



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
One Bishops Square
London E1 6AD
United Kingdom
Telephone: 44 (20) 3088 3550
Facsimile: 44 (20) 3088 3555
email: isdaeurope@isda.org
website: www.isda.org

English version on page 10

29 octombrie 2010

Dlui. Ion Drăgulin

Și în copie către:

Banca Națională a României
Direcția Stabilitate Financiară
Strada Lipscani, nr. 25, sector 3,
030031 București, România

Email: ion.dragulin@bnro.ro
Telefon: 004 021 313 04 10

Ministerul Finanțelor Publice
Strada Apolodor, nr. 17, sector 5,
050741 București, România
și
Ministerul Justiției
Strada Apolodor, nr. 17, sector 5,
050741 București, România

Susținerea reformei legislative în România privind compensarea bilaterală (netting) și garanțiile financiare

Stimate Domnule Director,

International Swaps and Derivatives Association (denumită în cele ce urmează **ISDA**)¹ – angajată în promovarea dezvoltării bunelor practici de gestionare a riscului pe piețele financiare internaționale bazându-se mai ales pe reglementarea adecvată a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate over-the-counter (**OTC**) – își manifestă deplina disponibilitate de a oferi participanților de pe piața română tot sprijinul necesar în vederea îmbunătățirii actualului cadru legal din România privind tranzacțiile cu instrumente financiare derivate. O astfel de inițiativă este în conformitate cu misiunea ISDA de a facilita susținerea legislativă a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate OTC, validitatea și aplicabilitatea documentației standard utilizate pe piață, cum ar fi Contractul Cadru ISDA (*ISDA Master Agreement*) și Documentele de

¹ ISDA este o asociație internațională care îi reprezintă pe principalii participanți activi în sectorul instrumentelor financiare derivate negociate pe piețele la buna înțelegere, o activitate care include swap-uri, opțiuni și contracte forward pe rata dobânzii, cursul de schimb, mărfuri, credit și acțiuni, precum și produse similare cum ar fi operațiuni cap, collar, floor și swaption. Tranzacțiile încheiate în mod obișnuit pe baza documentației ISDA sunt descrise în Anexa A la aceasta scrisoare. ISDA are în prezent mai mult de 830 de instituții membre din 58 de țări de pe cinci continente. Mai mult de jumătate din numărul total de membri se situează în Uniunea Europeană și țările vecine și o parte semnificativă a celorlalți membri este reprezentată de participanți activi pe piața financiară europeană în calitate de intermediari, furnizori de servicii sau utilizatori finali de derivate. Una dintre principalele misiuni ale ISDA, încă de la înființarea sa, în 1985, este promovarea unui mediu legislativ sigur pentru derularea tranzacțiilor transfrontaliere prin intermediul reformei legislative.

garanție aferente (*Credit Support Documents*) și, prin aceasta, de a promova armonizarea sporită a standardelor internaționale și europene pentru a face față condițiilor dificile ale pieței.

În contextul implementării legislației privind netting-ul în România, ISDA este dornică să susțină discuțiile cu privire la viitoarea implementare a Directivei 2009/44/EC a Parlamentului European și a Consiliului din data de 6 mai 2009 (Directiva privind modificarea Directivei privind contractele de garanție financiară 2002/47/EC și a Directivei privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare 98/26/EC) (denumită în cele ce urmează **Directiva de Modificare**). Vedem această situație drept o oportunitate deosebită de a rezolva unele probleme legislative care stau în calea unei recunoașteri complete și nelimitate a compensării cu exigibilitate imediată și a posibilității încheierii de contracte de garanție financiară cu orice contrapărți române. Înțelegem că astfel de modificări legislative sunt susținute în mod activ de majoritatea utilizatorilor locali de operațiuni cu instrumente financiare derivate.

Susținerea operațiunilor de netting are loc practic la nivel universal atât în cadrul sectorului financiar, cât și printre legiuitori; până la începutul anului 2010, treizeci și șapte de țări au adoptat acte normative care prevăd în mod expres validitatea și aplicabilitatea clauzelor de compensare cu exigibilitate imediată. Consensul pe termen lung dintre participanții la această piață și legiuitori sugerează că operațiunea de compensare cu exigibilitate imediată este unul dintre cel mai de succes exemple de armonizare internațională la nivel legal și reglementar. Recent, în martie 2010, Comitetul Basel pentru Supraveghere Bancară și-a reafirmat susținerea pentru compensarea cu exigibilitate imediată.

Având o experiență de 20 ani în colaborarea cu legiuitori, autorități de reglementare și alți oficiali guvernamentali aparținând jurisdicțiilor din întreaga lume pentru promovarea validității și aplicabilității mecanismului de compensare cu exigibilitate imediată din Contractul Cadru ISDA, care este principalul document standardizat la nivel mondial pentru tranzacțiile cu instrumente financiare derivate OTC², sperăm ca asistența acordată de ISDA să se dovedească a vă fi utilă.

Vă rugăm să ne permiteți ca în continuare să abordăm pe scurt principalele aspecte juridice pe care le-am identificat în România și să oferim câteva sugestii pentru reforma legislativă, pe care le-ați putea considera adecvate și posibil a fi implementate în scopul creării unui mediu legislativ sigur și stabil în beneficiul participanților locali și internaționali la piața instrumentelor financiare derivate și al economiei României în ansamblul său.

Ce este compensarea cu exigibilitate imediată?

Majoritatea documentelor utilizate la scară largă pe piețele financiare internaționale de instrumente financiare derivate sunt redactate sub forma unor contracte cadru sau acorduri master (ca de exemplu Contractul Cadru ISDA). Fiecare dintre aceste contracte cadru sunt create sub forma unui acord master de netting conform căruia părțile pot să încheie o serie de tranzacții

² ISDA a publicat cinci variante standardizate ale Contractului Cadru ISDA (i) Contractul ISDA privind swap-ul pe rata dobânzii din 1987; (ii) Contractul ISDA privind rata dobânzii și cursul de schimb din 1987; (iii) Contractul Cadru ISDA din 1992 (Valută locală – O singură jurisdicție); (iv) Contractul Cadru ISDA din 1992 (Valute multiple - Transfrontalier); și (v) Contractul Cadru ISDA din 2002.

și, la momentul exigibilității anticipate, pot să calculeze expunerea netă dintre părți în urma acestor tranzacții. Compensarea cu exigibilitate imediată în cazul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate OTC reprezintă posibilitatea unei părți la un contract cadru privind tranzacții cu instrumente financiare derivate OTC (ca de exemplu Contractul Cadru ISDA) de a compensa prin metoda cotării la piață valorile tuturor tranzacțiilor realizate conform contractului cadru în cazul în care acestea încetează înainte de termen ca urmare a culpei co-contractantului sau a altor evenimente specifice. Acest mecanism permite ambelor părți să gestioneze riscul asociat respectivelor tranzacții pe o bază netă. Astfel, compensarea cu exigibilitate imediată este un instrument indispensabil și eficient pentru gestionarea și limitarea riscului.

Strâns legate de problema compensării cu exigibilitate imediată sunt contractele de garanție financiară conform Directiva privind contractele de garanție financiară (2002/47/EC) (denumită în cele ce urmează **Directiva Colateral**). În baza unui contract de garanție financiară, obligația de a plăti o sumă netă în urma compensării cu exigibilitate imediată este garantată prin acordarea de garanții financiare (numerar, valori imobiliare sau creanțe private (în limba engleză: *credit claims*)). Aceasta este o modalitate suplimentară prin care participanții la piață limitează riscul lor de credit asociat tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate și, astfel, limitează riscul sistemic.

Beneficiile compensării cu exigibilitate imediată și ale contractelor de garanție financiară

Compensarea cu exigibilitate imediată este mijlocul principal de limitare a riscului de credit asociat tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate OTC.

Beneficiile compensării cu exigibilitate imediată și ale contractelor de garanție financiară sunt reducerea riscului și reducerea costurilor. Reducerea riscului are o dublă conotație: reducerea riscului de credit și, pe cale de consecință, reducerea riscului sistemic. Prin reducerea riscului de credit la nivelul fiecărei articulații a rețelei relațiilor dintre participanții la piață, compensarea cu exigibilitate imediată are și un important efect benefic asupra riscului sistemic. Recunoscând importanța compensării cu exigibilitate imediată, băncile centrale ale grupului G10 și băncile centrale ale altor jurisdicții, printre care și România, pot permite, cu respectarea cerințelor prudențiale, recunoașterea compensării pentru scopurile cerințelor de adecvare a capitalului și expunerilor mari (ceea ce ar determina reduceri ale costurilor).

Compensarea cu exigibilitate imediată și contractele de garanție financiară s-au dovedit a fi extrem de utile în limitarea impactului actualei crize economice mondiale asupra tuturor participanților la piață (riscul de credit în cazul insolvenței unui co-contractant în cadrul unei tranzacții cu instrumente financiare derivate fiind redus la o sumă netă datorată între părți sau chiar la zero atunci când, pentru acoperirea expunerii nete, au fost transferate garanții financiare).

Beneficiile specifice ale creării unui cadru legal eficient în România în ceea ce privește compensarea cu exigibilitate imediată și contractele de garanție financiară ar include: (i) un efect de reducere a costurilor aferente operațiunilor cu instrumente financiare derivate, în beneficiul clienților români care folosesc operațiunile cu instrumente financiare derivate în scopul protejării fata de riscul de activitate (în scop de hedging); (ii) avantajul competitiv al unor cerințe diminuate privind adecvarea capitalului instituțiilor financiare românești; (iii) predictibilitatea

regimului juridic aplicabil și, în general, un mediu legislativ mai sigur (care este un factor valoros în atragerea investițiilor străine); (iv) încurajarea unei utilizări pe scară mai largă a instrumentelor financiare derivate permițând mediului de afaceri din România să se protejeze împotriva riscurilor prin operațiuni de hedging în cea mai eficientă și sigură manieră, în interesul întregii economii, precum și faptul că (v) aplicabilitatea clauzei de compensare cu exigibilitate imediată poate fi de natură să încurajeze folosirea pe scară mai largă a contractelor cadru/acordurilor master în România, ceea ce ar permite, pe lângă compensarea cu exigibilitate imediată, crearea unei baze contractuale mai stabile și mai previzibile pentru stabilirea unor relații contractuale de lungă durată și construirea unui mediu legal sigur care să favorizeze inovația la nivelul produselor (cum ar fi tranzacționarea certificatelor de emisii/carbon folosind anexa ISDA specifică emisiilor).

Impactul combinat al factorilor benefici menționați mai sus aduce argumente puternice în favoarea creării în România a unui cadru legislativ extins propice compensării cu exigibilitate imediată și contractelor de garanție financiară.

Necesitatea certitudinilor in domeniul legislativ

Ecourile venite din partea participanților la piață indică faptul că interesul în ceea ce privește tranzacțiile cu instrumente financiare derivate implicând o gamă mai largă a claselor de active, inclusiv contracte de garanție financiară, cât și o mai mare diversitate a tipurilor co-contractanților este în continuă creștere. Salutăm faptul că România a realizat eforturi majore în implementarea tuturor directivelor UE relevante în domeniul piețelor de capital, în mod special Directiva Colateral, Directiva privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare (98/26/EC), precum și Directiva privind reorganizarea și lichidarea instituțiilor de credit (2001/24/EC). Toate aceste instrumente legislative ale UE fac referire într-o manieră sau alta la compensarea cu exigibilitate imediată. Comisia Europeană, în raportul său privind evaluarea implementării Directivei Colateral, a recunoscut importanța crucială a conceptelor juridice de compensare și compensare cu exigibilitate imediată și a declarat că acquis-ul comunitar trebuie în continuare armonizat în ceea ce privește definirea compensării și a compensării cu exigibilitate imediată (COM (2006) 833 final).

În ceea ce privește actuala recunoaștere legislativă a compensării cu exigibilitate imediată în România, ISDA a observat și apreciază faptul că, în afara anumitor aspecte specifice, compensarea cu exigibilitate imediată este recunoscută și poate fi pusă în aplicare indiferent de inițierea și derularea măsurilor de reorganizare sau faliment împotriva oricăror co-contractanți români.

Cu toate acestea, participanții la piață și experții în domeniul juridic consideră că legislația românească nu oferă o poziție clară în ceea ce privește posibilitatea punerii în aplicare a compensării cu exigibilitate imediată în cazul măsurilor de administrare specială luate față de instituții de credit românești.

Mai mult, ISDA a observat semnale majore de alarmă privind: (i) lipsa corelării între anumite articole ale Legii privind Procedura Insolvenței, (ii) impactul asupra compensării cu exigibilitate imediată al noilor reglementări privind concordatul preventiv în contextul acordurilor pre-

insolvență, (iii) necesitatea de a favoriza un climat de siguranță legislativă cu privire la produsele noi și (iv) domeniul de aplicare limitat al co-contractanților eligibili pentru compensarea cu exigibilitate imediată conform Ordonanței Guvernului privind contractele de garanție financiară (Ordonanța Guvernului nr. 9/2004), adoptată în urma implementării Directivei Colateral.

Recunoscând beneficiile sistemice și de credit considerabile ale compensării cu exigibilitate imediată și ale contractelor de garanție financiară, multe jurisdicții, unde în trecut existaseră unele îndoieli cu privire la punerea în aplicare a compensării și a contractelor de garanție, au adoptat acte normative care să permită această aplicare sau, cel mai adesea, să o consolideze acolo unde exista deja. Exemplele din Europa includ vasta majoritate a statelor membre ale UE (inclusiv Belgia, Cehia, Danemarca, Finlanda, Franța, Germania, Grecia, Ungaria, Irlanda, Italia, Luxemburg, Malta, Norvegia, Polonia, Portugalia, Slovacia, Spania, Suedia, Slovenia), Elveția și Turcia. Exemplele din afara Europei includ Australia, Brazilia, Canada, Israel, Japonia, Mexic, Noua Zeelandă, Africa de Sud, Coreea de Sud și Statele Unite ale Americii. Un raport asupra stadiului actual al aplicării la nivel internațional a compensării cu exigibilitate imediată poate fi obținut la http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html.

Analiza juridică conform legislației românești actuale

Am analizat situația juridică actuală cu experți în domeniul juridic și cu participanți de pe piața din România.

A. Legislația privind compensarea

Înțelegem că România a adoptat prevederi legale care recunosc validitatea și aplicabilitatea compensării bilaterale în contextul insolvenței și că sediul materiei privind compensarea cu exigibilitate imediată este reprezentat de Articolul 51 al Legii nr. 85/2006 privind procedura insolvenței (denumită în cele ce urmează **Legea privind Procedura Insolvenței**)³ și de Articolul 61 al Ordonanței Guvernului nr. 10/2004 privind procedura reorganizării judiciare și a falimentului instituțiilor de credit (denumită în cele ce urmează **Ordonanța privind Falimentul Instituțiilor de Credit**)⁴.

Aceste prevederi definesc drepturile și obligațiile părților în legătură cu compensarea bilaterală (*netting*) și oferă protecție participanților la tranzacții cu instrumente financiare derivate în contextul procedurii de insolvență, prin faptul că recunoaște metoda de denunțare a tranzacțiilor în curs și calcularea unei singure expuneri nete în conformitate cu clauzele de compensare cu exigibilitate imediată.

³ Legea privind Procedura Insolvenței (care se aplică entităților comerciale precum societăți comerciale, societăți cooperative și comercianți persoane fizice, societăților agricole și grupurilor economice) recunoaște validitatea și aplicabilitatea compensării bilaterale față de cocontractantul insolvent în ceea ce privește *contractele financiare calificate* – definit drept contract având ca obiect operațiuni cu instrumente financiare derivate realizate pe piețele reglementate, piețele asimilate sau piețele la buna înțelegere, astfel cum sunt acestea reglementate.

⁴ Ordonanța privind Falimentul Instituțiilor de Credit (care se aplică atât instituțiilor de credit, cât și entităților autorizate de către Comisia Națională a Valorilor Imobiliare) recunoaște validitatea și aplicabilitatea compensării bilaterale față de instituțiile de credit insolvente în ceea ce privește contractele privind tranzacții cu instrumente financiare derivate încheiate pe piețele reglementate (sau asimilate) și pe piețele la buna înțelegere.

Cu toate acestea, Articolul 86 al Legii privind Procedura Insolvenței, care interzice în mod expres prevederile contractuale privind denunțarea contractului exclusiv pe motivul începerii procedurii de insolvență, ar putea să inducă nesiguranță printre participanții la piață, având în vedere că nu pare să excludă din domeniul său de aplicare astfel de clauze de denunțare incluse în contractele de compensare cu exigibilitate imediată, clauze care sunt o practică obișnuită pe piață. Este demn de menționat în acest context faptul că prevederile care stipulează dreptul părții solvabile de denunțare a contractului în cazul deschiderii procedurii de insolvență împotriva co-contractantului său sunt considerate cruciale de către participanții la piața instrumentelor financiare derivate, având în vedere că scopul lor este de a pune la adăpost creditorul solvabil față de potențiala depreciere a pretențiilor sale împotriva co-contractantului insolubil și față de alte riscuri alte peței.

Alte motive de îngrijorare au fost exprimate de experți în domeniul juridic în legătură cu recent introdusele prevederi privind concordatul preventiv⁵, care permit, în anumite condiții, suspendarea procedurilor de executare împotriva debitorului și chiar amânarea cu până la 18 luni a scadenței contractelor în curs de derulare⁶.

Deși oferă debitorului care se confruntă cu dificultăți financiare un binevenit respiro, o astfel de protecție s-ar putea totuși dovedi dezavantajoasă pentru co-contractanții care se bazează pe compensarea cu succes a expunerii lor împotriva respectivului debitor.

Acest tratament nediscriminatoriu al pretențiilor în faza premergătoare insolvenței pare cu atât mai bizar dacă luăm în considerare derogarea legală de care beneficiază compensarea contractelor financiare calificate în cadrul legal mult mai strict al procedurii insolvenței. Așadar, o exceptare specifică în ceea ce privește contractele de compensare și netting de la suspendarea temporară a dreptului de denunțare ar trebui analizată.

Același raționament ar trebui aplicat și în cazul prevederilor privind măsurile de administrare specială luate față de instituțiile de credit, având în vedere faptul că operațiunea de compensare cu exigibilitate imediată are un statut privilegiat în arhitectura Basel II și a Directivei europene privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit 2006/48/EC.

Prevederile legale românești adoptate recent⁷ stipulează că activitatea unei instituții de credit supusă administrării speciale poate face obiectul anumitor limitări și/sau restricții privind furnizarea anumitor servicii financiare (spre exemplu, re-negocierea creanțelor, rescadențarea și anularea unor acte frauduloase încheiate de către respectiva instituție de credit).

Cu toate acestea, astfel de măsuri trebuie să asigure creditorilor unei instituții de credit supuse administrării speciale un tratament cel puțin la fel de favorabilă că în ipoteza în care măsurile de administrare specială nu ar fi fost implementate și respectiva instituție de credit ar fi fost direct dizolvată și lichidată, având în vedere valoarea estimativă care ar putea fi obținută de creditori în

⁵ Legea nr. 381/2009 privind concordatul preventiv și mandatul ad-hoc.

⁶ Facem trimitere în acest sens la articolul 28 și următoarele ale Legii nr. 381/2009, conform cărora concordatul preventiv poate fi omologat de judecătorul-sindic, devenind astfel opozabil tuturor creditorilor nesemnatați și suspendând toate procedurile de executare silită inițiate împotriva debitorului. Mai mult, în anumite condiții, judecătorul-sindic poate să acorde debitorului o perioadă de grație de până la 18 luni, care are un impact negativ asupra compensării cu succes a pretențiilor.

⁷ Ordonanță de Urgență nr. 26/2010 care modifică legislația bancară românească (respectiv, Ordonanța de Urgență nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului).

ipoteza unui faliment. Astfel, o derogare specifică în ceea ce privește contractele de compensare și netting în contextul administrării speciale a unei instituții de credit ar trebui analizată.

Un alt motiv de îngrijorare destul de semnificativ se referă la sensul noțiunii de „instrumente financiare derivate”, astfel cum aceasta este utilizată în Legea privind Procedura Insolvenței și în Ordonanța privind Falimentul Instituțiilor de Credit. Pentru aplicarea prevederilor respectivelor acte normative, experții în domeniul dreptului au apelat la diverse definiții prevăzute de acte normative din domeniul financiar, cum ar fi Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, Regulamentul Comisiei Naționale a Valorilor Imobiliare (CNVM) nr. 31/2006 de completare a reglementărilor CNVM în vederea implementării unor prevederi ale directivelor europene sau Regulamentul CNVM nr. 25/2006 privind tratamentul riscului de credit al contrapartidei în cazul instrumentelor financiare derivate, al tranzacțiilor de răscumpărare, al operațiunilor de dare/luare de titluri/mărfuri cu împrumut, al tranzacțiilor cu termen lung de decontare și al tranzacțiilor de creditare în marjă.

Aceste practici conduc la necesitatea includerii unor referințe exprese către respectivele definiții în Legea privind Procedura Insolvenței/ Ordonanța privind Falimentul Instituțiilor de Credit, confirmând în acest mod abordarea experților în domeniul juridic. Mai mult, promovarea unui climat legislativ cert în ceea ce privește instrumentele financiare derivate inovative necesită implementarea unor mecanisme eficiente de recunoaștere formală a unor asemenea noi produse de către autoritățile românești competente.

B. Legislația privind garanțiile financiare

ISDA salută implementarea în dreptul românesc a Directivei Colateral prin Ordonanța privind Garanțiile Financiare.

Domeniul de aplicare *ratione materiae* al Ordonanței privind Garanțiile Financiare se referă la *contractele de garanție financiară*, definite drept contracte cu sau fara transfer de proprietate având drept obiect garantarea *obligațiilor financiare* (mai exact, obligații care constau în plata unei sume de bani și/sau transmiterea proprietății asupra unor instrumente financiare), fie că acestea au sau nu la bază un contract cadru/acord master sau clauze și condiții generale.

În ceea ce privește domeniul de aplicare *ratione personae*, întrucât că România aplică așa-numita “opțiune de excludere a societăților comerciale” (în limba engleză: *corporate opt-out*) permisă de Articolul 1 (3) al Directivei Colateral, contractele încheiate cu societăți comerciale românești, altele decât instituțiile financiare, nu pot beneficia de contracte de garanție financiară. Explicația Guvernului României, exprimată în mare în Nota de Fundamentare publicată în momentul adoptării Ordonanței privind Garanțiile Financiare, arată că, *inter alia*, excepția a fost aplicată pentru că o astfel de abordare creează “un echilibru între eficiența pieței și interesele și siguranța participanților”⁸.

Această opinie este totuși contrară experienței globale cu privire la contractele de garanție financiară, care arată că posibilitatea încheierii de contracte de garanție financiară cu contrapărți

⁸ Nota de Fundamentare respectivă poate fi găsită la http://www.gov.ro/nota-de-fundamentare-o-g-nr-9-22-01-2004_11a82947.html

societăți comerciale, altele decât instituțiile financiare, limitează în mod semnificativ riscul de credit și riscul sistemic în sistemul financiar.

Necesitatea de a alinia domeniul de aplicare *ratione personae* al Ordonanței privind Garanțiile Financiare cu cel implementat în alte state membre este logică. Astfel, și România ar trebui să urmărească extinderea domeniului personal de aplicare al Ordonanței privind Garanțiile Financiare în sensul de a include în acesta și orice societate comercială, alta decât o instituție financiară, în cazul în care contrapartea acesteia este un profesionist de pe piața financiară.

Ce recomandăm în continuare?

Din cauza: (i) incertitudinilor legislative legate de tratamentul drepturilor de denunțare și compensare în contextul insolvenței, (ii) inconsecvenței în tratamentul drepturilor de denunțare și compensare în etapa premergătoare insolvenței, (iii) potențialei incertitudini în stabilirea sensului exact al noțiunii de „instrumente financiare derivate” și (iv) excluderii societăților comerciale, altele decât instituțiile financiare, din domeniul de aplicare al Ordonanței privind Garanțiile Financiare, după cum am menționat mai sus în secțiunile A și B, piața românească a instrumentelor financiare derivate se confruntă, în opinia noastră, cu un dezavantaj competitiv, deoarece instituțiile financiare și investitorii instituționali din România și din străinătate care intră în tranzacții financiare cu co-contractanți din România nu se pot baza pe compensarea expunerilor aferente tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate încheiate cu co-contractanți români ori pe prevederile stipulate în contractele lor. În consecință, contrapărțile entităților române ar putea să manifeste reticență în a încheia tranzacții financiare sau ar face aceasta doar în condiții mai puțin favorabile, din moment ce potențiala ne-executare sau amânare a compensării cu exigibilitate imediată vor trebui să fie reflectate în cerințele de tratament al riscului care le sunt aplicabile. Tocmai de aceea, clienții români interesați de instrumentele financiare derivate adecvate pentru acoperirea riscului real al activității lor sunt dezavantajați întrucât se confruntă cu costuri mai mari de achiziționare a instrumentelor financiare derivate și/sau au acces mai restrâns la acestea ca urmare a celor de mai sus.

Având în vedere experiența ISDA și a membrilor săi, în mod special în momente de turbulență pe piețele financiare, asigurarea unei protecții cât mai extinse în domeniul compensării și garanțiilor pentru participanții la piață este extrem de importantă. O astfel de protecție nu ar trebui să discrimineze între tipurile de proceduri ale creditorilor, tipuri de co-contractanți sau tipuri de tranzacții.

Prin menținerea unui contact constant cu membrii săi care sunt activi pe piața locală, ISDA este la curent cu seria de probleme subliniate mai sus și ar dori să își arate în mod expres susținerea pentru efortul autorităților române de a crea un mediu nediscriminatoriu pentru co-contractanții români (instituții financiare și alte societăți comerciale, în egală măsură) care intenționează să încheie tranzacții cu instrumente financiare derivate. Mai mult, fiind o asociație internațională reprezentând o comunitate mare de membri (bănci, comercianți de mărfuri/energie, corporații) și gama lor largă de interese, este posibil ca propunerile descrise în această scrisoare să acopere mai multe aspecte decât propunerile anterioare avansate de grupurile locale de interes din România. Totuși, având în vedere că majoritatea jucătorilor activi pe piața instrumentelor financiare derivate din România care sunt și membri ISDA a fost consultată în etapa pregătitoare a acestei

scrisori, credem că sugestiile noastre sunt complementare și nu contradictorii celor venite din partea entităților locale.

În cooperare cu participanții de pe piața locală și experți în domeniul juridic, ISDA ar dori să ofere sprijin autorităților române în vederea discutării pe larg a acestor probleme. ISDA speră să poată fi de folos, bazându-se pe o considerabilă experiență în asistarea a numeroși factori implicați în procesul legislativ în cazuri similare (inclusiv în Slovacia, Cehia, Polonia, Slovenia, Ungaria, Croația, Rusia, Kazahstan). Beneficiile economice pentru România în urma acestei reforme ar fi semnificative.

Înțelegem că autoritățile române examinează în mod activ implementarea Directivei de Modificare. Aceasta trebuie să fie implementată până la sfârșitul anului 2010 și oferă o oportunitate excelentă de a re-examina implementarea inițială a Directivei Colateral și orice neajunsuri legate de reglementarea compensării. ISDA ar dori să sugereze autorităților române să ia în considerație observațiile precizate mai sus în momentul redactării primei variante a actului normativ care va implementa Directiva de Modificare.

În mod particular, în contextul introducerii creanțelor private drept categorie eligibilă de garanție financiară, care vor lărgi astfel sfera garanțiilor disponibile, după cum prevede Directiva de Modificare, ISDA ar considera cu adevărat binevenit efortul autorităților române de a extinde calificarea ca și contractanți eligibili asupra societăților comerciale, altele decât instituțiile financiare, în cazul în care contractul de garanție este încheiat cu un profesionist al pieței financiare.

Sperăm că aceste comentarii vă vor fi de folos în cursul analizei dumneavoastră. Vom fi foarte onorați dacă, pe parcursul desfășurării procesului legislativ, ni se va oferi oportunitatea de a lucra îndeaproape cu autoritățile române pentru a discuta problemele pe care noi le-am identificat și, dacă se dovedește necesar, de a ne întâlni cu reprezentanții unor astfel de autorități pentru a analiza împreună constatările noastre. Dacă ISDA poate oferi orice asistență în cursul acestui proces, sperăm că nu veți ezita să mă contactați la Biroul European al ISDA, One Bishops Square, London E1 6AD, +44 20 3088 3550, pwerner@isda.org.

Înțelegem că Banca Națională a României a fost mandată să redacteze prima variantă a actului normativ de implementare a Directivei de Modificare și că aceasta va fi înaintată Ministerului Finanțelor Publice și Ministerului Justiției. În consecință, am considerat oportun să trimitem această scrisoare tuturor acestor autorități.

Cu deosebită considerație,

Dr Peter M Werner
Senior Director
ISDA
pwerner@isda.org



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
One Bishops Square
London E1 6AD
United Kingdom
Telephone: 44 (20) 3088 3550
Facsimile: 44 (20) 3088 3555
email: isdaeurope@isda.org
website: www.isda.org

29 October 2010

Mr. Ion Drăgulin

National Bank of Romania
Financial Stability Department
25 Lipscani Street, sector 3,
030031 Bucharest, Romania

Email: ion.dragulin@bnro.ro
Telephone no.: 004 021 313 04 10

Copy to:

Romanian Ministry of Public Finance
17 Apolodor Street, sector 5,
050741 Bucharest, Romania

Romanian Ministry of Justice
17 Apolodor Street, sector 5,
050741 Bucharest, Romania

Support for reform of netting and collateral legislation in Romania

Dear Mr. Drăgulin,

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 Romanian market participants with regard to improving the current legal framework for derivatives in Romania. Such 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.

In the context of the implementation of netting legislation in Romania, ISDA is keen to support discussions in view of the forthcoming implementation of the amending Directive 2009/44/EC of the European Parliament and Council of 6 May 2009 Amending the Settlement Finality and

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. The transactions most commonly entered into under ISDA documentation are described in Appendix A to this letter. ISDA currently has more than 830 member institutions from 58 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.

Financial Collateral Directives (2009/44/EC) (the **Amending Directive**). We see it as a great opportunity to resolve some legal issues standing in the way of full and unfettered recognition of close-out netting and financial collateral arrangements with all Romanian counterparties for regulatory purposes. We understand that such legal developments are actively supported by the majority of local derivative users.

Support for netting is well-nigh universal in the financial industry as well as among policy makers; by early 2010, thirty-seven countries had enacted legislation that provides explicitly for the enforceability of close-out netting. The longstanding consensus among industry and policy makers suggests that close-out netting is one of the most successful examples of international legal and regulatory harmonization. Most recently, in March 2010 the Basel Committee on Banking Supervision reaffirmed its support for close-out netting.

Having worked over the past 20 years with law-makers, regulators and other government officials in jurisdictions around the world to promote legal enforceability of the close-out netting mechanism in the ISDA Master Agreement, which is the leading standard form documentation for international OTC derivatives transactions worldwide², we hope ISDA's assistance could prove useful to you.

Please let us briefly outline the main legal issues we identified in Romania and provide a few suggestions for legal reform that you may find appropriate to implement in the interest of achieving a safe and certain legal environment benefiting to local and international derivative markets participants and the Romanian economy as a whole.

What is close-out netting?

Most documents that are widely used in international financial derivative markets are drafted as a type of master or framework agreement (such as the ISDA Master Agreement). Each of these master agreements is designed as a master netting agreement under which the parties can enter into a number of different trades and, on close-out, calculate the net exposure between the parties under all of these trades. Close-out netting in relation to OTC derivative transactions is the ability of a party under a master agreement for such OTC derivative transactions (such as an ISDA Master Agreement) 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. This mechanism allows both counterparties to manage the risks associated with the relevant transactions on a net basis. Therefore, close-out netting is an indispensable and efficient instrument for risk management and mitigation.

Closely related to the issue of close-out netting are financial collateral arrangements under the Financial Collateral Arrangements Directive (2002/47/EC) (the **Financial Collateral Directive**). Under a financial collateral arrangement, the obligation to pay a net close-out amount is further secured by provision of financial collateral (cash, securities or credit claims). This is an

² ISDA has published five forms of the ISDA Master Agreement: (i) the 1987 ISDA Interest Rate Swap Agreement; (ii) the 1987 ISDA Interest Rate and Currency Exchange Agreement; (iii) the 1992 ISDA Master Agreement (Local Currency – Single Jurisdiction); (iv) the 1992 ISDA Master Agreement (Multicurrency – Cross Border); and (v) the 2002 ISDA Master Agreement.

additional means by which market participants minimize their credit risks on derivative transactions, and thus systemic risk.

The benefits of close-out netting and financial collateral arrangements

Close-out netting is the primary means of mitigating credit risks associated with OTC derivatives.

The benefits of close-out netting and financial collateral arrangements are risk reduction and cost reduction. The risk reduction is twofold: reduction of credit risk and the consequent reduction of systemic risk. By reducing credit risk at each node in the network of relationships between market participants, close-out netting also has an important beneficial effect on systemic risk. Recognizing the value of close-out netting, the G10 central banks and central banks of other jurisdictions including Romania may permit, subject to prudential conditions, the recognition of netting for capital adequacy and large exposure purposes (leading to cost reduction).

Close-out netting and financial collateral arrangements have proved to be extremely helpful when mitigating the impact of the current global economic crisis on all market participants (the credit risk upon insolvency of a derivative counterparty being reduced to a net amount due between the parties, or even to zero where collateral has been transferred to cover the net exposure).

The particular benefits of an efficient legal framework for close-out netting and financial collateral arrangements in Romania would include: (i) a cost cutting effect on derivatives pricing, benefiting Romanian clients using derivatives to hedge their business risks; (ii) competitive advantage of lower capital adequacy requirements for Romanian financial institutions; (iii) predictability of legal treatment and a safer legal environment in general (which is a valuable asset for attracting foreign investments); (iv) the incentive for a wider use of derivatives instruments allowing Romanian business to hedge their risks in the most efficient and secure way, in the interest of the economy as a whole; and also (iv) close-out netting effectiveness is likely to encourage a wider use of master agreements in Romania which would, close-out netting aside, allow the establishment of a more stable and foreseeable contractual basis for long term business relationships and set up a safe legal environment fostering product innovation (such as carbon/emission trading documented under ISDA specific emissions annex).

The combination of the above beneficial factors makes a strong case for widespread enforceability of close-out netting and collateral arrangements in Romania.

The need for legal certainty

Feedback from market participants indicates that interest in derivatives transactions involving a wider range of asset classes, including financial collateral arrangements, as well as a with a greater diversity in counterparty types continues to increase. We welcome the fact that Romania has undertaken major efforts in implementing all relevant EU directives in the capital markets area, especially the Financial Collateral Directive, the Settlement Finality Directive (98/26/EC) as well as the Winding-up Directive for Credit Institutions (2001/24/EC). All these EU legal

instruments make reference to close-out netting in one way or another. The European Commission, in its report on the evaluation of the implementation of the Financial Collateral Directive, acknowledged the crucial significance of the legal concepts of close-out netting and set-off and stated that the “acquis communautaire” as to the definition of close-out netting and set-off needs to be further harmonized going forward (COM (2006) 833 final).

As far as the current legal recognition of close-out netting in Romania is concerned, ISDA has observed and appreciates that, apart from certain specific points, enforceability of close-out netting is secured notwithstanding the commencement and continuation of reorganisation measures or winding-up proceedings against any Romanian counterparties.

However, market participants and legal experts believe that Romanian law does not set out a clear position with respect to enforceability of close-out netting in the event of special administrative measures taken against Romanian credit institutions.

In addition, ISDA has observed major concerns relating to: (i) the lack of correlation between certain articles in the Romanian Insolvency Act, (ii) impact on close-out netting of the newly introduced enactment dealing with preventive composition in the context of pre-insolvency arrangements, (iii) the need to enhance legal certainty with respect to newly developed products and (iv) the limited scope of counterparties eligible for close-out netting under the Romanian Collateral Ordinance, following implementation of the Financial Collateral Directive.

Recognizing the substantial credit and systemic benefits of close-out netting and financial collateral arrangements, many jurisdictions, where previously there was some doubt about the enforceability of netting and collateral arrangements, have introduced legislation to enable it or, more often, to strengthen it where it was already available. Examples in Europe include vast majority of EU member states (including Belgium, Czech Republic, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Ireland, Italy, Luxembourg, Malta, Norway, Poland, Portugal, Slovakia, Spain, Sweden, Slovenia), Switzerland and Turkey. Examples elsewhere include Australia, Brazil, Canada, Israel, Japan, Mexico, New Zealand, South Africa, South Korea and the United States. A current status report on the enforceability of close-out netting worldwide can be obtained from http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html.

The Current Legal Analysis under Romanian Law

We have discussed the current legal analysis with legal experts and market participants in Romania.

C. Netting legislation

We understand that Romania has adopted legislation recognising the enforceability of bilateral netting in the context of insolvency and that the core Romanian close-out netting legislation is included in Article 51 of Act no. 85/2006 (the **Romanian Insolvency Act**)³ and Article 61 of Government Ordinance no. 10/2004 (the **Romanian Banking Insolvency Act**)⁴.

³ The Romanian Insolvency Act (which applies to commercial entities such as companies, cooperative organizations and individuals acting as traders, to agricultural companies, and to economic groups) recognises the enforceability of bilateral netting against the

These provisions define the rights and obligations of the parties in connection with netting (in Romanian *compensare bilaterală*) and provide for a safe harbour in the context of insolvency for participants in transactions on derivative financial instruments inasmuch as it acknowledges the method of termination of the transactions and the calculation of a single net claim under the close-out netting agreement.

However, Article 86 of the Romanian Insolvency Act, which expressly prohibits termination clauses of any agreement solely on the basis of commencement of the insolvency proceedings, is likely to induce uncertainty for market participants, since it does not seem to carve out from its ambit similar termination clauses included in close-out netting agreements, and which are market practice. It is noteworthy that provisions stipulating the right of termination by the non-insolvent party upon opening of insolvency with respect to its counterparty are deemed crucial by the derivative market participants, as their purpose is to shelter the non-insolvent creditor from potential depreciation of its claims against the insolvent counterparty and from other market risks.

Further concern has been expressed by legal experts in connection with the newly introduced provisions regarding preventive composition⁵, which allow, under certain conditions, for the suspension of all enforcement proceedings against the debtor and even for the postponement with up to 18 months of the maturity of pending agreements⁶.

While providing the debtor facing financial difficulties with a much needed “breath of air”, this kind of protection might however prove particularly detrimental for counterparties relying on successfully netting their exposures against the respective debtor.

This indiscriminate treatment of claims in the pre-insolvency stage seems all the more bizarre if we consider that netting arrangements benefit from statutory derogations under the much stricter framework of the insolvency regime. Therefore a specific exemption in respect of set-off and netting agreements from the temporary suspension of termination rights should be sought.

The same rationale should be applied in the case of the provisions on special administrative measures taken against credit institutions, bearing in mind that close-out netting is privileged under the Basel II framework and the European Banking Directive 2006/48/EC.

insolvent counterparty in respect of *qualified financial contracts* - defined as any contract covering operations with derivative financial instruments performed on regulated markets, assimilated markets or over-the-counter, as such are regulated by law.

⁴ The Romanian Banking Insolvency Act (which applies to credit institutions as well as to entities authorized by the National Securities Commission) recognises the enforceability of bilateral netting against the insolvent credit institution in respect of *contracts on financial derivatives transactions* entered into on regulated markets (or alike) and the OTC market.

⁵ Act no. 381/2009 on ad-hoc mandate and preventive composition proceedings

⁶ Please see in this respect Article 28 et seq. of Act no. 381/2009, stating that the preventive composition arrangement can be ratified (Romanian “*omologat*”) by the syndic judge, thus rendering it enforceable against non-signatory creditors as well and suspending all enforcement proceedings against the debtor. Moreover, in certain conditions, the syndic judge may also grant the debtor a grace period of up to 18 months, which negatively impacts the successful netting of claims.

Newly enacted Romanian legislation⁷ provides that business of a credit institution subject to special administration may be subject to certain limitations and/or restrictions on the provision of certain financial services (e.g. re-negotiation of receivables, rescheduling and cancellation of fraudulent acts entered into by the credit institution).

Such measures must, nevertheless, seek to ensure that the creditors of the credit institution subject to special administration are not treated less favourably than in the scenario where the special administration measures were not implemented and the respective credit institution were directly wound-up, taking into account the estimated value that could be obtained by the creditors in a bankruptcy scenario. Thus, a specific exemption in respect of set-off and netting agreements in the context of a credit institution's special administration should be sought.

Another issue of fairly significant concern refers to the meaning of the concept of „*derivative financial instruments*“, as such is referred to in the Romanian Insolvency Act and in the Romanian Banking Insolvency Act. In applying the provisions of the respective enactments legal experts have made use of various definitions set forth in contiguous pieces of legislation, such as Act no. 297/2004 on capital market, National Securities Commission (NSC)'s Regulation no. 31/2006 on the completion of certain NSC regulations in view of the implementation of certain European directives or NSC Regulation no. 25/2006 on financial derivative capital adequacy.

Such practice leads to the need of including express references to the respective definitions in the Romanian Insolvency Act / Romanian Banking Insolvency Act, thus ensuring the validation of the legal experts' approach. Furthermore, fostering legal certainty with respect to innovative derivative financial instruments requires the implementation of effective mechanisms for the official endorsement of such new products by the competent Romanian authorities.

D. Collateral legislation

ISDA appreciates that the Financial Collateral Directive has been implemented into Romanian law in 2004, by way of Government Ordinance no. 9/2004 (the **Financial Collateral Ordinance**).

The scope *ratione materiae* of the Financial Collateral Ordinance relates to *financial collateral arrangements* defined as title transfer or security agreements securing *financial obligations* (i.e. obligations giving right to cash settlement and/or to transfer of title of financial instruments), whether or not these are covered by a master agreement or general terms and conditions.

As regards the scope *ratione personae*, because Romania applies the so called “corporate opt-out” permitted under Article 1 (3) of the Financial Collateral Directive, the benefits of the financial collateral arrangement are not available in respect of the agreements entered into with Romanian corporates. The explanation of the Romanian Government, as expressed in the Documentation Note published upon issuance of the Financial Collateral Ordinance states that,

⁷

Act no. 26/2010 amending the Romanian Banking Act (i.e. Act no.99/2006 on credit institutions and capital adequacy)

inter alia, the exemption has been applied because this approach strikes a "balance between market efficiency and the participants' interests and safety".⁸

That belief is however contrary to the worldwide experience with financial collateral arrangements, which shows that working collateral arrangements with corporate counterparties significantly mitigate credit and systemic risks in the financial system.

The need to align the scope *ratione personae* of the Financial Collateral Ordinance to the one implemented in other Member States is logical. Thus, Romania too should be aiming to extend the personal scope of the Financial Collateral Ordinance to also include ordinary corporations if the respective counterparty is a professional player on the financial market.

What to do next?

As a result of (i) legal uncertainties in the treatment of termination and close-out rights in the context of insolvency, (ii) inconsistency of treatment for termination and close-out rights in the pre-insolvency stage, (iii) potential uncertainties as to the exact meaning of the concept of „derivative financial instruments“ and (iv) exclusion of ordinary corporates from the ambit of the Financial Collateral Ordinance, as outlined above under sections A and B, the Romanian derivative markets are in our view at a competitive disadvantage, because financial institutions and institutional investors inside and outside Romania that deal with Romanian counterparties in financial transactions cannot confidently net their derivatives exposures against their Romanian counterparties, or rely on the terms set forth in their contracts. As a consequence, counterparties of Romanian entities would not be prepared to enter into financial transactions or would do so only on less favourable terms since their risk management would need to take into account the potential non-enforceability or postponement of close-out netting. By the same token, Romanian clients seeking derivatives to hedge their real business risks are disadvantaged since they face higher fees on purchase of derivative instruments and/or have less access to them as a consequence.

Based on the experience of ISDA and its members, it is extremely important, especially in the times of turbulence on the financial markets, to provide the market participants with netting and collateral protection which is as wide as possible. Such protection should not discriminate between the types of creditors' proceedings, types of counterparties or types of transactions.

By maintaining regular contact with members which are active on the local market, ISDA is aware of the set of problems outlined above and would like to convey its express support for the Romanian authorities' efforts to create a level playing field for Romanian counterparties (financial institutions and corporates alike) contemplating to enter into transactions with derivative financial instruments. Moreover, being an international association representing a large community of members (banks, energy/commodity trading firms, corporates) and their wide ranging interests, the proposals described in this letter may deal with more issues than those previously voiced by local Romanian interest groups. However, since most of the derivative players active in Romania who are also ISDA members have been consulted in the preparatory

⁸

The relevant Documentation Note can be found under http://www.gov.ro/nota-de-fundamentare-o-g-nr-9-22-01-2004_11a82947.html

stage of this letter, we believe our suggestions are complementary and do not conflict with the local ones.

In cooperation with local market participants and legal experts, ISDA would like to offer its assistance to the Romanian authorities in discussing these issues further. ISDA hopes to be helpful, building on considerable experience in assisting numerous legislators in similar cases (including Slovakia, the Czech Republic, Poland, Slovenia, Hungary, Croatia, Russia, Kazakhstan). The economic benefits to Romania of such reform would be significant.

We understand that Romanian authorities are actively looking into the implementation of the Amending Directive. The Amending Directive needs to be implemented by the end of 2010 and provides an excellent opportunity to look into the initial implementation of the Financial Collateral Directive and any shortcomings in related netting legislation. ISDA would like to suggest that Romanian authorities consider the aforementioned observations when preparing the first draft bill to implement the Amending Directive.

Specifically, in the context of introducing credit claims as eligible type of collateral, thus increasing the pool of available collateral, as provided under the Amending Directive, ISDA would indeed welcome the effort of Romanian authorities to also extend the types of eligible counterparties to ordinary corporations if the collateral arrangement is entered into with a professional player on the financial market.

We hope that our comments are helpful to you during your considerations. We will be very glad for the opportunity, as the legislative process progresses, to work closely with Romanian authorities to address those issues we have identified and, if need be, to meet with the representatives of such authorities in order to discuss our findings. If ISDA can be of any help in this process, we hope that you will not hesitate to contact me at the ISDA European Office, One Bishops Square, London E1 6AD, +44 20 3088 3550, pwerner@isda.org.

We understand that the National Bank of Romania is in charge with preparing the draft implementation act of the Amending Directive and that such will be submitted to the Romanian Ministry of Public Finance and the Romanian Ministry of Justice. Hence, we thought it appropriate to send this letter to all these Romanian authorities.

Sincerely,

Dr Peter M Werner
Senior Director
ISDA
pwerner@isda.org

APPENDIX A

CERTAIN TRANSACTIONS UNDER THE ISDA MASTER AGREEMENTS

Basis Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a floating rate and the other party pays periodic amounts of the same currency based on another floating rate, with both rates reset periodically; all calculations are based on a notional amount of the given currency.

Bond Forward. A transaction in which one party agrees to pay an agreed price for a specified amount of a bond of an issuer or a basket of bonds of several issuers at a future date and the other party agrees to pay a price for the same amount of the same bond to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on the amount of the bond and can be physically-settled (where delivery occurs in exchange for payment) or cash-settled (where settlement occurs based on the difference between the agreed forward price and the prevailing market price at the time of settlement).

Bond Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified amount of a bond of an issuer, such as Kingdom of Sweden or Unilever N.V., at a specified strike price. The bond option can be settled by physical delivery of the bonds in exchange for the strike price or may be cash settled based on the difference between the market price of the bonds on the exercise date and the strike price.

Bullion Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified number of Ounces of Bullion at a specified strike price. The option may be settled by physical delivery of Bullion in exchange for the strike price or may be cash settled based on the difference between the market price of Bullion on the exercise date and the strike price.

Bullion Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a fixed price or a fixed rate and the other party pays periodic amounts of the same currency or a different currency calculated by reference to a Bullion reference price (for example, Gold-COMEX on the COMEX Division of the New York Mercantile Exchange) or another method specified by the parties. Bullion swaps include cap, collar or floor transactions in respect of Bullion.

Bullion Trade. A transaction in which one party agrees to buy from or sell to the other party a specified number of Ounces of Bullion at a specified price for settlement either on a “spot” or two-day basis or on a specified future date. A Bullion Trade may be settled by physical delivery of Bullion in exchange for a specified price or may be cash settled based on the difference between the market price of Bullion on the settlement date and the specified price.

For purposes of Bullion Trades, Bullion Options and Bullion Swaps, “Bullion” means gold, silver, platinum or palladium and “Ounce” means, in the case of gold, a fine troy ounce, and in the case of silver, platinum and palladium, a troy ounce (or in the case of reference prices not expressed in Ounces, the relevant Units of gold, silver, platinum or palladium).

Buy/Sell-Back Transaction. A transaction in which one party purchases a security (in consideration for a cash payment) and agrees to sell back that security (or in some cases an equivalent security) to the other party (in consideration for the original cash payment plus a premium).

Cap Transaction. A transaction in which one party pays a single or periodic fixed amount and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the excess, if any, of a specified floating rate (in the case of an interest rate cap), rate or index (in the case of an economic statistic cap) or commodity price (in the case of a commodity cap) in each case that is reset periodically over a specified per annum rate (in the case of an interest rate cap), rate or index (in the case of an economic statistic cap) or commodity price (in the case of a commodity cap).

Collar Transaction. A collar is a combination of a cap and a floor where one party is the floating rate, floating index or floating commodity price payer on the cap and the other party is the floating rate, floating index or floating commodity price payer on the floor.

Commodity Forward. A transaction in which one party agrees to purchase a specified quantity of a commodity at a future date at an agreed price and the other party agrees to pay a price for the same quantity to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on the quantity of the commodity and is settled based, among other things, on the difference between the agreed forward price and the prevailing market price at the time of settlement.

Commodity Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified quantity of a commodity at a specified strike price. The option can be settled either by physically delivering the quantity of the commodity in exchange for the strike price or by cash settling the option, in which case the seller of the option would pay to the buyer the difference between the market price of that quantity of the commodity on the exercise date and the strike price.

Commodity Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a fixed price and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the price of a commodity, such as natural gas or gold, or a futures contract on a commodity (e.g., West Texas Intermediate Light Sweet Crude Oil on the New York Mercantile Exchange); all calculations are based on a notional quantity of the commodity.

Contingent Credit Default Swap. A Credit Default Swap Transaction under which the calculation amounts applicable to one or both parties may vary over time by reference to the mark-to-market value of a hypothetical swap transaction.

Credit Default Swap Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to enter into a Credit Default Swap.

Credit Default Swap. A transaction in which one party pays either a single fixed amount or periodic fixed amounts or floating amounts determined by reference to a specified notional amount, and the other party (the credit protection seller) pays either a fixed amount or an amount determined by reference to the value of one or more loans, debt securities or other financial instruments (each a “Reference Obligation”) issued, guaranteed or otherwise entered into by a third party (the “Reference Entity”) upon the occurrence of one or more specified credit events with respect to the Reference Entity (for example, bankruptcy or payment default). The amount payable by the credit protection seller is typically determined based upon the market value of one or more debt securities or other debt instruments issued, guaranteed or otherwise entered into by the Reference Entity. A Credit Default Swap may also be physically settled by payment of a specified fixed amount by one party against delivery of specified obligations (“Deliverable Obligations”) by the other party. A Credit Default Swap may also refer to a “basket” (typically ten or less) or a “portfolio” (eleven or more) of Reference Entities or may be an index transaction consisting of a series of component Credit Default Swaps.

Credit Derivative Transaction on Asset-Backed Securities. A Credit Default Swap for which the Reference Obligation is a cash or synthetic asset-backed security. Such a transaction may, but need not necessarily, include “pay as you go” settlements, meaning that the credit protection seller makes payments relating to interest shortfalls, principal shortfalls and write-downs arising on the Reference Obligation and the credit protection buyer makes additional fixed payments of reimbursements of such shortfalls or write-downs.

Credit Spread Transaction. A transaction involving either a forward or an option where the value of the transaction is calculated based on the credit spread implicit in the price of the underlying instrument.

Cross Currency Rate Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts in one currency based on a specified fixed rate (or a floating rate that is reset periodically) and the other party pays periodic amounts in another currency based on a floating rate that is reset periodically. All calculations are determined on predetermined notional amounts of the two currencies; often such swaps will involve initial and or final exchanges of amounts corresponding to the notional amounts.

Currency Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified amount of a given currency at a specified strike price.

Currency Swap. A transaction in which one party pays fixed periodic amounts of one currency and the other party pays fixed periodic amounts of another currency. Payments are calculated on a notional amount. Such swaps may involve initial and or final payments that correspond to the notional amount.

Economic Statistic Transaction. A transaction in which one party pays an amount or periodic amounts of a given currency by reference to interest rates or other factors and the other party pays or may pay an amount or periodic amounts of a currency based on a specified rate or index pertaining to statistical data on economic conditions, which may include economic growth, retail sales, inflation, consumer prices, consumer sentiment, unemployment and housing.

Emissions Allowance Transaction. A transaction in which one party agrees to buy from or sell to the other party a specified quantity of emissions allowances or reductions at a specified price for settlement either on a "spot" basis or on a specified future date. An Emissions Allowance Transaction may also constitute a swap of emissions allowances or reductions or an option whereby one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to receive a payment equal to the amount by which the specified quantity of emissions allowances or reductions exceeds or is less than a specified strike. An Emissions Allowance Transaction may be physically settled by delivery of emissions allowances or reductions in exchange for a specified price, differing vintage years or differing emissions products or may be cash settled based on the difference between the market price of emissions allowances or reductions on the settlement date and the specified price.

Equity Forward. A transaction in which one party agrees to pay an agreed price for a specified quantity of shares of an issuer, a basket of shares of several issuers or an equity index at a future date and the other party agrees to pay a price for the same quantity and shares to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on the number of shares and can be physically-settled (where delivery occurs in exchange for payment) or cash-settled (where settlement occurs based on the difference between the agreed forward price and the prevailing market price at the time of settlement).

Equity Index Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to receive a payment equal to the amount by which an equity index either exceeds (in the case of a call) or is less than (in the case of a put) a specified strike price.

Equity Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified number of shares of an issuer or a basket of shares of several issuers at a specified strike price. The share option may be settled by physical delivery of the shares in exchange for the strike price or may be cash settled based on the difference between the market price of the shares on the exercise date and the strike price.

Equity Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a fixed price or a fixed or floating rate and the other party pays periodic amounts of the same currency or a different currency based on the performance of a share of an issuer, a basket of shares of several issuers or an equity index, such as the Standard and Poor's 500 Index.

Floor Transaction. A transaction in which one party pays a single or periodic amount and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the excess, if any, of a

specified per annum rate (in the case of an interest rate floor), rate or index level (in the case of an economic statistic floor) or commodity price (in the case of a commodity floor) over a specified floating rate (in the case of an interest rate floor), rate or index level (in the case of an economic statistic floor) or commodity price (in the case of a commodity floor).

Foreign Exchange Transaction. A transaction providing for the purchase of one currency with another currency providing for settlement either on a “spot” or two-day basis or a specified future date.

Forward Rate Transaction. A transaction in which one party agrees to pay a fixed rate for a defined period and the other party agrees to pay a rate to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on a notional amount and is settled based, among other things, on the difference between the agreed forward rate and the prevailing market rate at the time of settlement.

Freight Transaction. A transaction in which one party pays an amount or periodic amounts of a given currency based on a fixed price and the other party pays an amount or periodic amounts of the same currency based on the price of chartering a ship to transport wet or dry freight from one port to another; all calculations are based either on a notional quantity of freight or, in the case of time charter transactions, on a notional number of days.

Fund Option Transaction: A transaction in which one party grants to the other party (for an agreed payment or other consideration) the right, but not the obligation, to receive a payment based on the redemption value of a specified amount of an interest issued to or held by an investor in a fund, pooled investment vehicle or any other interest identified as such in the relevant Confirmation (a “Fund Interest”), whether i) a single class of Fund Interest of a Single Reference Fund or ii) a basket of Fund Interests in relation to a specified strike price. The Fund Option Transactions will generally be cash settled (where settlement occurs based on the excess of such redemption value over such specified strike price (in the case of a call) or the excess of such specified strike price over such redemption value (in the case of a put) as measured on the valuation date or dates relating to the exercise date).

Fund Forward Transaction: A transaction in which one party agrees to pay an agreed price for the redemption value of a specified amount of i) a single class of Fund Interest of a Single Reference Fund or ii) a basket of Fund Interests at a future date and the other party agrees to pay a price for the redemption value of the same amount of the same Fund Interests to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on the amount of the redemption value relating to such Fund Interest and generally cash-settled (where settlement occurs based on the difference between the agreed forward price and the redemption value measured as of the applicable valuation date or dates).

Fund Swap Transaction: A transaction a transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a fixed price or a fixed rate and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the redemption value of i) a single class of Fund Interest of a Single Reference Fund or ii) a basket of Fund Interests.

Interest Rate Option. A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to receive a payment equal to the amount by which an interest rate either exceeds (in the case of a call option) or is less than (in the case of a put option) a specified strike rate.

Interest Rate Swap. A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a specified fixed rate and the other party pays periodic amounts of the same currency based on a specified floating rate that is reset periodically, such as the London inter-bank offered rate; all calculations are based on a notional amount of the given currency.

Longevity/Mortality Transaction. (a) A transaction employing a derivative instrument, such as a forward, a swap or an option, that is valued according to expected variation in a reference index of observed demographic trends, as exhibited by a specified population, relating to aging, morbidity, and mortality/longevity, or (b) A transaction that references the payment profile underlying a specific portfolio of longevity- or mortality- contingent obligations, e.g. a pool of pension liabilities or life insurance policies (either the actual claims payments or a synthetic basket referencing the profile of claims payments).

Physical Commodity Transaction. A transaction which provides for the purchase of an amount of a commodity, such as oil including oil products, coal, electricity or gas, at a fixed or floating price for actual delivery on one or more dates.

Property Index Derivative Transaction. A transaction, often structured in the form of a forward, option or total return swap, between two parties in which the underlying value of the transactions based on a rate or index based on residential or commercial property prices for a specified local, regional or national area.

Repurchase Transaction. A transaction in which one party agrees to sell securities to the other party and such party has the right to repurchase those securities (or in some cases equivalent securities) from such other party at a future date.

Securities Lending Transaction. A transaction in which one party transfers securities to a party acting as the borrower in exchange for a payment or a series of payments from the borrower and the borrower's obligation to replace the securities at a defined date with identical securities.

Swap Deliverable Contingent Credit Default Swap. A Contingent Credit Default Swap under which one of the Deliverable Obligations is a claim against the Reference Entity under an ISDA Master Agreement with respect to which an Early Termination Date (as defined therein) has occurred.

Swap Option. A transaction in which one party grants to the other party the right (in consideration for a premium payment), but not the obligation, to enter into a swap with certain specified terms. In some cases the swap option may be settled with a cash payment equal to the market value of the underlying swap at the time of the exercise.

Total Return Swap. A transaction in which one party pays either a single amount or periodic amounts based on the total return on one or more loans, debt securities or other financial instruments (each a “Reference Obligation”) issued, guaranteed or otherwise entered into by a third party (the “Reference Entity”), calculated by reference to interest, dividend and fee payments and any appreciation in the market value of each Reference Obligation, and the other party pays either a single amount or periodic amounts determined by reference to a specified notional amount and any depreciation in the market value of each Reference Obligation.

A total return swap may (but need not) provide for acceleration of its termination date upon the occurrence of one or more specified events with respect to a Reference Entity or a Reference Obligation with a termination payment made by one party to the other calculated by reference to the value of the Reference Obligation.

Weather Index Transaction. A transaction, structured in the form of a swap, cap, collar, floor, option or some combination thereof, between two parties in which the underlying value of the transaction is based on a rate or index pertaining to weather conditions, which may include measurements of heating, cooling, precipitation and wind.