

## Skuldabréfamarkaður á Íslandi

*Fjármagnsmarkaður á Íslandi hefur tekið miklum breytingum á síðustu áratugum. Í dag eru virkir markaðir til staðar þar sem gengi krónunnar, verð verðbréfa og vextir eru ákvarðaðir. Stærstur hluti íslensks fjármagnsmarkaðar er markaðurinn með skuldabréf. Á undanförunum árum hefur orðið mikil og hröð þróun á innlendum skuldabréfamarkaði. Útgáfa og sala skuldabréfa á markaði hefur byggst upp með þeim hætti að hann þjónar orðið bæði lántakendum og fjárfestum vel. Hið opinbera, fyrirtæki og einstaklingar sækja lánsfé á þennan markað; ríki og sveitarfélög vegna venjubundins rekstrar eða stórframkvæmda, fyrirtæki vegna fjárfestinga og einstaklingar til að mynda vegna fjárfestinga í íbúðarhúsnæði. Í þessari grein verður farið stuttlega yfir sögu íslensks skuldabréfamarkaðar, skoðað verður hvernig viðskipta- og starfshættir hafa breyst í tímans rás og gerð grein fyrir tæknilegri uppbyggingu markaðarins nú á dögum.*

### Upphaf skuldabréfaviðskipta hér á landi

Um og eftir aldamótin 1900 voru stöku Íslendingar atkvæðamiklir í verðbréfaviðskiptum en þau viðskipti fóru þó að mestu fram í erlendum kauphöllum. Hlutabréf í Íslandsbanka og fossafélög voru skráð á erlendum verðbréfamörkuðum.

Á árunum á milli 1930 og 1940 tók fólk að koma saman hér á landi og skiptast á verðbréfum. Ekki er með vissu vitað hvenær slík viðskipti hófust en smám saman þróuðust viðskiptin og umfangið óx þannig að grundvöllur myndaðist fyrir sérstakt húsnæði sem ætlað var fyrir viðskipti með verðbréf.

Kauphöllin hf. var stofnuð árið 1934. Verksvið fyrirtækisins tengdist ýmsu varðandi viðskipti og umsýslu með verðbréf, aðallega skuldabréf en einnig hlutabréf. Segja má að starfsemi Kauphallarinnar hafi markað upphaf viðskipta með verðbréf á Íslandi.

Í desembermánuði 1942 hóf kaupþing Landsbanka Íslands starfsemi, og var fyrirkomulag þingsins að mestu leyti sniðið eftir kauphöllinni í Kaupmannahöfn. Viðskipti voru töluverð í fyrstu, og var

Kauphöllin hf. mótaðili í um helmingi viðskipta. Á árinu 1944 hætti þingið starfsemi, en það ár hafði dregið verulega úr viðskiptum og lágu þau að mestu niðri næstu áratugi.

Árið 1964 voru í fyrsta skipti á Íslandi gefin út vísitölubundin ríkisskuldabréf sem voru innleysanleg eftir 3 ár og síðan laus einu sinni á ári til loka láns tímans sem var 10 ár. Á þeim tíma sem útgáfa ríkisskuldabréfa hófst voru verðbréfamiðlarar ekki til staðar þannig að eigendur þurftu sjálfir að leita uppi kaupendum ef til stóð að losa peningana áður en láns tíma lauk. Verðmyndun þessara ríkisskuldabréfa var slök til að byrja með og ekki hjálpaði til að einungis eitt verð, sem reiknað var út miðað við innlausnarmánuð, gildi fyrir allt árið. Þetta þýddi að ef eigendur bréfanna vildu leysa peningana út á öðrum tíma en í þeim mánuði sem bréfið var laust, fengu þeir aðeins greitt það verð sem gildi innlausnarmánuðinn. Ef aðilar seldu bréf eftir innlausnardag fengu þeir hvorki greiddar verðbætur né vexti fyrir þann tíma sem liðið hafði frá honum. Því má segja að þekkingarleysi á ávöxtunarmöguleikum, langur lánstími og erfiðleikar í endursölu hafi gert það að verkum að sala verðbréfa fór hægt af stað á Íslandi.

1. Höfundur starfar á markaðsstofu peningamálasviðs Seðlabanka Íslands.

Árið 1976 tók til starfa Verðbréfamarkaður Fjárfestingarfélag Íslands sem sérhæfði sig í viðskiptum með verðbréf. Þar með urðu verðbréfamiðlarar til sem, eins og nafnið gefur til kynna, leiddu saman kaupendur og seljendur bréfa. Þarna hófst mikil framþróun sem auðveldaði almenningi að versla með bréf gegn sanngjörnu verði þó að binditíminn væri ekki liðinn og mótaðist verðið af framboði og eftirspurn. Fleiri aðilar spruttu upp t.d. Kaupþing og Verðbréfamarkaðir Iðnaðar- og Útvegsbanka. Þar að auki voru starfandi nokkrir sjálfstætt starfandi verðbréfamiðlarar um tíma.

Talsverð þáttaskil urðu árið 1979 þegar lög um verðtryggingu fjárskuldbindinga tóku gildi. Almenn heimild til verðtryggingar dró úr neikvæðum raunvöxtum, hvatti til fjársparnaðar og lagði grunn að fjármálaviðskiptum utan banka og sparisjóða.

### Stofnun Verðbréfaþings Íslands - tímamót á fjármagnsmarkaði

Verðbréfaþing Íslands var stofnað um mitt ár 1985 og það var Seðlabanki Íslands sem sá um framkvæmdina í samvinnu við banka og verðbréfafyrirtæki, en heimild bankans til þátttöku í slíkri starfsemi var í lögum bankans frá árinu 1961. Verðbréfaþingið hafði fyrstu aðstöðu sína í Seðlabankanum og sá bankinn t.d. um allt skrifstofuhald. Reglur um Verðbréfaþing voru settar af Seðlabankanum og staðfestar af viðskiptaráðherra 28. júní 1985. Stofnaðilar Verðbréfaþings auk Seðlabankans voru fjórir; Fjárfestingarfélag Íslands hf., Iðnaðarbanki Íslands hf., Kaupþing hf. og Landsbanki Íslands.

Ohætt er að segja að með tilkomu Verðbréfaþings hafi orðið tímamót á íslenskum fjármálamarkaði. Útbúið var sérstakt kerfi þar sem aðilar tilgreindu tvíhliða verð sem viðskipti tóku mið af. Þar gátu þingaðilar keypt eða selt verðbréf innan kerfisins á skráðu verði án þess að ráðfæra sig við mótaðilann í viðskiptunum.<sup>2</sup> Seðlabanki Íslands var þingaðili en stundaði þó ekki þjónustu við almenning eins og aðrir þingaðilar aðra en sölu nýrra verðbréfa ríkissjóðs. Þó má segja að Seðlabankinn hafi verið nokkurs konar kjölfesta á Verðbréfaþinginu.

2. Allt frá stofnun Verðbréfaþings Íslands hefur verið notast við tölvutæknina í viðskiptum og því var aldrei um að ræða viðskipti á gólf eins og í flestum öðrum kauphöllum.

### Þróun skuldabréfamarkaðar á Íslandi

- 1934: Kauphöllin hf. seldi verðbréf til einstaklinga og fyrirtækja
- 1942: Kaupþing Landsbanka Íslands hóf starfsemi, en lagði upp laupana tveimur árum seinna
- 1964: Fyrstu vísitölubundnu ríkisskuldabréfin gefin út
- 1976: Fyrsta sérhæfða verðbréfafyrirtækið stofnað, Fjárfestingarfélag Íslands. Síðar Kaupþing, Verðbréfamarkaður Iðnaðarbanka og Verðbréfamarkaður Útvegsbanka o.fl.
- 1979: Bankastofnunum heimilað að verðtryggja útlán sín og árið eftir einnig innlán
- 1984: Ríkisvixlar seldir í mánaðarlegum uppboðum, frá mars til nóvember. Vaxtafrelsi komið á 1984-1986
- 1985: Verðbréfaþing Íslands stofnað
- 1986: Seðlabanki Íslands gerist viðskiptavaki fyrir spariskirteini ríkissjóðs
- 1987: Ríkisvixlar skráðir á Verðbréfaþing og var Seðlabankinn viðskiptavaki þeirra
- 1989: Fyrsta rafræna viðskiptakerfi Verðbréfaþings hleypt af stokkunum. Fyrstu húsbréfin gefin út og skráð á Verðbréfaþingi með Landsbréf hf. sem viðskiptavaka. Þjónustumiðstöð ríkisverðbréfa stofnuð, síðar Lánasýsla ríkisins
- 1990: Frelsi í fjármagnsflutningum komið á 1990-1995
- 1992: Uppboð ríkisverðbréfa hófust
- 1996: Seðlabankinn hætti sem viðskiptavaki ríkisskuldabréfa, þó ekki með ríkisvixla
- 1999: Verðbréfaskráning Íslands stofnuð
- 2000: Rafræn verðbréfaskráning hófst hjá Verðbréfaskráningu Íslands. SAXESS-viðskiptakerfið tekið í notkun hjá Verðbréfaþingi Íslands, aðild að NOREX (samstarf norrænna kauphalla). Landfræðilegri einangrun íslenska markaðarins lokið. Aðalmiðlarakerfi ríkisvixla sett á laggirnar, Seðlabanki hættir sem viðskiptavaki.

### Hlutdeild ríkissjóðs

Markmið ríkissjóðs með þátttöku sinni á lánamarkaði eru tvíþætt. Annars vegar lánsfjáröflun og hins vegar að leitast við að efla markaðinn og þroska til hagsbóta fyrir efnahagslífíð. Þessi markmið stangast ekki á þegar til lengri tíma er litið en til skamms tíma kann ríkissjóður að þurfa að taka á sig kostnað í því skyni að ýta undir framþróun eða ryðja braut fyrir nýjungar. Til lengri tíma nýtur ríkissjóður ávaxtanna af betri og skilvirkari markaði eins og aðrir lántakar á markaðinum. Í flestum löndum hagar þannig til að ríkissjóðir eru hreindir lántakendur á lánamörkuðum og vextir ríkisverðbréfa mynda kjölfestuna í vaxtarófinu í hverju landi. Til að ná sem bestu samstarfi við markaðsaðila og virkja þá til þátttöku í lánsfjárstýringu ríkissjóðs, hefur ríkissjóður lagt áherslu á gagnsæi, að tilkynna áform með góðum fyrirvara og starfa eftir skýrt mótaðri og fyrirfram tilkynntri stefnu með það að leiðarljósi að hafa markaðinn sem skilvirkastan. Óvæntar stefnubreytingar skapa óvissu og öll óvissa hækkar lántökukostnað.

Á Íslandi hafa ríkisverðbréf, ásamt öðrum verðbréfum sem ríkisábyrgðar njóta, verið kjölfesta og myndað grunn að verðlagningu annarra skuldabréfa sem útgefin eru af öðrum aðilum. Verulegar umbætur hafa verið gerðar á skipulagi ríkisverðbréfaútgáfunnar á undanförunum árum. Mestu skiptir að útgefnum flokkum hefur verið fækkað markvisst. Það hefur leitt til þess að útistandandi flokkar hafa stækkað og hefur það aukið seljanleika skuldabréfanna og lækkað vexti þeirra. Þessir flokkar eru skilgreindir sem markflokkar.

Þátttaka ríkisaðila á eftirmarkaði hefur minnkað mjög og stuðlað að heilbrigðari og virkari vaxtamyndun á markaði. Stjórn peningamála hefur breyst í frjálsræðisátt, þar sem markaðsáhrif hafa komið í stað beinnar íhlutunar hins opinbera.

### Frumsama skuldabréfa<sup>3</sup>

Upphaf lántöku ríkissjóðs á innlendum fjármagnsmarkaði eins og hún þekktist í dag má rekja til sölu verðtryggðra spariskírteina árið 1964 eins og áður hefur komið fram. Frá 1964 til 1975 var ríkissjóður

eini aðilinn sem hafði heimild til að gefa út verðtryggð verðbréf. Spariskírteini voru seld í umboðsölu hjá bönkum, sparisjóðum og af nokkrum viðurkenndum verðbréfasölum. Helsti söluaðilinn á þessum tíma og allt fram til 1989 var Seðlabanki Íslands. Árið 1975 hófu fjárfestingarlánasjóðir útgáfu á verðtryggðum skuldabréfum og með tilkomu fyrstu verðbréfasjóðanna 1985 fengu spariskírteini meiri samkeppni.

Árið 1988 var gerð tilraun til að sölu tryggja spariskírteini með samningum við viðskiptabanka, sparisjóði og verðbréfafyrirtæki. Ríkissjóður greiddi auglýsingar og söluaðilar fengu 1,5% þóknun. Söluaðilar skuldbundu sig til að selja fastákveðna fjárhæð á tilteknum tíma miðað við ákveðna raunvexti. Þetta fyrirkomulag stóð hins vegar aðeins til ársloka 1988.

Þjónustumiðstöð ríkisverðbréfa, síðar Lánasýsla ríkisins, tók til starfa vorið 1989 og var henni m.a. ætlað að annast innlenda lántöku ríkissjóðs sem verið hafði í umsjón Seðlabanka Íslands. Frá 1992 var frumsala byggð á uppboðum og gat Þjónustumiðstöðin, sem sjálfstæður hluti Lánasýslunnar, tekið þátt í þeim á sama grundvelli og önnur fjármálafyrirtæki. Markaðshlutdeild Þjónustumiðstöðvarinnar var um 20%. Þetta fyrirkomulag var talsvert gagnrýnt af fjármálafyrirtækjum þar sem þau töldu það skekkja samkeppni og árið 1995 hætti Þjónustumiðstöðin þátttöku í útboðum. Með stofnun Þjónustumiðstöðvarinnar 1989 hófst einnig áskriftarsala á spariskírteinum til almennings.

Á árunum 1990 og 1991 var í gildi áskriftarsamningur við stofnanaffjáfesta sem byggðist á ákveðinni ávöxtunarkröfu sem fór stighækkandi eftir fjárhæðum. Fyrsta uppboð á ríkisverðbréfum var haldið í júní 1992 og voru þá seld 6 mánaða óverðtryggð ríkisbréf. Síðar sama ár voru spariskírteini og ríkisvixlar seld með sama hætti. Uppboðin voru upphaflega bundin við fjármálafyrirtæki en frá árinu 1995 hafa þau verið opin öllum aðilum en skilyrði eru um ákveðna lágmarksfjárhæð í hverju boði. Fjármálafyrirtæki hafa nær eingöngu tekið þátt í uppboðunum undanfarin ár og útlit er fyrir að svo verði áfram því nú er krafa um að uppboðsþátttakendur setji fram tilboð sín í Bloomberg-viðskiptakerfinu. Uppboð ríkisvixla frá árinu 2000 hafa verið bundin við tiltekin fjármálafyrirtæki og lokuð öðrum, svokallað aðalmiðlarakerfi (e. primary dealers system).

3. Frumsala er það þegar verðbréf eru seld í fyrsta sinn eftir útgáfu. Þegar þessi bréf eru seld í annað sinn og í hvert sinn eftir það er um eftirmarkað að ræða. Verðbréfaþing er t.d. einungis markaður fyrir bréf á eftirmarkaði.

### Núverandi fyrirkomulag frumsölu

Ýmsir valkostir eru mögulegir í aðferðum við frumsölu.

1. Sala með áskrift eða pöntun með fyrirframgefna ávöxtun (e. fixed price public subscription tec.)
2. „Kranasala“ þ.e. sala yfir borðið hvenær sem er (e. tap issue techniques).
3. Uppboð (e. auction techniques).
4. Lánasamningar við stórfjárfesta (e. private placement).
5. Sambland af fyrrnefndum söluaðferðum.

Hornsteinn núverandi fyrirkomulags í sölu ríkisverðbréfa hér á landi eru regluleg uppboð sem einkum eru ætluð bönkum, verðbréfasjóðum og öðrum stofnanafjárfestum en eru þó opin öðrum aðilum og einstaklingum. Það er sú söluaðferð sem hvað mest er notuð meðal þeirra þjóða sem hafa virkan fjármagnsmarkað. Velja má milli tveggja meginleiða um aðgang að frumsölu ríkisverðbréfa með uppboðsfyrirkomulagi; annars vegar þar sem aðgangur að uppboðum er bundinn tilteknum fjölda fjármálfyrirtækja, svokallaðir aðalmiðlarar (eins og það form sem tíðkast nú með ríkisvixla), og hins vegar þar sem aðgangur er opinn og takmarkanir miðast við ákveðnar lágmarksfjárhæðir og öðrum aðilum en fjármálfyrirtækjum jafnframt heimilað að leggja fram tilboð með tilvísun í meðalvexti þeirra samkeppnistilboða sem er tekið. Samhliða reglulegum uppboðum er á vissum tímum einnig boðið upp á skipti- eða endurfjármögnun.

Lántökuform ríkissjóðs eru kynnt einu sinni á ári með tvennum hætti. Annars vegar gefur Lánasýslan út dagatal með upplýsingum um fyrirhuguð útboð og hvaða tegund verðbréfa ríkissjóður hyggst selja á tilteknum dögum. Hins vegar er gefin út áætlun sem sýnir væntanlegt umfang lántöku ríkissjóðs á árinu og hversu mikið er fyrirhugað að taka að láni innanlands af heildarlánsfjárhæðinni. Upplýsingar um einstök uppboð, bæði hvað varðar flokka sem í boði verða og fyrirhugaða lántökufjárhæð, eru gefnar út 3 til 4 dögum fyrir uppboð.

### Eftirmarkaður

Eins og áður hefur komið fram þá hefur form eftirmarkaðar breyst verulega. Frá því að skuldabréf gengu kaupum og sölu fyrir stríð hefur mikið vatn

runnið til sjávar. Fyrstu verðbréfamiðlararnir urðu til og síðar varð skipulegt viðskiptakerfi til með stofnun Verðbréfaþings Íslands.

Samkvæmt lögum um verðbréfavíðskipti mega eingöngu fjármálastofnanir með tilskilið leyfi hafa milligöngu um verðbréfavíðskipti (miðlun, sölu og ráðgjöf). Umsjónarmaður verðbréfavíðskipta verður að hafa staðist próf fyrir verðbréfamiðlara sem haldið er á vegum prófnefndar sem skipuð er af viðskiptaráðuneyti.<sup>4</sup> Erlend fyrirtæki verða að vera löggiltir verðbréfamiðlarar í heimalandinu til að geta fengið leyfi til víðskipta á Íslandi. Sem stendur má 21 fjármálastofnun á Íslandi hafa milligöngu um verðbréfavíðskipti. Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með starfsemi þeirra. Allir bankar á Íslandi (víðskiptabankar, sparisjóðir og fjárfestingarbankar) hafa heimild til verðbréfavíðskipta.

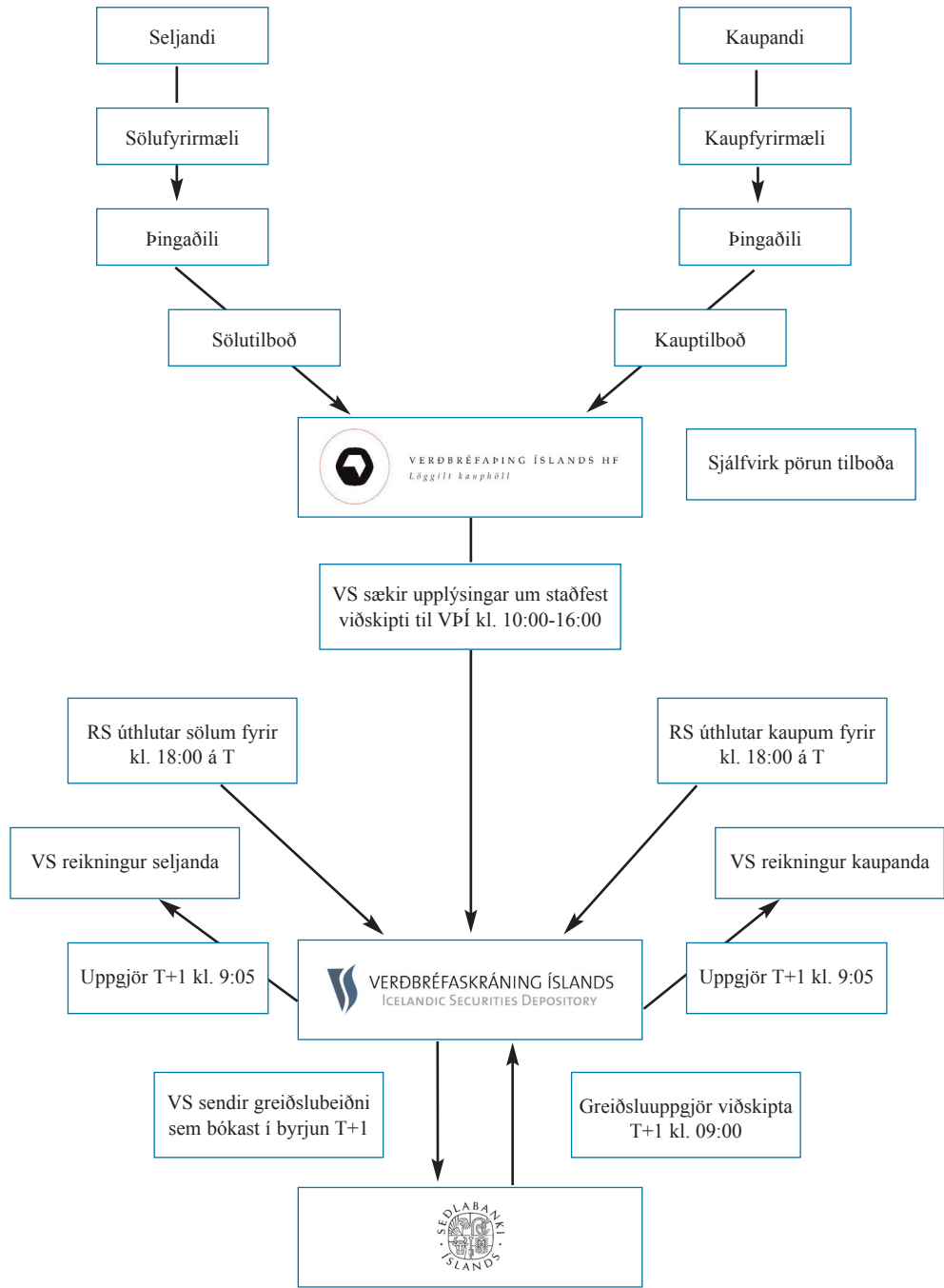
Fjárfestir sem hyggst eiga víðskipti með skráð verðbréf og nota sér í þeim tilgangi víðskiptakerfi Verðbréfaþings Íslands þarf að snúa sér til þingadila.<sup>5</sup> Þingadili getur fyrir hönd fjárfestis sett inn tilboð í víðskiptakerfi þingsins. Sett eru fram kaup- eða sölutilboð á nafnverði<sup>6</sup> ásamt upplýsingum um verð (gengi) bréfa sem ætlunin er að kaupa eða selja. Víðskipti eru rafræn og geta átt sér stað hvenær sem er innan víðskiptadagsins. Mikill meirihluti víðskipta á sér stað „á markaði“, þ.e. gengið er að kaup- eða sölutilboði sem sett er fram á eftirmarkaði. Verðbréfaþing Íslands er opið frá klukkan 10:00 til 16:00 alla virka daga.

Verðbréfaþing Íslands er meðlimur í NOREX-samstarfi norræna kauphalla. NOREX-samstarfið er einstakt að því leyti að það er hið fyrsta til að taka upp sameiginlegt kauphallarkerfi fyrir hlutabréfavíðskipti og samræma reglur og kröfur á milli kauphalla með tilliti til víðskipta og aðildar. Verðbréfaþing tók upp SAXESS-víðskiptakerfið 30. október 2000.

4. Samkvæmt upplýsingum frá víðskiptaráðuneyti luku um 303 aðilar á Íslandi prófi í verðbréfavíðskiptum á árunum 1991 til 2001.

5. Skilyrði fyrir aðild að þinginu eru byggð á kröfum í ýmsum tilskipunum Evrópusambandsins. Þeim er lýst í reglum um aðild sem Verðbréfaþing setur. Aðild er heimil lánastofnunum, verðbréfafyrirtækjum og verðbréfamiðlunum sem hafa leyfi til verðbréfavíðskipta frá víðskiptaráðuneyti að fengnu mati Fjármálaeftirlitsins. Í árslok 2001 voru þingadilar 21.

6. Öll verðbréf sem gefin eru út hljóða upp á ákveðna fjárhæð sem er kölluð nafnverð bréfsins. Nafnverð bréfs þarf ekki endilega að segja til um hvert verðmæti bréfsins er á markaði.



**Viðskiptaferlið.**

Skýringar: RS: Reikningsstofnun, VS: Verðbréfaskráning Íslands, T: viðskiptadagur.  
 T er viðskiptadagur (e. trading day) og T+1 er næsti virki dagur á eftir viðskiptadegi.  
 Heimild: Verðbréfaþing Íslands.

SAXESS er öflugt viðskiptakerfi sem ræður við að afgreiða yfir 2000 færslur á sekúndu. Það veitir þingadilum aðgang að fjölda aðgerða sem styðja og auðvelda verðbréfavíðskipti, þar á meðal tengd tilboð, meðalverðspörun o.s.frv. Kerfið heldur utan um seljanleika hvers verðbréfs í einni tilboðaskrá, sem fer eftir gjaldeyri og markaði bréfsins. Kerfið býður jafnframt upp á sjálfvirka skráningu tilboða þar sem fjárfestar geta sjálfir sett tilboð inn í kerfið fyrir milligöngu þingaðila. Upplýsingar eru birtar samtímis á skjám verðbréfamiðlara sem tilboðaskrár, viðskiptaupplýsingar og ýmsar skýrslur. Meðlimir í NOREX-samstarfinu eru nú kauphallirnar í Kaupmannahöfn, Stokkhólmi og Osló auk Verðbréfaþings Íslands.

Seðlabanki Íslands hefur ekki nýtt sér aðild sína að Verðbréfaþingi undanfarin ár til að hafa áhrif á peningamagn í umferð (e. open market operation). Þó er alltaf sá möguleiki fyrir hendi fyrir Seðlabankann að hafa áhrif á peningaframboðið með því að kaupa eða selja verðbréf, t.a.m. ríkisvixla. Það er til dæmis þekkt aðferð hjá öðrum seðlabönkum að jafna peningaframboð eftir inngrip á gjaldeyrismarkaði með inngripum á verðbréfamarkaði (e. sterilization). Ef Seðlabankinn keypti krónur á gjaldeyrismarkaði gæti hann selt þær aftur fyrir verðbréf á skuldabréfamarkaði. Það væri ein aðferð til að eyða lausafjárhrifum gjaldeyrissölnunnar. Seðlabanki Íslands hefur hingað til notað aðrar aðferðir, þ.e. með endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir.

### Viðskiptavakar

Hlutverk viðskiptavaka (e. market maker) er að vera jafnan reiðubúinn að kaupa og selja þá flokka verðbréfa sem hann hefur tekið að sér að sjá um á auglýstu verði. Viðskiptavaki kaupir bréf þau sem hann hefur tekið að sér jafnvel þó að engir aðrir kaupendur finnist á markaðinum. Hann selur jafnframt af eigin bréfum þegar enginn annar seljandi finnst. Með þessu jafnar viðskiptavaki sveiflur sem gætu orðið á endursöllumarkaðinum. Viðskiptavakar hafa tekjur sínar af því að kaupa sjálfir verðbréf á ákveðnu verði og selja þau síðan aftur á nokkru hærra verði.

Árlega endurskoða bæði Lánasýsla ríkisins og Íbúðalánasjóður viðskiptavakasamninga sína við innlendar fjármálastofnanir. Viðskiptavakasamningur ríkisverðbréfa tekur til þriggja flokka spari-

skírteina og tveggja flokka ríkisbréfa. Viðskiptavakasamningur Íbúðalánasjóðs tekur til fimm flokka húsbréfa og tveggja flokka húsnæðisbréfa.<sup>7</sup> Markmið samningsins er að auka seljanleika bréfanna á eftirmarkaði. Skyldur viðskiptavaka eru í gildi á afgreiðslutíma Verðbréfaþings eða á milli klukkan 10:00 og 16:00.

### Réttindi og skyldur viðskiptavaka með markflokka ríkisverðbréfa og hús- og húsnæðisbréfa

Samningum við viðurkennda viðskiptavaka er ætlað að bæta verðmyndun og tryggja seljanleika á stærstu flokkum verðbréfa sem útgefin eru af ríkissjóði og Íbúðalánasjóði. Viðskiptavakasamningar eru gerðir til eins árs í senn. Helstu skuldbindingar sem fram koma í samningunum eru sýndar í yfirliti á næstu síðu.

### Réttindi og skyldur aðalmiðlara með ríkisvixla

Samningum við aðalmiðlara um sölu ríkisvixla er ætlað að tryggja útgáfu á ríkisvixlum og efla verðmyndun þeirra á eftirmarkaði. Betri verðmyndun á ríkisvixlum ætti einnig að bæta verðmyndun annarra skammtímaverðbréfa, svo sem bankavixla, ásamt því að hafa jákvæð áhrif á millibankamarkaðinn með krónur. Helstu skuldbindingar aðalmiðlara eru eftirfarandi:

Aðalmiðlari verður að kaupa ríkisvixla í þremur útboðum á 6 mánaða tímabili fyrir samtals 3 ma.kr. að nafnverði. Jafnframt skuldbindur aðalmiðlari sig til þess að leggja fram kaup- og sölutilboð á Verðbréfaþingi í þá flokka ríkisvixla sem samningurinn nær yfir og skal hvert tilboð ekki vera lægra en 100 m.kr. að nafnverði.

Aðalmiðlara er skylt að endurnýja tilboð sín innan 10 mínútna frá því að tilboði hans hefur verið tekið uns heildarviðskipti í viðkomandi flokki hafa náð 400 m.kr. yfir daginn. Verðmunur á kaup- og sölutilboðum má ekki vera meira en 0,03%.

Lánasýslan greiðir aðalmiðlara þóknun sem er umsamin 0,39% af nafnverði samþykkrta tilboða. Ef samþykkt tilboð aðalmiðlara nær ekki lágmarki sem

7. Nú eru Búnaðarbanki Íslands hf., Sparisjóðabanki Íslands hf., Landsbanki Íslands hf. og Kaupþing hf. viðskiptavakar fyrir ríkisverðbréf. Íslandsbanki hf., Kaupþing hf., Landsbanki Íslands hf. og SPRON eru viðskiptavakar hús- og húsnæðisbréfa. Sparisjóðabanki Íslands hf., Landsbanki Íslands hf. og Íslandsbanki hf. eru aðalmiðlarar ríkisvixla.

	<i>Ríkisverðbréf</i>	<i>Hús- og húsnæðisbréf</i>
<b>Framsetning tilboða</b>	Skuldbinding til að setja fram kaup- og sölu-tilboð að lágmarki 50 m.kr. að markaðsvirði í þá flokka sem samningurinn nær yfir. Ef tilboðum er tekið er skylda að endurnýja tilboðin innan 10 mínútna.	Skuldbinding til að setja fram kaup- og sölu-tilboð að lágmarki 40 m.kr. að markaðsvirði í þá flokka sem samningurinn nær yfir. Ef tilboðum er tekið er skylda að endurnýja tilboðin innan 10 mínútna.
<b>Þak viðskipta</b>	Hafi viðskipti náð 400 m.kr. að markaðsvirði í tilteknum flokki á einum degi er heimilt að hætta framsetningu tilboða í þeim flokki þann dag.	Hafi viðskipti náð 400 m.kr. að markaðsvirði í tilteknum flokki á einum degi er heimilt að hætta framsetningu tilboða í þeim flokki þann dag.
<b>Verðmunur kaup- og sölutilboða</b>	Verðmunur á kaup- og sölutilboðum haldist innan tiltekinna marka (0,15%-0,50%).	Verðmunur á kaup- og sölutilboðum haldist innan tiltekinna marka (0,45%-0,60%).
<b>Þóknun</b>	Veltuþóknun sem er 0,10% af fjárhæð viðskipta með umrædda flokka og reiknast af mánaðarlegru veltu á Verðbréfaþingi Íslands. Hámarksgreiðsla til hvers viðskiptavaka er 35 m.kr. yfir samningstímann sem er eitt ár.	Veltuþóknun sem er 0,08% af fjárhæð viðskipta með umrædda flokka og reiknast þóknun af mánaðarlegru veltu á Verðbréfaþingi Íslands. Hámarksgreiðsla til hvers viðskiptavaka fyrir hvern mánuð er kr. 3.833.333 og nái viðskiptavaki ekki hámarksþóknun í hverjum mánuði skerðist heildarþóknun hans.

hann er skuldbundinn að kaupa þá skerðist þóknun hans hlutfallslega. Einnig njóta aðalmiðlarar þeirra réttinda að vera einu aðilarnir sem fá að kaupa umrædda ríkisvixla í útboðum hjá Lánasýslu ríkisins.

### Uppgjör viðskipta

Verðbréfaskráning Íslands hf. er miðstöð rafrænnar útgáfu og eignarskráningar verðbréfa. Verðbréfa-skráning starfrækir miðlæga eignarskráningu og vörslu verðbréfa í rafrænu formi. Rafrænni skráningu á öllum helstu verðbréfum skráðum á þinginu er að ljúka. Öll viðskipti með rafræn verðbréf sem gerast með sjálfvirkri pörun á Verðbréfaþingi flytjast sjálfkrafa til Verðbréfaskráningar. Verðbréfaskráning sendir síðan greiðslufyrirmæli til Seðlabanka Íslands, sem er milliliður í greiðslujöfnun þegar verðbréf ganga kaupum og solum. Aðeins uppgjörbankar geta tekið þátt í greiðslujöfnun vegna verðbréfavíðskipta. Uppgjörferlið tekur einn viðskiptadag (T+1), þ.e. öll viðskipti eru gerð upp og eignarréttindi skráð fyrir opnun næsta viðskiptadags.

Verðbréfaskráning Íslands er háð eftirliti Fjármálaeftirlitsins og hefur hlotið vottun hjá nokkrum erlendum vörslubönkum (Custodian Banks) þess efnis að hún uppfylli skilyrði tilskipunar Verðbréfa-

eftirlits Bandaríkjanna. Möguleiki er á safnreikningsfyrirkomulagi.

### Uppbygging markaðar og helstu markflokkar skuldbréfa

#### Markflokkar ríkisverðbréfa

Fyrir nokkrum árum voru flokkar spariskírteina og ríkisbréfa um 46 talsins. Þessi mikli fjöldi flokka og smæð margra þeirra olli því að viðskipti með hvern og einn urðu fátíð og verulegt ósamræmi myndaðist í verðlagningu. Til þess að treysta myndun markaðsvaxta á eftirmarkaði og auka söluhæfni var farið út í þá aðgerð að fækka flokkum. Þessar breytingar hafa leitt til þess að núna eru útistandandi átta flokkar sem eru stærri en 1 ma.kr. hver. Fimm þeirra eru markflokkar og þrjú uppkaupsflokkar. Markflokkarnir fimm heita eftirfarandi nöfnum:

<i>Spariskírteini<sup>8</sup></i>	<i>Ríkisbréf<sup>9</sup></i>
RIKS 03 0210	RIKB 03 1010
RIKS 05 0410	RIKB 07 0209
RIKS 15 1001	Nýr flokkur væntanlegur 2002

RIKS stendur fyrir verðtryggð spariskírteini og RIKB stendur fyrir óverðtryggð ríkisbréf. Tölurnar standa fyrir gjalddaga viðkomandi flokks afturábak þannig að RIKS 15 1001 þýðir verðtryggður spariskírteinaflokkur á gjalddaga 1. október 2015. Lána-sýslan tryggir söluhæfni og markaðsmyndun á mark-flokkum með viðskiptavakasamningi á flokkunum á eftirmarkaði eins og áður hefur verið útlistað. Þannig geta kaupendur og seljendur ávallt gengið að því sem vísu að til sé verð á þessum bréfum, þ.e. ávallt er lifandi markaður fyrir markflokka ríkisverðbréfa á Verðbréfaþingi Íslands.

Ávinningur af þessum breytingum er verulegur. Með fækkun og stækkun flokka verða þeir flokkar sem eftir eru auðseljanlegri. Markaður verður dýpri og verðsveiflur minni í kjölfar viðskipta. Virkur markaður með markflokka ríkisverðbréfa styrkir síðan verðmyndun annarra bréfa og markaða, t.d. skuldabréf fyrirtækja og verðlagningu framvirkra samninga. Beinn ávinningur fyrir ríkissjóð felst í hagstæðari vaxtakjörum en með virkari markaði eru fjárfestar tilbúnir að greiða hærra verð fyrir bréfin í útboðum heldur en áður. Búið er að rafvæða um 95% bréfa í markflokku ríkisverðbréfa.

Innlend markaðsbréf ríkissjóðs skiptast í þrjá flokka. Verðtryggð spariskírteini voru liðlega 67,7% af markaðsbréfum ríkissjóðs á innlendum markaði í árslok 2001, óverðtryggð ríkisbréf voru tæplega 20,2% og ríkisvixlar 12,1%.<sup>10</sup>

Seðlabanki Íslands hætti að gegna hlutverki viðskiptavaka með ríkisverðbréf á árinu 1996. Ríkissjóður hefur einnig gefið út ríkisvixla. Ríkisvixlar eru óverðtryggðir og eru gefnir út af Lána-sýslu ríkisins fyrir hönd Ríkissjóðs Íslands til skemmri tíma en eins árs. Þeir bera ekki vexti og eru greiddir á nafn-verði á gjalddaga. Seðlabankinn var viðskiptavaki með ríkisvixla til ársins 2000 en þá var komið á lagg-

8. Spariskírteini ríkissjóðs eru verðtryggð langtímaskuldabréf útgefin af Lána-sýslu ríkisins fyrir hönd Ríkissjóðs Íslands. Þau eru með föstum vöxtum sem greiðast með höfuðstól skuldabréfsins í einu lagi á gjalddaga ásamt þeirri hækkun sem orðið hefur á neysluverðsvísitölunni eða lánskjaravísitölunni á lánstímanum.
9. Ríkisbréf eru óverðtryggð skuldabréf gefin út af Lána-sýslu ríkisins fyrir hönd Ríkissjóðs Íslands, yfirleitt til nokkurra ára. Þau bera ekki vexti, en eru seld með afföllum og greidd á nafnverði á gjalddaga.
10. Lánstími spariskírteina er á bilinu 3 til 15 ár við frumsölu, ríkisbréfa 1 til 7 ár og ríkisvixla 6 til 7 mánuðir.

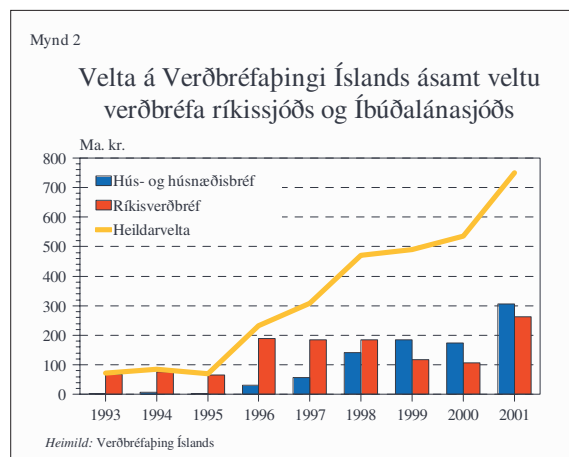


irnar aðalmiðlarakerfi fyrir ríkisvixla eins og áður hefur komið fram.

Útboð skuldabréfa annarra aðila en ríkissjóðs, hafa vaxið umtalsvert á undanföllum árum og þannig aukið fjölbreytni á markaði. Fyrst ber að nefna hús- og húsnæðisbréf útgefin af Íbúðalána-sjóði (áður Húsnæðisstofnun) en þau eru með ríkisábyrgð. Útgáfa þeirra hefur vaxið mikið og hefur mikil veltuaukning átt sér stað með þau undanfarin ár. Einnig ber að nefna útboð skuldabréfa banka, sparissjóða og annarra innlánsstofnana, atvinnufyrirtækja, sveitarfélaga og fyrirtækja. Langmest af veltu skuldabréfa á Verðbréfaþingi er með markflokka ríkisverðbréfa og markflokka hús- og húsnæðisbréfa.

### Markflokkar hús- og húsnæðisbréfa

Almenn húsnæðislán Íbúðalána-sjóðs eru svokölluð húsbrefalán, en húsbrefakerfið hóf göngu sína árið





1989. Húsbréfin eru markaðsverðbréf með ríkis-ábyrgð sem ganga kaupum og sölum á almennum verðbréfamarkaði. Húsbréf eru gefin út af Íbúðalánasjóði og verðtryggð miðað við vísitölu neysluverðs. Sá sem byggir eða kaupir íbúð á þess kost að fá húsbréf í skiptum fyrir skuldabréf sem hann gefur út með veði í íbúðinni. Nú bera ný veðskuldabréf 5,1% vexti en húsbréf 4,75%. Mismunurinn, eða 0,35%, er þóknun Íbúðalánasjóðs.

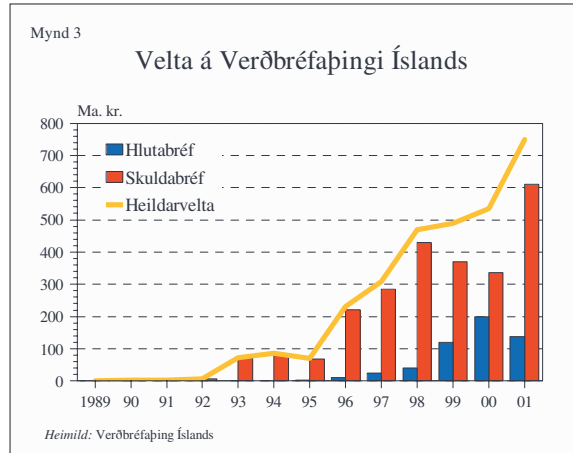
Vextir bætast við höfuðstól á 12 mánaða fresti. Húsbréf eru gefin út í flokkum og eru flokkar hús- og húsnaðisbréfa margir. Í hverjum flokki eru 3 til 4 undirflokkar og eru mismunandi stærðir nafnverðs í hverjum undirflokki. Flokkar hús- og húsnaðisbréfa eru of margir og verðmyndun í mörgum þeirra afar slök á markaði. Frá 2001 hafa húsbréfin verið rafræn.

Markflokkar hús- og húsnaðisbréfa eru eftirtaldir:

<i>Húsbréf</i>	<i>Húsnaðisbréf</i>
IBH 21 0115	IBN 20 0101
IBH 22 1215	IBN 38 0101
IBH 26 0315	
IBH 37 1215	
IBH 41 0315	

Fjórum sinnum á ári fer fram útdráttur húsbréfa en það eru endurgreiðslur þar sem dreginn er út ákveðinn fjöldi húsbréfa úr heildarútgáfu hvers undirflokks. Áður en útdráttur fer fram er gengið frá því hversu mörg húsbréf í hverjum undirflokki hvers flokks húsbréfa hafa ekki komið til innlausnar. Af þessum fjölda er síðan dreginn fyrirfram ákveðinn fjöldi húsbréfa. Númer þeirra bréfa, sem dregin eru út, koma síðan til innlausnar rúmum tveimur mánuðum síðar. Á innlausnardegi eru húsbréfin greidd út á reiknuðu verði, þ.e. nafnverði bréfanna að viðbættum áföllnum vöxtum og verðbótum frá útgáfudegi húsbréfanna til innlausnardags. Hversu mörg húsbréf koma til útdráttar hverju sinni ræðst af því að heildarfjárhæð innleysanlegra bréfa hverju sinni svari nokkurn veginn til sömu fjárhæðar og greidd hefði verið af öllum flokknum ef flokkurinn væri endurgreiddur sem jafngreiðslulán. Þau húsbréf, sem ekki eru dregin þannig út, koma til innlausnar á síðasta innlausnardegi viðkomandi flokks.

Kaupendur skuldabréfa eru lífeyrissjóðir, tryggingafélög, ýmsar stofnanir, einstaklingar og fyrirtæki



sem ávaxta þurfa fjármuni um langan eða skamman tíma.

### Velta og alþjóðlegur samanburður

Markaðsverðmæti skuldabréfa á Verðbréfafingri jókst um rúmlega 100 ma.kr. á síðasta ári og var rúmlega 500 ma.kr. í árslok 2001. Athyglisvert er að skoða nokkur lönd í Evrópu til að átta sig á stærð íslenska skuldabréfamarkaðarins.

Markaður	Markaðsvirði árið 2000	
	<i>i m.US\$</i>	<i>% af VLF</i>
Belgía	205.958	88%
Bretland	1.423.663	99%
Danmörk	253.761	146%
Frakkland	731.450	54%
Holland	248.698	67%
Ísland	5.328	63%
Lúxemborg	3.155.766	17.358%
Malta	1.950	54%
Noregur	42.171	28%
Sviss	246.307	95%
Þýskaland	2.076.465	105%

Á mælikvarða markaðsvirðis sem hlutfalls af landsframleiðslu sker íslenski skuldabréfamarkaðurinn sig ekki sérstaklega úr. Lúxemborg er í nokkurri sérstöðu en þar hefur verið mikið lagt upp úr skattalegu umhverfi undanfarin ár gagnert til að vekja áhuga erlendra útgefanda og fjárfesta. Danmörk er einnig ofarlega en þar er rík skuldabréfahefð.

Þótt tiltölulega stutt sé síðan íslenski skuldabréfamarkaðurinn mótaðist í þá mynd sem við þekkjum hann í dag má sjá að hann er ekki lítill í hlutfalli við landsframleiðslu þótt hann sé það í beinum tölum. Íslendingum hefur ekki enn tekist að vekja áhuga erlendra fjárfesta í miklum mæli en lítill markaður, verðtrygging, sérkenni við útreikning á skuldabréfum (t.d. útdráttar fyrirkomulag húsbrefa) og nokkur gengisórói undanfarin misseri hafa þar eitthvað að segja. Í stuttu máli má segja að hér sé orðinn til tiltölulega þroskaður markaður, þrátt fyrir ungan aldur, með umgjörð sem ætti að stuðla að virkum markaði.

### Niðurlag

Markaðsverðmæti skráðra skuldabréfa á Verðbréfaþingi Íslands nam rúmlega 500 milljörðum króna í árslok 2001. Stærstu útgefendurnir eru ríkissjóður og Íbúðalánasjóður með rúmlega 65% af markaðsverðmæti allra skráðra skuldabréfa. Stærð útgefina flokka húsbrefa, spariskírteina og ríkisbréfa er það mikil að þetta eru auðseljanlegustu verðbréfin hér á landi. Útgefnum flokkum ríkisverðbréfa hefur þó fækkað síðustu ár. Hér valda mestu uppkaup ríkissjóðs. Hluttur húsbrefa, bankabréfa og bankavíxla hefur aukist á síðustu árum.

Á rúmum áratug hefur íslenskur skuldabréfamarkaður tekið stórstíggum framförum. Verðbréfavíðskipti hafa stórauðist bæði í frumsölu og á eftirmarkaði. Gífurleg veltuaukning hefur orðið á Verðbréfaþingi Íslands, ekki síst í viðskiptum með markflokka ríkisverðbréfa og bréf útgefin af Íbúðalánasjóði. Jafnframt hefur þeim stofnunum og fyrirtækjum sem starfa á markaðinum vaxið fiskur um hrygg og markaðsverðbréfaeign þeirra margfaldast. Virkari

eignastýring fjárfesta svo sem lífeyrissjóða, lána- stofnana og verðbréfasjóða hefur örvað viðskipti og treyst verðmyndun á markaðsskuldabréfum. Þótt stutt sé síðan skipulegur skuldabréfamarkaður mynd- aðist hér á landi má segja að hann gegni nú þýðingarmiklu hlutverki bæði við lánsfjármíðlun og vaxta- myndun.

### Heimildir

Elín Guðjónsdóttir: Íslenskur hlutafjármarkaður. *Peningamál* 2000/3.

Fjármálaráðuneytið: Sala ríkisverðbréfa. Skýrsla frumsölnunefndar, 1999.

Landsbanki Íslands 75 ára - 1886-1961. Reykjavík 1961.

Lánasýsla Íslands: Ársskýrsla 2000.

Már Guðmundsson og Yngvi Örn Kristinsson: Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum. *Fjármálatíðindi*, síðara hefti 1997.

Seðlabanki Íslands: Ársskýrslur 1964-2001.

Stefán Arnarson: Spariskírteini ríkissjóðs á tímamótum. *Fjármálatíðindi* 1, 1994.

Sveinn E. Sigurðsson: Spariskírteini ríkissjóðs. *Fjármálatíðindi* 3, 1989.

Verðbréfaþing Íslands: Árbækur 2000-2001.

Yngvi Örn Kristinsson: Framkvæmd peningastefnunnar og stjórn- tæki Seðlabanka Íslands. *Peningamál* 2000/4.

### Veraldarvefurinn:

[www.lanasysla.is](http://www.lanasysla.is) - Lánasýsla ríkisins

[www.vi.is](http://www.vi.is) - Verðbréfaþing Íslands

[www.ils.is](http://www.ils.is) - Íbúðalánasjóður

[www.mbl.is/gagnasafn/](http://www.mbl.is/gagnasafn/) - Gagnasafn Morgunblaðsins

[www.fibv.com/](http://www.fibv.com/) - World Federation of Exchanges

[www.vbsi.is](http://www.vbsi.is) - Verðbréfaskráning Íslands