/1997, sem CSDR nær ekki til, verði færð í lög um verðbréfamiðstöðvar, uppgjör og rafræna eignarskráningu fjármálagerninga, þar á meðal ákvæði um eignarskráningu fjármálagerninga og þá réttarvernd sem hún felur í sér. Jafnframt að nágildandi lög nr. 131/1997 verði að öðru leyti felld brott.
13. Ennfremur eru lagðar til ákveðnar útfærslur í þeim tilvikum þegar CSDR gerir ráð fyrir að hvert aðildarríki ákveði fyrir sig, svo sem varðandi það hvort í löggjöf aðildarríkis skuli vera refsíákvæði vegna brota á CSDR og hversu háar hámarksstjórnvaldssektir skuli vera. Þá geymir frumvarpið ákvæði um þagnarskyldu þeirra sem starfa fyrir verðbréfamiðstöðvar og reglur um skaðabótaábyrgð. Í frumvarpinu er lagt til að þessi ákvæði verði nánast óbreytt frá nágildandi lögum eftir því sem svigrúm við innleiðingu CSDR í íslenskan rétt leyfir.

## Samkeppni verðbréfamiðstöðva

### Almennt

14. Hvergi er í frumvarpinu vikið sérstaklega að samkeppnissjónarmiðum. Slík sjónarmið gegna hins vegar veigamiklu hlutverki samkvæmt CSDR. Í aðfaraorðum CSDR, segir þannig meðal annars:

*(4) The increasing number of cross-border settlements as a consequence of the development of link agreements between CSDs calls into question the resilience, in the absence of common prudential rules, of CSDs when importing the risks encountered by CSDs from other Member States. Moreover, despite the increase in cross-border settlements, market-driven changes towards a more integrated market for CSD services have proven to be very slow. An open internal market in securities settlement should allow any investor in the Union to invest in all Union securities with the same ease as in, and using the same processes as for, domestic securities. However, the settlement markets in the Union remain fragmented across national borders and cross-border settlement remains more costly, due to different national rules regulating settlement and the activities of CSDs and limited competition between CSDs. That fragmentation hinders and creates additional risks and costs for cross-border settlement. Given the systemic relevance of CSDs, competition between them should be promoted so as to enable market participants a choice of provider and reduce reliance on any one infrastructure provider. In the absence of identical obligations for market operators and common prudential standards for CSDs, divergent measures likely to be taken at national level will have a direct negative impact on the safety, efficiency and competition in the settlement markets in the Union. It is necessary to remove those significant obstacles in the functioning of the internal market and avoid distortions of competition and to prevent such obstacles and distortions from arising in the future. The creation of an integrated market for securities settlement with no distinction between national and cross-border securities transactions is needed for the proper functioning of the internal market. Consequently, the appropriate legal basis for this Regulation should be Article 114 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU), as*

*interpreted in accordance with the consistent case law of the Court of Justice of the European Union.*

*(5) It is necessary to lay down in a regulation a number of uniform obligations to be imposed on market participants regarding certain aspects of the settlement cycle and discipline and to provide a set of common requirements for CSDs operating securities settlement systems. The directly applicable rules of a regulation should ensure that all market operators and CSDs are subject to identical directly applicable obligations, standards and rules. A regulation should increase the safety and efficiency of settlement in the Union by preventing any diverging national rules as a result of the transposition of a directive. A regulation should reduce the regulatory complexity for market operators and CSDs resulting from different national rules and should allow CSDs to provide their services on a cross-border basis without having to comply with different sets of national requirements such as those concerning the authorisation, supervision, organisation or risks of CSDs. A regulation imposing identical requirements on CSDs should also contribute to eliminating competitive distortions. (áherslubr. VBM)*

15. Eins og þessi umfjöllun ber með sér er eitt meginmarkmiða þeirrar samræmdu lagasetningar sem CSDR felur í sér, að stuðla að aukinni samkeppni milli verðbréfamiðstöðva með einsleitu regluverki. Þótt þessi umfjöllun taki eftir atvikum sérstaklega til samkeppni „yfir landmæri“, verður að ætla að sambærileg sjónarmið taki til „innanlandsmarkaða“. Í öllu falli hlýtur *vilji Alþingis* að standa til þess að á þessum markaði, eins og öðrum, sé *virk samkeppni* eftir því sem framast er kostur.
16. Útgáfa rafbréfa fer jafnan þannig fram að reikningsstofnun *fyrir hönd útgefanda* sem óskar eftir að gefa út rafbréf skal senda hlutaðeigandi verðbréfamiðstöð/-um útgáfulýsingu þar um. Í henni skulu koma fram helstu auðkenni útgáfunnar, nafnverð svo og önnur skilyrði sem varða útgáfuna og skuldbinda útgefanda. Þegar verðbréfamiðstöð hefur samþykkt umsókn er jafnan gerður *útgáfusamningur* við útgefanda. Verðbréfamiðstöð sér um lokafærslur og heldur reikninga fyrir eigendur rafbréfa þar sem breytingar eða niðurfellingar á réttindum yfir rafbréfum skulu eignarskráðar. Heimild til milligöngu um eignarskráningu í verðbréfamiðstöð hafa fyrirtæki í verðbréfajónustu sem

lögum samkvæmt er heimilt að eiga viðskipti með verðbréf fyrir eigin reikning, viðskiptabankar, sparisjóðir, lánastofranir aðrar en viðskiptabankar og sparisjóðir, Lánaþýsla ríkisins og Seðlabanki Íslands. Skilyrði þess að mega hafa milligöngu um eignarskráningu er að fyrir liggi fullgildur aðildarsamningur við verðbréfamíðstöð. Aðili sem gert hefur aðildarsamning telst vera reikningsstofnun.

17. Gjaldtaka verðbréfamíðstöðva getur verið margþaett, svo sem í formi árgjalda, vörlugjalda og færslugjalda. Samkeppni milli verðbréfamíðstöðva getur einkum verið í formi þjónustu og/eða *verðlagningar*. Pessum kostnaði, eins og öðrum, er eðli máls samkvæmt jafnan fleytt út í verðlag, svo sem gjaldtöku reikningsstofnana gagnvart sínum viðskiptamönnum, og þannig að endanlegir eigendur bréfanna (neytendur/fjárfestar) bera hann á endanum. Gjaldtaka verðbréfamíðstöðva myndar þannig ákveðið „gólf“ í verðlagningu þeirrar þjónustu sem tengist útgáfu rafbréfa og réttinda-skráningu henni tengdri.
18. Samkeppni milli verðbréfamíðstöðva getur tekið til *upphaflegrar útgáfu/skráningar*, þ.e. hvar útgefandi ákveður að gefa út rafbréf upphaflega.
19. *Eftir útgáfu rafbréfa* kann sú staða jafnframt að skapast að útgefandi kjósi að bréf séu tekin til skráningar í annarri verðbréfamíðstöð, svo sem ef hann telur það hagkvæmt í fjárhagslegu tilliti, sbr. hér í framhaldi.

#### Uppsögn útgefanda

20. Einfaldasta leiðin í boði, þegar svo háttar til sem hér segir, er sjálfsagt sú að útgefandi *segi upp* hlutaðeigndi útgáfusamningi og taki bréfin í heild sinni til skráningar í annarri verðbréfamíðstöð. Á slíku fyrirkomulagi þurfa hvorki að vera lagalegir né tæknilegir meinbugir. Þannig sýnist sjálfsagt að að *stjórn útgefanda* geti tekið ákvörðun hér um, rétt eins og það kemur í hlut stjórnar að taka ákvörðun um rafræna skráningu, sbr. 2. mgr. 27. gr. laga nr. 2/1995 um hlutafélög, með áorðnum breytingum. Á sama tíma þarf að virða samningsbundinn uppsagnarfrest. Eðlilegt er hins vegar að slíkum uppsagnarfresti séu sett einhver efri mörk, svo sem 3-6 mánuðir. Loks þarf að

búa svo um hnúta að útgefandi, og umboðsmenn hans, fái aðgang að nauðsynlegum gögnum og upplýsingum svo unnt sé að taka bréfin til skráningar í nýrri verðbréfamiðstöð.

21. Sé ekki mælt fyrir um framangreind atriði, og önnur af áþekkum toga, í skráðum lögum er hætt við því að markaðsráðandi aðilar reyni að byggja lagalegar og tæknilegar hindranir sem standi flutningi milli verðbréfamiðstöðva í vegi, og þannig girt fyrir virka samkeppni. Þess merki má raunar sjá í reglum Nasdaq verðbréfamiðstöðvar hf., sem hefur verið einrátt á íslenskum markaði sem fyrr segir, þar sem segir t.a.m undir grein 3.6.1 (sjá *fylgiskjal*) að óski útgefandi afskráningar þurfi „fullnægjandi samþykki eigenda rafbréfanna“, í stað þess að *ákvörðun stjórnar* nægi líkt og þegar bréf eru tekin til skráningar. Sömuleiðis, að „Nasdaq verð-bréfamiðstöð leggur mat á það hverju sinni hvort forsendur séu til staðar til að afskrá rafbréfin“. Ekki er heldur mælt fyrir skýrlega um aðgang útgefanda (og umboðsmanna/umbjóðenda) að nauðsynlegum upplýsingum við aðstæður sem þessar, sbr. þó eftir atvikum grein 3.5 reglnanna. Atriði á borð við þessi eru síst til þess fallin að tryggja virka samkeppni, heldur þvert á móti. Miðað við reglur Nasdaq verðbréfamiðstöðvar hf. gæti t.d. einn eigandi rafbréfs staðið flutningi í vegi.

22. VBM mælist því alveg sérstaklega til þess að í frumvarpinu sé markaður *almennur og hlutlaus lagarammi*, m.t.t. framangreindra þátta og annarra sem þýðingu geti haft, þegar útgefandi kýs að segja upp útgáfu og flytja annað.

#### Skráning útgáfu í fleiri en eina verðbréfamiðstöð

23. Til viðbótar „uppsagnarleiðinni“ er sá möguleiki meðal annars fyrir hendi, að gildandi lögum, að rafbréf í sama verðbréfaflokki sem tekinn hefur verið til eignarskráningar í verðbréfamiðstöð er heimilt að skrá í fleiri en einni verðbréfamiðstöð, enda sé tryggt að aðeins sé hægt að skrá réttindi yfir hverju einstöku rafbréfi í einni verðbréfamiðstöð, og líkt og segir í 4. málsl. 13. gr. nágildandi laga nr. 131/1997. Hefur jafnframt sá skilningur verið lagður til grundvallar, að reikningsstofnunum sé þetta stætt án formlegs samþykkis útgefanda. Hefur Seðlabankinn/ríkissjóður t.a.m. ekki gert athugasemdir við

réttindaskráningar erlendis, án þeirra atbeina. Hér háttar líka til, ólíkt „uppsagnarleiðinni“, að hægt er að flytja hluta útgáfu til annarrar verðbréfamiðstöðvar.

24. Í þessu samhengi er meðal annars rætt um „direct link“/„standard link“ eða „beina tengingu“, og „indirect link“ eða „óbeina tengingu“, sem CSDR skilgreinir svofellt:

*‘indirect link’ means an arrangement between a CSD and a third party other than a CSD, that is a participant in the securities settlement system of another CSD. Such link is set up by a CSD in order to facilitate the transfer of securities to its participants from the participants of another CSD;*

„Standard link“ er skilgreind svofellt:

*‘standard link’ means a CSD link whereby a CSD becomes a participant in the securities settlement system of another CSD under the same terms and conditions as applicable to any other participant in the securities settlement system operated by the latter;*

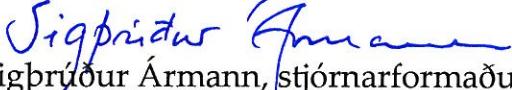
Munurinn liggur einkanlega í því, að samkvæmt „standard link“ er ráðgert að verðbréfamiðstöð verði meðlimur (e. participant) í annarri, en samkvæmt „indirect link“ eru rafbréf færð (transferred) fyrir tilstuðlan þriðja aðila (intermediary), svo sem reikningsstofnunar.

25. Í reglum CSDR gefur að líta nokkra umfjöllun um „óbeinar tengingar“, en öðru virðist þó ósvarað. Þannig er, svo dæmi sé tekið, ekki ljóst af fyrirliggjandi frumvarpsdrögum, hvort sú regla sem birtist í 4. málsl. 13. gr. núgildandi laga, sé talin felast í hinu nýja regluverki, þ.m.t. hvort að slíku fyrirkomulagi sé hægt að koma á án samþykkis útgefanda. Æskilegt er að lögskýringargögn taki skýrlega af skarið með framangreint, og þannig að engum vafa sé háð að slíkur réttur sé til staðar. Á þetta raunar við um báðar tegundir tenginga.

26. Hvað varðar áhorfsmál um gjaldtöku gilda að sjálfsgögðu um hana samkeppnislög og eru þau atriði sérstaklega til umfjöllunar í fyrrgreindu máli Samkeppniseftirlitsins.

### Að lokum

27. VBM áréttar mikilvægi þess, á þessum tímamótum, að skapa *virkan samkeppnismarkað* með verðbréfamíðstöðum, markaðnum og ekki hvað síst neytendum/fjárfestum til hagsbóta. Frá sjónarhóli VBM er sérstaklega brýnt að frumvarpið taki til þeirra atriða sem að framan er getið, og þá ekki hvað síst að tryggja *skýran laga- og regluramma* varðandi uppsögn útgáfa og flutning til nýrrar verðbréfamíðstöðvar í kjölfarið („uppsagnarleiðin“).
28. Að öðrum kosti er við búið að aðilar reyni að skáka í skjóli *lagalegra- og tæknilegra hindrana og/eða óvissu*, og þannig að samkeppni fái ekki þrifist eins og best verður kosið.

Virðingarfyllst,  
f.h. Verðbréfamíðstöðvar Íslands hf.  
  
Sigþróður Ármann, stjórnarformaður

  
Erla Hrönn Aðalgeirs dottir, framkvæmdastjóri

Fylgiskjal: Úr reglum Nasdaq Verðbréfamíðstöðvar hf.

Afrit:

Samkeppniseftirlitið  
Borgartúni 25  
105 Reykjavík