

Alþingi
Erindi nr. P 125/1507
komudagur /04. 2000^{8.} mars 2000

Samningsbundið uppgjör á afleiðusamningum

Skýrsla nefndar
sem skipuð var af viðskiptaráðherra 9. nóvember 1998.

EFNISYFIRLIT

1	BRÉF TIL IÐNAÐAR- OG VIÐSKIPTARÁÐHERRA.....	3
2	REGLUR DAGS. 8. JANÚAR 1999, NR. 53/1999 UM BREYTINGU Á REGLUM NR. 348/1996 UM MAT Á ÁHÆTTUGRUNNI VIÐ ÚTREIKNING Á EIGINFJÁRHLOT-FALLI LÁNASTOFNANA OG FYRIRTÆKJA Í VERÐBRÉFAÞJÓNUSTU.....	5
3	BREYTINGAR Á LÖGUM NR. 13/1996 UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI.....	7
4	GREINARGERÐ UM UPPJGÖR OG EÐLI AFLEIÐUSAMNINGA.....	8
4.1	MARKAÐUR MEÐ AFLEIÐUSAMNINGA.....	12
4.1.1	<i>Afleiðusamningar</i>	13
4.1.2	<i>Tegundir afleiðusamninga</i>	15
4.2	SAMNINGSBUNDIÐ UPPGJÖR AFLEIÐUSAMNINGA	16
4.2.1	<i>Nánar um jöfnunarsamninga</i>	17
4.2.2	<i>Aðalsamningur með ákvæði um jöfnun (e. master agreement)</i>	20
4.3	STAÐA JÖFNUNARSAMNINGA VIÐ GJALDÞROT O.FL.....	20
4.3.1	<i>Nánar um jöfnunarsamninga</i>	22
4.3.2	<i>Önnur álitamál tengd gjaldþrotarétti</i>	22

BRÉF TIL IÐNAÐAR- OG VIÐSKIPTARÁÐHERRA

Iðnaðar- og viðskiptaráðherra

Með tilskipun nr. 96/10/EBE frá 21. mars 1996, um breytingu á tilskipun ESB um eiginfjárhlutfall lánastofnana nr. 89/647/EBE, eru auknar heimildir lögbærra yfirvalda til að viðurkenna, að ákveðin uppgjör er varða afleiðusamninga sem tengjast vöxtum og gjaldeyri, dragi úr áhættu við útreikning eiginfjárhlutfalls. Til þess þurfa slíkir samningar að hafa stoð í gjaldþrotarétti viðkomandi lands og uppfylla ákveðin skilyrði, m.a. hvað varðar það að komi til gjaldþrots mótaðila þá eigi viðkomandi lánastofnunin einungis heimtingu á að taka við eða beri að greiða nettóupphæð jákvæðs eða neikvæðs markaðsvirðis þeirra afleiðusamninga sem viðkomandi samningur um uppgjör nær til. Umrædd tilskipun varð hluti af EES-samningnum með ákvörðun sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 53/96

Þann 9. nóvember 1998 skipaði viðskiptaráðherra starfshóp til að gera tillögu að aðlögun íslensks réttar vegna tilskipunarinnar. Í hópinn voru skipuð þau Páll Gunnar Pálsson, lögfræðingur í viðskiptaráðuneyti, formaður, Guðbjörg Bjarnadóttir, lögfræðingur bankaeftirliti Seðlabanka Íslands, Sigurjón Geirsson löggiltur endurskoðandi, Landsbanka Íslands og Viðar Már Matthíasson, prófessor, Háskóla Íslands. Þann 12. maí 1999 var Birgir Már Ragnarsson, lögfræðingur í viðskiptaráðuneytinu skipaður formaður í stað Páls Gunnars Pálssonar.

Ákvæðum tilskipunarinnar var hrint í framkvæmd með reglum settum af Fjármálaeftirlitinu, dags. 8. janúar 1999, nr. 53/1999 um breytingu á reglum nr. 348/1996 um mat á áhættugrunni við útreikning á eiginfjárhlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu. Reglur þessar fylgja hér.

Þrátt fyrir að ákvæðum tilskipunarinnar hafi verið hrint í framkvæmd með breytingum á reglum um útreikning á eiginfjárhlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu, er í tilskipun 96/10/EBE og nú í tilvitnuðum reglum nr. 53/1999, það skilyrði sett fyrir því að unnt sé að nýta sér viðkomandi heimild, að slíkir samningar um uppgjör afleiðusamninga hafi fullgilda lagastoð hvað varðar efni og réttaráhrif í því ríki eða þeim ríkjum sem aðilar samningsins hafa aðsetur.

Slíkri lagastoð er ekki til að dreifa hér á landi og því ekki unnt að beita því hagræði sem fellst í reglunum í viðskiptum við aðila búsetta hér á landi, þrátt fyrir áður nefnda breytingu á reglum nr. 348/1996 sem gerðar voru með reglum nr. 53/1999. Þessi staðreynd og hið sérstaka eðli afleiðusamninga og veldur því að nauðsynlegt er að setja sérstakar reglur um réttarstöðu samninga um uppgjör afleiðusamninga við gjaldþrot. Hér skiptir aðstaða íslenskra fyrirtækja og samkeppnisstaða íslensks

fjármagnsmarkaðar einnig miklu máli, enda eru erlendir aðilar frekar tilbúnir til að semja við aðila sem búa við alþjóðlega viðurkenndar gjaldþrotareglur varðandi uppgjör afleiðusamninga.

Sú nefnd sem viðskiptaráðherra skipaði til að gera tillögu að aðlögun íslensks réttar vegna tilskipunarinnar nr 96/10/EBE frá 21. mars 1996, leggur því til að lögum um verðbréfavíðskipti verði breytt, í þá veru að tryggja gildi samninga um uppgjör afleiðusamninga þegar annar samningsaðilinn fær greiðslustöðvun, gengst undir nauðasamninga eða verður gjaldþrota. Meðfylgjandi eru tillögur nefndarinnar að breytingum á lögum um verðbréfavíðskipti.

Þar sem um er að ræða nokkuð flókið viðfangsefni þótti rétt að greinargerð sem Sigurjón Geirsson, endurskoðandi tók saman fylgdi með bréfi þessu, en hún byggir að mestu á norrænni umfjöllun um sama efni.

Lítur nefndin svo á að hlutverki hennar sé þar með lokið.

Nefndin hefur starfað frá 9. nóvember 1998. Hún hefur á þeim tíma haldið 11 fundi sem voru að jafnaði 1 ½ klst. Mest vinna hefur þó verið utan funda við bæði undirbúnings- og rannsóknarvinnu, sem var mikil - hér var um að ræða efni sem ekki hefur verið fjallað um áður í íslenskri löggjöf - og við samningu reglna, frumvarps og skýrslu. Óskað er eftir að ráðuneytið hlutist til um að nefndinni verði ákveðin þóknun fyrir störf sín þar sem tekið verði mið af fyrrgreindum þáttum.

Reykjavík, þann 27. mars 2000.



Birgir Már Ragnarsson



Viðar Már Matthíasson



Sigurjón Geirsson



Guðbjörg Bjarnadóttir

2 REGLUR DAGS. 8. JANÚAR 1999, NR. 53/1999 UM BREYTINGU Á REGLUM NR. 348/1996 UM MAT Á ÁHÆTTUGRUNNI VIÐ ÚTREIKNING Á EIGINFJÁRHLOTFALLI LÁNASTOFNANA OG FYRIRTÆKJA Í VERÐBRÉFAÞJÓNUSTU

1. gr.

Við 2. gr. bætist eftirfarandi skilgreining:

Samningsbundin skuldajöfnun (e. contractual netting): Samningur milli tveggja eða fleiri aðila sem eiga eina eða fleiri kröfur hver á annan um að í stað þess að gera upp hverja kröfu sérstaklega, skuli láta kröfurnar jafnast hverja á móti annarri og aðeins nettómismunur (*jaðargreiðsla*) komi til uppgjörs og greiðslu.

2. gr.

1. ml. undir *Aðferð 1 (markaðsvirði)* í 1. mgr. 14. gr. hljóði svo:

Samkvæmt þessari aðferð skal útlánaígildi afleiðusamninga reiknað út með því að leggja saman endurnýjunarkostnað afleiðusamninga með jákvætt gildi annars vegar og framtíðaráhættu afleiðusamninga hins vegar. Þegar um er að ræða vaxtaskiptasamninga á breytilegu gengi í einum gjaldmiðli er eingöngu reiknaður endurnýjunarkostnaður en ekki framtíðaráhætta við útreikning á útlánaígildi.

3. gr.

Við 14. gr. bætast eftirfarandi málsgreinar, sem verða 3.-5. mgr. og hljóði svo:

Við útreikning á eiginfjárlutfalli er lánastofnunum og fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu, heimilt að taka tillit til samningsbundinnar skuldajöfnunar vegna samninga sem taldir eru upp í 16. gr.

Heimild samkvæmt 3. mgr. er bundin eftirfarandi skilyrðum:

1. Stofnunin hafi gert samning um skuldajöfnun við mótaðila sinn þannig að ný lagaskylda stofnist sem taki til allra viðskipta sem undir samninginn falla og ef mótaðili stendur ekki við skuldbindingar sínar vegna vanefnda, gjaldþrots, félagsslita eða annarra viðlíka aðstæðna, eigi lánastofnun aðeins rétt til að krefjast greiðslu eða beri skylda til að greiða nettófjárhæð í umræddum viðskiptum.
2. Samningar samkvæmt 1. tl. skulu ávallt hafa fullgilda lagastoð hvað varðar efni og réttaráhrif í því ríki eða þeim ríkjum sem aðilar samningsins hafa skráð aðsetur. Sama á við ef erlent útibú fyrirtækis á í hlut. Viðkomandi stofnanir skulu afhenda Fjármálaeftirlitinu gögn þar að lútandi, staðfest af lögbærum yfirvöldum í því ríki sem mótaðili samkvæmt samningnum hefur skráð aðsetur.

Við útreikning á útlánaígildi samningsbundinnar skuldajöfnunar skal beitt markaðsvirðisaðferð sbr. 1. mgr. Sé um að ræða framvirka gjaldeyrissamninga og aðra sambærilega samninga, þar sem reiknaður höfuðstóll samsvarar sjóðstreymi, er

við útreikning á framtíðarútlánaáhhættu eingöngu heimilt að taka mið af einstökum nettófjárhæðum, þegar fjárhæðir sem krafist er eða greiða á falla í gjalddaga á sama gildisdegi og í sama gjaldeyri.

4. gr.

Viðauki II hljóði svo:

Viðauki II

Listi yfir opinber fyrirtæki og stofnanir á Íslandi, sbr. tölulið 2. c. í 1. mgr. 12. gr. reglnanna o.fl.

Þau fyrirtæki sem hér eru talin upp geta fyrirvaralaust fallið út af listanum, uppfylli þau ekki lengur þau skilyrði sem fram koma í skilgreiningu 2. gr. reglnanna.

Áhættuvog 0.0:

Ríkissjóður
Seðlabanki Íslands
Landsvirkjun

Áhættuvog 0.2:

Flugmálastjórn
Hitaveita Suðurnesja
Lánasjóður sveitarfélaga
Orkubú Vestfjarða
Rafmagnsveitur ríkisins
Ríkisspítalar
Sjúkrahús Reykjavíkur
Vegagerð ríkisins
Þróunarsjóður sjávarútvegsins
Önnur opinber fyrirtæki og stofnanir sem falla undir skilgreiningu
2. gr. reglnanna samkvæmt skriflegri yfirlýsingu Fjármálaeftirlitsins.

Áhættuvog 1.0:

Öll önnur opinber fyrirtæki og stofnanir sem ekki uppfylla skilyrði
skilgreiningar 2. gr. reglnanna.

5. gr.

Reglur þessar eru settar með heimild í 1. mgr. 54. gr. laga nr. 113/1996, 10. gr. laga nr. 123/1993 og 1. mgr. 32. gr. laga nr. 13/1996 og öðlast þegar gildi.

3 ÚR FRUMVARPI TIL LAGA UM BREYTINGAR Á LÖGUM NR.
13/1996 UM VERÐBRÉFAVIÐSKIPTI

Frumvarp til laga
um breytingu á lögum nr. 13/1996, um verðbréfavíðskipti, og á lögum nr.
10/1993, um verðbréfasjóði.

(Lagt fyrir Alþingi á 125. löggjafarþingi 2000.)

I. KAFLI.

Breyting á lögum nr. 13/1996, um verðbréfavíðskipti.

1. gr.

2. mgr. 1. gr. laganna orðast svo:

Lög þessi, að undanskildum ákvæðum IV. kafla um meðferð trúnaðarupplýsinga og V. kafla um samningsbundið uppgjör, taka ekki til:

3. gr.

Við 2. gr. laganna bætast eftirfarandi töluliðir:

17. *Afleiðusamningur*: Samningur þar sem uppgjörskvæði hans byggir á breytingu einhvers þáttar, s.s. vaxta, gengis, gjaldmiðla, hlutabréfagengis, hlutabréfavísitölu eða verðs á hráefni. Andvirði slíks samnings er háð breytingu þessara viðmiðunarþátta á tilteknu tímabili.
18. *Framvirkur vaxtasamningur*: Afleiðusamningur sem kveður á um vaxtaviðmiðun á ákveðnu tímabili og reiknast vextir af fyrirfram ákveðinni grunnfjárhæð, sem ekki kemur til greiðslu á. Samningurinn er gerður upp í lok samningstímans á fyrirfram ákveðnum uppgjörstími.
19. *Valréttarsamningur*: Afleiðusamningur sem veitir öðrum samningsaðila, kaupanda, rétt en ekki skyldu til að kaupa (kaupréttur) eða selja (söluréttur) tiltekna eign (andlag samnings) á fyrirfram ákveðnu verði (valréttargengi) á tilteknu tímamarki eða innan tiltekins tíma (afhendingardagur). Sem endurgjald fyrir þennan rétt fær hinn samningsaðilinn, útgefandinn, ákveðið gjald, sem segir til um markaðsvirði valréttarsins við upphaf samningstímans.
20. *Framvirkur samningur*: Afleiðusamningur sem kveður á um skyldu samningsaðila til að kaupa eða selja tiltekna eign fyrir ákveðið verð á fyrirfram ákveðnum tíma í framtíðinni.
21. *Vaxta- og gjaldmiðlaskiptasamningur*: Afleiðusamningur sem kveður á um vaxta- og/eða gjaldmiðlaskipti, þ.e. að samningsaðilar skiptist á höfuðstól tveggja mynta á ákveðnu gengi í framtíðinni og/eða vaxtagreiðslum yfir ákveðið tímabil.
22. *Samningsbundið uppgjör afleiðusamninga*: Samningur á milli tveggja eða fleiri aðila sem eiga fleiri en eina kröfu á hvern annan um að í stað þess að gera upp hverja kröfu fyrir sig sérstaklega skuli láta kröfumar jafnast á móti hverri annarri og aðeins mismunurinn (*jaðargreiðsla*) komi til greiðslu.

12. gr.

Á eftir IV. kafla laganna kemur nýr kafli (V. KAFLI) sem ber heitið „Samningsbundið uppgjör afleiðusamninga“ og er hann þrjár lagagreinar sem orðast svo:

a. (32. gr.)

Ákvæði þessa kafla taka til framvirkra vaxtasamninga, vaxta- og gjaldmiðlavalréttarsamninga, framvirkra vaxta- og gjaldmiðlasamninga, vaxta- og gjaldmiðlaskiptasamninga og annarra afleiðusamninga með gjaldmiðla og vexti.

Ráðherra getur ákveðið með reglugerð að þessi kafli skuli einnig gilda um aðra afleiðusamninga.

b. (33. gr.)

Skriflegur samningur, einn eða fleiri, milli tveggja aðila um að skyldur þeirra samkvæmt samningum þeim sem nefndir eru í 32. gr. skuli jafnast á móti hvorri annarri, með skuldajöfnun, við endurnýjun eða við vanefnd, greiðslustöðvun, nauðasamninga eða gjaldþrotaskipti, skal halda gildi sínu að fullu þrátt fyrir ákvæði 91. og 100. gr. laga nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti o.fl.

c. (34. gr.)

Tryggingarréttindum vegna samninga sem nefndir eru í 32. gr. sem sett eru til tryggingar viðskiptum í greiðslujöfnunarstöð í samræmi við þær reglur sem gilda í stöðinni verður ekki rift samkvæmt ákvæði 137. gr. laga nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti o.fl.

13. gr.

Með tilkomu nýs V. kafla skulu kaflar V. til XV. laganna breytast í VI. til XVI. kafla.

Ákvæði 32. – 60. gr. laganna skulu breytast í 35. – 63. gr.

Athugasemdir við frumvarp þetta.

Lög um verðbréfavíðskipti hafa verið sett fjórum sinnum á síðasta hálfum öldum áratug, eða árin 1986, 1989, 1993 og nú síðast 1996. Með reglulegri endurskoðun laganna hefur verið reynt að smíða ramma sem náð getur utan um hinn mikla vöxt og þá öru þróun sem verið hefur á íslenskum verðbréfamarkaði frá þeim tíma sem fyrstu lög um verðbréfavíðskipti voru sett. Lög frá 1993 og 1996 voru hluti af aðlögun íslensks réttar að tilskipunum ESB á sviði verðbréfamarkaðar.

Mikill vöxtur hefur verið á verðbréfamarkaði síðan lög um verðbréfavíðskipti voru sett árið 1996. Sérstaklega hefur vöxturinn verið mikill á hlutabréfamarkaði. Fleiri hlutafélög eru skráð á Verðbréfaþingi Íslands og veltan er meiri. Nú eru 75 félög skráð á Aðallista VPÍ og var markaðsvirði þeirra um 370 milljarðar í árslok 1999. Víðskipti með hlutabréf voru fyrir um 40 milljarða á árinu 1999 sem er rúmlega þrefalt meiri velta en á árinu á undan. Minni velta var hins vegar með spariskírteini og markaðsvíxla á árinu 1999 en árið áður. Markaðsverðmæti verðbréfa á VPÍ er eftirfarandi:

Markaðsverðmæti bréfa skráð á Verðbréfaþingi Íslands
Fjárhæðir í milljónum króna.

	<i>Staða 1998</i>	<i>Staða 1999</i>
Spariskírteini	91.322	86.926
Húsbréf	119.089	156.521
Húsnæðisbréf	19.381	18.786
Ríkisbréf	5.610	15.874
Ríkisvixlar	14.019	14.124
Bankavixlar	18.112	21.579
Önnur skuldabréf	84.713	110.748
Verðbréfasjóðir	48.938	55.314
Hlutabréf	231.909	369.835
Alls	633.092	849.706

Heimild: Verðbréfaþing Íslands.

Frumvarp þetta, sem er samið í viðskiptaráðuneytinu, er ekki tilraun til heildarendurskoðunar á verðbréfavíðskiptalögunum. Hins vegar eru lagðar til nokkrar breytingar á lögunum sem taldar eru hæfa betur þeim aðstæðum á verðbréfamarkaði sem nú ríkja. Ef tekið er mið af þeirri öru þróun sem verið hefur á þessum markaði má leiða líkur að því að lög um verðbréfavíðskipti þarfnist reglulega breytinga við til að taka mið af nýjum aðstæðum.

Helstu breytingar sem frumvarpið felur í sér eru eftirfarandi:

1. Starfsmenn fyrirtækja í verðbréfaþjónustu og lánastofnana sem hafa umsjón með daglegri starfsemi í tengslum við viðskipti með verðbréf skulu hafa staðist nám í verðbréfamiðlun. (a-liður 4. gr., 5. gr., 6. gr. og 15. gr. frumvarpsins).
2. Aðskilnaður einstakra starfssviða fyrirtækja í verðbréfaþjónustu verði gerður skýrari og verklagsreglur um eigin viðskipti þeirra, sem og eigenda þeirra, stjórnenda, starfsmanna og maka ítarlegri (7., 9. og 10. gr. frumvarpsins).
3. Krafa um starfsábyrgðartryggingu verði látin ná til verðbréfamiðlana en ekki verðbréfafyrirtækja (b-liður 4. gr. frumvarpsins).
4. Ákvæði eru sett um sammingsbundið uppgjör afleiðusamninga (contractual netting) í tengslum við uppgjör þeirra við gjaldþrot, nauðasamninga og greiðslustöðvun.

Hér á eftir verður gerð frekari grein fyrir þessum breytingum.

4. Sammingsbundið uppgjör afleiðusamninga.

Með tilskipun 96/10/EB frá 21. mars 1996 um breytingu á tilskipun 89/647/EBE (um eiginfjárlutfall lánastofnana) að því er varðar viðurkenningu lögbærra yfirvalda á sammingsbundinni skuldajöfnun eru auknar heimildir lögbærra yfirvalda til að viðurkenna að ákveðin uppgjör er varða samninga sem tengjast vöxtum og gjaldeyri dragi úr áhættu við útreikning eiginfjárlutfalls. Til þess þarf hið sammingsbunda uppgjör að uppfylla ákveðin skilyrði, m.a. að komi til gjaldþrots mótaðila þá eigi lánastofnunin einungis heimtingu á að taka við eða beri skylda til að greiða nettóupphæð jákvæðs eða neikvæðs markaðsvirðis umræddra viðskipta. Tilskipun þessi varð hluti af EES-samningnum með ákvörðun sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 53/96

Hinn 9. nóvember 1998 skipaði viðskiptaráðherra starfshóp til að gera tillögu að aðlögun íslensks réttar vegna tilskipunarinnar. Í hópinn voru skipuð þau Páll Gunnar Pálsson, lögfræðingur í viðskiptaráðuneyti, formaður, Guðbjörg Bjarnadóttir,

lögfræðingur, bankaeftirliti Seðlabanka Íslands, Sigurjón Geirsson, innri endurskoðandi Landsbanka Íslands og Viðar Már Matthíasson prófessor, Háskóla Íslands. Þann 12. maí 1999 var Birgir Már Ragnarsson, lögfræðingur í viðskiptaráðuneytinu skipaður formaður í stað Páls Gunnars Pálssonar.

Ákvæðum tilskipunarinnar var hrint í framkvæmd með reglum, dags. 8. janúar 1999, nr. 53/1999 um breytingu á reglum nr. 348/1996 um mat á áhættugrunni við útreikning á eiginfjárlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu.

Þrátt fyrir að ákvæðum tilskipunarinnar hafi verið hrint í framkvæmd er í tilskipun 96/10/EBE, sbr. og reglum 53/1999, það skilyrði sett fyrir því að unnt sé að nýta sér reglurnar að samningar um uppgjör hafi fullgilda lagastoð hvað varðar efni og réttaráhrif í því ríki eða þeim ríkjum sem aðilar samningsins hafa aðsetur. Slíkri lagastoð er ekki til að dreifa hér á landi og því ekki unnt að beita því hagræði sem felst í reglunum í viðskiptum við aðila búsetta hér á landi.

Þessi staðreynd og hið sérstaka eðli afleiðusamninga veldur því að æskilegt er að sérstakar reglur gildi um meðferð þeirra við gjaldþrot. Hér skiptir aðstaða íslenskra fyrirtækja og samkeppnisstaða íslensks fjármagnsmarkaðar einnig miklu máli, enda eru erlendir aðilar frekar tilbúnir til að semja við aðila sem búa við sérstakar gjaldþrotareglur varðandi afleiðusamninga.

Með vísan til þessa leggur fyrrgreindur starfshópur til breytingar á lögum um verðbréfavíðskipti sem ætlað er að kveða á um stöðu uppgjör tiltekinna afleiðusamninga þegar annar samningsaðilinn fær greiðslustöðvun, gengst undir nauðasamninga eða verður gjaldþrota. Tillögur þessar koma fram í 1., 2. og 11. gr. frumvarpsins.

Athugasemdir við einstakar greinar frumvarpsins.

Um 1. gr.

Í greininni er fjallað um gildissvið laganna. Skv. 2. mgr. 1. gr. þeirra eru tilteknir aðilar undanskildir ákvæðum þeirra að undanskildum IV. kafla laganna um meðferð persónuupplýsinga. Lagt er til að fyrrgreindar undanþágur 2. mgr. taki að sama skapi ekki til ákvæða hins nýja V. kafla laganna um samningsbundið uppgjör, enda er reglunum ætlað að hafa almennt gildi.

Um 2. gr.

...

Jafnframt er lagt til að bætt verði við skilgreiningum á nokkrum hugtökum sem fram koma í tillögum að hinum nýja V. kafla laganna. Í kaflanum er fjallað um uppgjör tiltekinna afleiðusamninga og taldar eru upp nokkrar gerðir samninga sem falla undir lögin. Umrædd hugtök eru framandi og því talið rétt að skilgreina þau. Það er einnig gert til að tryggja samræmda túlkun á hugtökunum.

Í tillögu að 17. tl. er hugtakið afleiðusamningur skýrt og í 18.-21. eru skilgreindar tilteknar gerðir af afleiðusamningum. Í tillögu að 22. tölulið er hugtakið samningsbundið uppgjör síðan skilgreint. Að öðru leyti skýrir greinin sig sjálf.

Það skal tekið fram til skýringar að einnig er fjallað um afleiðusamninga í skilgreiningu á hugtakinu verðbréf í b-lið 3. tl. greinarinnar. Í b-lið 3. tl. er fjallað um skilyrt skilríki til peningagreiðslu á grundvelli tiltekins verðbréfs eða verðbréfa. Hér er átt við afleiðusamninga, sbr. hina nýju skilgreiningu frumvarpsins enda þótt það orð komi ekki beint fram í ákvæðinu.

Um 11. gr.

Í 1. mgr. er lagt til að nýr V. kafli komi inn í lögina sem ber heitið „Samningsbundið uppgjör afleiðusamninga“ og verði þrjár lagagreinar, 32.-34. gr. Hvað varðar markmið og forsendur fyrir tillögunum er vísað til almennra athugasemda.

Í a-lið greinarinnar er tillaga að nýrri 32. gr. laganna. Í ákvæðinu er lagt til að gildissvið kaflans verði afmarkað við tiltekna afleiðusamninga sem gerðir eru í tengslum við gjaldmiðla og vexti. Taldir eru upp tilteknir samningar sem síðan eru skilgreindir nánar í 2. gr. laganna, sbr. 2. gr. frumvarpsins. Ástæðan fyrir þessari afmörkun er sú að rétt þykir að takmarka með þessum hætti heimildir aðila til gera samninga sem geta raskað því jafnræði sem almennt gildir á milli aðila við greiðslustöðvun, nauðasamninga eða gjaldþrot. Þótti rétt að taka hér undir samninga sem almennt eru þekktir í dag í viðskiptum lánastofnana en þó er gert ráð fyrir að ráðherra geti ákveðið með reglugerð að þessi kafli skuli einnig gilda um aðra afleiðusamninga. Mun reynslan leiða í ljós hvort útvíkkun á reglunum sé æskileg.

Í b-lið greinarinnar er tillaga að nýrri 33. gr. laganna. Í frumvarpinu er lagt til að skriflegur samningur, einn eða fleiri, milli tveggja aðila um að skyldur þeirra samkvæmt samningum þeim sem nefndir eru í 32. gr. skuli jafnast á móti hvorri annarri, með skuldajöfnun, við endurnýjun eða við vanefnd, greiðslustöðvun, nauðasamninga eða gjaldþrot, skuli halda gildi sínu að fullu þrátt fyrir ákvæði 91. gr. og 100. gr. laga nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti.

Hér er fjallað um réttarstöðu höfuðsamninga milli tveggja aðila um jöfnun viðskipta samkvæmt undirsamningum, gagnvart ákvæðum 91. gr. og 100. gr. gildandi laga um gjaldþrotaskipti. Ástæðan fyrir undanþágunni frá 100. gr. er sú að þar er kveðið á um að hver sem skuldar þrotabúi geti dregið það frá sem hann á hjá því ef lánadrottinn hefur eignast kröfuna áður en þrjár mánuðir voru til frestdags að fullnægðum frekari skilyrðum. Þessi þriggja mánaða frestur gerir það að verkum að kröfur annars aðilans skv. undirsamningum á grundvelli höfuðsamningsins og falla til innan þriggja mánaða frestsins verða ekki tækar til skuldajafnaðar. Þetta veldur óásættanlegri röskun í samningnum enda eru réttindi og skyldur aðila skv. slíkum samningum samofnar. Ástæðan fyrir undanþágu frá 91. gr. gjaldþrotalaga er sú að koma í veg fyrir að þrotabúi geti gengið inn í þá samninga sem eru hagstæðir fyrir búið en hafnað þeim sem eru óhagstæðir. Í flestum samningum er það þannig að báðir aðilar hafa gagn af samningnum þegar hann er gerður upp. Í afleiðusamningum er það hins vegar þannig að samningurinn felur í sér tap fyrir annan aðilann og samsvarandi hagnað fyrir hinn við uppgjórið. Þrotabúi myndi þannig aðeins velja að ganga inn í þá samninga sem væru hagstæðir fyrir búið (cherry picking).

Talið er rétt að gera að skilyrði að slíkir höfuðsamningar séu skriflegir til að tryggja sönnun þeirra, enda geta þeir haft víðtæk réttaráhrif. Tekið skal fram að hér er um að ræða tvíhliða samninga en ekki milli fleiri aðila. Gert er ráð fyrir að hvers konar aðilar geti notfært sér heimildina. Heimildin er skv. greininni afmörkuð við þá samninga sem taldir eru upp í 32. gr., þ.e. ef greinin á að eiga við er einungis hægt að semja um það í höfuðsamning að skyldur aðila samkvæmt þeim samningum sem þar eru taldir upp skuli jafnast hver á móti annarri. Ef fjallað er um fleiri samninga í höfuðsamningi en þá sem taldir eru upp gildir ákvæðið ekki um skyldur aðila skv. þeim samningum.

Gert er ráð fyrir að heimildin taka til þess þegar samningar eru skuldajafnaðir, þeir endurnýjaðir eða við vanefnd. Sérstaklega er tekið fram að hún taki einnig til þess þegar annar aðilinn fær heimild til greiðslustöðvunar, gengur undir nauðasamninga eða verður gjaldþrota. Tekið skal fram að upptalning þessi getur

fallið innan þess sem talið er vanefnd, enda er aðilum frjálst að semja um það sín á milli hvað teljist vanefnd á samningi. Rétt þótti hins vegar til áréttingar og til að koma í veg fyrir allan vafa að telja upp með beinum hætti greiðslustöðvun, nauðasamning og gjaldþrot.

Í c-lið greinarinnar er gerð tillaga að nýrri 34. gr. laganna. Þar er kveðið á um að tryggingarréttindum vegna samninga þeirra sem nefndir eru í 32. gr. og sett eru til tryggingar viðskiptum í greiðslujöfnunarstöð í samræmi við þær reglur sem gilda í stöðinni verði ekki rift skv. ákvæði 37. gr. laga nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti o.fl. Er talið rétt að gera ráð fyrir að uppgjör samninga skv. 32. gr. verði framkvæmd í greiðslujöfnunarstöð og því nauðsynlegt að koma í veg fyrir að tryggingum vegna slíks uppgjors verði rift af þrotabúi.

4 GREINARGERÐ UM UPPGJÖR OG EÐLI AFLEIÐUSAMNINGA

4.1 MARKAÐUR MEÐ AFLEIÐUSAMNINGA

Síðustu tíu til fimmtán ár hafa fjármagnsmarkaðir tekið miklum breytingum. Vegna vaxandi alþjóðaviðskipta, örra breytinga í samskipta- og upplýsingatækni, minnkandi lagaafskipta af fjármagnsmörkuðum og aukinnar alþjóðlegrar áhættudreifingar hafa fjármagnsmarkaðir fengið á sig æ meiri heimsmarkaðssvip. Fjármagnsmarkaðir einstakra landa eru þannig orðnir sífellt samofnari og einkennast af harðri samkeppni.

Full ástæða er til að ætla að þessi þróun á fjármagnsmörkuðum hafi haft góð áhrif á efnahagslífið. Vaxandi samkeppni hefur gert þá færari um það en fyrr að beina fjármagninu þangað sem það gefur mest af sér og markaðimir eru orðnir virkari en áður var.

Jafnframt hefur þróunin á fjármagnsmörkuðunum gert æ harðari kröfur um stöðugleika og virkni fjármagnskerfisins. Mestu skiptir í því sambandi að hver snurða sem hleypur á þráðinn í fjármálalífínu getur haft áhrif víðar en áður. Fjárhagslegur stöðugleiki er þess vegna markmið sem allar þjóðir heims keppa að og bera ábyrgð á, viðfangsefni sem krefst alþjóðlegrar samræmingar ytri skilyrða og vaxandi samvinnu og samhæfingar af hálfu yfirvalda hvað sem öllum landamærum líður.

Samkvæmt viðurkenndum kenningum er litið svo á að á vel skipulögðum mörkuðum sé unnt að bregðast við raski án þess að það hafi jafn harkalegar afleiðingar eða valdi jafn miklum verðsveiflum og gerist á þeim mörkuðum sem veikari eru fyrir. Í raun verða samt miklar verðsveiflur á fjármagnsmörkuðum, s.s. á gengi gjaldmiðla, vöxtum og gengi hlutabréfa. Það á bæði við um skammvinnar verðsveiflur og djúptækari - oft langvinnar fíringar frá grundvallarverðmætum hagkerfisins. Ef langvarandi munur er á verði fjármagns og þeirra raunverðmæta sem á bakvið það standa dregur það úr möguleikum fjármagnsmarkaðanna á því að rækja það meginhlutverk sitt að dreifa og deila út fjármagni með sem áhrifaríkustum hætti. Óstöðugleiki á fjármagnsmörkuðum getur því verið bending um að hin raunverulega efnahagsþróun hvíli á veikum stöðum.

Þróunin á mörkuðum með afleiðusamninga er þáttur í breytingum á fjármagnsmörkuðunum. Þessi vöxtur í afleiðuviðskiptum er stundum kennt um ýmislegt það sem miður fer. Vöxtur í afleiðuviðskiptum er hins vegar fremur svar markaðarins við óstöðugleika á fjármagnsmörkuðum, fremur en að hægt sé að segja

að hann hafi verið orsök hans, enda er margt sem bendir til þess að afleiðuviðskiptin - að minnsta kosti við venjuleg markaðsskilyrði - stuðli að stöðugu verðlagi fremur en hitt að þau auki verðsveiflur. Fleira sem tengist afleiðuviðskiptum getur valdið áhyggjum. Það eru þættir eins og umfang viðskipta sem kallar á flókin uppgjörskerfi og upplýsingakerfi, mikil samþjöppun viðskipta og hættan á mikilli verðnæmni á fjármagnsmarkaðnum við óeðlilegar markaðsaðstæður.

4.1.1 Afleiðusamningar

Skilgreina má afleiðusamning sem samning þar sem uppgjörskvæði byggist á breytingu einhvers þáttar, svo sem vaxta, gengis, gjaldmiðla, hlutabréfagengis, hlutabréfavísitölu eða verðs á hráefni. Andvirði slíks samnings er háð breytingu þessara viðmiðunarþátta á tilteknu tímabili sem oftast er frá upphafsdegi afleiðusamningsins til lokadags samningsins, sem þá jafnan er einnig uppgjörsdagur viðkomandi afleiðusamnings.

Afleiðusamningur er á samningsdegi að jafnaði án virðis enda eru þau viðmiðunargengi, vaxtastig o.s.frv. sem miðað er við í afleiðusamningum ákveðin út frá markaðsaðstæðum þegar samningurinn er gerður. Því myndast alla jafna ekkert kröfuréttarsamband í upphafi afleiðusamnings og ekki hægt að tala um skuldara eða kröfuhafa að afleiðusamningi á þeim tímapunkti. Kröfuréttarsamband myndast hins vegar þegar undirliggjandi þættir viðkomandi afleiðusamnings, s.s. vextir, gengi gjaldmiðla eða verð hlutabréfa þróast á þann veg, að á annan aðila afleiðusamningsins hallar. Algengt er að á líftíma afleiðusamnings breytist markaðsvirði og þar með útlánaígildi afleiðusamnings mjög mikið. Það er þannig í eðli afleiðusamningsins að aðilar að samningnum eru ýmist í skuldastöðu við mótaðila eða eignarstöðu, allt eftir því hvernig þeir undirliggjandi þættir sem eru til grundvallar afleiðusamningnum þróast.

Ýmiss konar áhætta er bundin flestum fjármagnsráðstöfunum. Í skuldabréfaviðskiptum felst útlánaáhætta en oft einnig gjaldeyrisáhætta og vaxtaáhætta. Með afleiðusamningum er unnt að einangra ólíka áhættuþætti og hafa stjórn á þeim hverjum fyrir sig. Vilji menn tryggja sig fyrir vaxtahækkun geta þeir t.d. tengt við skuldabréfakaup sín gerð afleiðusamnings við fjármálastofnun, sem felur í sér sölurétt á viðkomandi bréfi á fyrirfram umsömdu verði. Þannig tryggir fjárfestirinn sér rétt til á að selja bréfið á fyrirfram ákveðnu verði, sem tryggir ákveðið lágmarksvirði fjárfestingarinnar ef vaxtaþróun fer á annan veg en fjárfestir hafði gert ráð fyrir.

Til eru margs konar afleiður sem unnt er að beita einum sér ellegar með hefðbundnum fjármagnsráðstöfunum. Afleiður má nota til þess að verjast áhættu og dreifa henni. Til þess að unnt sé að ganga frá afleiðusamningi verða hins vegar að vera á markaðnum aðilar sem eru fúsir til að taka á sig þá áhættu sem í samningunum felast. Slíkir aðilar, oftast bankar og aðrar fjármálastofnanir lágmarka á hinn bóginn sína áhættu með gerð mótlægra samninga við aðra viðskiptavini, þannig að heildaráhættustaða sé á hverjum tíma í lágmarki.

Eftirspurnin eftir afleiðum hefur farið vaxandi í hlutfalli við þörfina á því að verjast auknum sveiflum á gengi gjaldmiðla, vöxtum, vöruverði og gengi hlutabréfa á

fjármagnsmörkuðum. Möguleikarnir á því að draga úr fjármagnskostnaði og hagnast á því að notfæra sér þá kosti sem afleiðunum fylgja hafa líka átt verulegan þátt í því hve umsvifin á markaðinum með afleiðusamninga hafa aukist.

Útflutningsfyrirtæki sem selur vörur fyrir erlendan gjaldeyri býr t.d. við gengisáhættu. Hið sama á við um innflytjanda sem gerir vörukaupasamning í erlendum gjaldeyri. Unnt er að losna við gengisáhættuna eða draga úr henni með því að gera afleiðusamninga s.s. vilnunar­samning. Bankar og aðrar fjármálastofnanir búa yfir sérþekkingu og eru miðstöð þeirra sem vilja lágmarka áhættur eða taka áhættustöður með gerð afleiðusamnings.

Í flestum þeim afleiðusamningum sem gerðir eru á milli aðila á fjármagnsmarkaði eru bankar eða aðrar fjármálastofnanir annar aðilinn að samningnum. Því þarf fyrirtæki sem gerir slíkan samning við fjármálastofnun að jafnaði ekki að hafa áhyggjur að greiðsluþoli mótaðila enda beri viðkomandi viðskiptavinur traust til síns viðskiptabanka. Slíkir samningar á milli tveggja aðila eru á ensku nefndir „over the counter samningar“ eða OTC-samningar. Einnig er mjög mikil notkun og viðskipti með staðlaða afleiðusamninga en svo má nefna þá afleiðusamninga sem teljast til markaðsverðbréfa og sem geta því gengið kaupum og sölum á skipulögðum verðbréfamörkuðum. Uppgjör slíkra afleiðusamninga er tryggt af viðkomandi kauphöll, viðskiptavaka eða greiðslujöfnunarstöð enda er það nauðsynlegt, vegna eðli kröfuréttarsambands afleiðusamnings, að uppgjör slíks samnings sé tryggt óháð því hver mótaðilinn er þegar það kemur að uppgjör­­sdegi samningsins.

Afleiður henta þeim einnig vel sem vilja nota sér hugsanlegt samkeppnisforskot á ýmsum mörkuðum, t.d. varðandi lánamöguleika eða opinbera íhlutun. Með afleiðunotkun geta aðilar tryggt sér það fjármagn sem þeir eru að sækjast eftir fyrir lægra verð en þeir hefðu annars þurft að greiða. Afleiðunotkun verður til þess að hægara verður að dreifa áhættunni á þá samningsaðila sem færastir eru um að bera hana og viljugastir til þess.

Af hálfu söluaðila afleiðusamninga hefur það auk þess hleypt miklu fjöri í viðskiptin hve kostnaður við fjármunagerninga hefur minnkað mikið, sumpart vegna þróunarinnar í samskipta- og upplýsingatækni og sumpart vegna einfaldari gjaldeyris- og fjármagnsreglna en áður í einstökum löndum. Kostnaður við áhættustýringu hefur því hriðlækkað síðustu ár.

Þar eð afleiður eru réttur eða skyldur samkvæmt samningum um fjármunagerninga sem gera á síðar þarf ekki að leggja fram nema lítið fé þeirra vegna borið saman við það sem leggja þarf fram ef um væri að ræða fjárfestingar í undirliggjandi viðmiðunarpætti s.s. í vaxtaberandi fastvaxta skuldabréfi, hlutabréfum eða erlendum gjaldmiðli.

Að frátöldum kostnaði við fjármunagerninginn og kostnaði vegna hugsanlegra trygginga vegna útlána­gildis viðkomandi samnings er ekki krafist peningagreiðslna þegar gerðir eru framvirkir samningar og þóknun vegna vilnunar er lágt borið saman við fjárfestingu í tilvarandi verðbréfum og kostnað þeim tengdan. Afleiður eru þess vegna ódýr og hagkvæmur kostur þegar flytja þarf áhættu frá einum til annars eða jafna henni niður.

4.1.2 Tegundir afleiðusamninga

Til eru ýmsar tegundir afleiðusamninga og eftir tegundum afleiða er áhættunni deilt niður á ýmsan hátt milli þeirra innbyrðis. Afleiðusamningar eru þó allir settir saman úr tveimur einföldum grundvallarþáttum: framvirkum samningum og valréttarsamningum.

Framvirkan samning má skilgreina sem afleiðusamning sem kveður á um skyldu samningsaðila til að kaupa eða selja tiltekna eign fyrir ákveðið verð á fyrir fram ákveðnum tíma í framtíðinni. Oftast er samið þannig um skiptin í framvirkum samningi að ekki er um neinar greiðslur samningsaðila að ræða þegar samningurinn er gerður.

Framvirkir gjaldeyrissamningar henta t.d. vel fyrirtækjum sem eiga í erlendum viðskiptum og vilja gengistryggja inn- eða útborganir í erlendum gjaldeyri. Slikir samningar geta tryggt þau fyrir óæskilegum gengissveiflum, einfaldað eftirlitið með fjármagnsflæði fyrirtækisins, treyst þann útreikningsgrundvöll sem verð á framleiðsluvörum þess er miðað við, minnkað greiðsluþörf þess o.s.frv. Hjá öðrum samningsaðilum ráða kannski ferðinni vangaveltur um breytt fjármagnsverð síðar ellegar færi sem kunna að gefast á að notfæra sér gengismun á fjármagnsmörkuðum. Oft tengist sama framvirka staða öllu í senn, tryggingum, spákaupmennsku og gengismun.

Framvirkir vaxtasamningar (FRA) er önnur tegund framvirkra samninga sem er vel til þess fallin að tryggja sig fyrir vaxtahækkunum á láni eða vaxtalækkun á innlánsfé síðar.

Valréttarsamning má skilgreina sem afleiðusamning sem veitir öðrum samningsaðilanum, kaupanda, rétt en ekki skyldu til þess að kaupa (kauprétt) eða selja (sölurétt) tiltekna eign (andlag samningsins) á fyrir fram ákveðnu verði (valréttargengi) á tilteknu tímamarki eða innan tiltekins tíma (afhendingardagur). Sem endurgjald fyrir þennan rétt fær hinn samningsaðilinn, útgefandinn, ákveðið gjald sem segir til um markaðsvirði valréttarins við upphaf samningstímans.

Til gjaldeyrisvalréttar má t.d. grípa þegar fyrirtæki vill gengistryggja inn- og útborganir í erlendum gjaldeyri síðar, en njóta þó jafnframt hagstæðrar markaðspróunar sem verða kann. Gjaldyrisvalréttur getur verið eins og venjuleg trygging sem því aðeins er gripið til ef sú neikvæða gengisþróun verður sem ætlunin er að forðast. Með sama hætti koma áhrif vaxtavalréttar einungis við sögu ef vaxtaþróunin gefur tilefni til.

Auk hinna eiginlegu framvirku samninga eða valréttarsamninga bjóðast margir aðrir samningskostir sem sérstaklega eru miðaðir við þarfir og aðstæður.

Eins og áður hefur komið fram þarf í umræðu um afleiðusamninga að gera greinarmun á milli hefðbundinna samninga þ.e. samninga sem gerðir eru utan kauphallar (nefndir OTC samningar) og staðlaðra afleiðusamninga sem teljast til markaðsverðbréfa. Hefðbundnir samningar (OTC samningar) eru samningar sem gerðir eru á milli tveggja aðila og er oftast annar aðilinn banki eða önnur fjármálastofnun. Staðlaðir afleiðusamningar eru á hinn bóginn samningar sem eru í

formi markaðsverðbréfa sem ganga kaupum og solum á verðbréfaþingum eða öðrum kauphöllum. Slíkir samningar eru tryggðir af viðkomandi verðbréfaþingi eða greiðsluöfnunarstöð, þannig að kaupendur að slíkum samningum þurfa ekki að hafa áhyggjur af því hver er mótaðili að samningnum á uppgjörstegi. Viðkomandi verðbréfaþing (kauphöll/greiðsluöfnunarstöð) mun gera upp samninginn ef um greiðslufall verður að ræða.

Dæmi um afleiður sem seldar eru í kauphöll og á OTC-mörkuðum

Staðlaðir samningar (í kauphöll)

Utan kauphallar (OTC)

<i>Framv. samningar</i>	gjalddeyris-"futures" (1)	framvirkir gjalddeyrissamningar
	vaxta-"futures"	gjalddeyris-"swapper" (2)
	skuldabréfavisitölu-"futures"	FRA-samningar (3)
	olíu-"futures"	vaxta-"swapper" (2)
	hlutabréfavisitölu-"futures"	framvirkir vörusamningar framvirkir hlutabréfasamningar
<i>Valréttarsamningar (vilnanir)</i>	staðlaðar gjalddeyrisvilnanir	OTC-gjalddeyrisvilnanir
	" vaxtavilnanir	OTC-vaxtavilnanir
	" olíuvilnanir	" caps (4)
	" hlutabréfavilnanir	" floors
	" hlutabréfavisitöluvilnanir	" collars
		" swaptions (5)
	OTC-hlutabréfavilnanir (ad hoc-vilnanir)	

- (1) "Futures" er heiti á stöðluðum framvirkum samningum sem seldir eru í kauphöll.
- (2) "Swap" tákna fjármálagerning þar sem aðilar semja um peningagreiðslur tiltekinn tíma. Þegar orðið er notað í fleirtölu má yfirleitt líta svo á að það tákni marga framvirka samninga (með hverjum gjalddaga er þá vísað til eins af framvirku samningunum). Þegar um vaxta-"swap" er að ræða semja aðilar um skipti á tímabundnum vaxtagreiðslum af ýmsu tagi samkvæmt áður umsömdum reglum. Gjalddeyris-"swap" er samningur um að skiptast á tiltekinni fjárhæð í tvenns konar gjalddeyri sem svo er skilað aftur á gjalddaga á áður umsömdu gengi.
- (3) FRA (Forward Rate Agreement) er framvirkur samningur um vexti.
- (4) "Caps", "floors" og "collars" tákna mismunandi vilnanir tengdar fljótandi vöxtum. Líta má svo á að "cap" tákni margar kaupvilnanir varðandi samningsverð sem miðast við vaxta-"þak". Á sama hátt má líta svo á að "floor" tákni margar söluvilnanir varðandi samningsverð sem miðast við vaxta-"gólf". Hins vegar er "collar" blanda af "cap" og "floor" sem tryggir að vextir verði á bilinu milli umsamins vaxta-"þaks" og vaxta-"gólf".
- (5) Með "swaption" er átt við vilnun sem á við vaxta-"swap". Samningurinn veitir kaupanda rétt til aðildar að vaxta-"swap" á eða innan tiltekins tíma á áður umsömdu verði.

4.2 SAMNINGSBUNDIÐ UPPGJÖR AFLEIÐUSAMNINGA

Almennt eru afleiðusamningar gerðir upp á grundvelli viðkomandi samnings á gjalddaga. Sá aðili sem er í skuld samkvæmt þróun þeirra undirliggjandi þátta sem virði viðkomandi samnings er leitt af, greiðir mótaðilanum nettóskuld sína á uppgjörstegi. Í sumum tilfellum getur þó verið um að ræða að aðilar skiptast á brúttógreiðslum, t.d. þegar um er að ræða gjalddeyrisskiptasamninga sem kveða á um skipti á greiðslum grundvallarfjárhæða afleiðusamnings á gjalddaga.

Þegar svo stendur á að tveir aðilar hafa gert marga afleiðusamninga sín í milli og eiga á tilteknum tímamarki margar gagnstæðar kröfur/skuldir hver á annan geta þeir valið að gera sín á milli sérstakan samning um það að í stað þess að gera upp hvern samning fyrir sig á brúttógrundvelli, sé reiknaður út heildarstöðumismunur og að uppgjör á gjalddaga sé einungis látið ná til nettókröfu eða jaðarfjárhæðar allra undirliggjandi samninga. Slík uppgjör eða reikningsjöfnun er fólgið í því að reikna út stöðumismun margra samninga og gera upp eins og um væri að ræða einn samning. Á ensku er þetta nefnt *netting*. Einnig er notað um það orðið *clearing*, en það orð er margrætt og jafnframt notað í öðru samhengi. Hér verður notað orðið *samningsbundið uppgjör* eða *reikningsjöfnun*, einnig stytzt í *jöfnun*.

Samningsbundið uppgjör, jöfnun, milli tveggja aðila kallast *tvíhliða jöfnun*. Þegar fleiri aðilar eiga í hlut er talað um *marghliða jöfnun*. Reikningsjöfnun hvers aðila nær þá til stöðu hans gagnvart öllum hinum. Eins og áður hefur komið fram eru staðlaðir afleiðusamningar oftast tryggðir af greiðslujöfnunarstöð (*clearing-miðstöð*) eða kauphöll sem er þá mótaðili þeirra aðila sem að samningnum koma. Það getur haft sín áhrif bæði á tvíhliða og marghliða jöfnun. Slíkt kerfi má kalla *marghliða jöfnun með greiðslujöfnunarstöð sem mótaðila*.

Í alþjóðaviðskiptum er algengt að aðilar á fjármagnsmarkaði geri samninga um reikningsjöfnun, þ.e. geri samninga um samningsbundið uppgjör/reikningsjöfnun afleiðusamninga þannig að margar kröfur eða samningar eru láttnar jafnast upp á móti hverri annarri við uppgjör þeirra.

Slík samningsbundin jöfnun fækkar kröfum í viðskiptum aðila og lækkar kostnað við greiðsluuppgjör mikið, m.a. vegna þess að greiðsluþol þeirra þarf ekki að vera jafnmikið og ella. Jöfnunin skiptir því höfuðmáli varðandi þá útlánaáhættu sem tengd er afleiðusamningum. Ef farið er með allar kröfur gagnvart sama mótaðila út af fyrir sig getur áhættan orðið mun meiri en ef kröfur og skuldbindingar eru reiknaðar út með reikningsjöfnun og meðhöndlaðar á nettógrundvelli.

Hversu mikið áhættan minnkar er þó alfarið háð því að sá aðilinn sem á fyrir skuldum geti borið fyrir sig efnisatriði slíks samnings um reikningsjöfnun, ef mótaðili verður gjaldþrota, fær greiðslustöðvun eða þarf að gangast undir nauðasamninga. Ef áhættustýring og lögbundnar reglur um eiginfjárlutföll byggja á tilvist jöfnunarsamninga, sem síðar kemur í ljós að ekki reynist unnt að skírskota efnislega til við vanefndir eða gjaldþrot, verður áhætta aðila allt önnur en gert hefur verið ráð fyrir.

Í mörgum löndum hafa því verið sett lög sem tryggja ótvírætt gildi slíkra jöfnunarsamninga við gjaldþrot og svipaðar aðstæður. Alþjóðlegar viðmiðunarreglur og ráðleggingar hafa gengið í þá veru að hvetja til þess að lagaleg staða slíkra jöfnunarsamninga sé tryggð í sem flestum löndum heimsins.

4.2.1 Nánar um jöfnunarsamninga

Til eru ýmsar tegundir jöfnunarsamninga. Slíkir samningar geta kveðið á um að uppgjör skuli eiga sér stað jafnóðum milli aðila eða að slíkt skuli einungis eiga sér stað ef um vanefndir annars aðilans er að ræða. Staða slíkra samninga með hliðsjón af

réttarfarslögum um fullnustugerðir getur verið mismunandi, ef ekki er skýrt kveðið á um gildi slíkra samninga í lögum.

Eftirfarandi er tegundir samninga um skuldajöfnun sem almennt eru nýttir á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum:

Netting by payment

sem kalla má samning um skuldajöfnun - er jöfnunarsamningur sem kveður á um hvemig skuli hagað uppgjöri milli tveggja aðila og felur í sér að einungis eru gerðar upp nettóskuldbindingar aðila í hverri tegund gjaldeyris á hverjum gjalddaga. Þetta veldur því að ekki þarf að gera eins oft upp og ella og við það minnkar kostnaður og uppgjörshættan minnkar og miðast við nettóstöðu í viðskiptum aðilanna á hverjum tíma.

Netting by novation

sem kalla má jöfnun með endurnýjun - er viðtækari jöfnunarsamningur sem einnig snýst um breytilegt samningssamband aðila á hverjum tíma. Í samningnum felst að fyrir nýja og eldri samninga kemur nýr og uppfærður samningur milli aðila. Það þýðir að áframhaldandi nettójöfnuður ríkir milli þeirra þar sem útstandandi fjárhæð er gerð upp með reikningsjöfnun í hverri tegund gjaldeyris á hverjum gjalddaga. Reikningsjöfnun fer fram jafnóðum og nýir samningar eru gerðir. Jöfnunarsamningurinn verður til þess að aðilar þurfa ekki að gera eins oft upp sín í milli og ella væri og þar með minnkar kostnaður og greiðsluþörf.

Netting by close out

sem kalla má jöfnun við vanefndir - er samningur þar sem kveðið er á um skuldbindingar, komi til vanefnda eða hugsanlegs gjaldþrots. Aðilarnir semja um það fyrirfram hvað teljast skuli vanefndir í slíkum samningum. Ef slík staða kemur upp eru allir samningar aðila sem ekki hefur verið staðið við að fullu gerðir upp og látnir niður falla miðað við stöðu þessara samninga á skilgreindum tímamarki vanefnda. Jöfnun við vanefnd er viðtækari en jöfnun með skuldajöfnun og jöfnun með endurnýjun þar eð unnt er að mótreikna samninga miðað við margar tegundir gjaldeyris og marga gjalddaga og taka með í reikninginn ólíkar tegundir afleiðusamninga. Af því að slíkir samningar um jöfnun við vanefndir gilda aðeins við sérstakar aðstæður hafa slíkir samningar ekki einir og sér áhrif á það hve greiðslur fara oft fram milli aðila.

Í alþjóðaviðskiptum verður æ algengara að aðilar geri "master agreements" - sem kalla má aðalsamninga um afleiðuviðskipti. Hafa slíkir samningar oftast að geyma reikningsjöfnunarákvæði eða skuldajöfnunarákvæði af fleira en einu tagi. Slíkir samningar eru gerðir af samræmdri fyrirmynd sem mótuð hefur verið af alþjóðlegum stofnunum á þessu sviði. Unnið hefur verið að því að móta staðlaða samninga sem ná til allra tegunda afleiðuviðskipta milli aðila ("master-master agreements")¹ þannig að menn séu aðeins með einn samning ef til vanefnda kemur.

¹ FX Net, Ltd. hefur búið til mótreikningssamninga af tegundunum "netting by novation" og "netting by payment" sem gilda um gjaldeyrisfjármagnsgerninga. Ennfremur hefur verið búinn til staðlaður aðalsamningur fyrir tvíhliða mótreikning sem í eru ákvæði um "netting by novation" og "netting by close out". International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA) frá 1993 er staðlaður samningur til notkunar í sambandi við framvirka gjaldeyrisamninga sem hefur að geyma ákvæði um "netting by novation" og "netting by close out".

Hér á eftir eru dæmi sem sýnir áhrif mismunandi jöfnunarsamninga þ.e. jöfnun með skuldajöfnun, jöfnun með endurnýjun, jöfnun við vanefndir. Banki A á þann 15. desember 2000 útistandandi fimm framvirka samninga við fyrirtækið B. Samningarnir hafa verið gerðir sinn daginn hver. Gengið þann 15. desember 2000 er annað en það sem miðað er við í samningunum.

Aðstæður A - enginn jöfnunarsamningur um uppgjör er til staðar

Á gjalddaga er fyrir hvern samning reiknað út markaðsvirði dagsins. Markaðsvirðið í dæminu er summan af núgildi fjárhæðarinnar í hverri tegund gjaldeyris, umreiknað í kr. samkvæmt gengi 15. desember 2000.

Ef fyrirtækið B verður gjaldþrota geta þeir sem með þrotabúið fara ákveðið að standa aðeins við þá samninga sem því eru í hag, þ.e. samninga sem hafa jákvætt markaðsvirði. Lánaáhættan fyrir banka A á gildistíma samninganna jafngildir þess vegna summunni af markaðsvirði þeirra samninga sem hafa jákvætt markaðsvirði og er óháð þeim samningum sem hafa neikvætt virði á þessum tímapunkti. Uppgjörsáhætta banka A jafngildir þeirri fjárhæð sem fyrirtæki B á að inna af hendi samkvæmt hverjum samningi sem hefur jákvætt uppgjörsvirði.

Aðstæður B – Samningur um skuldajöfnun (e. netting by payment)

Í uppgjörinu er miðað við heildarnettóstöðu banka A að því er varðar hverja gjaldeyristegund á hverjum gjalddaga á gjaldfallstímanum. Í dæminu hafa tveir samninganna sama gjalddaga og þar er miðað við sömu gjaldeyristegund. Þar eð fjárhæðirnar í samningunum tveimur eru gagnvirkandi verður uppgjörsfjárhæðin og þar með uppgjörshættan minni en ella.

Aðstæður C - samningur um reikningsjöfnun við endurnýjun (e. noviation)

Í stað fyrri samninga kemur nýr uppfærður samningur. Það þýðir að útistandandi fjárhæðir eru gerðar upp í hverri tegund gjaldeyris fyrir hvern gjalddaga í hvert skipti sem nýr samningur er gerður. Gert er ráð fyrir að samningurinn um endurnýjunarreikningsjöfnun gildi aðeins um samninga sem miðast við þær tvær tegundir gjaldeyris sem um ræðir í samningi.

Hinn nýi samningur er gerður miðað við markaðsgengi framvirkra samninga á þeim tíma sem til hans er stofnað og er markaðsvirði hans núll á þeim tímapunkti. Áhrifin eru engin á lánaáhættuna á þeim tíma, en þegar til lengdar lætur getur samningurinn öðlast jákvætt (eða neikvætt) markaðsvirði og haft þar með áhrif á lánaáhættuna.

Fyrir gjaldeyrisvilnanir hefur verið búinn til sérstakur staðlaður aðalsamningur (ICOM) sem í eru mótreikningsákvæði sem gilda um tegundirnar "netting by payment" og "netting by close out".

International Swap and Derivates Association (ISDA) hefur búið til aðalsamning sem gildir um mótreikning vegna vaxta- og gjaldeyris-"swapper". Samningurinn kveður á um "netting by payment" og "netting by close out" og getur líka falið í sér mótreikning vegna fjármunagerninga á ýmsum afleiðusamningum (master-master agreement).

Lánaáhættan á gildistíma samninganna jafngildir summunni af markaðsvirði heildarnettóstöðunnar. Samningur um endurnýjunarreikningsjöfnun minnkar uppgjörsáhættuna.

Aðstæður D - samningur um jöfnun við vanefndir (e. close out)

Allir samningar sem samningurinn nær til og ekki hefur verið fullnægt eru gerðir upp og látnir niður falla ef til vanefnda kemur, skv. nánari skilgreiningu í samningi um hvað telst vanefnd.

Ef fyrirtæki B verður gjaldþrota 15. desember 2000 og samningurinn gildir um útistandandi framvirka gjaldeyrissamninga milli banka A og fyrirtæki B jafngildir skuldajöfnun við gjaldþrotaskipti nettómarkaðsvirði samninga þann 15. desember 2000.

4.2.2 Aðalsamningur með ákvæði um jöfnun (e. master agreement)

Þá getur verið um að ræða staðlaða aðalsamninga. Aðalsamningur hefur oftast en ekki að geyma jöfnunarákvæði af fleira en einu tagi og getur hann því náð yfir ýmiss konar afleiðuviðskipti. Í aðalsamningi getur þannig falist bæði jöfnun með skuldajöfnu, endurnýjunar og vanefndar skuldajöfnun sem varðar ýmsar tegundir afleiðusamninga sem aðilar hafa gert sín í milli.

4.3 STAÐA JÖFNUNARSAMNINGA VIÐ GJALDÞROT O.FL.

Með tilskipun nr. 96/10/EBE frá 21. mars 1996, um breytingu á tilskipun ESB um eiginfjárlutfall lánastofnana, tilskipun nr. 89/647/EBE, eru auknar heimildir lögbærra yfirvalda til að viðurkenna við útreikning á eiginfjárlutfalli lánastofnana samninga um jöfnun afleiðusamninga. Til þess þurfa slíkir samningar að hafa stoð í gjaldþrotarétti viðkomandi lands og uppfylla ákveðin skilyrði, m.a. hvað varðar það að komi til gjaldþrots mótaðila þá eigi viðkomandi lánastofnun einungis heimtingu á að taka við eða beri skylda til að greiða nettóupphæð jákvæðs eða neikvæðs markaðsvirðis þeirra afleiðusamninga sem viðkomandi samningur nær til. Umrædd tilskipun varð hluti af EES-samningnum með ákvörðun sameiginlegu EES-nefndarinnar nr. 53/96.

Ákvæðum tilskipunarinnar var hrint í framkvæmd með reglum, dags. 8. janúar 1999, nr. 53/1999 um breytingu á reglum nr. 348/1996 um mat á áhættugrunni við útreikning á eiginfjárlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu.

Þrátt fyrir að ákvæðum tilskipunarinnar hafi verið hrint í framkvæmd með breytingum á reglum um útreikning á eiginfjárlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu, er í tilskipun 96/10/EBE það skilyrði sett fyrir því að unnt sé að nýta sér viðkomandi heimild, að slíkir samningar um uppgjör og skuldajöfnun afleiðusamninga hafi fullgilda lagastoð hvað varðar efni og réttaráhrif í því ríki eða þeim ríkjum sem aðilar samningsins hafa aðsetur.

Þegar meta skal hvort setja eigi skýrar lagareglur til þess að tryggja réttarstöðu jöfnunarsamninga samkvæmt efni þeirra gagnvart þrotabúi verður að meta bæði kosti þess og ókosti.

Benda má á að jöfnunarsamningar minnka áhættu og greiðslugetuþörf og þar með kostnað. Ef íslenskar fjármálastofnanir eiga að geta verið fullgildir aðilar á alþjóðlegum mörkuðum er það mikið hagasmunamál þeirra að tryggt sé í íslenskri löggjöf að jöfnunarsamningar séu gildir samkvæmt efni sínu við gjaldþrot.

Hugsanlegir ókostir eru einkum tengdir grundvallarreglunni um jafna stöðu lánardrottna við gjaldþrot. Hún nær til réttinda og skyldna þrotabús gagnvart samningum sem ekki hefur verið fullnægt, en skuldunautur sem verður gjaldþrota hefur gert áður en gjaldþrotaúrskurður var kveðinn upp, þ. á m. möguleika lánardrottna til að semja um viðtækari skuldajöfnun en ella við gjaldþrot. Riftunarreglur gjaldþrotalagar skipta hér einnig máli.

Jöfnunarsamningar í sambandi við afleiður skipta banka og aðrar fjármálastofnanir miklu máli. Þessar stofnanir starfa undir sérstakri löggjöf. Samkvæmt gildandi lögum geta bankar ekki samið um greiðslustöðvun eða lýst yfir gjaldþroti, heldur gilda um þær sérstakar reglur í þessu sambandi.

Samkvæmt íslenskum lögum eins og lögum margra annarra landa er aðalreglan sú að þrotabúi sé heimilt að taka við réttindum og skyldum þrotamannsins eftir gagnkvæmum samningi, sbr. 91. gr. laga nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti ofl. Hér er um að ræða heimild en ekki skyldu. Í því felst að gagnaðili samnings við þrotamann hefur ekki rétt til að gera kröfu um að samningurinn gildi samkvæmt efni sínu, heldur verður að sætta sig við ákvörðun þrotabúsins.

Samkvæmt íslenskum gjaldþrotalögum getur búið gengið inn í gagnkvæma íþyngjandi samninga. Enda þótt afleiðusamningar séu aðeins öðrum aðilanum í hag á uppgjörstíma eru samningarnir eigi að síður íþyngjandi fyrir báða aðila þar sem báðir njóta réttinda og á þá eru lagðar skyldur.

Í raun hefur valréttur þrotabúsins þau áhrif að búið gengur inn í þá samninga sem virðast vera því hagstæðir, en ekki þá sem eru því óhagstæðir. Búið getur þá krafist efnda þeirra samninga sem það gengur inn í, en að því er varðar þá samninga sem búið gengur ekki inn í getur mótaðilinn að sínu leyti einungis krafist uppgjörs samkvæmt hlutfallsreglu á þeim bótakröfum sem stofnast af því að samningur ónýttist. Samkvæmt alþjóðavenju er þetta kallað "cherry picking" vegna möguleika þrotabúsins á því að hirða uppskeruna.

Ef þrotabúið kys að ganga inn í einhvern samninganna við sama mótaðila, en ekki inn í þá alla, á búið kröfu á mótaðilann, en hann á aftur á móti einungis kröfu í búið um úthlutun samkvæmt hlutfallsreglu. Spurningin er þá hvort mótaðilinn getur krafist þess að mega skuldajafna kröfur sínar að fullu. Fyrir mótaðilann þýðir slík skuldajöfnun að hann getur náð inn stærri hluta kröfu sinnar en hlutfallskröfurétturinn einn gefur honum færi á.

Til þess að unnt sé að beita skuldajöfnun verða kröfurnar í fyrsta lagi að vera fyrir hendi milli sömu aðila þegar gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp. Auk þess verða

kröfurnar að hljóða upp á sömu tegund greiðslu. Þá verða kröfurnar báðar að vera gjaldfallnar og ótvíræðar. Þessi atriði leiða til þess að skilyrði skuldajafnaðar á afleiðsamningum við gjaldþrot eru flókin og óskýr.

4.3.1 *Nánar um jöfnunarsamninga*

Það skiptir máli bæði vegna reikningsjöfnunar sem fram fer áður en gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp og vegna réttarins til þess að semja um jöfnun í tengslum við gjaldþrot annars aðila hver sé staða uppgjörssamninga við gjaldþrot. Aðstæður geta verið ólíkar eftir því hvers konar jöfnunarsamningur hefur verið gerður.

Meðan hvorugur aðili er gjaldþrota halda jöfnunarsamningar samkvæmt efni sínu. Samningar um skuldajöfnun og jöfnun við endurnýjun hafa í för með sér tímabundna reikningsjöfnun og uppgjör milli aðila. Af því leiðir að jöfnuður er á milli þeirra sem oftast felst í mörgum nettókröfum í mismunandi gjaldeyri. Við gjaldþrot verður sá jöfnuður sem fram kemur við reikningsjöfnun sem á sér stað áður en gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp grundvöllur kröfu á annan veginn eða hinn milli þrotabúsins og mótaðilans.

Kröfur samkvæmt samningum sem ekki hafa verið gerðar upp með reikningsjöfnun áður en gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp ganga hins vegar inn í viðskipti búsins og mótaðilans samkvæmt brúttófjárhæð samninganna. Þetta skiptir mestu máli þegar ekki liggja fyrir neinir jöfnunarsamningar milli aðila. Eins stendur á þegar aðilar hafa samið um greiðslujöfnun. Jöfnunin fer þá ekki fram fyrr en á uppgjörssdegi svo að þegar gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp eru fyrir hendi óuppgerðir samningar milli aðila sem þeir hafa ekki gert upp með reikningsjöfnun sín í milli. Þessir samningar hljóða upp á brúttófjárhæðina samkvæmt stöðunni í viðskiptum aðila þegar gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp. Þegar samningar eru gerðir um endurnýjunarreikningsjöfnun fer reikningsjöfnunin hins vegar fram um leið og samningurinn er gerður, en uppgjörið á að fara fram á uppgjörssdegi. Allir samningar sem teljast vera slíkir jöfnunarsamningar hafa þá verið gerðir upp með reikningsjöfnun áður en gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp. Þær nettófjárhæðir sem eftir standa í viðskiptum aðila ganga inn í búið að fullu.

Sérstakt álitamál er hvort samningur milli tveggja aðila um að fara skuli fram reikningsjöfnun á innbyrðis kröfum þeirra við gjaldþrot geti haft þau áhrif að búið verði einnig að hlíta samningnum samkvæmt efni hans. Það er einkum í slíkum tilvikum sem lokareikningsjöfnunarsamningarnir eiga að hafa sín áhrif. Þeir samningar eru yfirleitt býsna viðtækir. Aðalreglan samkvæmt norskum réttarvenjum er þó sú að aðilar geta ekki fyrirfram samið um skuldajöfnun fram yfir þann skuldajafnaðarrétt sem kveðið er á um í 8. kafla gjaldþrotalaganna. Það veldur því að naumast er unnt að bera fyrir sig samning um lokareikningsjöfnun gagnvart þrotabúi.

4.3.2 *Önnur álitamál tengd gjaldþrotarétti*

Reikningsjöfnun sem fram fer áður en gjaldþrotaúrskurður er kveðinn upp varðar spurninguna um riftun, sbr. ákvæði gjaldþrotalaga. Það getur einkum skipt máli vegna jöfnunar sem fram fer á grundvelli samninga um endurnýjunarreikningsjöfnun og

skuldajöfnun. Samkvæmt gjaldþrotalögnum getur þrotabúið undir vissum kringumstæðum krafist riftunar skuldajafnaðar sem fram hefur farið síðustu þrjá mánuðina fyrir gjaldþrot. Skilyrði þess eru að lánadrottin hafi vitað eða mátt vita að þrotamaðurinn átti ekki fyrir skuldum og fengið kröfuna til skuldajafnaðar eða þegar mótaðilinn vissi að skuldunautur átti ekki fyrir skuldum.

Hin huglæga riftingarregla í 141. gr. gjaldþrotalaga, sem fjallar um ótilhlýðilegar ráðstafanir sem gerðar eru í þeim tilgangi að hygla einum kröfuhafa á kostnað annarra kröfuhafa o.fl., getur einnig haft áhrif á jöfnun afleiðusamninga eins og alla aðra fjármunagerninga.