



Direito Aberto

Gustavo Ordonhas Oliveira

Advogado na SRS Advogados

Colaboração com a:



Reestruturação da dívida: o impacto nos credit default swaps

Durante a actual crise da dívida soberana tem sido amplamente discutida a hipótese da reestruturação, em particular no caso da Grécia. Além do impacto reputacional e impossibilidade de acesso a mercados de financiamento durante um largo período de tempo, é importante perceber o efeito que a reestruturação teria no mercado de derivados, em particular os *credit default swaps* (CDS).

Em termos resumidos, um CDS é um contrato em que uma parte compra e outra parte vende protecção contra o risco de crédito de um terceiro, obrigando-se o vendedor a compensar o comprador no caso desse terceiro (empresa ou país) sofrer um determinado evento de crédito. Se ocorrer um evento de crédito relativamente a essa entidade de referência, o vendedor deverá compensar o comprador pela perda de valor das obrigações da entidade de referência identificadas no CDS. A forma como esta

compensação será efectuada é também acordada entre as partes, podendo a liquidação ser financeira (pagamento da diferença entre o valor nominal das obrigações referenciadas e o seu valor de mercado no momento da liquidação) ou física (pagamento do valor nominal das obrigações referenciadas contra a entrega destas obrigações ao vendedor).

Entre os principais eventos de crédito inclui-se a reestruturação, a qual abrange a ocorrência de um evento em termos vinculativos para todos os detentores das obrigações, ou acordados entre a entidade de referência e um número suficiente de detentores das obrigações para garantir a vinculação de todos os detentores, podendo incluir a redução de taxa de juro ou do capital devido ou o adiamento de datas de pagamento de juro, de maturidade ou de reembolso.

Como tem sido evidente no caso da Grécia, há uma grande preocupação em apenas admitir

uma eventual reestruturação de dívida que não seja enquadrável nesta definição de reestruturação, designadamente através da atribuição de um elemento de 'voluntarismo' (e não de imposição). Uma decisão de impor a reestruturação da dívida traduzir-se-ia na verificação de um evento de crédito nos CDS que referenciem risco dessa entidade de referência, resultando numa obrigação de pagamento por parte dos operadores de mercado que venderam protecção às contrapartes.

Além do impacto da reestruturação nos detentores da dívida, que verá o seu valor reduzido, os vendedores de protecção em CDS seriam também obrigados a pagar elevados montantes de compensação às contrapartes. A este propósito recorde-se a falência da Lehman Brothers: com a ocorrência deste evento de crédito, a AIG, que tinha vendido protecção contra a Lehman Brothers em inúmeros CDS, viu-se obrigada a paga-

mento de montantes anormalmente elevados às suas contrapartes num cenário de difícil liquidez, o que praticamente a conduziu à falência e a um *bailout* superior a 180 mil milhões de dólares.

Por outro lado, muitas posições detidas em CDS pertencem a especuladores que apostam na queda de mercados na Zona Euro, pelo que a ocorrência de um evento de crédito desta natureza e os consequentes *payouts* poderia ter o efeito não apenas de recompensar especuladores com lucros, mas também de incentivar ataques especulativos a outros países da Zona Euro, nomeadamente Espanha.

De acordo com os dados publicados por The Depository Trust & Clearing Corporation, o valor bruto de dívida portuguesa segurada através de CDS ascende a mais de 72 mil milhões de euros, podendo o montante líquido correspondente a pagamentos efectivos em caso de evento de crédito ascender a 6,6 mil milhões de euros, o que, não sendo um valor excessivo quando comparado com o montante total de dívida pública portuguesa, não deverá ser certamente ignorado.