

English version on page 9

18. júna 2012

Tomáš Borec
Minister spravodlivosti
Slovenskej republiky
Župné námestie 13
813 11 Bratislava, Slovenská republika
tomas.borec@justice.sk

Peter Kažimír
Minister financií Slovenskej republiky
Štefanovičova 5
P.O. BOX 82
817 82 Bratislava, Slovenská republika
minister@mfsr.sk

Jozef Makúch
Guvernér
Národná Banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava, Slovenská republika
info@nbs.sk

Reforma legislatívy o záverečnom vyrovnaní a o finančných zárukách

Vážený páni ministri, vážený pán guvernér,

Dovoľujeme si Vás osloviť v mene asociácie International Swaps and Derivatives Association (**ISDA**)¹ a našich slovenských a zahraničných členov vo vzťahu k návrhu na reformu záverečného vyrovnania a práva finančných záruk v Slovenskej republike.

ISDA je združenie zamerané na presadzovanie zodpovednej praxe riadenia rizík na medzinárodných finančných trhoch pre mimoburzové transakcie s derivátmi (**OTC**). Naším cieľom je prispieť k väčšej harmonizácii medzinárodných a európskych štandardov za účelom vyrovnania sa s náročnými podmienkami na finančných trhoch. Členovia združenia ISDA významní účastníci trhu s derivátmi a komoditami a patria medzi nich materské spoločnosti väčšiny slovenských bánk a ďalších spoločností.

¹ ISDA je globálnou obchodnou asociáciou zastupujúcou vedúcich účastníkov súkromného trhu s derivátmi, na ktorom prebieha obchodovanie so swapmi, opciami a forwardmi týkajúcimi sa úrokových sadzby, mien, komodít, úverov a akcií, takisto ako aj so súvisiacimi nástrojmi akými sú caps, collars, floors and swaptions. Najčastejšie transakcie, ktoré sa uskutočňujú na základe dokumentácie ISDA sú uvedené v prílohe A tohto listu (len vo verzii v anglickom jazyku). ISDA má v súčasnosti viac ako 830 členských inštitúcií z 59 krajín na šesť kontinentoch. Viac ako polovica členov pochádza z členských štátov EÚ a s nimi susediacich krajín a značnú časť tvoria účastníci aktívni na európskych finančných trhoch ako obchodníci s cennými papiermi, poskytovatelia služieb alebo koncoví užívatelia derivátov. Zabezpečovanie právnej istoty cezhraničných finančných operácií prostredníctvom reforiem právneho systému bolo a naďalej zostáva kľúčovým poslaním ISDA od momentu jej založenia v roku 1985.

Predchádzajúca komunikácia s orgánmi Slovenskej republiky

Tento list nadväzuje na komunikáciu adresovanú predstaviteľom Ministerstva spravodlivosti, Ministerstva financií a Národnej banky Slovenska v minulosti.

Prvýkrát sme kontaktovali predstaviteľov Slovenskej republiky v súvislosti s pripravovanou implementáciou Smernice 2009/44/ES v decembri 2009. Nasledovala ďalšia komunikácia, v rámci ktorej sme Ministerstvu financií a Ministerstvu spravodlivosti predložili aj konkrétne návrhy zmien, ku ktorým ministerstvá zaujali čiastočné stanoviská a ktoré chápeme ako povzbudenie ďalšej diskusie. Zatiaľ posledný list sme adresovali Ministerstvu spravodlivosti v máji 2011 v súvislosti s poslednou väčšou novelizáciou zákona č. 7/2005 Z. z. o konkurze a reštrukturalizácii (ďalej **Zákon o konkurze**).

Od roku 2009 však došlo len k veľmi malým zmenám v úprave záverečného vyrovnania a finančnej zábezpeky, a tieto otázky napokon neboli vyriešené ani v súvislosti s implementáciou Smernice 2009/44/ES, ktorá sa priamo dotýkala finančnej zábezpeky, a ani v súvislosti s rozsiahlejšou novelou Zákona o konkurze v roku 2011.

Po ustanovení novej vlády Slovenskej republiky si preto dovoľujeme obrátiť sa opätovne na príslušné orgány Slovenskej republiky a v stručnosti zopakovať problematické body, ktoré sme identifikovali v rámci slovenskej legislatívy. Dúfame, že vyriešenie týchto otázok by mohlo prispieť k vytvoreniu stabilnejšieho právneho prostredia v Slovenskej republike, ktoré by bolo na prospech domácim aj zahraničným účastníkom trhu a aj slovenskej ekonomike ako takej.

Čo znamená pojem záverečné vyrovanie?

Väčšina dokumentov využívaných v medzinárodných transakciách s derivátmi má formu rámcovej zmluvy (napr. Rámcová zmluva ISDA alebo miestne slovenské rámcové zmluvy). Každá z týchto rámcových zmlúv predpokladá uzavretie viacerých transakcií rôzneho druhu, a v prípade ukončenia transakcií zmluva umožňuje okamžite vysporiadať čistú hodnotu všetkých transakcií.

Pod pojmom záverečné vyrovanie (v angličtine *close-out netting*) sa v súvislosti s OTC derivátmi a obchodov s komoditami rozumie možnosť zmluvnej strany vyčísliť čistú trhovú (v angličtine *mark-to-market*) hodnotu všetkých existujúcich transakcií podľa rámcovej zmluvy po ich predčasnom ukončení v dôsledku nesplnenia povinností protistrany alebo v dôsledku iných udalostí špecifikovaných v zmluve. Ide o mechanizmus podobný započítaniu, s tým rozdielom, že predmetom vyrovnania nie sú len pohľadávky v právnom zmysle, ale aj odhadovaná hodnota uzavretých transakcií. Tento mechanizmus výrazne obmedzuje riziko zlyhania protistrany, keďže čistá čiastka vyrovnania je rádovo nižšia než hrubá hodnota vzájomných plnení.

Zmluvy o finančných zábezpekách podľa Smernice 2002/47/ES (ďalej **Smernica**) úzko súvisia s otázkou záverečného vyrovnania. Na základe zmluvy o finančnej zábezpeke, povinnosť zaplata čistej čiastky záverečného vyrovnania je zabezpečená poskytnutím finančnej zábezpeky vo forme hotovosti, cenných papierov alebo úverových pohľadávok.

Prostredníctvom týchto opatrení účastníci trhu minimalizujú úverové riziko vyplývajúce z derivátových transakcií, a tým aj systémové riziko.

Výhody vyplývajúce zo zmlúv o záverečnom vyrovnaní a zo zmlúv o finančných zábezpekách

Hlavnou výhodou zmlúv o záverečnom vyrovnaní a zmlúv o finančných zábezpekách je zníženie rizika a zníženie nákladov derivátových transakcií. Zníženie rizika v sebe zahŕňa zníženie úverového rizika účastníkov trhu s derivátmi, čo sa následne odráža v znížení systémového rizika na finančných trhoch. Mnohé centrálné banky (vrátane Národnej banky Slovenska) povoľujú, po splnení ďalších podmienok obozretného dohľadu, uznanie záverečného vyrovnania ako nástroja znižovania úverového rizika pre účely posudzovania kapitálovej primeranosti. Nižšia požiadavka na regulačný kapitál pri derivátových transakciách umožní jeho použitie v iných oblastiach, čo je veľmi dôležité v súčasnej ekonomickej situácii.

Zmluvy o záverečnom vyrovnaní a zmluvy o finančných zábezpekách zohrali mimoriadne dôležitú úlohu pri zmierňovaní dopadov ekonomickej krízy. Úverové riziko je totiž v prípade úpadku jednej strany redukované na čistú hodnotu záväzku medzi stranami alebo je úplne eliminované v prípade, že záväzok je pokrytý hodnotou poskytnutej finančnej zábezpeky.

Konkrétnym prínosom vytvorenia plne účinného právneho rámca záverečného vyrovnania a finančných zábezpek v Slovenskej republike by bolo najmä:

- (i) zníženie nákladov na derivátové transakcie v prospech slovenských klientov využívajúcich deriváty ako zabezpečenie proti obchodnému riziku (*hedging*);
- (ii) zníženie nákladov a požiadaviek na kapitálovú primeranosť pre slovenské finančné inštitúcie;
- (iii) vyššia právna istota a kvalitnejšie právne prostredie vo všeobecnosti (čo môže významne ovplyvniť rozhodnutie investorov investovať alebo financovať projekty na Slovensku);
- (iv) širšie využitie derivátových nástrojov, ktoré by slovenským spoločnostiam umožnili zabezpečiť svoje riziká efektívnejšie a bezpečnejšie na prospech celej slovenskej ekonomiky; a napokon
- (v) častejšie využívanie rámcových zmlúv v Slovenskej republike, ktoré by viedlo k vytvoreniu stabilnejšieho podnikateľského prostredia pre dlhodobé obchodné vzťahy a podporovalo by inovácie v oblasti finančných transakcií a obchodov s komoditami.

Potreba právnej istoty

Slovenská republika ako člen Európskej únie a eurozóny je predmetom záujmu účastníkov trhu s derivátmi. Narastá objem obchodov so slovenskými partnermi, ako aj ich rôznorodosť a komplexnosť.

ISDA pozitívne vníma skutočnosť, že Slovenská republika vyvinula značné úsilie pri implementovaní všetkých smerníc EU týkajúcich sa finančných trhov, obzvlášť samotnej Smernice 2002/47/ES, Smernice 98/26/ES o konečnom zúčtovaní v platobných systémoch a zúčtovacích systémoch cenných papierov a Smernice 2001/24/ES o reorganizácii a likvidácii úverových inštitúcií. Všetky tieto predpisy EU sa dotýkajú záverečného vyrovnania.

Je jednoznačne pozitívne, že súčasná slovenská právna úprava záverečného vyrovnania uznáva právne účinky zmlúv o záverečnom vyrovnaní v konkurze a v nútenej správe slovenských bánk a finančných inštitúcií. Je tiež vítané, že zákonom č. 130/2011 Z.z. sa odstránili pochybnosti týkajúce sa nepriaznivých účinkov nútenej správy niektorých finančných inštitúcií.

Napriek tomu však pretrvávajú obavy najmä v dvoch oblastiach:

- (i) otázne právne účinky zmlúv o záverečnom vyrovnaní a zmlúv o finančných zábezpekách v konkurze a reštrukturalizácii slovenských obchodných spoločností; a
- (ii) otázky rozsah transakcií, ktoré môžu byť predmetom zmluvy o záverečnom vyrovnaní.

Z dôvodu pozitívnych účinkov zmlúv o záverečnom vyrovnaní a o finančných zábezpekách na kreditné a systémové riziko, mnohé štáty prijali predpisy, ktoré právne účinky týchto zmlúv chránia a posilňujú právnu istotu bez toho, aby úpravu obmedzili na vzťahy medzi finančnými inštitúciami. Spomedzi európskych štátov tak urobili všetky štáty eurozóny s výnimkou Slovenskej republiky. Napríklad v susednej Českej republike platí od 1. januára 2011 nový zákon č. 408/2010 Sb. o finančných zábezpekách, ktorý uznáva a chráni právne účinky týchto zmlúv do značnej miery bez ohľadu na typ zmluvnej strany.

Právna analýza súčasného stavu slovenského práva

Analýzu súčasného stavu slovenského práva sme konzultovali s právnymi expertmi a účastníkmi trhu v Slovenskej republike.

(A) Právne predpisy týkajúce sa zmlúv o záverečnom vyrovnaní

Hlavným ustanovením upravujúcim problematiku zmlúv o záverečnom vyrovnaní v Slovenskej republike je § 180 Zákona o konkurze. Toto ustanovenie definuje pojem záverečné vyrovnanie (získov a strát) a určuje transakcie spôsobilé byť predmetom záverečného vyrovnania, ako aj prípustné zmluvné strany zmluvy o záverečnom vyrovnaní. Ďalej upravuje metódu ukončenia transakcií a metódu výpočtu výšky jediného záväzku podľa zmluvy o záverečnom vyrovnaní. V závere § 180 sú potvrdené právne účinky zmlúv o záverečnom vyrovnaní v prípade konkurzu slovenskej finančnej inštitúcie.

§ 180 Zákona o konkurze sa však použije iba v prípade konkurzu slovenskej finančnej inštitúcie a potenciálne sa nevzťahuje na všetky transakcie s derivátmi. Tiež stanovuje podmienku, aby obidve zmluvné strany zmluvy o záverečnom vyrovnaní boli finančnými inštitúciami.²

Obavy súvisiace s § 180 Zákona o konkurze sú nasledovné:

- (i) Z dôvodu absencie potvrdenia právnych účinkov zmlúv o záverečnom vyrovnaní uzatvorených medzi zmluvnými stranami, ktoré nie sú finančnými inštitúciami (“vylúčené zmluvné strany”), zmluvy o záverečnom vyrovnaní uzavreté s vylúčenými zmluvnými stranami môžu byť považované za dohody o započítaní, a

² S odvolaním sa na § 151me (8) slovenského Občianskeho zákonníka, ktorý menuje osoby podľa článku 1(2)(a) až (d) Smernice o dohodách o finančných zárukách.

v dôsledku obmedzenej možnosti započítania pohľadávok v konkurze budú ich právne účinky obmedzené alebo znemožnené. Navyše existujú významné obmedzenia týkajúce sa ukončenia zmlúv v prípade reštrukturalizácie slovenských obchodných spoločností. Slovenské právne predpisy bránia protistrane ukončiť akúkoľvek zmluvu so slovenskou obchodnou spoločnosťou z dôvodu začatia reštrukturalizačného konania alebo neplnenia zmluvy, ktoré nastalo pred moratóriom (t.j. začiatkom reštrukturalizačného konania).

- (ii) Okruh transakcií, ktoré môžu byť predmetom záverečného vyrovnania je definovaný rozsiahlo, ale niektoré derivátové transakcie do neho pravdepodobne nespádajú a záverečné vyrovnanie vo vzťahu k týmto transakciám môže byť neúčinné. Pravdepodobne ide o nasledovné derivátové transakcie, ktoré nie sú finančnými nástrojmi podľa Zákona o cenných papieroch: (i) komoditné transakcie s fyzickým dodaním; a (ii) transakcie s emisnými kvótami, opcie na drahé kovy, transakcie s drahými kovmi, komoditné forwardy a komoditné opcie, pri ktorých je dohodnuté, že nemôžu byť vyrovnané v hotovosti inak než z dôvodu porušenia alebo inej udalosti ukončenia zmluvy.

(B) *Právna úprava finančných zábezpek*

ISDA oceňuje fakt, že do slovenského práva bola v roku 2004 implementovaná Smernica o zmluvách o finančných zábezpekách. Ustanovenia Smernice týkajúce sa hotovostnej zábezpeky (peňažné prostriedky na účtoch) sa do slovenského práva implementovali v § 151me Občianskeho zákonníka. Finančná zábezpeka vo forme cenných papierov je upravená Zákonom o cenných papieroch.

Obavy súvisiace so súčasnou úpravou finančnej zábezpeky sú nasledovné:

- (i) Slovenská republika ako jediná krajina eurozóny plne aplikuje tzv. “*corporate opt-out*” podľa článku 1(3) Smernice a teda zmluvy o finančných zábezpekách nemôžu byť uzavreté so slovenskými obchodnými spoločnosťami.
- (ii) Zmluvy o finančných zábezpekách vo forme prevodu vlastníckeho práva môžu byť podľa slovenského práva definované príliš úzko a takáto definícia pravdepodobne nie je v plnom súlade s definíciou v článku 2(1)(b) Smernice. Dôvodom sú koncepčné rozdiely medzi zabezpečovacím prevodom práva podľa slovenského práva a finančnou zábezpekou s prevodom vlastníckeho práva podľa Smernice. Inými slovami, inštitút zabezpečovacieho prevodu práva podľa slovenského práva nezodpovedá inštitútu finančnej zábezpeky vo forme prevodu vlastníckeho práva, ako ho definuje Smernica. V dôsledku toho zmluvy o finančných zábezpekách s prevodom vlastníckeho práva (ako napríklad ISDA Credit Support Annex podľa anglického práva) nie sú výslovne uznané slovenskými právnymi predpismi.
- (iii) Napokon, pri istej interpretácii príslušné ustanovenia Zákona o cenných papierov vyžadujú, aby sa akákoľvek zmluva o finančných zábezpekách súvisiaca s cennými papiermi (tak ako je zadefinovaná v slovenských právnych predpisoch) riadila výlučne slovenským právom. To by znamenalo, že slovenským právom by sa

museli riadiť nielen vecnoprávne aspekty finančnej zábezpeky a podmienky vzniku finančnej zábezpeky,³ ale aj záväzkovoprávne aspekty. Akákoľvek voľba práva týkajúca sa týchto záväzkovoprávných aspektov by bola neplatná a zmluva ako celok by sa musela riadiť slovenským právom, čo by mohlo mať vážne následky na jej účinnosť. Takýto efekt by nebol v súlade so Smernicou, podľa ktorej sú členské štáty povinné zabezpečiť právnu účinnosť zmlúv o finančných zábezpekách (a s nimi súvisiacich zmlúv o záverečnom vyrovnaní) v súlade s ich podmienkami.

Stanovisko k niektorým námietkam

Z našej analýzy a predchádzajúcej komunikácie sme vyrozumeli, že dôvodom vylúčenia obchodných spoločností z možnosti uzatvárať zmluvy o záverečnom vyrovnaní a zmluvy o finančných zábezpekách sú aj obavy z možného rozporu takej úpravy s ústavou Slovenskej republiky. Rozpor je viditeľný tým, že rozšírenie definície zmluvy o záverečnom vyrovnaní a zmluvy o finančnej zábezpeke o zmluvy, ktorých aspoň jednou stranou je finančná inštitúcia, spôsobí "zvýhodnenie" finančných inštitúcií ako veriteľov. Toto zvýhodnenie by bolo v rozpore s princípom rovnosti pred zákonom a rovnakého zaobchádzania.

Sme presvedčení, že tento rozpor je len zdanlivý a to z týchto dôvodov:

- (i) Záverečné vyrovnanie zásadne chráni obidve strany zmluvy. Nemožno dopredu povedať, či po vykonaní záverečného vyrovnania bude veriteľom finančná inštitúcia alebo obchodná spoločnosť. To totiž závisí od aktuálnej hodnoty uzavretých transakcií, ktoré môžu byť ziskové pre jednu alebo druhú stranu. Preto nie je pravda, že rozšírenie definície zvýhodní finančné inštitúcie. Skôr naopak, súčasný stav diskriminuje obchodné spoločnosti. Ak je totiž veriteľom finančnej inštitúcie z pohľadávky na zaplatenie čistej čiastky záverečného vyrovnania obchodná spoločnosť, v prípade konkurzu finančnej inštitúcie bude mať táto obchodná spoločnosť ako veriteľ horšie právne postavenie len preto, že nie je tiež finančná inštitúcia.
- (ii) Princípy rovnosti pred zákonom a rovnakého zaobchádzania sú univerzálnou súčasťou európskej právnej kultúry a ústavnej tradície. Obsah týchto princípov je v Európe unifikovaný aj vďaka rozsiahlej judikatúre Európskeho súdu pre ľudské práva. Ak žiadny iný členský štát eurozóny nevníma širšiu definíciu zmlúv o záverečnom vyrovnaní a zmlúv o finančných zábezpekách ako čosi, čo týmto princípom odporuje, je veľmi pravdepodobné, že žiadny taký rozpor v skutočnosti neexistuje.

Stretli sme sa tiež s názorom, že rozšírenie úpravy finančných zábezpek na nefinančné spoločnosti by bolo nekonzistentné s vykonanou reformou záložného práva v Slovenskej republike a inštitút finančných zábezpek by mohol byť nadužívaný na úkor štandardného záložného práva. Táto obava podľa nášho názoru tiež nie je úplne opodstatnená, a je možné ju vylúčiť napríklad podobne ako v Českej republike. Tam §2(a) a §6(1) nového zákona č. 408/2010 Sb. o finančných zábezpekách⁴ ustanovuje, že finančnou zábezpekou možno zabezpečiť len pohľadávku

³ Čo by bolo v súlade s článkom 9 Smernice o dohodách o finančných zárukách. Je potrebné spomenúť, že slovenská verzia Smernice nepresne prekladá pojem "perfection requirements" ako "požiadavky na bezchybné vyhotovenie zmluvy", pričom však ide o požiadavky iné než týkajúce sa samotnej zmluvy (napr. registrácia v príslušnom registri a podobne).

⁴ Znenie prístupné tu: http://www.mfcr.cz/eps/rde/xbcr/mfcr/Zakon_Financni_zajisteni_2010-408.pdf

finančného charakteru, ktorou sa rozumie pohľadávka z obchodov s finančnými nástrojmi a ďalšími vymedzenými aktívami. Nespadajú sem napríklad úvery a pôžičky.

Práca UNIDROIT v oblasti záverečného vyrovnania

Napokon si dovoľujeme upozorniť aj na prebiehajúce aktivity UNIDROIT týkajúce sa záverečného vyrovnania. Hoci projekt nie je ukončený, UNIDROIT už formuloval niektoré predbežné závery a odporúčania, ktoré preferujú ochranu princípov záverečného vyrovnania medzi širokým okruhom protistrán. Predbežne formulované princípy UNIDROIT v skutočnosti vylučujú z okruhu oprávnených strán len fyzické osoby.⁵

Veríme, že aj táto okolnosť môže byť impulzom pre vylepšenie právnej ochrany záverečného vyrovnania a finančných zábezpek v Slovenskej republike. Dúfame tiež, že všeobecná uznanie a reputácia práce UNIDROIT môže pomôcť rozptýliť akékoľvek obavy a jasnejšie ukázať smer ďalšieho legislatívneho vývoja.

Dôsledky aktuálneho právneho stavu

Podľa nášho názoru, v dôsledku vyššie opísaných pochybností sa účastníci obchodov s derivátmi v Slovenskej republike dostávajú do konkurenčnej nevýhody v porovnaní s účastníkmi v iných štátoch.

Finančné inštitúcie zo Slovenskej republiky a zo zahraničia sa nemôžu spoliehať na možnosť vytvoriť jedinú čistú expozíciu voči slovenským zmluvným stranám, obzvlášť slovenským obchodným spoločnostiam. Nemôžu sa ani plne spoliehať na podmienky dohodnuté v obchodných zmluvách a na ochranu finančnej zábezpeky.

V dôsledku toho sú slovenské aj zahraničné finančné inštitúcie vystavené väčšiemu kreditnému a právnomu riziku. Na druhej strane slovenskí klienti, ktorí majú záujem o zaistenie svojich obchodných rizík, sú znevýhodnení tým, že vzhľadom na zvýšené riziko podliehajú vyšším poplatkom súvisiacim s nákupom finančných derivátov alebo tým, že k nim majú zložitejší prístup.

Na základe skúseností ISDA a jej členov je nesmierne dôležité, obzvlášť v časoch turbulencií na svetových finančných trhoch, umožniť účastníkom trhu využívať právnu ochranu záverečného vyrovnania a finančných zábezpek v čo možno najširšom rozsahu. Táto ochrana by nemala rozlišovať medzi zmluvnými stranami, typmi transakcií, právom, ktorým sa zmluvy riadia a ani druhom zábezpeky.

Zároveň v časoch pretrvávajúcej trhovej neistoty a rastúcej úrovni rizika vo finančnom systéme, najúčinnnejšie opatrenie, ktoré môže suverénny štát podniknúť, je poskytnúť stabilný, predvídateľný a spoľahlivý právny rámec a eliminovať právne neistoty a riziká.

V spolupráci s miestnymi účastníkmi trhu a právnymi odborníkmi, ISDA má záujem ponúknuť slovenským orgánom v tejto oblasti svoju pomoc. Pevne veríme, že by naša pomoc bola prínosom,

⁵ Pozrite prosím stranu 8 Návrhu princípov týkajúcich sa účinkov záverečného vyrovnania na stránke UNIDROIT: <http://www.unidroit.org/english/documents/2012/study78c/s-78c-13-e.pdf>

tak ako tomu bolo v obdobných prípadoch, keď sme asistovali pri reformách v iných krajinách, vrátane Českej republiky. Takisto si dovoľujeme zdôrazniť fakt, že ekonomický prínos takejto reformy pre Slovenskú republiku by bol značný.

Dúfame, že budete naše pripomienky považovať užitočné. Boli by sme poctení možnosťou poskytnúť našu spoluprácu v tejto veci v ktoromkoľvek štádiu legislatívneho procesu alebo ďalej diskutovať o návrhoch legislatívnych zmien, ktoré sme už slovenským orgánom predložili.

Budeme radi, ak sa na nás obrátite s akoukoľvek otázkou alebo názorom.

S pozdravom,

Dr. Peter M. Werner
Senior Director
ISDA European Office
One Bishops Square
London E1 6AD, +44 20 3088 3550
pwerner@isda.org

18 June 2012

Tomáš Borec
Minister of Justice
of the Slovak Republic
Župné námestie 13
813 11 Bratislava, Slovak Republic
tomas.borec@justice.sk

Peter Kažimír
Minister of Finance of the Slovak Republic
Štefanovičova 5
P.O. BOX 82
817 82 Bratislava, Slovak Republic
minister@mfsr.sk

Jozef Makúch
Governor
National Bank of Slovakia
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava, Slovak Republic
info@nbs.sk

Reform of netting and collateral legislation in Slovakia

Dear Ministers, Dear Governor:

We are contacting you on behalf of The International Swaps and Derivatives Association (**ISDA**)¹ and our Slovak and foreign members in relation to the netting and collateral law reform proposal in Slovakia.

ISDA is an association committed to promoting development of sound risk management practices on international financial markets for over-the-counter (**OTC**) derivatives transactions. Our goal is to foster greater harmonization of international and European standards in order to cope with difficult market conditions. ISDA membership includes prominent participants on the derivatives and commodity markets, including the parent companies of the majority of Slovak banks and other companies.

Previous communication with the Slovak authorities

This letter continues in the previous communication with the officials of the Ministry of Justice, Ministry of Finance and the National Bank of Slovakia.

Our first contact with the officials of the Slovak Republic in relation to the then-upcoming implementation of Directive 2009/44/EC took place in December 2009. This was followed by further communication during which we presented the Ministry of Finance and the Ministry of

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 59 countries on six continents. More than half of its 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.

Justice with specific proposals for changes. The partial positions expressed by the ministries to these proposals are seen by us as an incentive to continue with the discussion. Our most recent letter of May 2011 was addressed to the Ministry of Justice and dealt with the last more extensive amendment to Act No. 7/2005 Coll. on Bankruptcy and Restructuring (the **Bankruptcy Act**).

However very little has changed since 2009 in the regulation of close-out netting and financial collateral. These issues were left unresolved also in connection with the implementation of Directive 2009/44/EC directly dealing with financial collateral and in connection with a more extensive 2011 amendment to the Bankruptcy Act.

After appointment of the new Government of the Slovak Republic, we would like to use this opportunity to contact the competent authorities of the Slovak Republic again and repeat the summary of the issues identified by us in the Slovak laws. We hope that resolution of these issues could contribute to a safer and more certain legal environment in Slovakia, benefiting local and foreign market participants and the Slovak economy as a whole.

What is close-out netting?

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 Slovak 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 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 Directive 2002/47/EC (the **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 benefits of close-out netting and financial collateral arrangements

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. Several central banks (including the National Bank of Slovakia) permit, 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.

The particular benefits of a fully-efficient legal framework for close-out netting and financial collateral in the Slovak Republic would include:

- (i) a cost cutting effect on derivatives pricing, benefiting Slovak clients using derivatives to hedge their business risks;
- (ii) reduction of costs and lower capital adequacy requirements for Slovak financial institutions;
- (iii) higher 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 Slovak business to hedge their risks in a more efficient and secure way, in the interest of the Slovak economy as a whole; and finally
- (v) wider use of master agreements in the Slovak Republic which would allow the establishment of a more stable and foreseeable contractual basis for long term business relationships and set up a safe legal environment fostering innovation in financial transactions and commodities transactions.

The need for legal certainty

Slovak Republic as a member of the European Union and the eurozone is of the interest to the derivatives market participants. The volume of transactions with Slovak partners and the variety and complexity have a growing trend.

ISDA welcomes the fact that the Slovak Republic has undertaken major efforts in implementing all relevant EU directives in the capital markets area, especially the Directive 2002/47/EC, the Settlement Finality Directive (98/26/EC) as well as the Winding-up Directive for Credit Institutions (2001/24/EC). All these EU rules concern close-out netting.

ISDA clearly welcomes the fact that the current Slovak close-out netting law recognises legal effects of close-out netting agreements in bankruptcy and receivership of Slovak banks and financial institutions. We also appreciate that Act No. 130/2011 Coll. remedied certain doubts about the adverse effects of involuntary administration of some financial institutions.

Nevertheless, there are still concerns regarding the following two areas:

- (i) questionable legal effects of the close-out netting and financial collateral agreements in bankruptcy and restructuring of Slovak commercial companies; and
- (ii) questionable scope of transactions that can be covered by a close-out netting agreement.

Recognizing the substantial credit and systemic benefits of close-out netting and financial collateral arrangements, many jurisdictions have introduced legislation protecting the legal effects of these agreements and increasing legal certainty without limiting the legislation to relationships among financial institutions only. As regards the European countries, all eurozone countries but the Slovak Republic did so. For example, there is a new Act No. 408/2010 Coll. on financial collateral in the neighbouring Czech Republic since 1 January 2011 extensively recognising and protecting legal effects of those agreement to large extent regardless of the counterparty type.

Legal analysis of current Slovak law

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

(A) Netting legislation

The core Slovak close-out netting legislation is included in Section 180 of the Slovak Bankruptcy Act. This section defines what is close-out netting (in Slovak: *záverečné vyrovnanie ziskov a strát*), and sets out eligible transactions and eligible counterparties. Further, it acknowledges the method of termination of the transactions and the calculation of a single claim under the close-out netting agreement. Finally, Section 180 explicitly provides for the recognition of close-out netting in the case of the bankruptcy of a Slovak financial institution.

However Section §180 of the Slovak Bankruptcy Act only applies in bankruptcy of a financial institution and it potentially does not cover all derivative transactions. It also includes a conditions that both parties to a close-out netting agreement must be financial institutions.²

The concerns of the market participants arising in connection with section 180 of the Slovak Bankruptcy Act are:

- (i) Because of the absence of any recognition of close-out netting agreements entered into between the counterparties other than financial institutions (“non-eligible counterparties”), close-out netting agreements between or with such non-eligible counterparties may be susceptible to the risk of being re-characterized as transactions involving set-off, in which case insolvency law set-off limitations could limit or frustrate enforceability of the close-out netting. In addition, there are important restrictions of the termination rights provided for under the agreements with Slovak corporates in the event of their restructuring. Slovak law prevents the termination by a Slovak corporate's counterparty of any agreement solely on the basis of commencement of restructuring in respect of the Slovak corporate and also for a default which occurred before the moratorium (i.e. commencement of restructuring).

²

By reference to Section 151me(8) of the Slovak Civil Code specifying the persons under Article 1(2)(a) to (d) of the Financial Collateral Directive.

- (ii) The scope of transactions eligible for close-out netting is defined extensively, but it is likely that it does not capture some derivative transactions, and close-out netting in respect of these transactions may be ineffective. They probably include the following derivatives transactions that do not qualify as financial instruments under the Securities Act: (i) Physical Commodity Transactions; and (ii) Emissions Allowance Transactions, Bullion Options, Bullion Trades, Commodity Forwards, Commodity Options, if it is agreed that they may not be settled in cash otherwise than by reason of a default or other termination event.

(B) *Collateral legislation*

ISDA appreciates that the (Financial Collateral) Directive has been implemented into Slovak law in 2004. The provisions of the Directive concerning cash collateral (bank account funds) were implemented through Section 151me of the Slovak Civil Code. The financial collateral consisting of securities is regulated in the Slovak Securities Act.

Concerns regarding the current financial collateral regulations are as follows:

- (i) Slovak Republic as the only eurozone country applies the so called “corporate opt-out” under Article 1 (3) of the Directive. Therefore, financial collateral agreements cannot be entered into with Slovak corporates.
- (ii) Under the Slovak law, financial collateral agreements in the form of a title transfer may be defined in a too restrictive manner and the definition may not be entirely compliant with the definition in clause 2(1)(b) of the Directive. The reason is that there are conceptual differences between Slovak security title transfer (in Slovak: *zabezpečovací prevod práva*) and the title transfer financial collateral arrangement under the Directive. In other words, the Slovak law concept of security title transfer does not correspond to the concept of a title transfer financial collateral arrangement as defined by the Directive. Consequently, title transfer collateral arrangements (such as the ISDA English law governed Credit Support Annex) are not expressly recognized under Slovak legislation.
- (iii) Finally, there is certain interpretation of the relevant provisions of the Slovak Securities Act according to which any financial collateral agreement related to securities (as defined by the Slovak law) must be governed exclusively by the Slovak law. This would mean that not only the *in rem* aspects and perfection requirements³, but also the law-of-obligations aspects would have to be governed by Slovak law. Any choice of law in respect of this law-of-obligation aspects would be invalid and the agreement as a whole would have to be governed by Slovak law, with serious consequences for its effectiveness. This would clearly not be in compliance with the Directive according to which the member states shall ensure the legal effectiveness of financial collateral arrangements (and of close-out netting provisions related to them) in accordance with their terms.

³

That would comply with Article 9 of the Financial Collateral Directive. We have to note that the Slovak version of the Directive contains an inaccurate translation of the term "perfection requirements" translating it as "requirements for perfect execution of an agreement" where these requirements deal with aspects other than the agreement itself (e.g. registration in the relevant register, etc.).

Position to selected objections

We understand from our own analysis and the previous communication that the reason for the exclusion of corporates from entering into close-out netting and financial collateral agreements is the concern of possible conflict with the Constitution of the Slovak Republic. The alleged conflict rests in the fact that the extension of the definition of close-out netting and financial collateral agreements by an agreement where at least one party is a financial institution would "favour" financial institutions as creditors. Such a preferential treatment would conflict with the principle of equality before the law and equal treatment.

We believe that this conflict is illusory, for the following reasons:

- (i) In principle, close-out netting protects both parties. It is impossible to tell in advance whether as a result of the close-out netting, the financial institution becomes the creditor or the corporate becomes the creditor. This is determined by the current value of entered-into transactions that can be profitable for one or the other party. Therefore, it is not true that the expansion of the definition would favour financial institutions. Quite the opposite - the current status quo discriminates corporates. Where the creditor of a financial institution under a claim to pay a net amount of a close-out netting is a corporate, on bankruptcy of the financial institution, the position of the corporate would be less favourable for the sole reason of its not being a financial institution too.
- (ii) The principles of equality before the law and equal treatment are universal components of the European legal culture and constitutional tradition. The substance of these principles is unified in Europe also due to an extensive case law of the European Court of Human Rights. If there is no other member state of the eurozone that would consider the wider definition of close-out netting and financial collateral agreements to be something in conflict with these principles, it is highly likely that no such conflict exists.

We also encountered an opinion that an expansion of the financial collateral regulation to cover non-financial companies would be inconsistent with the implemented pledge reform in the Slovak Republic and the financial collateral concept would be overused to the detriment of the standard pledge. We believe that this concern is not entirely justified and can be ruled out as done in the Czech Republic. In the Czech Republic, Section 2(a) and Section 6(1) of the new Act No. 408/2010 Coll. on Financial Collateral⁴ provides that financial collateral can only be used to secure claims of financial nature being claims arising out of transactions in financial instruments and other defined assets. Credits and loans are not covered.

UNIDROIT activity regarding close-out netting

Finally, we would like to point your attention to ongoing activities of UNIDROIT regarding close-out netting. Although the project is not finalised, UNIDROIT has already formulated some draft principles and recommendations, which favours recognition of close-out netting between

⁴

The wording can be found at: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zakon_Financni_zajisteni_2010-408.pdf

wide arrange of counterparties. UNIDROIT draft principles indeed exclude only natural persons from the scope of the eligible parties.⁶

We believe that this fact may be also an impuls for improment of legal protections of close-out netting and financial collateral in the Slovak Republic. We hope that the universal recognition and reputation of UNIDROIT's work may help to alleviate any concerns and set out more clearly the lines of further legislative developments.

Consequence of the current legal status quo

We believe that due to the above doubts, the parties to derivatives transactions in the Slovak Republic find themselves in a competitive disadvantage - relative to the parties in other countries.

Slovak and foreign financial institutions cannot count on creating a single net exposure against Slovak parties, most notably Slovak corporates. They cannot even fully rely on the terms and conditions provided in their commercial agreements and the effects of financial security.

As a result, Slovak and foreign financial institutions are exposed to greater credit and legal risk. On the other hand, Slovak clients who want to hedge their commercial risks are in a disadvantageous position because due to higher risks, higher fees associated with the purchase of financial derivatives apply to them or their access to them is more complicated.

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

Finally, at the times of prolonged market uncertainty and increasing levels of risks in the financial system, the most effective measure to be taken by a sovereign is the provision of a stable, foreseeable and reliable legal framework and elimination of legal uncertainties and risks.

In cooperation with local market participants and legal experts, ISDA would like to offer their assistance to the Slovak authorities in discussing these issues further. ISDA believe in the usefulness of its assistance, building on considerable experience in assisting numerous legislators in similar cases (including the Czech Republic). The economic benefits to the Slovak Republic of such reform would be significant too.

We hope that our comments are helpful to you during your considerations. We would appreciate an opportunity, as the legislative process progresses, to work closely with Slovak authorities to address those issues we have identified or to continue discussion on the basis of proposals of legislation changes we have already submitted to Slovak authorities.

We would be pleased, if you would contact us with any views or questions.

⁶ Please refer to page 8 of the Draft principles regarding enforceability of close-out netting at UNIDROIT's webpage: <http://www.unidroit.org/english/documents/2012/study78c/s-78c-13-e.pdf>

Sincerely,

Dr. Peter M. Werner
Senior Director
ISDA European Office
One Bishops Square
London E1 6AD, +44 20 3088 3550
pwerner@isda.org