

ENGLISH VERSION ON PAGE 7

Г-ну Владимиру Миловидову

Руководителю Федеральной службы по
финансовым рынкам

Российская Федерация,
119991, ГСП-1, Москва,
Ленинский проспект, д. 9
seffms@fcsm.ru

Копия: г-ну Владиславу Резнику

Председателю Комитета Государственной думы
Российской Федерации по кредитным
организациям и финансовым рынкам

Российская Федерация,
103265, Москва
ул. Охотный ряд, д.1
reznikvm@duma.gov.ru

6 АПРЕЛЯ 2011

Введение института неттинга в российское законодательство – Постановления ФСФР

Уважаемый г-н Миловидов,

Международная ассоциация свопов и деривативов (*International Swaps and Derivatives Association*) (далее – "**Ассоциация ISDA**") является международной организацией по финансовой торговле, членами которой являются более 800 организаций из 56 стран, действующих на рынке производных финансовых инструментов. В состав членов Ассоциации ISDA входит значительное число крупнейших мировых коммерческих, торговых и инвестиционных банков, компаний, государственных организаций и иных учреждений. Среди ее членов представлены также основные участники рынка производных финансовых инструментов из России.

Ассоциация ISDA имеет своей целью стимулирование развития эффективной практики управления рисками. Ее работа заключается в принятии мер, направленных на обеспечение соответствующего правового регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов. Субъекты рынка и ключевые регуляторы рассматривают Ассоциацию ISDA как важного участника дискуссий по вопросам оптимизации управления рисками, сопряженными с внебиржевыми производными финансовыми инструментами. В частности, Ассоциация ISDA работает с регуляторами по всему миру с целью обеспечения юридической силы механизма ликвидационного неттинга (*close-out netting*), предусмотренного Генеральным соглашением ISDA (*ISDA Master Agreement*), являющимся международной стандартной формой документации по трансграничным производным финансовым инструментам на внебиржевом рынке.

Ассоциация ISDA на протяжении многих лет внимательно следит за законодательным процессом в России. Выражаем свою полную поддержку усилиям, предпринимаемым в настоящее время Федеральным собранием Российской Федерации, российскими регуляторами финансовых рынков и ведомствами, а также Центральным банком Российской Федерации, направленным на дальнейшее развитие и усовершенствование российского законодательства в области финансовых рынков с целью создания международного финансового центра в Москве. В частности, Ассоциация ISDA поддерживает недавнее внесение изменений в ряд российских законов (в том числе в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)"), которые ввели институты неттинга и ликвидационного

International Swaps and Derivatives Association, Inc.

One Bishops Square
London E1 6AD, United Kingdom
P 44 (0) 20 3088 3550 F 44 (0) 20 3088 3555
www.isda.org

NEW YORK WASHINGTON
LONDON BRUSSELS
HONG KONG SINGAPORE
TOKYO

неттинга в России и установили критерии признания юридической силы соглашений о проведении ликвидационного неттинга при несостоятельности.

Целью настоящего письма является отражение реакции наших членов на указанные изменения и предложение нашей помощи Федеральной службе по финансовым рынкам (далее – "ФСФР") в разработке правовых актов, необходимых для применения нового законодательства в России.

Общее

Мы понимаем, что в общих чертах предлагаемый институт будет работать следующим образом:

- соглашения о ликвидационном неттинге будут признаваться и принудительно исполняться в рамках договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, договоров репо, договоров, объектом которых является иностранная валюта или ценные бумаги (что предположительно охватывает конверсионные сделки с датой валютирования "сегодня", конверсионные сделки с датой валютирования "завтра", спотовые конверсионные сделки, сделки с акциями и инструменты с фиксированной доходностью);
- сделки должны быть заключены контрагентами, отвечающими определенным критериям (согласно Федеральному закону "О рынке ценных бумаг" и Федеральному закону "О несостоятельности (банкротстве)"), до даты введения процедур банкротства (применительно к российским организациям, не являющимся банками) или до даты назначения временной администрации или отзыва лицензии на осуществление банковских операций (применительно к российским банкам);
- сделки должны быть зафиксированы документально в рамках генеральных соглашений, отвечающих определенным критериям. Российские генеральные соглашения должны соответствовать "примерным условиям договоров", разработанным саморегулируемой организацией (СРО) и согласованным с ФСФР. К соответствующим трансграничным генеральным соглашениям будут относиться соглашения, разработанные иностранными организациями, включенными в перечень, утверждаемый ФСФР; и
- сведения о заключенных сделках должны быть предоставлены определенному лицу, который, в свою очередь, будет предоставлять их ФСФР.

В Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)" также были внесены изменения, уточняющие, что запрет на осуществление зачета после введения процедур банкротства (применительно к российским организациям, не являющимся банками) или отзыва лицензии на осуществление банковских операций (применительно к российским банкам) не будет распространяться на процедуру расчета единой ликвидационной суммы для сделок, удовлетворяющих определенным требованиям.

Наши предложения

Как Вам несомненно известно, внесение изменений было положительно воспринято участниками рынка производных финансовых инструментов и рассматривается как важный

шаг в развитии правового регулирования внебиржевого рынка производных финансовых инструментов в России.

Признавая это, после изучения новых положений у наших членов возник ряд вопросов, комментариев и предложений и мы будем признательны за Ваше мнение по следующим пунктам:

(1) *Определение размера нетто-обязательства*

Статья 51.5 Федерального закона "О рынке ценных бумаг" и статья 4.1 Федерального закона "О несостоятельности (банкротстве)" предусматривают, что при определении размера нетто-обязательства не должны приниматься во внимание штрафы, пени и убытки в форме упущенной выгоды. Как Вам вероятно известно, формула расчета Ликвидационной суммы (*Close-out Amount*), содержащаяся в Генеральном соглашении ISDA, включает штрафные проценты (т.е. проценты, начисляемые на неуплаченные суммы), затраты на финансирование, расходы, связанные с прекращением сделки, и т.п. В этой связи мы будем признательны, если Вы уточните, какие суммы, включенные в расчет Ликвидационной суммы согласно Генеральному соглашению ISDA, следует исключить из расчетов, а также как участникам рынка необходимо изменить соответствующее определение для обеспечения соблюдения требований, установленных новым законодательством (учитывая, что расчет может проводиться и вне банкротства контрагента);

(2) *Документация, удовлетворяющая соответствующим требованиям*

Как отмечено выше, мы понимаем, что в состав удовлетворяющей соответствующим требованиям документации по трансграничным сделкам будут входить генеральные соглашения, разработанные иностранными организациями, включенными в перечень, утверждаемый ФСФР. Насколько нам известно от участников рынка, Вы намерены включить в данный перечень Ассоциацию ISDA и Международную ассоциацию рынков капитала (*International Capital Markets Association*) (ICMA).

Поскольку одним из преимуществ документов, разработанных Ассоциацией ISDA, является широкий выбор набора определений, касающихся конкретных продуктов, которые стороны могут включить в свое соглашение путем ссылки, целесообразным было бы одобрение ФСФР использования всей документации, разработанной Ассоциацией ISDA, которая повсеместно применяется для любых трансграничных сделок (например, определений, касающихся конкретных продуктов, по различным видам активов, документы о предоставлении обеспечения (*credit support documentation*) и т.д.).

Также, как Вам может быть известно, договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, иногда оформляются так называемыми "развернутыми подтверждениями" (*long-form confirmations*), которые посредством ссылки инкорпорируют положения соответствующих генеральных соглашений.

По мнению Ассоциации ISDA, подзаконные нормативные акты должны прямо предусматривать, что действие нового законодательства равным образом распространяется на отвечающие соответствующим критериям сделки, оформленные "развернутыми подтверждениями" и путем ссылки включающие положения соответствующих определенным требованиям генеральных соглашений.

Участники рынка производных финансовых инструментов положительно бы восприняли разъяснения ФСФР, что стороны по отвечающему определенным критериям генеральному соглашению вправе свои соглашением изменять стандартные положения такого генерального соглашения при условии, что такие изменения не затрагивают обязательные положения, определяющие допустимость ликвидационного неттинга.

Обращаем внимание, что возможно будет целесообразным, помимо стандартной международной документации по производным финансовым инструментам (опубликованной Ассоциацией ISDA) и договорам репо (опубликованной Ассоциацией ICMA), также рассмотреть возможность включения подобной документации в отношении займа ценных бумаг (*securities lending*) (опубликованной Международной ассоциацией по займу ценных бумаг (*International Securities Lending Association*) (ISLA)).

(3) *Требования к предоставлению соответствующих сведений*

Требования к предоставлению соответствующих сведений, установленные новым законодательством, определяются правовыми актами, которые должны быть приняты ФСФР и в которых, в частности, будет указан держатель реестра сделок, которому должны быть предоставлены соответствующие сведения, а также будут приведены дальнейшие указания об объеме и частоте предоставления соответствующих сведений.

Мы понимаем, что с большой вероятностью функции лица, которому будут предоставляться соответствующие сведения, будет выполнять какая-либо СРО, такая как НАУФОР. Мы понимаем, что в настоящее время осуществляется разработка программного обеспечения, которое позволит предоставлять соответствующие сведения по сделкам в режиме реального времени.

В этой связи наши члены обеспокоены тем, что любое потенциальное требование по предоставлению детальных сведений об условиях заключенных сделок может предусматривать предоставление сведений об экономических моделях и формулах, составляющих коммерческую тайну, чего стороны явно предпочтут избежать. Было бы полезно также понимать, (а) будут ли требования к предоставлению соответствующих сведений распространяться на одну или на обе стороны, и, если они будут распространяться на обе стороны, то каким образом держатель реестра сделок будет учитывать такую дублируемую информацию, и (б) необходимо ли будет предоставлять соответствующие сведения об изменениях и дополнениях в условия сделки, соответствующие сведения о которой были ранее предоставлены, а также (в) может ли случайное непредоставление соответствующих сведений о какой-либо сделке служить основанием для признания невозможным неттинга по иным сделкам, соответствующие сведения о которых были предоставлены.

Еще одним моментом, вызывающим обеспокоенность, является отсутствие в новом законодательстве норм о распространении действия новых положений на ранее заключенные сделки. В то время как соответствующие формулировки предполагают, что сделки, заключенные до вступления в силу положений Федерального закона "О рынке ценных бумаг" и Федерального закона "О несостоятельности (банкротстве)" о неттинге, должны признаваться подлежащими принудительному исполнению в части неттинга при условии их соответствия определенным критериям, будет полезно, если

ФСФР уточнит, что это именно так, и установит порядок предоставления соответствующих сведений по таким ранее заключенным сделкам уполномоченному лицу.

(4) *Передача обеспечения*

Новое законодательство прямо не регулирует вопросы допустимости обеспечения, переданного по документам о предоставлении обеспечения, для целей неттинга. Как Вам известно, в рамках трансграничных сделок с производными финансовыми инструментами стороны обычно также согласовывают возможность предоставления обеспечения (передача права собственности и обеспечительного права) на основе документации, разработанной Ассоциацией ISDA (а именно Приложение о предоставлении обеспечения (*Credit Support Annex*), регулируемое английским правом, Приложение о предоставлении обеспечения, регулируемое законодательством Нью-Йорка, и Соглашение о предоставлении обеспечения (*Credit Support Deed*), регулируемое английским правом).

Если взглянуть на международную практику, обязательства сторон по возврату переданного обеспечения, предусмотренные, к примеру, Приложением о предоставлении обеспечения, регулируемым английским правом, считаются Невыплаченными суммами (*Unpaid Amounts*) и учитываются при расчете Ликвидационной суммы. Кажется логичным, если Россия примет данный подход и обеспечит юридическую силу положений, предусматривающих предоставление обеспечения (опять же при соблюдении соответствующих требований). По нашему мнению, также следует уточнить (в рамках подзаконных правовых актов или иным образом), каким образом должно быть учтено предоставленное обеспечение при определении размера ликвидационной суммы.

Касательно обязанности по предоставлению соответствующих сведений, также было бы полезно понимать, необходимо ли предоставлять соответствующие сведения о каждом случае передачи обеспечения или же будет достаточно предоставления соответствующих сведений лишь о заключении Приложения о предоставлении обеспечения (но не о каждом случае передачи обеспечения).

(5) *Рассмотрение ликвидационного неттинга в качестве сделки, которая может быть оспорена при несостоятельности контрагента*

В то время как новое законодательство прямо исключает применение в отношении ликвидационного неттинга положений Федерального закона "О несостоятельности (банкротстве)", запрещающих осуществление зачета при несостоятельности, оно, по-видимому, не ограничивает возможность арбитражного управляющего оспорить зачет и действия, аналогичные зачету (к которым вероятно можно отнести ликвидационный неттинг), как сделку, влекущую предпочтение.

Возможность подобных действий кажется весьма нелогичной, поскольку она позволит арбитражному управляющему оспорить то, что прямо разрешено Федеральным законом "О несостоятельности (банкротстве)", но, в отсутствие какой-либо разъяснений со стороны российских органов власти, риск подобных действий будет ставить под вопрос эффективность соглашений о ликвидационном неттинге в России. Таким образом, будет полезно, если Вы выразите свою позицию по данному вопросу.

Было бы очень полезно, если бы до момента принятия соответствующих подзаконных актов были бы опубликованы их проекты, что позволило бы участникам рынка заранее ознакомиться с ними и предоставить свои комментарии.

Надеемся, что наши комментарии и предложения помогут Вам в работе. Будем признательны за возможность тесно сотрудничать с Вами в ходе разработки соответствующих правил для разрешения заданных нами вопросов и, в случае необходимости, встретиться с Вами и Вашими коллегами для обсуждения результатов наших исследований. Если Ассоциация ISDA может быть чем-либо полезна в данном процессе, пожалуйста, свяжитесь с подписавшимся ниже лицом, лондонский офис Ассоциации ISDA, расположенный по адресу: Лондон, E1 6AD, Уан Бишопс Сквер (One Bishops Square, London E1 6AD), тел. + 44 20 3088 3550, pwerner@isda.org.

С уважением,

Питер М Вернер (*Dr Peter M Werner*)
Старший директор (*Senior Director*)
Ассоциация ISDA

Mr Vladimir Milovidov

Head of the Federal Service for Financial
Markets
9 Leninsky Prospekt
119991 Moscow, GSP-1
Russian Federation
secffms@fcs.m.ru

Copy to: Mr Vladislav Reznik

Chairman of the Credit Organisations and
Financial Markets Committee of the State Duma
of the Russian Federation
1 Okhotny Ryad Street
103265 Moscow
Russian Federation
reznikvm@duma.gov.ru

6th April 2011

Introduction of Netting into Russian Legislation – FSFM Regulations

Dear Mr. Milovidov.

The International Swaps and Derivatives Association ("**ISDA**") is an international financial trade organisation whose membership includes more than 800 institutions from 56 countries that are active in the derivatives market. ISDA's membership includes most of the world's largest commercial, merchant and investment banks, corporations, government entities and other institutions. This includes the main derivatives market participants from Russia.

ISDA is committed to promoting the development of sound risk management practices. Its work includes efforts to ensure adequate legal and regulatory treatment of OTC derivatives transactions. Market participants and key regulators view ISDA as a responsible contributor in the debate on how best to manage the risk associated with OTC derivatives transactions. In particular, ISDA has worked with regulators in jurisdictions around the world to promote the legal enforceability of the close-out netting mechanism in the ISDA Master Agreement, which is the international standard form documentation for cross-border transactions in OTC derivatives.

ISDA has been following the legislative process in Russia for many years. We express our full support for the endeavours currently undertaken by the Russian Parliament, the Russian financial market regulators and ministries as well as the Central Bank of the Russian Federation to further develop and improve Russian financial markets legislation and regulations with the aim to create an international financial centre in Moscow. In particular, ISDA supports the recent promulgation of amendments to a number of Russian laws (including Federal Laws "On Securities Market" and "On Insolvency (Bankruptcy)") that have introduced the concept of netting and close-out netting in Russia and established the eligibility criteria for the enforceability of close-out netting arrangements in insolvency.

The purpose of this letter is to provide our members' feedback on these amendments and offer its assistance to the Federal Service for Financial Markets ("**FSFM**") in the development of its regulations that are necessary for the operation of the new legislation in Russia.

General

We understand that in broad terms the proposed legal regime will operate as follows:

- close-out netting arrangements will be recognised and enforced in the context of derivative transactions, repos and FX and securities transactions (which is presumably intended to cover "today", "tomorrow" and spot FX, equity and fixed income transactions);

- transactions must be entered into between eligible counterparties (as set out in the Securities Market Law and Insolvency (Bankruptcy) Law) prior to the introduction of insolvency proceedings (with respect to Russian non-banks) or appointment of temporary administration or revocation of banking licence (with respect to banks);
- transactions must be documented under eligible master agreements. Domestic master agreements must conform to the 'model provisions' developed by a self-regulated organisation (SRO) and approved by the FSFM. Eligible cross-border master agreements will include those developed by international industry bodies included in the list to be approved by the FSFM; and
- information on concluded transactions must be provided to a repository that will, in turn, report to the FSFM.

The Insolvency (Bankruptcy) Law was also clarified to state that the prohibition on set-off following the commencement of insolvency proceedings (with respect to non-banks) or revocation of banking licence (with respect to banks) would not apply to the procedure of calculation of a single, close-out amount with respect to eligible transactions.

Thoughts and Suggestions

As you are undoubtedly aware, the promulgation of the amendments was positively received by the derivatives market participants and is seen as a critical step in the development of the legal framework for OTC derivatives transactions in Russia.

Having said that, upon the review of the new regime, our members had a number of questions, comments and suggestions and we would be grateful for your thoughts on the points below:

(1) Close-Out Amount Calculation

Article 51⁵ of the Securities Market Law and Article 4¹ of the Insolvency (Bankruptcy) Law state that the close-out amount calculation cannot include the amount of fines and penalties and compensation of lost profit. As you may know, the Close-out Amount calculation formula contained in the ISDA Master Agreement includes an element of default interest (i.e. interest accruing on unpaid amounts), cost of funding, breakage costs, etc. In this regard, our members would appreciate if you could clarify what amounts included in the computation of the Close-out Amount under the ISDA Master Agreement should be excluded from the calculation as well as how the market participants should amend the relevant definition to ensure compliance with the requirements established by the new legislation (and bearing in mind that the calculation should apply in case of both insolvent and non-insolvent default);

(2) Eligible Documentation

As noted above, we understand that eligible cross-border documentation will consist of master agreements developed by international industry bodies included in the list to be approved by the FSFM. From our discussions with the market participants, we understand that it is your intention to include ISDA and International Capital Markets Association (ICMA) in that list.

As one of the benefits of the ISDA documentation is the wide selection of product-specific definition sets that parties may incorporate by reference, it would be helpful if FSFM would approve the use of all the documentation developed by ISDA which is commonly used in any cross-border transactions (e.g. product-specific definitions for the various asset classes, credit support documentation, etc.).

Also, as you may be aware, the derivative transactions are sometimes documented under so-called "long form confirmations" that incorporate master agreements by reference.

ISDA recommends that secondary legislation expressly provide that eligible transactions entered into pursuant to a long form confirmation incorporating an eligible master agreement by reference will benefit from the new legislation.

Derivative market participants will also welcome the FSFM clarification that the parties to an eligible master agreement are allowed to deviate from the standard provisions of the master agreement insofar as they do not affect the statutory pre-requisites for the condition of close-out netting.

We note that it may be appropriate apart from international standard documentation for derivatives (published by ISDA) and repos (published by ICMA) also consider the including of such documentation for securities lending (published by ISLA, International Securities Lending Association).

(3) *Reporting and Registration Requirements*

The reporting and registration requirements established by the new legislation are subject to the regulations to be adopted by the FSFM that will, in particular, determine the identity of the repository as well as provide further guidance on the scope and frequency of reporting.

We understand that it is likely that the role of the repository will be performed by an SRO such as NAUFOR. We understand that efforts around developing software that will allow for online reporting of transactions are underway.

In that regard, our members are concerned that any potential requirement to register the detailed terms of concluded transactions would involve the reporting of proprietary economic models and formulas that the parties are obviously keen to avoid. It would also be helpful to understand whether: (a) the reporting requirements would extend to one or both parties and if they do apply to both, how the repository would accommodate duplicate reporting; (b) amendments to a transaction would need to be reported in the same manner as the original transaction; and (c) the parties' inadvertent failure to report one transaction would invalidate netting with respect to the other, reported transactions (which should not be the case).

Another point of concern is the absence of grandfathering provisions from the new legislation. While the relevant wording suggests that transactions entered into prior to the entry into force of the netting-related provisions of the Securities Market Law and Insolvency (Bankruptcy) Law should enjoy enforceability protection subject to compliance with eligibility criteria, it would be helpful if FSFM could clarify that this is the case as well as provide for the procedure of reporting of pre-netting regime transactions to the repository.

(4) *Collateral Transfers*

The new legislation does not expressly deal with the netting eligibility of collateral transfers under credit support documentation. As you are aware, in the context of cross-border derivatives trading, parties customarily enter into credit support documentation developed by ISDA (namely, Credit Support Annex governed by English law, Credit Support Annex governed by New York Law and, less often, Credit Support Deed governed by English law).

If one were to look at the international practice, obligations of parties to return posted collateral under, say, English law Credit Support Annex are treated as Unpaid Amounts and included in the calculation of the Close-out Amount. It would appear logical if Russia were to adopt that approach and extend enforceability protection to collateral transfers (again, subject to compliance

with eligibility criteria) and we would suggest that the treatment of collateral transfers insofar as it relates to their inclusion in the calculation of the close-out amount is clarified (by way of secondary regulations or otherwise).

With respect to the reporting and registration requirement, it would also be helpful to understand whether it is every transfer of collateral that is to be registered with a depository or would the registration of the Credit Support Annex itself (rather than each transfer) suffice.

(5) Treating Close-out Netting as a Suspicious Transaction

While the new legislation clearly carves out close-out netting from the application of the provisions of the Insolvency (Bankruptcy) Law prohibiting set-off in insolvency, it does not seem to restrict the ability of the bankruptcy administrator to challenge set-off and set-off like arrangements (which may potentially include close-out netting) as a preference.

The possibility of such challenge would appear highly illogical since it would allow the bankruptcy administrator to challenge something that is expressly allowed by the Insolvency (Bankruptcy) Law but, in the absence of any guidance from the Russian authorities, the risk of such challenge would remain bringing into question the effectiveness of close-out netting arrangements in Russia. It will therefore be helpful if you could express your position on this issue.

It will be extremely helpful if draft regulations are published in advance of their adoption in order to allow market participants sufficient time to familiarise themselves with, and comment on, these regulations.

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

Sincerely,

Dr. Peter M Werner
Senior Director
ISDA International Swaps & Derivatives Association
One Bishops Square
London E1 6AD
United Kingdom
Tel +44 20 3088 3550
Fax +44 20 3088 3555
pwerner@isda.org
www.isda.org