

25 October 2016

Ministry of Economy

Republic of Serbia
Kneza Miloša 20
11000 Belgrade, Serbia
Email: stecaj@privreda.gov.rs

Attention: Mr. Goran Knežević,
Minister of Economy

Copies to:

National Bank of Serbia

Republic of Serbia
12 Kralja Petra St.
11000 Belgrade Serbia
Email: kabinet@nbs.rs

Attention: Dr. Jorgovanka Tabaković,
Governor

Ministry of Finance

Republic of Serbia
Kneza Miloša 20
11000 Belgrade, Serbia
Email: kabinet@mfin.gov.rs

Attention: Dr. Dušan Vujović,
Minister of Finance

Re: Amendments and Supplements to the Insolvency Act

Dear Madam and Sirs,

1. Introduction

The International Swaps and Derivatives Association (**ISDA**)¹ – committed to promoting development of sound risk management practices on international financial markets closely relying on adequate legal and regulatory treatment of over-the counter (**OTC**) derivatives transactions – is dedicated to offer all possible assistance to Serbian market participants with regard to improving the current legal framework for derivatives in Serbia. This initiative is in line with ISDA's mission to facilitate statutory support for OTC derivatives, the legal enforceability of standard market documentation such as the ISDA Master Agreement and Credit Support Documents, and thereby foster greater harmonization of international and European standards in order to cope with difficult market conditions.

The European Bank for Reconstruction and Development (**EBRD**) was established to help build a new, post-Cold War era in Central and Eastern Europe. It has since played a

¹ ISDA is the global trade association representing leading participants in the privately negotiated derivatives industry, a business that includes interest rate, currency, commodity, credit and equity swaps, options and forwards, as well as related products such as caps, collars, floors and swaptions. ISDA currently has more than 840 member institutions from 64 countries on five continents. More than half of the total membership is based in the European Union and neighbouring countries and a significant portion of the rest comprises participants active in the European financial markets as dealers, service providers or end users of derivatives. Promoting legal certainty for cross border financial transactions through law reform has been one of ISDA's core missions since it was chartered in 1985.

historic role and gained unique expertise in fostering change in the region – and beyond. The EBRD is committed to furthering progress towards ‘market-oriented economies and the promotion of private and entrepreneurial initiative’. This has been its guiding principle since its creation at the beginning of the 1990s and, new challenges and the welcoming of new countries to the EBRD world notwithstanding, will continue to be its mission in years to come. Within EBRD, one of the strategic initiative is a development of Local Currency and Local Capital Markets (LC2 Initiative). The strategic objective of the LC2 Initiative is to achieve more efficient and self-sustaining financial intermediation in the EBRD's countries of operations through broader use of local currency and the development of local capital markets, thereby contributing to economic growth and fostering a more stable financial environment. The LC2 Initiative concentrates efforts to increase the share of EBRD investments in local currencies and to identify and support sequenced reforms in local capital markets across five interrelated themes: building stable and sustainable macroeconomic policy frameworks; improving the legal and regulatory environment to support capital market activity; developing financial market infrastructure including trading, clearing and settlement; developing the institutional investor base; and promoting a more efficient transaction environment and expanded product range.

ISDA and EBRD very much welcome all developments of the existing Insolvency Act (*Zakon o stečajju*) which seek to overcome the problems in the implementation of the existing rules, improve the position of creditors and protect the interests and the position of companies in insolvency. We are keen to support the Draft Amendments and Supplements to the Insolvency Act (*Nacrt zakona o izmenama i dopunama Zakona o stečajju*) (the **Draft IA Amendments**), especially in light of forthcoming implementation of the Financial Collateral Arrangements Directive (2002/47/EC) (the **Financial Collateral Directive**) by way of Draft Financial Collateral Act (*Nacrt zakona o finansijskom obezbeđenju*) published by the National Bank of Serbia (**NBS**) on 21 September 2016² (the **Draft FCA**). We see parallel public discussions on the Draft IA Amendments and the Draft FCA as a great opportunity to have these statutes aligned.

Having worked over the past 25 years with law-makers, regulators and other government officials in jurisdictions around the world to promote legal enforceability of the ISDA Master Agreement and Credit Support Documents, which is the leading standard form documentation for international OTC derivatives transactions worldwide, we hope ISDA's and EBRD's assistance could prove useful to you.

In the context of this, ISDA and EBRD have noticed that the Draft IA Amendments do not provide for amendments of Article 82 (especially its paragraphs 3 and 4) of the Insolvency Act which regulates netting in insolvency (*pravo na prebijanje i netiranje potraživanja u stečajnom postupku*). On the other hand, Article 17 of the Draft FCA expressly introduces a concept of close-out netting (*netiranje po osnovu prevremenog dospeća ili prestanka obaveza*).

2. Close-out Netting and its Benefits

² http://nbs.rs/internet/latinica/20/nacrti/20160921_zakon_finansijsko_obezbedjenje.pdf (visited on 24 October 2016).

Most documents that are widely used in international financial derivative transaction are in the form of a master or framework agreement (such as the ISDA or local Serbian master agreements). Each of these master agreements is based on a premise that there will a number of different trades entered into and, upon termination, the agreements makes it possible to determine the net exposure between the parties under all of these trades.

Close-out netting in relation to over-the-counter (OTC) derivative and commodity transactions is the ability of a party to net the mark-to-market values of all existing transactions under the master agreement upon their early termination following the default of its counterparty or other specified events. It resembles set-off, but unlike set-off, not only claims in the legal sense, but also the estimated value of entered-into transactions is netted. This mechanism substantially reduces the risk of arising from a default of the counterparty because the net settlement amount is substantially lower than the gross value of mutual performances.

The financial collateral agreements under the Financial Collateral Directive are closely related to close-out netting. In a financial collateral agreement, the obligation to pay the net close-out amount is secured by a financial collateral in the form of cash, securities or credit claims. This is an additional means by which market participants minimize their credit risks on derivative transactions, and thus systemic risk.

The main benefits of close-out netting and financial collateral arrangements are risk reduction and cost reduction. The risk reduction is twofold: reduction of credit risk borne by the derivatives market participants and the consequent reduction of systemic risk of financial markets. Central banks typically accept, subject to prudential conditions, the recognition of netting as a credit risk reduction tool for capital adequacy and large exposure purposes. Lower regulatory capital required for derivatives transactions will make it possible to use the freed capital in other areas, which is of great importance in the current economic situation.

Close-out netting and financial collateral arrangements have proved to be extremely helpful when mitigating the impact of the economic crisis. As a matter of fact, upon insolvency of a derivative counterparty, the credit risk is reduced to a net amount due between the parties, or even to zero where collateral has been transferred to cover the obligation.

3. Suggestions

Having all before-mentioned in mind, on 18 October 2016, ISDA and EBRD have provided comments on the Draft FCA to NBS and kindly suggested, in the interest of standardization and indisputable enforceability of close-out netting arrangements, that NBS revises and expands the scope of Article 17 of the Draft FCA along the lines of the UNIDROIT Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions³.

Since it is very important to ensure legal predictability and certainty by providing market participants with wide, consistent and unfettered regulation and recognition of netting

³ Available at: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/netting>.

and financial collateral arrangements in Serbia, we would therefore kindly suggest to the **Ministry of Economy to consider possible amendments of paragraphs 3 and 4 of Article 82 of the Insolvency Act** which will make netting provisions of the Insolvency Act fully aligned with **Article 17 of the final Draft FCA** and the **UNIDROIT Principles on the Operation of Close-Out Netting Provisions**. In relation to financial contracts and netting, the Ministry of Economy could also take into account *Recommendations 101-107* provided in Part 2 Section II Chapter H of the **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law**⁴.

For the avoidance of doubt, we believe that irrespective and in addition to the forthcoming Serbian Financial Collateral Act, netting should remain regulated also in the Insolvency Act because insolvency administrators, practitioners and judges are primarily concerned and familiar with provisions of the Insolvency Act as the most important legislative source for insolvency in Serbia.

We acknowledge that further alignment and possible amendments will be required also in relation to Article 12 of the Act on Insolvency and Liquidation of Banks and Insurance Companies (*Zakon o stečaju i likvidaciji banaka i društava za osiguranje*) in order to achieve the fullest and systematic consistency of the Serbian netting legislation.

In cooperation local market participants and legal experts, should the need arise, ISDA and EBRD would like to offer assistance to the Ministry of Economy, NBS, Ministry of Finance and other competent authorities in discussing these issues further.

We hope that our comments are helpful and would be very glad for the opportunity, as the legislative process progresses, to work closely with the Ministry of Economy to address the issues we have identified and, if necessary, to meet with its representatives in order to discuss our findings. If ISDA and EBRD can be of any help in this process, we hope that you will not hesitate to contact us.

Sincerely,

Dr. Peter M. Werner
Senior Director
International Swaps & Derivatives Association
www.isda.org
Tel: +44 20 3808 9700
E-mail: pwerner@isda.org

Jacek Kubas
Principal
LC2 (Local Currency and Capital Markets
Development)
European Bank for Reconstruction and
Development
Tel: +44 (0) 207 338 60 00
E-mail: kubasj@ebrd.com

⁴ Available at: http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf.

25. октобар 2016. године

Министарство привреде

Република Србија
Кнеза Милоша 20
11000 Београд, Србија
Email: stecaj@privreda.gov.rs

На пажњу: Г-дин Горан Кнежевић,
министар привреде

Примерке послати:

Народна банка Србије

Република Србија
Улица Краља Петра 12.
11000 Београд, Србија
Email: kabinet@nbs.rs

На пажњу: Др. Јоргованка Табаковић,
гувернер

Министарство финансија

Република Србија
Кнеза Милоша 20
11000 Београд, Србија
Email: kabinet@mfin.gov.rs

На пажњу: Др. Душан Вујовић,
министар финансија

Предмет: Измене и допуне Закона о стечају

Поштовани,

1. Увод

Будући да је Међународно удружење за свопове и деривате (**ISDA**)¹ посвећено подстицању развоја здраве пословне праксе управљања ризицима на међународним финансијским тржиштима, уз значајно ослањање на одговарајући правни и регулаторни третман послова са финансијским дериватима на ванберзанском тржишту (**ОТС**), ISDA је спремна да учесницима на тржишту Републике Србије пружи сву потребну помоћ у циљу унапређења садашњег правног оквира који се односи на финансијске деривате у Републици Србији. Ова иницијатива је у складу са мисијом ISDA да олакша регулаторну подршку за трговање ОТС дериватима и правну извршивост стандардизоване документације која се односи на ОТС деривате, као што су Оквирни уговор ISDA и Документација о обезбеђењу, у жељи да допринесе већој усклађености међународних и европских стандарда с циљем савладавања тешких услова на тржишту.

¹ ISDA је глобално трговинско удружење, чији су чланови водећи учесници у индустрији приватно уговорених деривата, која обухвата каматне, валутне, робне, кредитне и акцијски свопове, опције и форварде, као и сродне финансијске производе као што су *caps*, *collars*, *floors* и *swaptions*. Чланство у удружењу броји више од 840 установа из 64 земље на пет континената. Више од половине чланова има седиште у Европској унији и суседним земљама, а значајан број осталих чланова послује на европским финансијским тржиштима у својству дилера, пружалаца услуга или крајњих корисника деривата. Једна од главних мисија ISDA од његовог оснивања 1985. године је унапређење правне сигурности и пружање подршке правним реформама које се тичу међународних финансијских послова.

Европска банка за обнову и развој (**EBRD**) основана је ради подстицања транзиције држава Централне и Источне Европе по завршетку Хладног рата. Она од тада игра историјску улогу и стекла јединствено искуство у подстицању промена, како у региону тако и изван њега. EBRD је посвећена подстицању напретка у 'тржишном начину привређивања и развоју приватног предузетништва'. То је водећи принцип банке од њеног оснивања почетком деведесетих година прошлог века, који ће наставити да буде покретачка снага њене мисије и у будућности, упркос новим изазовима и пријему нових земаља чланица у EBRD. Једна од стратешких иницијатива у оквиру EBRD је и унапређење коришћења Локалних валута и развој Локалних тржишта капитала (Иницијатива LC2). Стратешки циљ Иницијативе LC2 је да омогући ефикасно и самоодрживо финансијско посредовање у државама у којима EBRD послује, путем распрострањеног коришћења домаће валуте и развоја локалних тржишта капитала, чиме ће се допринети економском расту и стварању стабилнијег финансијског окружења. У оквиру Иницијативе LC2 улажу се напори да се повећа учешће улагања EBRD у домаћим валутама и да се идентификују и подрже временски распоређене реформе на локалним тржиштима капитала у пет повезаних тематских целина: развој стабилних и одрживих правних макроекономских оквира; унапређење правног и регулаторног окружења у циљу пружања подршке активностима на тржиштима капитала; развој инфраструктуре финансијских тржишта, укључујући трговање, клиринг и салдирање; развој базе институционалних инвеститора и подстицање ефикаснијег окружења за обављање послова и ширење асортимана производа.

ISDA и EBRD поздрављају свако унапређење постојећег Закона о стечају које тежи превазилажењу проблема у примени постојећих правила, побољшању положаја поверилаца и заштити интереса и положаја субјеката у стечају. Ми смо спремни да подржимо Нацрт закона о изменама и допунама Закона о стечају (**Нацрт измена ЗС**), посебно у светлу предстојеће имплементације Директиве о уговорима о финансијском обезбеђењу (2002/47/ЕЗ) (**Директива о финансијском обезбеђењу**) доношењем дуго очекиваног Нацрта закона о финансијском обезбеђењу, који је Народна банка Србије (**НБС**) објавила 21. септембра 2016. године² (**Нацрт ЗФО**). Сматрамо да су паралелне јавне дискусије о Нацрту измена ЗС и Нацрту ЗФО одлична прилика да се ова два закона усагласе.

У том контексту, ISDA и EBRD су приметиле да Нацрт измена ЗС не предвиђају измене члана 82 (посебно његових ставова 3 и 4) Закона о стечају који регулише право на пребијање и нетирање потраживања у стечајном поступку. С друге стране, члан 17 Нацрта ЗФО изричито уводи концепт нетирања по основу превременог доспећа или престанка обавеза.

2. Нетирање по основу превременог доспећа или престанка обавеза (*close-out netting*) и његове предности

Већина докумената који се нашироко користе у међународним трансакцијама са финансијским дериватима су у форми оквирног уговора (као што су ISDA или локални

² http://nbs.rs/internet/latinica/20/nacrti/20160921_zakon_finansijsko_obebedjenje.pdf (страница прегледана 24. октобра 2016. године).

оквирни уговори). Сваки од ових оквирних уговора заснован је на претпоставци да ће се ступити у више трансакција и да по њиховом окончању уговори омогућавају утврђивање међусобне нето изложености страна по свим тим трансакцијама.

Нетирање по основу превременог доспећа или престанка обавеза у вези са пословима са финансијским дериватима и робом на ванберзанском тржишту (OTC) је могућност стране да нетира *mark-to-market* вредности свих постојећих трансакција према оквирном уговору након њиховог превременог окончања услед неиспуњења друге стране или других предвиђених случајева. Слично је пребијању потраживања, али за разлику од пребијања, не нетирају се само захтеви у правном смислу, већ и процењена вредност закључених трансакција. Овај механизам значајно смањује ризик који настаје услед неиспуњења друге стране јер је нето вредност поравнавања значајно нижа од укупне вредности узајамних учинака.

Уговори о финансијском обезбеђењу су према Директиви о финансијском обезбеђењу у блиској вези са нетирањем по основу превременог доспећа или престанка обавеза. У уговору о финансијском обезбеђењу, обавеза да се плати нетирање по основу превременог доспећа или престанка обавеза је обезбеђена финансијским обезбеђењем у виду новчаних средстава, финансијских инструмената и кредитних потраживања. Ово је додатно средство којим учесници на тржишту минимизирају свој кредитни ризик у трансакцијама с дериватима, а тиме и системски ризик.

Главне користи од нетирања по основу превременог доспећа или престанка обавеза и уговора о финансијском обезбеђењу су смањење ризика и смањење трошкова. Смањење ризика је двоструко: смањење кредитног ризика које сnose учесници на тржишту деривата и касније смањење системског ризика финансијских тржишта. Централне банке обично прихватају, уколико су испуњени услови финансијског надзора, признање нетирања као средства смањења кредитног ризика у сврхе адекватности капитала и смањења велике изложености. Нижи регулаторни капитал потребан за трансакције с дериватима омогућиће употребу ослобођеног капитала у другим областима, што је од велике важности у тренутној економској ситуацији.

Нетирање по основу превременог доспећа или престанка обавеза и уговори о финансијском обезбеђењу показали су се као изузетно корисни у избегавању ефеката економске кризе. Штавише, након стечаја стране у правном послу с дериватима, кредитни ризик се смањује на нето износ међусобног дуга страна, или чак на нулу када се обавеза покрије средством обезбеђења.

3. Препоруке

Имајући све горе наведено у виду, 18. октобра 2016. године ISDA и EBRD су доставили коментаре на Нацрт ЗФО НБС-у и љубазно предложили, у интересу стандардизације и неоспорне извршивости нетирања по основу превременог доспећа или престанка обавеза, да НБС ревидира и прошири члан 17 Нацрта ЗФО у складу са UNIDROIT принципима о функционисању одредаба које се тичу нетирања³.

³ Доступно на: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/netting>

С обзиром да је веома важно осигурати правну предвидивост и сигурност тако што ће се учесницима на тржишту омогућити широка, конзистентна и јасна правила као и признање нетирања и уговора о финансијском обезбеђењу у Србији, љубазно **предлажемо Министарству привреде да размотри потенцијалне измене ставова 3 и 4 члана 82 Закона о стечају**, чиме би се потпуно усагласиле одредбе о нетирању Закона о стечају са **чланом 17 Нацрта ЗФО** (који ће НБС изменити) и **UNIDROIT принципима о функционисању одредаба које се тичу нетирања**. У вези са финансијским уговорима и нетирањем, Министарство привреде би такође могло узети у обзир *Препоруке 101-107* из Дела, 2 Одељак II, Поглавље X **UNCITRAL-овог законодавног водича о стечајном праву**⁴.

Ради избегавања сумње, ми верујемо да независно од и као додатак наступајућем српском Закону о финансијском обезбеђењу, нетирање треба да буде регулисано такође и у Закону о стечају јер су стечајни управници, стручњаци и судије на првом месту упућени на и упознати са одредбама Закона о стечају као најважнијим законским извором правила о стечају у Србији.

Свесни смо да то може захтевати и даље усклађивање и могуће измене у вези са чланом 12. Закона о стечају и ликвидацији банака и друштава за осигурање да би се постигла пуна и систематична конзистентност српског законодавства по питању нетирања.

ISDA и EBRD, у сарадњи са домаћим учесницима на тржишту и правним стручњацима, желе да понуде своју помоћ Министарству привреде, НБС и Министарству финансија у случају потребе тако што ће са њима детаљно размотрити ова питања.

Надамо се да ће вам наши коментари бити од користи и волели бисмо да нам, у току процеса припреме закона, пружите прилику за ближу сарадњу са Министарством привреде у циљу решавања наведених спорних питања, као и за сусрет са представницима Министарства у циљу разматрања наших налаза. Молимо вас да нам се обратите уколико мислите да ISDA и EBRD могу да вам буду од помоћи у том процесу.

С поштовањем,

Др Peter M. Werner

Директор

Међународно удружење за свопове и деривате

www.isda.org

Тел: +44 20 3808 9700

Имејл: pwerner@isda.org

Jacek Kubas

Начелник одељења

LC2 (Развој локалних валута и тржишта капитала)

Европска банка за обнову и развој

Тел: +44 (0) 207 338 60 00

Имејл: kubasj@ebrd.com

⁴ Доступно на: http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf.