

PLMJ

Partilhamos a Experiência. Inovamos nas Soluções.

Março 2012

www.plmj.com



## O CREDIT DEFAULT SWAP GREGO

6 DE MARÇO, 2012

Os mais recentes protagonistas na crise da dívida grega e na crise da Zona Euro são os titulares de *Credit Default Swaps* e a ISDA. Quem são estes protagonistas e qual o seu papel?

### O QUE É UM CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)?

Um CDS pode ser descrito, de modo simplificado, como um tipo de seguro contra o risco de incumprimento da dívida emitida por um terceiro (o devedor de referência). Em termos jurídicos, um CDS é um acordo de swap financeiro pelo qual o vendedor do CDS concorda em compensar (por norma usando como valor de referência o valor facial do título de dívida) o comprador no caso de incumprimento relativamente ao instrumento subjacente ao CDS. Em contrapartida por esta protecção, o comprador paga ao vendedor uma quantia ou "spread" expressa como percentagem do valor nominal em dívida<sup>1</sup>.

*Por exemplo: Se o País A emitiu títulos de dívida adquiridos por B, B poderá comprar um CDS a C de forma a segurar o risco de A não poder pagar os compromissos assumidos no momento de maturidade dos títulos. B e C celebram um contrato pelo qual B acorda pagar uma quantia a C e C concorda em pagar o valor do título no caso do país A entrar em situação de insolvência ou não pagar o valor em dívida. O país A não tem qualquer direito ou dever jurídico decorrente do CDS.*

Também é possível comprar CDSs sem possuir o instrumento financeiro subjacente. Este tipo de CDSs são chamados CDSs a descoberto. O comprador do CDS encontra-se então a especular na insolvência do instrumento financeiro subjacente, apostando que o poderá comprar a um valor mais baixo após insolvência do devedor de referência. A UE acordou uma proibição de CDSs a descoberto relativamente a títulos de dívida soberana no final de 2011<sup>2</sup>.

Os CDSs surgiram nos anos 90 e desempenharam um papel relevante na crise financeira de 2008, quando parte das grandes seguradoras norte-americanas não conseguiram cumprir o pagamento das suas obrigações relativas a CDSs emitidos sobre hipotecas.

Surpreendentemente, apesar do mercado de CDSs estar hoje avaliado em 32 mil milhões de dólares, estes não são comercializados através de nenhum mercado oficial e encontram-se sem regulação (nacional ou internacional) por parte de qualquer agência governamental. A *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), composta por grandes bancos, fundos e casas de investimentos<sup>3</sup>, actua na prática como a entidade reguladora, publicando linhas de orientação e documentação para esta indústria.

"Sociedade de Advogados Portuguesa do Ano"

*Chambers European Excellence Awards, 2009; Shortlisted 2010, 2011/ Who's Who Legal Awards, 2006, 2008, 2009, 2010, 2011/The Lawyer European Awards-Shortlisted, 2010, 2011*

"Melhor Sociedade de Advogados no Serviço ao Cliente"

*Clients Choice Award - International Law Office, 2008, 2010*

"5ª Sociedade de Advogados mais Inovadora da Europa"

*Financial Times - Innovative Lawyers Awards, 2011*

"Melhor Sociedade de Advocacia de negócios da Europa do Sul"

*ACQ Finance Magazine, 2009*

"Melhor Departamento Fiscal do Ano"

*International Tax Review - Tax Awards 2006, 2008*

Prémio Mind Leaders Awards™

*Human Resources Suppliers 2007*

PLMJ  
INTERNATIONAL  
LEGAL NETWORK

MEMBER OFFICES

ANGOLA • BRAZIL • CAPE VERDE • CHINA  
MACAO • MOZAMBIQUE • PORTUGAL

<sup>1</sup> Como o valor em dívida não muda de proprietário no swap, o valor usado para calcular o spread, que é baseado no montante base da dívida do instrumento subjacente, é fictício ou meramente "nocial".

<sup>2</sup> Regulamento do Parlamento e do Conselho relativamente a Short Selling e Credit Default Swaps – adoptado pelo Conselho Europeu em 12 de Fevereiro de 2012, encontrando-se pendente de publicação e entrada em vigor.

<sup>3</sup> Incluindo, entre outros: Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan Chase Bank, Morgan Stanley, UBS, BNP Paribas, Societe Generale, Citadel Investment Group e PIMCO.

## COMO FUNCIONA?

Durante a vida de um CDS (normalmente 5 anos), o comprador pagará o *spread* ao vendedor. O pagamento do CDS ocorre na sequência do designado “Evento de Crédito”. Estes Eventos de Crédito normalmente resultam da insolvência directa da entidade ou Estado emittentes do instrumento financeiro subjacente ou do incumprimento no pagamento destes<sup>4</sup>. Quando um Evento de Crédito ocorre, dependendo dos termos do CDS, o comprador recebe uma compensação acordada como pagamento (normalmente o valor facial do instrumento subjacente) e a propriedade deste é transferida para o vendedor do CDS.

## PORQUE É ISTO RELEVANTE PARA A CRISE DA DÍVIDA GREGA?

Quando investidores privados compraram dívida soberana grega e de outros Estados-Membros, é altamente provável que uma elevada percentagem destes tenham comprado CDSs de modo a mitigar o seu risco. A 24 de Fevereiro, lançou-se a oferta grega de reestruturação da dívida que “convidou” os titulares de dívida grega a trocar os seus títulos por novos títulos que, entre outras características, incluem uma redução do valor facial do título em 50%. O BCE (que se estima possuir títulos de dívida grega no valor de 177 mil milhões de Euros) procederá igualmente a este swap de títulos, mas, nos termos da reestruturação, não será sujeito à redução do valor facial dos títulos.

Esta sequência de eventos levou os titulares de CDSs a colocarem duas questões:

1. Se o facto dos titulares de dívida grega terem sido colocados numa posição subordinada em relação ao BCE, resultante do facto do BCE não sofrer uma redução do valor dos seus títulos, constitui um “Evento de Crédito”
2. Se a redução do valor facial dos títulos em 53.5% - que tecnicamente poderá ser vista como um não cumprimento do pagamento do instrumento subjacente - pode ser considerada em si mesma um Evento de Crédito.

Se qualquer uma destas situações constituir um Evento de Crédito, tal resultaria no pagamento de milhares de milhões de Euros aos titulares de CDSs, de modo análogo à crise financeira de 2008. Alguns analistas especulam que um evento desta natureza contribuiria para destabilizar ainda mais os mercados financeiros, enquanto outros acreditam que esta possibilidade já foi incorporada no “preço” dos títulos e CDSs relativos ao mercado grego.

Se nenhuma das situações constituir um “Evento de Crédito”, o papel dos CDSs como seguros de risco de dívida soberana poderá ser fortemente abalado. Diga-se ainda que se os titulares de títulos de dívida não puderem mitigar suficientemente o seu risco, tal poderá fazer disparar os juros exigidos aos países mais frágeis da Zona Euro pela emissão de dívida.

Em 1 de Março de 2012, a ISDA EMEA *Determinations Committee* acordou, por unanimidade que nenhuma das duas situações constituiria um Evento de Crédito<sup>5</sup>.

A posição do comité encontra-se disponível em: [http://www.isda.org/dc/docs/EMEA\\_DC\\_Statement\\_01032012.pdf](http://www.isda.org/dc/docs/EMEA_DC_Statement_01032012.pdf)

Apesar da ISDA não ter oferecido uma fundamentação formal da sua posição, a maioria dos especialistas concorda que esta tem por base o facto da reestruturação ter ocorrido numa base voluntária<sup>6</sup>.

A Grécia deixou claro que não hesitará em usar as Cláusulas de Acção Colectiva (CACs) que forçarão os titulares de títulos da dívida a participar na reestruturação da dívida caso a adesão voluntária a essa reestruturação fique abaixo do limiar mínimo estabelecido pelo Governo helénico. Se estas CACs forem utilizadas<sup>7</sup> a participação deixará de ter por base uma decisão voluntária. Perante tal situação teremos, muito provavelmente, o ISDA

<sup>4</sup> É importante, porém, notar que não existem limitações naquilo que as partes podem acordar constituir um “Evento de Crédito”.

<sup>5</sup> De acordo com os termos da ISDA 2003 Definitions – ver [www.isda.org](http://www.isda.org).

<sup>6</sup> Contudo, o mercado terá a sua própria opinião em relação à questão de saber quão voluntária é a oferta quando em alternativa se apresenta um incumprimento desordenado da Grécia.

<sup>7</sup> A utilização dos CACs estará dependente do número de titulares que aceitem a reestruturação.

EMEA *Determination Committee* a analisar novamente os CDSs relativos à dívida grega e a ser forçado a estabelecer uma decisão que terá consequências para o futuro dos CDSs, mas também sérias consequências para a Grécia e o resto da Zona Euro.

É importante notar que a ISDA EMEA *Determination Committee* deixou uma porta aberta para uma alteração de posição. Na sua declaração afirmou que “a situação na República Helénica continua a evoluir” e que reserva uma alteração da sua avaliação caso surjam novos factos (i.e os resultados da oferta de reestruturação).

Oficialmente os termos da oferta de reestruturação terminam a 10 de Março. Entretanto, os titulares de dívida encontram-se na expectativa, avaliando comportamentos mútuos. Nos termos da oferta, se menos de 66% dos titulares de títulos de dívida aceitarem os CACs, a reestruturação não terá lugar, sendo este um dos requisitos essenciais para a libertação dos fundos relativos ao segundo pacote de ajuda financeira. Caso a Grécia não obtenha o dinheiro necessário este mês, então o incumprimento seria consequência iminente. Os custos de um incumprimento eminente da Grécia são correntemente estimados num valor superior a um bilião de Euros. Contudo, se mais de 90% dos titulares aceitarem o acordo, será provável que os restantes titulares recebam a totalidade do valor dos seus títulos, criando um incentivo para que todos esperem e analisem as acções dos restantes titulares. Algo típico de um dilema do prisioneiro.

O presente Update destina-se a ser distribuído entre Clientes e Colegas e a informação nele contida é prestada de forma geral e abstracta, não devendo servir de base para qualquer tomada de decisão sem assistência profissional qualificada e dirigida ao caso concreto. O conteúdo deste Update não pode ser reproduzido, no seu todo ou em parte, sem a expressa autorização do editor. Caso deseje obter esclarecimentos adicionais sobre este assunto contacte **Ricardo Oliveira** ([ricardo.oliveira@plmj.pt](mailto:ricardo.oliveira@plmj.pt)), **Hugo Rosa Ferreira** ([hugo.rosafferreira@plmj.pt](mailto:hugo.rosafferreira@plmj.pt)) ou **Jodie Lazell** ([jodie.lazell@plmj.pt](mailto:jodie.lazell@plmj.pt)).

**PLMJ**  
INTERNATIONAL  
LEGAL NETWORK  
MEMBER OFFICES  
ANGOLA • BRAZIL • CAPE VERDE • CHINA  
MACAO • MOZAMBIQUE • PORTUGAL