

Credit Default Swaps

Uma Abordagem Institucional sobre os Riscos e as Debilidades
da Figura



CATÓLICA
FACULDADE
DE DIREITO

ESCOLA DE LISBOA



CATÓLICA
LISBON
SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

*Dissertação Final de Mestrado apresentada à Escola de Direito da Universidade
Católica Portuguesa para a Obtenção do Grau de Mestre por Rita Filipa Soares
Cavaco sob as orientações do Exmo. Senhor Dr. Joaquim Cadete e Exmo.
Senhor Dr. Jorge Brito Pereira*

Mestrado em Direito e Gestão orientado para a Profissionalização

Lisboa

1 de Junho de 2015

“The financial sector is, in many ways, the brain of a modern economy. When it functions well, it allocates resources and risk effectively and thereby boosts economic growth while also making lives easier, safer and more fulfilling. It broadens opportunity and attacks privilege. It works for all of us. Of course, when it works poorly, as it has done recently, it can do enormous damage while benefiting a very few.”

RAGHURAM, RAJAN (“Fault Lines”, Princeton University Press, 2010)

Índice

| | |
|-------------------------------------------------------------|----|
| AGRADECIMENTOS | 6 |
| ABREVIATURAS | 7 |
| INTRODUÇÃO | 8 |
| PARTE A: Enquadramento da figura do CDS | |
| I. O CDS NO DIREITO PORTUGUÊS | |
| 1. Conceito | 9 |
| 2. A figura do Instrumento Financeiro. Subtipos | 9 |
| 3. Qualificação jurídica dos CDS | 10 |
| 4. Características dos Derivados | 12 |
| 5. Regime Jurídico dos Derivados | 13 |
| 6. Diferença face aos contratos de seguros | 14 |
| II. OS CDS | |
| 1. Funcionamento | 14 |
| 2. Evento de Crédito | 15 |
| 3. Prémio de CDS | 15 |
| 4. Modalidades de CDS | 16 |
| 5. Funcionalidades dos CDS | |
| a. Instrumento de gestão de risco | 17 |
| b. Instrumento de <i>trading</i> | 18 |
| c. <i>Spread</i> de CDS como medida de risco de crédito ... | 18 |
| d. Otimização na alocação do risco | 18 |
| PARTE B: Abordagem institucional dos CDS | |
| I. ENTIDADE DE REFERÊNCIA | |
| 1. Realidade subjacente | 19 |
| 2. O Risco de Crédito da Entidade de Referência | 20 |
| 3. Mitigação do risco | 21 |
| II. INVESTIDOR OU COMPRADOR DA PROTEÇÃO | |
| 1. “Naked” CDS | 22 |
| 2. Sobreconfiança nas Agências de Notação de Risco | 23 |
| III. VENDEDOR DA PROTEÇÃO | |
| 1. Sobreposição de funções | 24 |
| 2. Crise reputacional | 25 |

| | | |
|------|-------------------------------------------------------------------------------|----|
| | 3. Problemas de liquidez e de solvência | 25 |
| IV. | RISCO DE CONTRAPARTE | 25 |
| | 1. Concetualização | 25 |
| | 2. Interação entre o risco de crédito e o risco de contraparte ... | 26 |
| V. | CONSEQUÊNCIA: RISCO SISTÊMICO E RISCO SISTEMÁTICO | |
| | 1. Concetualização | 27 |
| | 2. Mitigação do risco | 28 |
| VI. | AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO | |
| | 1. Conhecer as Agências de Notação de Risco (ANR) | 28 |
| | 2. Os problemas das ANR | 29 |
| | 3. Propostas de solução | 30 |
| VII. | REGULADOR E AMBIENTE DE INVESTIMENTO | 33 |
| | 1. Mercado OTC vs. Mercado por regular | 33 |
| | 2. Ambiente de Investimento | 33 |
| | a. Ambiente Internacional | |
| | i. Financial Stability Board (FSB) | 34 |
| | ii. ISDA | 34 |
| | iii. Colaterais | 36 |
| | iv. Acordos “Basel” II e III (Banca) | 37 |
| | v. Transparência: “Central Counterparty” (CCP) e “Data Repositories” | 38 |
| | 1. 1. CCP (ou "Central clearing") | 39 |
| | 2. “Data Repositories” | 40 |
| | vi. “Trade Compression” | 40 |
| | b. Ambiente Europeu | |
| | i. “European System of Financial Supervision” (ESFS) | 40 |
| | ii. União Bancária | 41 |
| | iii. Diretivas “Solvency” I e II (Seguradoras e Resseguradoras) | 41 |
| | iv. FCA e PRA | 43 |
| | c. Ambiente Norte-Americano | |
| | i. “Securities and Exchange Commission” (SEC) | 44 |

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| ii. “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010” | 44 |
| CONCLUSÕES | 46 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 49 |
| SITIOGRAFIA | 53 |
| ANEXOS | 54 |

Agradecimentos

Ao longo desta Dissertação de Mestrado contei com importantes incentivos e apoios que não queria deixar de referenciar e de deixar o meu maior agradecimento.

Pelo enorme saber e disponibilidade demonstrados em todas as alturas muito agradeço ao Senhor Professor Dr. Joaquim Cadete e ao Senhor Professor Dr. Jorge Brito Pereira, Orientadores deste meu projeto.

Pelo infinito afeto e incondicional apoio, aos meus seis: pais, irmão, avós e tio. É neles que reside a minha admiração.

Ao Diogo e à Carolina, pelo seu interesse e confiança neste projeto e, literalmente, pela força além-fronteiras.

Ao meu amigo Diogo Costa Seixas, atencioso leitor e ponteiro crítico desta tese.

Abreviaturas

Art. – Artigo

BCE – Banco Central Europeu

CDS – Credit Default Swaps

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF – Diretiva relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros, Diretiva n.º 2004/39/CE de 21 de abril

RGIC – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

Introdução

O presente trabalho versa um dos mais importantes instrumentos financeiros de derivados: os CDS. É feito segundo uma abordagem institucional dos seus participantes acerca, fundamentalmente, dos riscos e, quando se fazem sentir, das dificuldades, que enfrentam.

A primeira parte do estudo começa por explicar o enquadramento jurídico dos CDS no Direito Português, bem como o seu funcionamento.

De seguida é feita a análise institucional, na qual cada participante – contratual ou não – relevante é estudado individualmente: a entidade de referência, o comprador da proteção, o vendedor da proteção, agências de *rating* e o regulador. A última posição abordada é a do regulador por ser na sua senda que, por excelência, são desenvolvidas as principais medidas de combate a estas questões – proporcionando mais ou menos garantias ao investidor: o ambiente de investimento.

O nosso Direito é, até à data de hoje, muito reduzido em matéria de CDS. Tem-se bastado a um tratamento generalista da figura do derivado – na qual os CDS se integram. O tratamento jurídico que lhes dou neste estudo é, por esse motivo, sobretudo, aquele que tem vindo a ser dado pelas fontes internacionais de direito ou pelas autoridades de regulação e supervisão internacionais.

PARTE A: Enquadramento da figura do CDS

I. O CDS NO DIREITO PORTUGUÊS

1. Conceito. O CDS constitui-se como um **contrato** bilateral negociado em mercado não organizado¹ através do qual uma parte contratual (o comprador da proteção) procede à transferência do **risco de crédito** associado a um ativo para a contraparte (o vendedor da proteção), mediante o pagamento de uma **contrapartida**². Assenta numa **relação de derivação**³ onde a execução e valoração do contrato CDS é em função de um ativo – designado de “**ativo subjacente**” – previamente adquirido. É por via da transferência do risco que se consubstancia a proteção *CDS* (*Figura 1*, anexos).

2. A figura do Instrumento Financeiro⁴. *Subtipos.* O Instrumento Financeiro refere-se a qualquer destes três instrumentos⁵, tal como resulta do CVM:

- Valores Mobiliários (art. 2.º, n.º1, a)),
- Instrumentos Monetários (art. 2.º, n.º1, b)),
- Instrumentos Derivados (art. 2.º, n.º1, c) a f)).

O **Valor Mobiliário**⁶ é considerado como “*o veículo por excelência do financiamento empresarial de médio e longo prazo*”⁷. Atualmente vem previsto genericamente no art. 1.º do CVM⁸.

¹ O também designado Mercado de Balcão ou Mercado *Over the Counter* (OTC) (WEISTROFFER, Christian, “Credit Default Swaps – heading towards a more stable system”, *Deutsche Bank Research*, Germany, December 21, 2009, p. 5. FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros”, Almedina, Coimbra, 2013, p. 307. ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos Financeiros”, Almedina, Coimbra, 2009, p. 178). Neste mercado as operações são tipicamente realizadas diretamente entre as partes. **Vantagens:** maior flexibilidade negocial e mobilidade substantiva dos contratos (que são “personalizados” pelas partes no exercício da sua autonomia privada). **Contrapartida:** liquidez e padronização reduzidas e superior risco de contraparte (ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Derivados”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, CMVM, Agosto 2008, p. 108).

² CÂMARA, Paulo, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 193 e 194. ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 179 e 180. AVELLANEDA, Marco, CONT, Rama, “Transparency in the Credit Default Swaps Markets”, *Finance Concepts*, 2010, p. 18. Vide também: http://www.isdacdsmarketplace.com/about_cds_market/how_cds_work.

³ FERREIRA, Amadeu J., “Sumários das Aulas de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários”, publicado para uso exclusivo dos alunos em www.fd.unl.pt, ponto 5.1. ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 130. MOURATO, Helder M., “O contrato de Swap de Taxa de Juro”, Almedina, 2014, p. 19.

⁴ Para mais informações vide ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 8 e ss.

⁵ CÂMARA, Paulo, “Manual ...”, cit., p.203, afirma faltarem “*indícios mínimos de apuro concetual*” dado que a categoria dos instrumentos financeiros “*arruma, por conveniência, três realidades justapostas*”, tratando-se de “*um arranjo concetual de circunstância – sem pretensão alguma de discernir as características substanciais que unem os três sub-conjuntos incluídos*”. FERREIRA, Amadeu J., “Sumários...”, cit., ponto 3.3, inclui um quarto tipo de instrumentos: instrumentos do mercado segurador.

O **Instrumento Monetário**⁹, expressamente consagrado no art. 2.º, n.º 1, b) do CVM, designa o instrumento financeiro negociado a curto prazo (inferior a um ano) em mercado monetário – aquele que é dotado de liquidez quase imediata e de baixo risco –, por investidores institucionais e sujeitos à supervisão pelo Ministro das Finanças e do Banco de Portugal (arts. 91.º, n.º 1 e 92.º, a) do RGIC¹⁰).

O **Instrumento de Derivado**, previsto genericamente no art. 2.º, n.º 1, c) a f) do CVM, resulta de um contrato de prazo assente numa técnica de derivação e com uma ou mais das seguintes funções: cobertura de riscos (*hedging*¹¹), especulação (*trading*) e arbitragem (*arbitrage*)¹². É nesta categoria que se inserem os CDS. Este tipo de instrumento financeiros desempenha, sobretudo, uma função de financiamento, quer direto (quando constituem uma forma de obtenção de capitais próprios ou alheios a médio/longo prazo), quer indireto (quando visam uma proteção ou uma especulação face aos riscos)¹³.

3. Qualificação jurídica do CDS. O CDS é um **Instrumento Financeiro Derivado**. No ordenamento jurídico português o instrumento financeiro tem a sua *sedes materiae* no

⁶ Para mais informações *vide*: ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit.. CÂMARA, Paulo, “Manual...”, cit.; ASCENSÃO, J. Oliveira, “O novíssimo conceito de valor mobiliário”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra Editora, 2006. CASTRO, C. Osório, “Valores Mobiliários: Conceito e Espécies”, 2.ª ed., UCP Editora, Porto, 1998. FERREIRA, Amadeu J., “Direito dos Valores Mobiliários”, *Sumários*, AAFDL, Lisboa, 1997.

⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 14.

⁸ Refira-se, todavia, que este artigo consagra apenas requisitos dos quais a qualificação de valor mobiliário atípico depende. Recorremos à doutrina para encontrar uma definição: CÂMARA, Paulo, “Manual ...”, cit., p. 105, define o valor mobiliário como uma “*realidade compósita que agrega as situações jurídicas representadas e a forma de representação, unidas em torno da aptidão circulatória: trata-se, em suma, de uma posição jurídica representada*”. Já ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 51, define como “*instrumentos financeiros representados num título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogêneas e fungíveis e são negociáveis em mercado organizado*”. Concretizando um pouco mais o conceito, este último autor, na mesma obra, p. 13, diz que “*os valores mobiliários são caracterizadamente emitidos em massa para o público investidor em geral, são crescentemente desmaterializados (...), são negociados no contexto de um mercado organizado próprio, e funcionam essencialmente como veículos de financiamento empresarial mediante captação do aforro*”.

⁹ Sobre os instrumentos monetários, *vide* GONÇALVES, Renato, “Nótulas Comparísticas sobre os conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código de Valores Mobiliários”, 19 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2004, 94-103, p. 95 e ss.

¹⁰ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 205 e 206.

¹¹ Ao longo deste trabalho irei recorrer frequentemente a expressões em língua inglesa por não encontrar uma tradução fidedigna face à nomenclatura original – e por isso peço já as minhas desculpas – ou por não querer deixar de dar a conhecer a designação típica – como é este o caso.

¹² *Idem*, p. 124. *Hedging*: função de salvaguarda desempenhada pelos derivados quanto aos riscos de mercado, de crédito, de contraditório e regulatório. *Trading*: possibilidade do investidor lucrar tentando prever aquele que vai ser o sentido da evolução dos ativos subjacentes. *Arbitrage*: lucro obtido das imperfeições do mercado e preços dos ativos subjacentes.

¹³ *Idem*, p. 23

art. 2.º do CVM. Este artigo, de epígrafe “âmbito de aplicação material” do Código dos *Valores Mobiliários*, contém, na prática, o elenco de instrumentos financeiros (art. 2.º, n.º 2 do CVM) – entre os quais se insere o valor mobiliário (art. 2.º, n.º 1, a))¹⁴.

Este conceito está ainda presente noutros diplomas e, nem sempre, com um alcance idêntico¹⁵. Saliento o art. 199º-A, parágrafo 3.º, do RGIC¹⁶: “*instrumentos financeiros: qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte, incluindo, no mínimo, os instrumentos referidos [na DMIF]*”¹⁷. É um conceito, contudo, excessivamente minimalista uma vez existirem instrumentos financeiros que não são contratos¹⁸. Também o CVM se encontra desfalcado nesta tarefa e, por isso, para um melhor entendimento do conceito de instrumento financeiro, convém recorrer à Doutrina. Engrácia Antunes designa como “*um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogêneos suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas*”¹⁹⁻²⁰.

O CDS subcategoriza-se ainda num **Derivado**²¹. Por vir expressamente previsto na lei, mais precisamente no art. 2.º, n.º 1, c) do CVM, é um instrumento **nominado**.

Os Derivados têm como **vantagens** i) a salvaguarda face ao risco de mercado, risco de crédito e risco regulatório, entre outros²², ii) são formas de financiamento indireto das

¹⁴ No fundo é o valor mobiliário aquele que é um tipo de instrumento financeiro, e não o contrário, levando a uma inconsistência terminológica que nos faz questionar se o nosso CVM não se deveria antes designar de “Código dos Instrumentos Financeiros” (FERREIRA, Amadeu J., “Um Código dos Instrumentos Financeiros?”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, 2011, p. 701 e ss.).

¹⁵ Para saber quais *vide*: ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 18 e ss.

¹⁶ Em transposição da Diretiva n.º 2006/49/CE, de 14 de junho (MOURATO, Helder M., “O contrato...”, cit., p. 15).

¹⁷ Complemento pela DMIF na enumeração dos instrumentos financeiros “mínimos”. Não oferece definição de instrumento financeiro mas elenca aqueles que considera serem os instrumentos financeiros na Secção C do Anexo I.

¹⁸ Como uma ação ou um valor mobiliário (CÂMARA, Paulo, “Manual ...”, cit., p. 200).

¹⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os instrumentos ...”, cit., p. 7.

²⁰ Para outra definição de instrumento financeiro entre a doutrina portuguesa: FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos, “Contratos II”, 2.ª ed., Almedina, 2011, p. 132: “*instrumentos financeiros são documentos e contratos financeiros latu sensu, isto é, destinados ao financiamento a qualquer prazo ou relacionados com o financiamento a qualquer prazo*”.

²¹ Os derivados, enquanto instrumento financeiro, estão associados ao movimento de “inovação financeira” dos mercados mundiais (para mais informações sobre a “inovação financeira”, *vide* QUELHAS, J. Santos, “Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (“Novos Produtos Financeiros”)”, *Separata do BCE*, Coimbra, 1996. CAVANNA, Henri (ed.), “Financial Innovation”, I. Thomson Business, Routledge, 1992).

²² ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os instrumentos ...”, cit., p. 124.

empresas e governos, iii) permitem maior alavancagem financeira nos investimentos, iv) fomentam a diversificação das fontes de financiamento, v) constituem-se como fontes especulativas e arbitragistas de investir no mercado, vi) poderão eventualmente providenciar mais transparência e precisão na determinação dos preços dos ativos subjacentes e, por fim, vii) maior eficiência e liquidez no mercado de capitais. Como **desvantagens** refiro i) a complexificação do *governance* empresarial, ii) os problemas projeção de *cash flows* futuros, iii) o aumento das perdas dos investidores e iv) o aumentar do risco sistémico no sistema financeiro²³.

Há aqueles que ainda subsubcategorizam o CDS a um **derivado de crédito**²⁴ por estarmos perante um contrato onde há a transferência do risco de crédito de uma parte para a outra, sendo o seu preço²⁵ estabelecido em função da qualidade e credibilidade creditícia do emissor do ativo.

4. Características dos Derivados²⁶. Os derivados consubstanciam-se em “*contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente*”²⁷. Daqui se retiram as características dos contratos CDS.

Começo pela génese constitutiva do CDS: o **contrato**. Destaco a sua natureza *consensual* (não existe forma legal obrigatória²⁸), *sinlagmática* (fonte bilateral de obrigações sucessivas), *onerosa* (com responsabilidades patrimoniais) e *aleatória* (o risco e a incerteza são a própria causa e objeto contratuais). Em segundo lugar, assenta em **técnicas de derivação**: enquanto instrumento de “segundo grau” é construído e valorado por referência a outra realidade primária, tipicamente sujeita a variação de valor (condição essencial ao negócio jurídico). Em terceiro lugar, o CDS é um contrato a **prazo**²⁹ – o negócio em que se consubstancia não é de execução imediata, havendo um período de tempo entre a data da celebração e a data da execução dos direitos ou obrigações dele emergentes (só aquando da execução é que a quantia a ressarcir é aferível). O fator “tempo” está intimamente associado às oscilações das variáveis económicas futuras – fundamentais porque proporcionam a incerteza que é

²³ *Idem*, p. 24 a 26.

²⁴ *Idem*, p. 174 e ss. Também, FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados...”, cit., p. 307.

²⁵ A designação “preço do CDS” refere-se ao mesmo que “*spread* de CDS” ou “prémio de CDS”.

²⁶ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os instrumentos ...”, cit., p. 127 e ss.

²⁷ *Idem*, p. 127.

²⁸ O modelo negocial suscetível de gerar vinculação jurídica é bastante amplo uma vez que os CDS são caracterizadamente *contratos personalizados*.

²⁹ Sobre os Derivados enquanto negócios a prazo, *vide* ASCENSÃO, J. Oliveira, “Derivados”, 47, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, 2000, p. 41-68.

contratualizada (o risco de crédito). Por último, há quem fale ainda da sua **abstração**³⁰ na medida em que são autónomos face à transação que deu origem à aquisição do ativo subjacente.

5. Regime Jurídico dos Derivados. Começando pela sua **criação**, o CDS é fruto de um contrato e não de uma emissão em sentido técnico³¹. De seguida é colocado à **negociação** em mercado OTC, onde o investidor interessado faz uma oferta de compra ou venda, abrindo-se as posições de compra ou posições de venda – que diariamente, e no fim da maturidade, são liquidadas. Os contratos são personalizados para cada investidor; não obstante é prática reiterada a utilização do “ISDA Master Agreement”³². É uma negociação geralmente bilateral, sem prejuízo de poder haver a intervenção de um intermediário financeiro especializado que não seja parte do contrato (como a ISDA³³). A sua **circulação** está, regra geral, sujeita a regras de transmissão específicas³⁴. Por último, a **liquidação** do contrato CDS é acionada apenas quando houve a interrupção das relações contratuais por via de um evento de crédito, originando a compensação. Existem duas as formas de liquidação: i) liquidação física, quando aquele que comprou a proteção entrega o ativo subjacente ao vendedor da proteção, tendo como contrapartida o seu equivalente em dinheiro; ii) e a liquidação em dinheiro, no caso do comprador da proteção receber em dinheiro o residual entre o valor do

³⁰ Sobre a característica da abstração diferentes posições há na doutrina. ENGRÁCIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos ...*, cit., p. 136, defendendo o derivado como um negócio abstrato “absoluto” diz: “os derivados são ainda instrumentos financeiros abstratos no sentido em que, uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respetivos ativos subjacentes: muito embora economicamente o derivado constitua uma duplicação do ativo subjacente (...), de um ponto de vista jurídico encontramos-nos perante instrumentos juscomerciais “a se” cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo”. Já FERREIRA, Amadeu J., “Direito ...” cit., p. 438 e ss. diz que: “os produtos são criados para manter uma certa ligação com a realidade subjacente, isto é, a relação que se estabelece entre o instrumento criado e a realidade subjacente íntegra o próprio contrato e faz parte do conteúdo do instrumento derivado”. MOURATO, Helder M., “O contrato ...”, cit., p. 19, vem tomar posição igual a Amadeu José Ferreira (“se a realidade subjacente tem influência sobre o derivado, então não há abstração”) e diz ainda que “também não há causalidade porque, por exemplo, se a realidade subjacente for um contrato e este, por alguma razão, for nulo, tal circunstância pode não vir a ter qualquer influência no derivado”.

³¹ Neste sentido: ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os instrumentos ...”, cit., p. 143. FERREIRA, Amadeu J., “Operações de Futuros e Opções”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, 121-188, Lex, Lisboa, 1997, p. 176 e ss.

³² O facto de ser negociado em mercado OTC não invalida o recurso a esses modelos standardizados ou cláusulas contratuais gerais (FRANZEN, Dietmar, “Design of Master Agreements for OTC Derivatives”, Springer, Berlin, 2000). Abordo o tema do “ISDA Master Agreement” à frente, p. 34

³³ “International Swaps and Derivatives Association”, fundada a 1985, tem tido como principal objetivo tornar o mercado dos derivados OTC mais seguro e eficiente. Tem desenvolvido um conjunto de medidas para promover uma sólida gestão dos riscos associados a estes instrumentos, das suas práticas e dos seus procedimentos, trabalhando em cooperação com os políticos e legisladores mundiais para tal.

³⁴ Concretamente, consta do art. 7.º do “Master Agreement” a necessidade de acordo prévio e escrito da contraparte para ocorrer a transmissão universal do património ou de insolvência da contraparte.

seguro e o valor de mercado³⁵ do ativo, continuando a manter em sua posse o respetivo ativo.

6. Diferença face ao Contratos de Seguro. Existe algum debate sobre esta temática³⁶. Por não fazer parte do assunto em estudo refiro apenas as duas principais diferenças que têm sido evidenciadas para os diferenciar, sem querer entrar em juízos de valor sobre as mesmas: i) a possibilidade de, no CDS, se adquirir um ativo sem que, em contrapartida, se esteja exposto ao seu risco (as vendas a descoberto³⁷); ii) e o facto dos contratos CDS serem transacionados em mercado secundário, tendo como inconveniente a dificuldade em se aferir a entidade que é efetivamente responsável pela cobertura daquele risco e a sua real capacidade para tal.

II. OS CDS

1. Funcionamento. A atividade económica é uma atividade tipicamente de risco³⁸. Todos os dias inúmeros título proporcionadores de diferentes níveis de remuneração e de risco, são emitidos por um conjunto de entidades e colocados à venda no mercado. Aquele que comprar um desses ativos transfere para a sua esfera jurídica o risco a eles associado. Feito o investimento, enfrentando a dúbia possibilidade de lucro ou prejuízo, o investidor tem duas hipóteses: ou suporta ele mesmo esse risco ou recorre a algum produto que o permita eliminar ou mitigar, nomeadamente um contrato CDS. Se decide realizar o CDS o proprietário do ativo tem de dirigir a uma entidade vendedora de proteção CDS³⁹ e, através de um contrato, acordam que será esta, doravante, a suportar o risco de crédito mediante o pagamento de um prémio, até um destes dois momentos ocorrer: findar a maturidade do contrato CDS ou ocorrer um evento de crédito.

Ambas as partes retiram vantagens do CDS: o vendedor da proteção passa a receber periodicamente o prémio, enquanto que o comprador da proteção beneficia com a eliminação do risco de crédito da sua esfera jurídica.

³⁵ O valor de mercado é estipulado por um leilão dos títulos de crédito.

³⁶ Para mais detalhes vide FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados ...”, cit., p. 307.

³⁷ Os “Naked” CDS, que têm uma função especulativa e não de cobertura de risco. Não existe necessariamente uma relação entre o montante do CDS com o nível da exposição/risco associado àquele ativo. Falo deste tema *infra*, p. 22.

³⁸ CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia, MOLYNEUX, Philip, “Introduction to Banking”, Pearson Education, England, 2006, p. 276.

³⁹ Sobre o vendedor da proteção vide p. 24.

2. Evento de Crédito⁴⁰. Nem todos os eventos são eventos de crédito, *i.e.*, eventos suscetíveis de ativar a proteção CDS⁴¹. Sendo que é o momento que determina a liquidação do CDS a sua delimitação *a priori* é uma parte essencial do contrato⁴².

São eventos de crédito⁴³: i) **falência da entidade de referência**; ii) **aceleração da obrigação** (quando a obrigação fica vencida e exigível em resultado de uma omissão por parte da entidade de referência antes do momento em que, em condições normais, teria ficado vencida e exigível; é estabelecido um limite mínimo que precisa ser ultrapassado para que o evento seja acionado); iii) **incumprimento da obrigação** (quando a obrigação fica em condições de ficar declarada vencida e exigível em resultado de uma omissão por parte da entidade de referência antes do momento em que, em condições normais, teria ficado em condições de o ser; estabelece também um limite mínimo que precisa ser ultrapassado para que o evento seja acionado⁴⁴); iv) **falta de pagamento** (falha por parte da entidade de referência de fazer, quando e onde é devido, qualquer pagamento ao abrigo de uma ou mais obrigações); v) **repúdio/mora** (quando a entidade de referência ou uma autoridade governamental rejeita ou contesta a validade da obrigação); vi) **reestruturação** (reestruturação da entidade, mas vinculativa de todos os credores, e excluindo todas as situações de reestruturação voluntária⁴⁵).

3. Prémio de CDS. O cálculo do prémio é feito tendo em consideração a perda expectável que a *entidade de referência* possa vir a ter. Comummente expresso em pontos base percentuais e anualizado com base no valor que segura o contrato (*notional value* do CDS⁴⁶). Têm-se em consideração dois fatores que têm influência nessa

⁴⁰ Para mais informação *vide* BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit Default Swap Market – Report”, June 2012, p. 13. HUDSON, Alastair, “The Law on Financial Derivatives”, 3^a ed., Sweet & Maxwell, Londres, 2002, p. 77. Para uma lista dos eventos de crédito relevantes elaborada pela ISDA, *vide* HARDING, Paul, “A Practical Guide to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”, Euromoney Pub., London, 2004.

⁴¹ P.e., a mera oscilação de preço do CDS, sem a consubstanciação num incumprimento, não origina a liquidação do contrato (HOUWELING, Patrick, VORST, Ton, “Pricing default swaps: Empirical evidence”, *Journal of International Money and Finance* 24, 1200-1225, 2005, p. 1200).

⁴² WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit., p. 4.

⁴³ BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit ...”, cit., p. 13. HOUWELING, Patrick, VORST, Ton, “Pricing...”, cit., p. 1202. WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit. p. 4.

⁴⁴ Para que o limite estabelecido no evento de “aceleração da obrigação” seja relevante tem de ser inferior ao limite estabelecido no “incumprimento da obrigação”.

⁴⁵ BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit ...”, cit., p. 13.

⁴⁶ *Notional Value* corresponde ao valor do ativo subjacente.

expectativa de perda: probabilidade de entrada em incumprimento (PI) e taxa de recuperação (TR)⁴⁷.

$$\text{Prémio} \approx PI * (1-TR)$$

Concretizando. Se tivermos uma TR = 0% e uma PI de 1,5%, significa que teremos um prémio anual de 150 pontos base⁴⁸ ($1,5\% * (1-0) = 150$). O prémio é anual mas regra geral é pago trimestralmente⁴⁹ e, por isso, o comprador de proteção que subscreva um contrato CDS com uma maturidade de 4 anos, um *notional value* de € 30.000.000 e um prémio de 150 pontos base, terá de pagar um valor trimestral de € 112.500 ($(30.000.000 * 0,015)/4$) até ao fim do contrato. Durante este período se nenhum dos eventos de crédito tiver lugar então os € 450.000 ($€ 112.500 * 4$) serão suportados pelo comprador da proteção sem qualquer contrapartida. Com efeito, uma vez que apenas houve uma prestação unilateral sem um ganho efetivo na contrapartida (porque o ganho existiria apenas na medida em que o CDS fosse ativado), a rentabilidade deste produto, terá de naturalmente descer na proporção desses pagamentos. Se as obrigações tiverem um ganho (cupão anual) de 4%, teremos de abater o valor do prémio (1,5%), recebendo o investidor em termos líquidos 2,5% de rentabilidade⁵⁰. Já pelo contrário, se alguns desses eventos ocorrer, então o investidor será ressarcido nos termos daquilo que tenha sido acordado contratualmente com o vendedor da proteção.

4. Modalidades de CDS. Os CDS podem ser categorizados em “Single-name CDS”, “Multi-name CDS” ou “Exotic CDS”⁵¹ (Figura 2, anexos). Falando apenas dos dois mais importantes: os “Single-name” correspondem a operações de *hedging* do risco de crédito de títulos de dívida emitidos por uma única entidade (Estado ou empresa); os “Multi-name” fazem uma igual cobertura do risco de crédito de títulos de dívida mas são emitidos por uma multiplicidade de credores aglutinados num só CDS. Podem ser *Index* (CDX)⁵², *Tranched index* (CDT)⁵³ ou *Basket*⁵⁴.

⁴⁷ WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit., p. 4.

⁴⁸ 150 pontos base correspondem a 1,5%.

⁴⁹ O pagamento trimestral dos prémios são feitos em datas padronizadas: 20 de Março, 20 de Junho, 20 de Setembro e 20 de Dezembro, pelo montante vencido entre a data da negociação e essa data (FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados...”, cit., p. 308).

⁵⁰ *Idem, ibidem.*

⁵¹ *Idem*, p. 7.

⁵² A proteção é oferecida a todo o conjunto de entidades do portefólio (que têm todas o mesmo peso relativo no valor coberto pelo CDS). Ocorrendo um evento de crédito em relação a uma delas, depois do comprador da proteção ser indemnizado, a indemnização é deduzida ao valor total das responsabilidades cobertas pelo CDS.

⁵³ Oferece proteção apenas de uma parcela do todo, *i.e.*, proteção para níveis específicos de perdas.

5. Funcionalidades dos CDS⁵⁵.

a. Instrumento de gestão de risco

A **diversificação**⁵⁶ de uma carteira espelha o seu nível de risco. Detendo um único título há uma elevada exposição ao risco porque a rentabilidade da carteira está unicamente dependente desse mesmo título – o *risco específico*. Contrariamente, uma carteira diversificada com títulos de origem diversa otimiza a distribuição do risco e não faz depender a sua rentabilidade de um único título – o *risco sistémico/não diversificável*. À medida que se vai diversificando, o risco específico vai-se mitigando, até desaparecer, e restar só o sistémico. As esporádicas perdas de uns títulos vão sendo compensadas pelos lucros de outros⁵⁷. Os CDS, permitindo mitigar o risco sem ser através da teoria da diversificação, constituem-se como uma **fonte alternativa de redução e gestão do risco de crédito**⁵⁸ (não invalidando os benefícios que uma prática de diversificação do portefólio possa trazer).

Exemplificando. A República Portuguesa (RP) precisa de financiamento e, para tal, emite obrigações do tesouro. O Banco AA está interessado em adquirir contudo já se encontra exposto a este risco e receia aumentar a sua concentração neste mercado. O CDS surge como a forma ideal do Banco AA adquirir as obrigações sem que, em contrapartida, aumente a sua exposição ao risco. Dirige-se ao Banco BB (interessado porque ainda não tinha nenhuma obrigação soberana), que lhe vende proteção CDS sobre as obrigações, e o risco de crédito (face à RP) é transferido para o Banco BB em troca de um prémio anual até à maturidade das obrigações. Assim a RP obtém financiamento, o Banco AA aumenta as suas fontes de rendimento e o Banco BB, além do prémio, consegue introduzir-se naquele mercado.

⁵⁴ Modalidade mais comum é o *first-to-default*. É oferecida proteção relativamente ao primeiro evento de crédito a ocorrer em todo o portefólio, extinguindo-se a proteção a partir daí.

⁵⁵ Sobre as funções económicas dos derivados em geral, *vide* HUDSON, Alastair, “The Law ...”, cit., p. 15 e ss. WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit., p. 8 e ss. ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 123 e ss.

⁵⁶ Para mais informações sobre Risco e a Teoria da Diversificação *vide* BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., “Fundamentals of Corporate Finance”, 7th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York, 2012, p. 329 e ss.

⁵⁷ Há dependência dos **coeficientes de correlação** entre os títulos da carteira (sobre esta matéria *vide: idem*, p. 333). Esta é uma variância que mede o grau de semelhança entre duas realidades, sendo que uma correlação perfeita positiva ($\rho = +1$) ocorre quando as duas realidades têm comportamentos exatamente iguais (perante um evento têm o mesmo comportamento), uma correlação perfeita negativa ($\rho = -1$) dá-se quando as duas realidades se movem nos sentidos precisamente opostos (perante o mesmo evento uma ganha na medida em que a outra perde) e, por último, uma não correlação ($\rho = 0$) quando as realidades nem sequer estão correlacionadas e não se movem em sentido igual ou contrário.

⁵⁸ WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit., p. 8.

b. Instrumento de trading

Os CDS podem ser também utilizados com fins especulativos⁵⁹. Àquele que compra proteção não é exigido uma exposição ao risco de crédito. Pode apenas aproveitar para explorar as diferenças de preços ou especular sobre a direção do mercado. Aquele que vende proteção obtém acesso ao mercado de crédito sem que, em contrapartida, tenha de estar exposto às oscilações de preço proporcionadas por aquele ativo nem de suportar o custo da sua compra. Graças a esta funcionalidade dos CDS obtém-se fluidez, eficiência e liquidez dos mercados.

c. Spread de CDS como medida de risco de crédito

Tema tratado à frente⁶⁰.

d. Otimização na alocação do risco

O CDS permite transferir o risco de crédito para uma entidade com menor concentração de risco, otimizando-se a sua alocação e gestão (excetuando quando se alinham os perfis dos investidores, criando uma grande concentração de risco)⁶¹. Aquele que detém um portefólio de títulos terá uma caderneta ainda mais flexível e menos sensível ao risco, podendo canalizar capital para outros investimentos, p.e.).

PARTE B: Abordagem institucional dos CDS

I. ENTIDADE DE REFERÊNCIA

O CDS, enquanto instrumento derivado, é um contrato de “segundo grau”: deriva da existência de uma outra realidade primária, de “primeiro grau”⁶², da qual é independente (não é influenciado pelas suas vicissitudes jurídicas). Falamos de uma espécie de duplicação do ativo subjacente⁶³ porque o valor do CDS está dependente do valor desse contrato de primeiro grau.

⁵⁹ FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados...”, cit., p. 311.

⁶⁰ *Vide*, p. 31.

⁶¹ Foi o que se passou no caso acima referido, na alínea a). O risco foi transferido para o *Banco BB* que tinha menor exposição ao risco e que, como tal, não lhe era tão sensível.

⁶² ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 130 e 131

⁶³ *Idem*, p. 101.

Temos, num primeiro momento, um emissor de um ativo. O ativo poderá ser empresarial ou soberano, *i.e.*, poderá ser emitido por uma empresa ou por uma entidade soberana⁶⁴. Sem ser visto à luz do contrato CDS essa entidade seria meramente um emitente que lançaria para o mercado um ativo. Todavia, vista essa transação sob o prisma do CDS, o ativo passa a ser o ativo que subjaz ao contrato CDS e o emitente corporativo ou soberano passa a ser a entidade de referência. A entidade de referência emite o ativo subjacente. E a entidade de referência, para o contrato CDS, não é parte, mas apenas uma entidade por referência à qual (ou ao seu ativo, mais concretamente) as partes do CDS se constroem e valoram. A entidade de referência nem tem de conhecer da existência do contrato CDS.

1. Realidade subjacente. O contrato CDS, ao ter como objeto contratual o risco, e uma vez que esse risco transacionado deriva de um ativo que lhe subjaz, esse terá de ser necessariamente uma realidade sujeita a variação de valor. A mera presença de uma relação de derivação incidental ou acessória onde haja oscilação do valor do ativo subjacente não constitui razão para que esse instrumento seja considerado um contrato CDS ou até mesmo um instrumento de derivado. A derivação é uma essencialidade, é o paradigma construtivo ou identidade genética da própria figura⁶⁵. Contratualiza-se o risco que inere a essa realidade subjacente⁶⁶.

Nos termos da lei são **praticamente ilimitados os ativos suscetíveis de subjazer aos contratos de derivados**. O legislador português, no art. 2.º, n.º1, e) e f) do CVM, consagra um extenso elenco (fechado⁶⁷) de ativos. Podemos falar de instrumentos monetários, divisas, taxas de juros, valores mobiliários (de natureza real ou meramente nocional), índices financeiros, mercadorias, índices económicos, variáveis climáticas, tarifas de transporte ou até mesmo os próprios derivados⁶⁸. Para efeitos de um contrato CDS nem todos os *supra* referidos ativos cabem neste escopo. Condição é a de que o ativo subjacente ao contrato CDS se constitua como uma **grandeza continuamente**

⁶⁴ Para detalhes reais e atualizados visitar a página eletrónica do “Depository Trust & Clearing Corporation” (DTCC): <http://www.dtcc.com/repository-otc-data.aspx>.

⁶⁵ Neste sentido BOARD, John, “The Economic Consequences of Derivatives”, 156, AAVV, *Modern Financial Techniques – Derivatives and the Law*, Kluwer, London, 2000, p. 156-166, afirma: “*the main economic function of derivatives is to allow individual parties to transform risks*”.

⁶⁶ MOURATO, Helder M., “O contrato ...”, cit., p. 19.

⁶⁷ Há ativos que não são aceitáveis na nossa jurisdição, nomeadamente derivados sobre resultados de futebol, votações eleitorais ou catástrofes – a não ser que estejam associadas a variáveis climáticas (ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 132).

⁶⁸ Sobre a realidade subjacente nos derivados, *vide* ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 131. ASCENSÃO, J. Oliveira, “Derivados”, cit..

mensurável e suscetível a oscilações de preço, ou seja, **arriscada**. Assim, os ativos que subjazem aos contratos CDS podem ser: um empréstimo contraído junto de bancos e investidores institucionais, uma hipoteca, obrigações corporativas ou soberanas ou um derivado de crédito.

2. O Risco de Crédito da Entidade de Referência. Vários são os riscos associados ao negócio financeiro⁶⁹. Neste momento urge falarmos de um risco derivado da relação do comprador da proteção e do vendedor da proteção com a entidade de referência: o Risco de Crédito da entidade de referência. Este tipo de risco representa um dos mais relevantes riscos da atividade financeira. Pode ser definido como a **deterioração da qualidade creditícia do devedor** (*i.e.*, a entidade de referência) tendo, geralmente, como consubstanciação última a **falta de cumprimento pontual** da referida obrigação creditícia⁷⁰.

É este risco de crédito, cuja fonte provém da perda de qualidade creditícia do ativo subjacente, que constitui o fundamento e **objeto contratual do contrato CDS**. Isola-se o risco de crédito do ativo subjacente, autonomizando-o e negociando-o no mercado como se fosse um novo ativo⁷¹. Concretizando: o comprador da proteção transfere para o vendedor da proteção o risco de crédito associado à entidade de referência mediante o pagamento de um prémio. O comprador da proteção beneficia da externalização parcial do risco⁷² sem que, em contrapartida, tenha de transferir a propriedade que detenha sob o ativo subjacente.

A redução generalizada do risco traz **vantagens**: além de permitir uma libertação de capitais próprios (nos casos dos bancos, obrigados a respeitar exigências mínimas de liquidez, solvência, capital, etc., é particularmente favorável) e um aumento do número de clientes (não precisa haver alocação tão elevada de garantias colaterais), também o vendedor da proteção beneficia da fungibilidade do risco, ideal para oportunidades de especulação e arbitragem, e do facto de ser um ativo não contabilizado no balanço (*off-balance-sheet*) – que reduz as necessidades de colaterização.

⁶⁹ Risco de crédito, risco de liquidez, risco de contraparte, risco de taxa de juro, risco cambial, risco soberano, risco reputacional, risco dos ativos não reportados em balanço, risco regulatório, risco de mercado, risco de solvência, entre outros.

⁷⁰ ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos ...”, cit., p. 176.

⁷¹ *Idem, ibidem.*

⁷² Porque, ainda que este seja mitigado, novos riscos surgem, designadamente o Risco de Contraparte e o Risco Sistémico. Ver pág. 25 e ss.

3. Mitigação do risco. Tipicamente a sua eliminação passa pela criação de uma carteira de ativos **diversificada** (títulos com reduzida probabilidade de incumprimento estão associados a baixas expectativas de retorno, enquanto que ativos com maior risco de crédito permitem a obtenção de maiores rentabilidades), quer pelo comprador da proteção, quer pelo vendedor da proteção. Exemplificando: se tenho um investimento em obrigações de uma empresa de energias renováveis (na GASPROCAR - Comércio de Combustíveis, S.A.⁷³, p.e.), poderei fazer também um investimento em obrigações de uma empresa cuja atividade se centra em extração de energia de fontes não-renováveis (como Petróleos de Portugal – Petrogal, S.A.⁷⁴). Sei que a procura destas energias à partida funcionará de forma inversa, *i.e.*, quantas mais pessoas recorrerem à EDP Renováveis, menos recorrem à Petrogal. Estou a diversificar o meu portfólio, permitindo que um mau período numa me seja compensado por um melhor momento noutra.

Além da típica solução da diversificação, temos ainda a solução do **CDS**. Este instrumento permite ao comprador da proteção externalizar o risco de crédito para o vendedor de proteção, minimizando a sua exposição face a esse mesmo risco. O vendedor da proteção, contudo, continua a ele exposto.

II. INVESTIDOR OU COMPRADOR DA PROTEÇÃO

O investidor é **aquele que adquiriu um ativo ao emitente**. À luz dessa aquisição temos o emitente e aquele que investiu no ativo emitido. Quando essa transação passa a ser a fundamentação do contrato CDS a terminologia muda também para o investidor que, neste contrato, passa a deter uma nova posição jurídica: a de comprador da proteção. O investidor, ao contrário da entidade de referência, constitui-se como **parte do contrato CDS**. Geralmente de elevado valor, os títulos são negociados sobretudo por investidores institucionais (p.e., bancos como JP Morgan, Citibank, Wachovia e Bank of America), companhias de seguros (como a AIG e a Swiss Reinsurance) e *hedge funds*.

⁷³ Empresa no negócio dos combustíveis líquidos (designadamente o GPL). Página eletrónica: <http://www.gasprocar.pt/>.

⁷⁴ Empresa subsidiária da Galp Energia. Página eletrónica: <http://www.galpenegia.com/PT/Paginas/Home.aspx>.

Imaginemos um caso típico. A GM emite um conjunto de obrigações que são adquiridas por vários investidores no mercado. AA, um desses investidores, investe € 10.000 em obrigações da empresa e, passado algum tempo, fica preocupado com os problemas financeiros da GM. AA tem sempre a hipótese de manter as suas obrigações ou poderá tentar transferir o risco de crédito para outra entidade; essa passagem do risco poderá ser feita através da venda das obrigações no mercado secundário, mas também poderá ser transferida por via de um contrato CDS. A partir desse momento, aquele que era um investidor nas obrigações da GM passou a ser, para o contrato CDS, aquele que procura proteção contra o risco de incumprimento – o comprador da proteção. Detentor das obrigações que, contudo, não tem de suportar o risco a elas associadas. O comprador da proteção efetua pagamentos periódicos à sua contraparte, o vendedor da proteção, em troca do ressarcimento no caso de ocorrência de um evento de crédito pré-determinado no contrato.

1. “Naked” CDS. A funcionalidade do CDS como instrumento especulativo decorre da possibilidade da sua venda em mercado secundário quando se espera que o seu valor vá subir, como ainda da circunstância de se poder adquirir um CDS mesmo na ausência do ativo subjacente pelo comprador – este último chamado de “Naked” CDS⁷⁵. Uma das características deste instrumento é esta possibilidade do CDS ser adquirido por aquele que não detém a propriedade do ativo sobre o qual quer proteção nem está exposto ao risco de crédito⁷⁶. O comprador da proteção tem aqui como objetivo explorar oportunidades especulativas entre o valor do ativo e o CDS ou do crescente aumento do risco de crédito. Esta operação significa que eu vou lucrar no caso do preço dos CDS aumentar, o que geralmente ocorre quando há maiores probabilidades da entidade de referência entrar em incumprimento.

Exemplifico. Imaginando que a *Seguradora XZ* confere proteção a cinco investidores sobre obrigações que eles tenham na *Empresa A*. O *Investidor KK*, que nunca investiu em qualquer ativo dessa empresa, realiza um CDS junto dessa mesma *Seguradora XZ* cujo ativo subjacente é a dívida desses investidores junto da *Empresa A* – está a fazer um “Naked” CDS. E, ainda que os cinco investidores tenham investido € 1 milhão na *Empresa A*, o CDS do *Investidor KK* junto da *Seguradora XZ* é de € 5 milhões. A

⁷⁵ FERNANDES, Abel L. Costa, MOTA, Paulo R., ALVES, Carlos F., ROCHA, Manuel Duarte, “Mercados...”, cit., p. 311.

⁷⁶ COMISSÃO EUROPEIA, “Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps - Frequently asked questions”, *Press Release Database*, MEMO/11/713, Brussels, 19 October 2011.

Seguradora XZ, com os cinco investidores, estabeleceu contrato CDS porque acreditava que a *Empresa A* tinha reduzidas probabilidades de incumprimento. Com o *Investidor KK*, estabeleceu contrato pelo mesmo motivo, *i.e.*, porque acreditava que essa empresa dificilmente iria enfrentar um evento de crédito. Recebia os seis prémios sobre a mesma entidade de referência.

O problema de *todas* as estratégias de especulação “naked” é o seu potencial de desencadear o pânico no mercado e acabarem por efetivamente provocarem o evento de crédito contra o qual o contrato é feito⁷⁷.

Os “Naked” CDS podem ter como realidade subjacente um ativo corporativo ou soberano. Se, por exemplo, o faço em relação a dívida portuguesa estou a exprimir a minha expectativa acerca da ocorrência de um evento de crédito sobre esse ativo. Esta decorrência natural das características deste instrumento tem sido por alguns vista como algo a eliminar⁷⁸. Contudo, a sua **abolição acarreta uma consequência: a redução da liquidez do país** sem que, necessariamente, os *spreads* dos CDS, num mercado em equilíbrio, baixem.

2. Sobreconfiança nas Agências de Rating⁷⁹. As agências de *rating* avaliam a fiabilidade creditícia dos devedores. À parte das debilidades descobertas nos procedimentos das agências de *rating*, a desmesurada dependência acrítica percecionada no papel dos investidores contribuiu para intensificar os efeitos registados com a crise de 2008⁸⁰. Essa relação entre a dependência face ao *rating* e a crise registou-se devido a três principais motivos. Para começar, a **eficiência de mercado que o rating proporcionava**: a agência avaliava a credibilidade financeira do ativo, associado àquela entidade de referência, que publicava para efeitos de consulta pública. No invés de cada investidor avaliar individualmente o mesmo ativo, o mercado tenta promover a eficiência através desta “reutilização” de *ratings*. Em segundo lugar, o **método de pagamento** utilizado: o facto do investidor saber que a entidade de referência contratava a agência de *rating* que lhe desse o parecer mais favorável deveria ter

⁷⁷ FERNANDES, Abel L. Costa, MOTA, Paulo R., ALVES, Carlos F., ROCHA, Manuel Duarte, “Mercados...”, cit., p. 311.

⁷⁸ Nomeadamente a Comissão Europeia que em 2012 decidiu banir esta prática no que toca a CDS Soberanos. Vide: COMISSÃO EUROPEIA, “Regulation ...”, cit..

⁷⁹ O tema das agências de *rating* é tratado mais à frente, p. 28.

⁸⁰ UTZIG, Siegfried, “The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective”, *ADB Working Paper Series*, nº 188, Asian Development Bank Institute, January 2010, p. 1, 4. BENMELECH, Efraim, DLUGOSZ, Jennifer, “The Credit Rating Crisis”, *National Bureau of Economic Research*, 2010, p. 161.

instigado a utilização de fontes alternativas de aferição do risco. Por último, a **responsabilidade de qualquer investidor** em utilizar os seus próprios procedimentos de *compliance* e *due diligence*⁸¹.

III. VENDEDOR DA PROTEÇÃO

O vendedor da proteção, parte no contrato CDS, é **aquele que recebe o prêmio na contrapartida de garantir a proteção ao comprador da proteção perante um evento de crédito** respeitante à entidade de referência. Os principais responsáveis pela venda de proteção sempre foram os bancos (Deutsche Bank, JP Morgan, Lehman Brothers, Bear Stearns), mas também *hedge funds*, *monoline insurers* (Ambac e MBIA) e grandes seguradoras e resseguradoras (AIG). Ao contrário dos bancos e dos *hedge funds*, que facilmente se encontram em ambos os lados do mercado (a comprar e a vender proteção), as *monoline insurers* e os grandes vendedores de CDS têm uma atividade limitada no lado de compra do mercado.

O vendedor da proteção está disposto a sujeitar-se à posição de proteger porque, por um lado, acredita que aquela entidade não irá enfrentar qualquer evento de crédito e, por outro, porque irá lucrar com os rendimentos periódicos do prêmio. Mesmo que eventualmente alguma das proteções que garanta tenha que ser executada os rendimentos provenientes dos outros negócios conseguem sustentar esse ressarcimento.

1. Sobreposição de funções. Neste mercado os seus participantes têm um **elevado grau de partilha de competências e valências**: o comprador da proteção não desempenha na sua atividade apenas o papel de comprador de proteção; o vendedor não tem como exclusiva competência a de proteger contra o risco de crédito; quer compradores, quer vendedores também se constituem como entidade de referência; as agências de *rating* que não têm só CDS; muito menos ainda, quer comprador, quer vendedor de proteção, realizam só operações de CDS⁸².

⁸¹ Falo mais à frente das formas de reduzir a sobreconfiança nas agências de *rating*, p. 31.

⁸² O *Investidor X* que sobre os ativos da dívida soberana do *País Y* comprou proteção ao *Banco AB*, tem, para efeitos de outras operações, também a função de vendedor de proteção. Ocorrendo um evento de crédito sobre essa dívida soberana e, em consequência, tendo o *Banco AB* falido e o *Investidor X* ficado sem proteção, este último, nas operações em que seja ele também a vender proteção, terá falta de solvência para honrar os seus compromissos creditícios.

Esta característica dos CDS não é, contudo, um aspeto que necessite ser diretamente mitigado. Sendo apenas uma sua característica, não deixa, ainda assim, de potenciar um efeito sistémico. Constituindo uma dificuldade típica do mercado dificilmente se arranja uma solução que elimine esta característica sem afetar também as restantes vantagens dos CDS. Têm havido, sem prejuízo, desenvolvimentos que ajudam a mitigar esta questão: falo da crescente utilização do “Master Agreement”, das CCP e das práticas de “Trade Compression”⁸³.

2. Crise reputacional. Aqueles que vendem proteção ficaram associados a uma incapacidade de antecipar, gerenciar e mitigar os efeitos sistémicos desencadeados por uma crise. Foram permitindo que o mercado continuasse com o mesmo *modus operandi* até que falências de instituições consideradas imortais (Lehman Brothers e AIG) despertassem esta consciência. Uma consequência das suas práticas, a que hoje apenas resta o caminho de reestabelecer o bom nome por via de melhores práticas.

3. Problemas de liquidez e de solvência. Este ponto prende-se sobretudo com a urgência de um **reforço regulamentar sobre a colaterização**. O vendedor da proteção, envolvido num ambiente de auto-regulação e de poucas exigências, teve baixas iniciativas de colaterização. Atualmente essa tendência tem-se vindo a reduzir apesar de ainda continuar a haver alguma falta de precisão e prudência (não são realizados testes de stress frequentes, p.e.). Chegam a ser reinvestidos, deixando de estar disponíveis para fazer face à necessidade para que foram criados⁸⁴.

IV. RISCO DE CONTRAPARTE

1. Concetualização. Este risco reflete a **possibilidade de incumprimento pela contraparte contratual das suas obrigações creditícias antes da maturidade do contrato**⁸⁵ e o **custo da substituição**⁸⁶ da sua posição no mercado. Concretizando este risco: a entidade de referência entra em incumprimento e o vendedor da proteção que não estava à espera de se confrontar com essa pressão na tesouraria não tem liquidez

⁸³ Ver págs. 34 e ss.

⁸⁴ BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit ...”, cit., p. 25.

⁸⁵ *Idem*, p. 24. Também: CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia, MOLYNEUX, Philip, “Introduction ...”, cit., p. 475.

⁸⁶ WEISTROFFER, Christian, “Credit ...”, cit., p. 11.

suficiente para solver os seus compromissos; o comprador da proteção não é ressarcido e tem ainda o custo de substituir a posição do vendedor de proteção.

O CDS tem especial interesse no estudo deste risco. É que o contrato CDS desempenha a função de **transportador do risco** de contraparte e, em simultâneo, a função de **especulação** desse mesmo risco⁸⁷. Esta combinação de características complexifica as operações com CDS e cria outras situações de risco. Se o comprador de proteção transfere o risco para uma terceira entidade que, por sua vez, também o faz, e por aí adiante, consegue-se imaginar a cadeia de exposição ao risco que surge, ao ponto de apenas se conhecer a contraparte mas não as partes a jusante e a montante na relação.

2. Interação entre o risco de crédito e o risco da contraparte. Com o contrato de CDS o risco de crédito diminui (é transmitido para o vendedor da proteção) mas o risco de contraparte surge e aumenta (comprador e vendedor da proteção passam a enfrentar a possibilidade de incumprimento pela sua contraparte). Os dois riscos ao longo da maturidade do contrato coexistem e não é pelo mero incumprimento da respetiva contraparte que a parte enfrentará grandes perdas. Verdadeiramente isso só ocorre perante um incumprimento simultâneo da entidade de referência e do vendedor da proteção⁸⁸. São várias as possibilidades de incumprimento aqui envolvidas⁸⁹:

- Pela entidade de referência: o CDS é acionado e procede-se à liquidação;
- Pelo comprador da proteção: vendedor da proteção deixa de receber o prémio e o primeiro deixa de receber proteção CDS;
- Pelo vendedor da proteção: comprador da proteção incorre nos custos de substituição do contrato. Num mercado sob stress financeiro pode, contudo, haver dificuldade na substituição a um preço adequado.
- Simultaneamente pela entidade de referência e pelo vendedor da proteção: comprador da proteção i) perde os pagamentos dos prémios feitos até então, ii) perde a proteção e iii) tem de suportar as perdas associadas ao evento de crédito.

Excetuando a última hipótese, a segunda e terceira hipóteses “apenas” envolvem o risco associado aos custos de substituição do contrato.

⁸⁷ BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit ...”, cit., p. 24.

⁸⁸ *Idem, ibidem.*

⁸⁹ *Idem, ibidem.*

V. CONSEQUÊNCIA: RISCO SISTÊMICO E RISCO SISTEMÁTICO

1. Concetualização. Risco sistêmico é aquele que o sistema financeiro enfrenta em resultado de uma **crise sistêmica causada pela falha de uma instituição** com repercussões externas negativas noutras entidades, ameaçando a estabilidade de todo o mercado⁹⁰. Poderá até originar um **Risco de Crédito Sistemático**, onde há um risco de incumprimento generalizado durante um certo período de tempo devido a alterações económicas ou outros eventos que afetam grandes secções da economia⁹¹. Este último é também designado de risco de mercado e corresponde portanto às **fontes macroeconómicas de risco** que afetam todo o mercado. Tratam-se de riscos não diversificáveis que, como tal, se contrapõem ao Risco Específico⁹². Explicam a tendência dos títulos se moverem juntos uma vez que até mesmo os portfólios mais diversificados estão sempre expostos a esses fatores exteriores⁹³.

O mercado dos CDS é rico **em concentração** (as transações são entre um seletivo grupo de grandes investidores), **interligação** (o mesmo ativo subjaz a inúmeras operações), **opacidade** (reduzidas informações sobre as operações) e **iliquidez** (falta de disponibilidade financeira para fazer face a um evento de crédito). Consequentemente, o risco de contraparte, quando associado a um incumprimento de grande posição, consubstancia-se numa fonte de risco sistêmico, de reputação, de liquidez e de mercado.

Um mercado com difícil acesso a informação sobre preços e riscos (porque as fontes informativas estão descentralizadas e não são harmoniosas), que está altamente interligado porque há uma cadeia a montante e a jusante de transações com o mesmo ativo colapsado, e onde os grandes participantes são poucos e transacionam todos entre si, **não consegue restringir o evento de crédito** ao vendedor da proteção AA porque este já o vendeu a BB, e BB vendeu a CC, e CC a DD, etc.

A contribuir para o aumentar da escala dos efeitos sistêmicos é o denominado “**jump to default**”⁹⁴: a variação no esperado valor de mercado dos custos de substituição de um contrato CDS antes e depois do evento de crédito (antes podem representar uma

⁹⁰ CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia, MOLYNEUX, Philip, “Introduction ...”, cit., p. 496.

⁹¹ *Idem, ibidem.*

⁹² Fatores de risco que afetam só aquela entidade. São diversificáveis. Referido *supra*, p. 17.

⁹³ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., “Fundamentals ...”, cit., p. 334.

⁹⁴ BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit ...”, cit., p. 24.

pequena fração do seu valor nominal e, no pós-evento, representarem uma grande parcela desse valor). É que o risco de contraparte é avaliado isoladamente e sem ter em conta um ambiente de stress financeiro globalizado (onde o valor subirá a pique porque ninguém querará substituir aquela posição). Por isso este fenómeno nasce de um efeito sistémico, mas também acaba por o potenciar.

Concluindo sobre o risco sistémico: fazer uma precisa previsão deste fenómeno financeiro é, naturalmente, impensável. O mercado acaba sempre por ficar entregue à sua **capacidade de auto-regenerar** e um **tratamento jurídico-económico a posteriori**.

2. Mitigação do risco. As medidas para atenuar o risco sistémico passam precisamente pelos motivos que o causam: concentração, interligação, opacidade e iliquidez. Abordarei no capítulo do regulador.

VI. AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

1. Conhecer as Agências de Notação de Risco (ANR). Nas últimas décadas assistimos a um grande crescimento e complexificação dos mercados e produtos financeiros internacionais. A avaliação de riscos passou a ser fundamental. Apenas perante a existência de um indicador fidedigno e internacionalmente aceite é que os investidores estão dispostos a investir os seus fundos. É aí que surgem as ANR⁹⁵.

As ANR **avaliam a fiabilidade financeira** de um produto⁹⁶, *i.e.*, a capacidade de cumprir com as suas dívidas e obrigações creditícias, formulando a sua opinião naquilo que é comumente denominado por *rating* – que será posteriormente publicado para usos e consultas públicas. Esta notação é resultado de um estudo desejavelmente cuidadoso sobre os vários fatores conducentes a eventos de crédito com base nas informações disponibilizadas pelo avaliado e na sua reputação creditícia. A existência de uma única avaliação permite uma **maior eficiência** uma vez que substitui as infinitas avaliações que teriam de ser feitas por cada investidor interessado naquele instrumento.

⁹⁵ SELIG, Kevin, “Greed, Negligence, or System Failure? Credit Rating Agencies and the Financial Crisis”, *Case Studies in Ethics*, The Kenan Institute for Ethics at Duke University, p. 10. BAHENA, Amanda J., “What role did Credit Rating Agencies play in the Credit Crisis?”, March 2010, p. 3. UTZIG, Siegfried, “The Financial...”, *cit.*, p. 1.

⁹⁶ MICU, Marian, REMOLONA, Eli, WOOLDRIDGE, Philip, “The Price impact of rating announcements: which announcements matter?”, *BIS Working Papers*, n.º 207, Bank For International Settlements, June 2006, p. 1.

Têm um relevo tão elevado nesta matéria ao ponto de se tornarem determinantes nas opções de política económica e financeira dos próprios Estados soberanos.

2. Os problemas das ANR. Neste contexto de atribuição de grande importância às suas funções, as ANR desenvolveram vários hábitos de atuação.

Em primeiro lugar a falta de transparência e precisão registadas nas **metodologias** adotadas para as avaliações da fiabilidade creditícia dos avaliados, que nunca conseguiram eficazmente perceber os riscos e os acabavam por subestimar, fornecendo um *rating* pouco fiel à real credibilidade financeira do emitente⁹⁷.

Em segundo, a desvalorização que eventuais **eventos sistémicos** causariam neste complexo mercado. Contudo, pela complexidade ser conhecida pelos agentes económicos, ainda que não fosse possível quantificar ao certo as interdependências e o efeito dominó derivado de um colapso, dever-se-ia ter apostado em sistemas operativos mais precisos para a aferição de riscos.

De seguida, os **conflitos de interesses** que nascem do sistema de contratação das ANR: é o emissor do ativo que contrata a agência. O problema surge do facto de aquele que procura a avaliação não ter de o fazer junto de uma ANR em exclusivo e de apenas contratar a agência que lhe proporcionasse a melhor notação, originando pressão para emissão de *ratings* elevados e um “relaxamento” dos padrões de avaliação⁹⁸.

Em quarto lugar, a **não responsabilização das ANR por uma notação imprecisa** sob a alçada do argumento que emitem meramente uma “opinião”⁹⁹.

Em quinto lugar, a **baixa regulamentação**¹⁰⁰. No seio de um mercado de auto-regulação a forma mais comum de regulação, nos Estados Unidos, foi através do processo de reconhecimento pelo *Securities and Exchange Commission* (SEC) das ANR enquanto uma *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (**NRSRO**)¹⁰¹ – cujos requerimentos, até ao *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (“The 2006 Act”), eram vagos e arbitrários. Já a Europa assentava numa auto-regulação com limites provenientes do **Código de IOSCO**¹⁰².

⁹⁷ UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 1 a 4.

⁹⁸ *Idem*, p. 3. BAHENA, Amanda J., “What role ...”, cit., p. 18-19. SELIG, Kevin, “Greed, ...”, cit., p. 8.

⁹⁹ SELIG, Kevin, “Greed, ...”, cit., p. 8.

¹⁰⁰ UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 1 e 4.

¹⁰¹ Os requisitos previstos pelo SEC incorporam muitos dos elementos exigidos pelo Código de IOSCO (*Idem*, p. 7).

¹⁰² *Idem*, *ibidem*.

Por último, a **dependência face ao rating** ao se exigir uma notação mínima para certos investimentos, quer causada pelo mercado (os Fundos de Pensões americanos só podiam investir até o considerado *investment grade*¹⁰³), quer pelos contratos privados (*Basel II* estabeleceu um requisito mínimo de capital quanto aos riscos de crédito, operacional e de mercado e, recorrendo-se a uma ANR, já não era necessário recorrer aos modelos internos de aferição de risco¹⁰⁴). Serviam também de “*rating triggers*”: o pagamento de uma dívida era antecipado ou exigia-se ao devedor um colateral adicional em caso de descida do *rating* a baixo de um nível previamente acordado¹⁰⁵.

3. Propostas de solução. Estas debilidades, aliadas a uma inércia preventiva do mercado, conduziram a uma crise reputacional entre as ANR. Urgem agora novas medidas¹⁰⁶.

Começo pela importância de **reforçar dos pilares regulatórios**¹⁰⁷. Uma adequada regulação constitui o veículo proporcionador de um ambiente de concorrência leal e de proteção do consumidor ao corrigir os desvios no mercado. A regulação, para ser eficiente, tem de delinear um plano¹⁰⁸.

Começando por “**o que regular**”: o sucesso da regulação depende da consciência das suas limitações materiais. O risco sistémico não é possível eliminar por via da regulação. A regulação, por isso, terá de ter como objetivo a fiabilidade do *rating* e a prossecução de interesses justos que, colateralmente, evitarão o risco sistémico. Também, as metodologias não podem ser monitorizadas pelo Estado. Estes também emitem dívida e se houvesse interferência estatal por via de uma supervisão da atividade de *rating* um novo tipo de conflito de interesses surgiria.

Quanto a “**como regular**”: atualmente a regulação em vigor nos EUA prende-se sobretudo com o “**The 2006 Act**” e o “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” (ou “**Dodd-Frank Act**”). O primeiro, além do já exposto, *atribui ao SEC os poderes de regular os procedimentos internos de documentação da informação e de conflitos de interesses* da NRSRO, mas mantém de fora a supervisão das metodologias. O segundo, *reforça os mecanismos de supervisão do SEC e adiciona*

¹⁰³ BAHENA, Amanda J., “What role ...”, cit., p. 2.

¹⁰⁴ Trato mais detalhadamente este assunto *supra*, p. 37.

¹⁰⁵ *Idem*, p. 5-6.

¹⁰⁶ Para mais informações sobre os avanços dos mercados no sentido da regulação pós- crise *vide*: UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 9 e ss.

¹⁰⁷ Este será o pilar basilar relativamente a todas as propostas que apresentarei de seguida.

¹⁰⁸ UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 5.

requerimentos sobre as NRSRO (de efetivação imediata, sem precisarem de regulamentação do SEC), adota *novas regras respeitantes a relatórios anuais de controlo interno, conflitos de interesses, penalidades, divulgação das metodologias, assunções, due diligence*, entre outras¹⁰⁹.

Quanto à regulamentação comunitária, destaco as “CRA Regulation”¹¹⁰. A “CRA I Regulation” impôs às agências de notação de risco o cumprimento de normas de conduta com o fito de minimizar conflitos de interesses, além de promover a qualidade e transparência das notações e o seu processo de emissão. A “CRA II Regulation” delegou na “European Securities and Markets Authority” (ESMA) competências para o registo e supervisão das ANR. Por último, a “**CRA III Regulation**”, atualmente em vigor, trata de alguns dos problemas que mais assombram a temática das ANR atualmente, designadamente os conflitos de interesses, a divulgação de informações sobre os instrumentos financeiros estruturados, a necessidade de rever os requisitos processuais e de transparência, bem como o momento da publicação, em particular das notações soberanas.

Abordo agora alguns dos principais problemas que se fazem sentir, e como tal precisam de ser minimizados, no mercado das ANR:

- a. **Redução do excesso de confiança e de utilização dos ratings.** Em primeiro, pela criação de *fontes internas de avaliação de risco*. O *rating* baseia-se na informação disponibilizada e se esta não é de qualidade também esse não corresponderá à fiabilidade creditícia¹¹¹. Segundo, pela promoção da utilização de outras fontes de apuramento dos riscos, tais como os *Spreads de CDS*¹¹²: para tal é preciso concluir que as empresas que tenham transacionado CDS

¹⁰⁹ Para mais informações ver: *Idem*, p. 7-8, e o próprio documento (<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>).

¹¹⁰ Cronologicamente: Regulamento n.º 1060/2009 de 16 de Setembro (“CRA I Regulation”), Regulamento n.º 513/2011 de 11 de Maio (“CRA II Regulation”) e o Regulamento n.º 462/2013 de 21 de Maio de 2013 (“CRA III Regulation”). Mais desenvolvimentos foram sendo feitos na U.E. sobre as Agências de *Rating*. Para mais informações consultar: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹¹¹ BAHENA, Amanda J., “What role ...”, cit., p. 17.

¹¹² Para mais informações sobre este tema, vide: FLANNERY, Mark J., HOUSTON, Joel F. & PARTNOY, Frank, “Credit Default Swap Spreads As Viable Substitutes For Credit Ratings”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158: 2085, August 2010. HART, Oliver, ZINGALES, Luigi, “A New Capital Regulation for Large Financial Institutions”, *American Law and Economics Review*, V13 N2, 2011. BLANCO, Roberto, BRENNAN, Simon MARSH, Ian W., “An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *The Journal of The American Finance Association*, Vol. 60, October 2005. Vide também: CHAVA, Sudheer, GANDURI, Rohan, ORNTHANALI, Chayawat, TECH, Georgia, “Are Credit Ratings still relevant?”, University of Toronto, September 2012. UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 18.

conseguiram antever subidas ou descidas de notações por via dos *spreads* e que, por isso, não dependeram tanto dos *ratings* nem se deixaram influenciar de forma tão intensa com as suas alterações (sobretudo as descidas)¹¹³.

- b. **Responsabilização das ANR pela sua “opinião”.** Pelas importâncias dadas aos *ratings* (que influenciam as decisões de política económica das instituições) não se poderá uma ANR colocar sobre a alçada do argumento que emite meramente uma “opinião” e que, como tal, não é suscetível de responsabilização. Na U.E., com a “CRA III Regulation” foram feitos avanços neste tema¹¹⁴.
- c. **Alteração do modelo de remuneração das ANR.** O atual modelo de remuneração das ANR (*issuer pays*), suscetível de criar conflitos de interesses, conduz à subversão dos objetivos das ANR. Com a passagem para o modelo do *investor pays* passam a ser prosseguidos os interesses daquele que contrata a ANR¹¹⁵.
- d. **Incentivar a transparência, melhores práticas de *governance* e procedimentos de *compliance***¹¹⁶. Pela introdução de regras mais claras sobre os ativos subjacentes dos instrumentos financeiros complexos, designadamente CDS. Ou pela criação de uma plataforma eletrónica onde constassem todos os *ratings* publicados com o objetivo de tornar o seu conhecimento e a comparação mais fáceis. Por último, a obrigatoriedade de rotatividade entre a ANR que avalia os ativos daquela *entidade de referência* de certo em certo período¹¹⁷.

Concluindo sobre as ANR, desenvolvimentos precisam de ser feitos, mas sempre com o intuito de propostas globalmente consistentes. Diferentes requerimentos ao longo dos ordenamentos acabam com a essência do indicador comparável internacionalmente e tirar-lhe-ia o seu contributo para a eficiência económico-financeira¹¹⁸.

¹¹³ Os estudos referidos da nota de rodapé anterior concluem que os *spreads* dos CDS constituem efetivamente essa alternativa.

¹¹⁴ Consultar o Regulamento, arts. 35º-A e ss.

¹¹⁵ Esta solução acarreta o problema do *free-riding*. Contudo, se se mantivessem os procedimentos internos de *due diligence*, esse problema tenderá a reduzir.

¹¹⁶ UTZIG, Siegfried, “The Financial ...”, cit., p. 2.

¹¹⁷ Estas duas últimas medidas têm já atenção na “CRA III Regulation”.

¹¹⁸ *Idem*, p. 7.

VII. REGULADOR E AMBIENTE DE INVESTIMENTO

Para o contrato CDS o **regulador não é parte**. A regulação é, não obstante, um fator determinante e delimitador das balizas do mercado dos CDS, que vê a amplitude de poderes dos seus participantes e respetivos contratos condicionados por este fator.

Os CDS, que transacionam risco, estão fortemente dependentes das avaliações que se façam dos riscos. Todas as entidades que se inserem neste mercado deveriam ter apurados sistemas operativos de **identificação do risco**. Só assim, de seguida, conseguem edificar estruturas de **compliance** adequadas. Tudo isso funciona numa ordem interna à empresa, nos contornos que esta delinea para a sua atuação e com a agressividade de supervisão e execução que deseja. E essa é também uma manifestação de regulação. Todas as entidades envolvidas neste mercado deverão ter uma atitude de **due diligence** face aos riscos em que incorrem, desenvolvendo elas também ferramentas de deteção e mitigação de risco. A regulação manifesta-se ainda, naturalmente, por via da **criação de regras**.

Ora, todos estes aspetos integram o Regulador. Este que, atualmente, começa a ter um papel primordial nos mercados financeiros e que, no fundo, é quem cria um ambiente, propício ou não, ao investimento.

1. Mercado OTC vs. Mercado por regular. O CDS, transacionado num mercado “não regulamentado”, não pode deixar de ser sujeito a princípios. **Melhores práticas não invalidam o CDS como um instrumento de mercado OTC**. Os mercados organizados são mercados regulados; os mercados não organizados, como os derivados, desejam-se com autonomia privada responsável e uma regulação adequada.

Foi com esta mudança de postura do regulador no pós-crise que começaram a surgir as intervenções no mercado dos derivados OTC. Essas modificações foram tentando resolver de forma concertada e integrada todos os problemas e debilidades do sistema. Sem prejuízo, tentarei, à medida da exposição, demonstrar de que forma é que esses avanços consubstanciaram uma melhoria para os problemas que fui enunciando.

2. Ambiente de Investimento. Passo agora para aquele que será o contexto jurídico que um investidor encontrará se decidir entrar no mercado CDS. O ambiente de regulação e supervisão não está, contudo, direcionado em exclusivo para este instrumento. Os avanços feitos a nível mundial, sendo recentes – já que a sua necessidade é também

recente –, são genéricos. Faço distinção entre os desenvolvimentos: i) Internacionais (por entidades que operam globalmente), ii) Europeu e iii) Norte-Americano. Por os contextos internacionais e comunitário serem os que mais nos influenciam dar-lhes-ei maior importância.

a) Ambiente Internacional

i. Financial Stability Board (FSB)¹¹⁹

O FSB promove a estabilidade financeira global por via da coordenação dos desenvolvimentos na regulação, supervisão e de outros setores financeiros. Composto pelos principais participantes e criadores de políticas de estabilidade financeira, reunindo as elevadas instâncias de decisão, bancos centrais e autoridades de regulação e supervisão do G-20 mais Hong Kong, Singapura, Espanha e Suíça. Integra ainda outros organismos internacionais tais como o Banco Central Europeu e a Comissão Europeia. Para que a sua influência não se cingisse aos seus membros criou os “Regional Consultative Groups” que permitem ao FSB alargar a sua influência a mais 70 jurisdições.

As políticas acordadas pelo FSB não são juridicamente vinculativas nem substituem os processos regulamentares típicos de cada país. Funciona meramente como um órgão de coordenação que **procura avançar com a agenda decisória** de reforço da estabilidade financeira mundial por **via da persuasão moral e pressão concorrencial**.

O seu processo operacional é feito em três fases: i) começa por identificar e monitorizar as vulnerabilidades do sistema financeiro global, determinando as ações para os combater; ii) de seguida desenvolve as políticas e coordena as autoridades financeiras nacionais na sua implementação; iii) por último monitoriza a implementação das medidas e reformas que propôs. No fundo permite uniformizar as soluções a um nível internacional e, assim, **solidificar todo o sistema financeiro mundial a nível de riscos e outras fragilidades generalizadas**.

ii. ISDA

A não standardização e a falta de uma língua comum sempre foram duas grandes barreiras ao desenvolvimento dos derivados OTC. De forma fragmentada, desde 1980, foram surgindo esforços de standardização, mas apenas com as estruturas desenvolvidas

¹¹⁹ Todas as informações consultadas em: <http://www.financialstabilityboard.org/what-we-do/>.

pelo ISDA se deu a mudança no paradigma mundial. A standardização total não é possível, mas os seus avanços no sentido de harmonizar soluções permitiram reduzir as provisões que as partes precisavam, caso a caso, de negociar¹²⁰. Esse avanço consubstanciou-se na edificação do “**ISDA Master Agreement**”: um acordo entre as partes de que todas as transações OTC entre elas estabelecidas serão regidas por aquele conjunto de termos jurídicos comuns. Publicado pela primeira vez em 1987, emendado e republicado em 1992¹²¹, de novo revisto em 2002¹²²; outra revisão deu-se em 2009, por forma a facilitar a introdução dos mecanismos de *trade compression* e dos CCP – o chamado “Big Bang Protocol”.

O “Master Agreement”¹²³ é composto por um conjunto de “formulários”: i) o “**Master Agreement**” *per se*, com os termos legais e administrativos gerais e standard; ii) o “**Schedule**”, que prevê a possibilidade das partes procederem às alterações ou adições ao Master Agreement, dentro dos limites aí previstos; iii) o “**Credit Support Annex**” (CSA), parte do “Schedule”, onde as partes estabelecem acordos de colaterais às suas transações dentro das regras do próprio Master Agreement (ou seja, também estas regras estão standardizadas); iv) o “**Master Confirmation Agreement**” (MCA), onde transações individualizadas subsequentes entre as partes têm este suporte escrito onde assentar que permite um melhor rastrear de todas as transações a montante que passam a fazer parte do “Master Agreement” inicial, eliminando a necessidade de um contrato para cada transação; v) o “**Supplemental Confirmation**”, com um espaço de negociação dado às partes – cujo tempo a ser edificado varia consoante a sensibilidade das negociações e seus desvios à intenção original do legislador; vi) por último, os “**Annexes**”, elaborados num esforço concertado entre o ISDA e a indústria das *commodities*, para quando as partes desejem celebrar acordos de compra e venda desses bens.

Todos estes “formulários”, no seu todo, formam um único acordo denominado de “**Single Agreement**” (conceito presente na secção 1, c) do Master Agreement).

¹²⁰ CHARLES, GuyLaine, “The ISDA Master Agreement – Part I: Architecture, Risks and Compliance”, *Practical Compliance and Risk Management for the Securities Industry*, Wolters Kluwer Financial Services, Inc., January-February 2012, p. 26.

¹²¹ Esta versão tinha duas formas: o *Local Currency – Single Jurisdiction* e o *Multicurrency – Cross Border*.

¹²² A versão de 2002 já só integra a forma do *Cross Border*. Em ambas as versões o contrato apresenta 14 secções.

¹²³ Sujeito a uma **interpretação estrita**, apenas de acordo com os seus termos escritos e sem integrar direitos ou obrigações que não estejam expressamente enunciados (CLIFFORD CHANCE LLP, “The ISDA Master Agreement: from here to eternity”, *Briefing Note*, April 2012, p. 1).

Vantagens: ocorrendo um incumprimento são agregados os valores de todos os contratos entre as contrapartes num valor líquido, originando o valor da compensação, que será o passivo de uma das partes à sua contraparte, a colaterização é feita com base em todo o portfólio e não nas trocas individuais e, no caso de um evento de crédito a parte não-faltosa pode suspender ou terminar com as restantes transações.

O “Master Agreement” pode, contudo, **ter riscos**¹²⁴. Estes riscos, que já ultrapassam o controlo do próprio “Master Agreement”, exigem um papel mais ativo dos próprios participantes (p.e., têm que aferir se não estão proibidos de usar um derivado OTC, se são um “Eligible Contract Participant” – porque só esses podem transacionar neste mercado –, têm que fazer uma monitorização e gestão dos Riscos de Contraparte e dos Colaterais, etc.).

Em conclusão, o “Master Agreement” constitui um grande passo para a **redução dos problemas de liquidez e de solvência** (estruturam solidamente as bases para colaterais eficientes) e os **problemas de rastreamento das transações**, além de permitirem **minimizar o Risco de Contraparte** (um melhor conhecimento das transações subsequentes permite ter uma melhor noção do nível de risco de contraparte envolvido, salvaguardando-se colaterais mais adequados e continuamente revistos) e o **Risco Sistémico** (se individualmente as transações são menos arriscadas, no cômputo geral o risco também reduzirá).

*iii. Colaterais*¹²⁵

Os colaterais são considerados das medidas mais importantes no **combate ao risco de contraparte** e ao **risco sistémico**¹²⁶. Determinados em função do valor do contrato e, à medida que o mercado valorize o contrato de forma diferente, estes – idealmente – devem ir sendo atualizados. Importa, contudo, informar que o estabelecimento de colaterais, ainda que constitua uma medida bastante eficiente contra a exposição ao risco de contraparte, não eliminam a totalidade deste risco¹²⁷.

¹²⁴ Para mais informações sobre os riscos do “Master Agreement”, vide CHARLES, GuyLaine, “The ISDA ...”, cit., p. 29 e ss.

¹²⁵ A colaterização é negociada entre as partes e estabelecida nos respetivos contratos. O “Master Agreement”, através do seu CSA, tal como referi, tem desenvolvido bastantes esforços em matéria de colaterização. Contudo, pela sua importância, quis fazer uma exposição individualizada sobre o tema.

¹²⁶ WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, cit., p. 12. BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit...”, cit., 24.

¹²⁷ Razões: nem todos os contratos estabelecem colaterais; muitas vezes são num valor inferior ao da real exposição ao risco; e há bastante dificuldade em, precisamente, calcular o colateral devido a efeitos

Adicionalmente, os colaterais também envolvem um risco que, por sua vez, acaba por potencializar o risco de contraparte: o risco da **sobrecolateralização**¹²⁸. Exemplifico: se um comprador de proteção tiver um passivo de € 15 por cada € 100 de *notional value* mas o vendedor da proteção exigir um colateral de € 17, no caso do vendedor entrar em incumprimento, os € 15 serão utilizados para compensar o passivo de €15 que tem sobre o comprador da proteção. Contudo, os restantes € 2 por cada € 100 de *notional value* também farão parte da massa falida do vendedor da proteção, acabando o comprador da proteção a ser credor sem garantia no montante de € 2 face ao vendedor.

iv. Acordos “Basel” II e III (Banca)

A nível internacional foi também introduzida outra forma de **cobrir o Risco de Crédito, de Contraparte e Sistémico** – os acordos de “Basel”.

“Basel II”¹²⁹ introduziu **requisitos mínimos de capital** associados às características das operações e riscos das instituições financeiras, com o fim de preservar a solidez e solvabilidade do sistema financeiro, de acompanhar a inovação e a complexidade de produtos e divulgar práticas de boa disciplina de mercado. Basel II desenvolveu os seus termos em torno de três tipos de risco: o Risco de Crédito, o Risco de Mercado e o Risco Operacional. Pertinente para este trabalho é sobretudo o primeiro, do qual falarei em exclusivo. Para se quantificar o Risco de Crédito o acordo definiu três possíveis metodologias: a *Standard* (risco aferido em função da notação atribuída pelas ANR), a *Interna Simples*¹³⁰ (estimativas internas do banco sobre as componentes do risco de crédito para se converter no capital mínimo necessário, com necessidade de aprovação por entidade reguladora; são cinco essas componentes – *probability to default, exposure at default, loss given default, expected loss* e *maturity* – sendo que apenas a primeira é aferida pelo banco, as restantes ficam à responsabilidade da entidade reguladora), e a *IRB Advanced* (idêntica à segunda, mas aqui os cinco componentes são aferidos pelo banco através dos seus modelos internos previamente aprovados pela entidade reguladora). Ainda que com o objetivo de cobertura de capital, este acordo acabou por

sistémicos inesperados. Para mais detalhes *vide* GIGLIO, Stefano, “Credit Default Swaps Spreads and Systemic Financial Risk”, Harvard University, January 2011, p. 9.

¹²⁸ ARORA, Navneet, GANDHI, Priyank, LONGSTAFF, Francis A., “Counterparty Credit Risk and the Credit Default Swap Market”, January 2010, p. 8.

¹²⁹ “Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard: a Revised Framework”. Implementado a 31 de Dezembro de 2007.

¹³⁰ Em inglês: “IRB Foundation”, sendo que “IRB” corresponde a “Internal Ratings Based”.

contribuir para o **aumento da dependência face às ANR** devido à primeira metodologia (que era também a mais adotada).

Já “**Basel III**”¹³¹, no advento da crise financeira mundial, passou pela reformulação de medidas já existentes e a implementação de novas. Sobre a alteração das medidas já existentes, destaca-se: i) o reforço na qualidade do capital regulatório; ii) reforço dos limites mínimos do capital (melhorando a capacidade do sistema absorver perdas e resistir a momentos de pouca liquidez e solvência); iii) e maior rigor no apuramento do ativo ponderado pelo risco e nos requisitos de capital sobre o risco de contraparte, por forma a que se consiga minimizar o risco de crédito. Quanto às novas medidas: i) criados *Buffers* (o “*Capital Conservation Buffer*” e o “*Counter-cyclical Capital Buffer*”, que correspondem a capital de conservação com o objetivo de garantir a absorção de perdas em períodos de contração económica); ii) introduzidos índices de Alavancagem e Liquidez, para assegurar a estabilidade nos bancos; iii) e ainda medidas mitigadoras do Risco Sistémico (rácios de endividamento, métodos de avaliação qualitativa e quantitativa do risco, e criação do “Conselho Europeu de Risco Sistémico” (CERS)).

Em suma, sobre os Acordos de “Basel”: o segundo, apesar de sem intenção, aumentou a dependência financeira face às ANR; atualmente, “Basel III”, já é mais consciente das reais preocupações dos mercados financeiros e seus agentes económicos e contribuiu para **mitigar os riscos de crédito, contraparte e sistémico**, fez avanços no sentido de **reduzir a dependência face às ANR e combater a falta de liquidez e solvência** das instituições.

v. ***Transparência: “Central Counterparty” (CCP) e “Data Repositories”***

Um nível equilibrado de transparência, e não a opacidade informativa, transmitem uma sensação de estabilidade e de confiança nos mercados e, conseqüentemente, instiga mais investimento e entrada de novos participantes, trazendo liquidez. Não obstante a transparência, tal como a regulação, não é um fim em si mesmo. Num contexto cuja força locomotiva é precisamente a assimetria informativa uma transparência cega e absoluta tem elevados custos, nomeadamente a perda de liquidez. Tem que se encontrar um nível ótimo de transparência, *i.e.*, até onde a transparência promove a liquidez, e não o contrário. A boa divulgação está também muito ligada à entidade a quem a

¹³¹ Dois documentos: “Basel III: A global regulatory Framework for more resilient banks and banking systems” e “Basel III: International Framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”. Entraram em vigor em Junho de 2011 e Dezembro de 2010, respetivamente. A informação que coloco é reduzida e, por isso, para mais informações, consultar os documentos.

informação é fornecida. Uma transparência face ao regulador é positiva porque este fica com o mercado exposto nas suas mãos e consegue monitorizar as suas falhas e fraquezas mas de forma confidencial de modo a tentar antecipar comportamentos. Já uma transparência pública poderá acionar os movimentos de corrida aos bancos, gerar instabilidade e iliquidez.

A transparência será obtida essencialmente por duas vias: o CCP (disseminação de informação para os reguladores e, de forma controlada, também para os participantes) e os *Data Repositories* (para produtos que não podem passar pelos CCP).

1. CCP (ou "Central clearing")¹³²

É um novo participante no mercado dos CDS. **Compra proteção a todos aqueles que vendem e vende proteção a todos aqueles que a compram.** Continua a ser uma transação em OTC só que processada via esse CCP. Além de **promover a transparência** junto do regulador, funciona também como mitigador do **risco de contraparte** e do **risco sistémico, promove melhores práticas de colaterização** e acaba por **reduzir o problema da sobreposição de funções** nos participantes. Sendo este um participante central em relação às transações, consegue isolar um evento de crédito que ocorra face a uma das suas contrapartes e elimina a sua propagação aos restantes participantes. Ocorrendo um evento de crédito a CCP recorre a uma diferente piscina de ativos que tenha para absorver as perdas. No fundo, acaba por ter um portefólio de ativos muito diversificado e com diferentes graus de correlação, que continuamente absorvem as perdas uns dos outros, reduzindo os efeitos de contágio. Essa diversificação é, em si, um sistema de colaterização. **Desvantagens:** perante os riscos e evento de créditos que vai enfrentar terá de ter continuamente uma capitalização adequada; o risco de contraparte é substituído pelo risco de incumprimento da própria CCP (apesar de ser mínima essa possibilidade), conduzindo a um massificado risco sistemático; e exige um certo nível de standardização dos contratos o que, para participantes dependentes de soluções personalizadas, poderá constituir uma barreira.

¹³² Consultar: http://www.isdacdsmarketplace.com/market_overview/central_clearing. Ainda: WEISTROFFER, Christian, "Credit...", p. 16. BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, "The Credit...", cit., p. 25.

2. “Data Repositories”

Sistema de suporte aos CCP feito através do “Trade Information Warehouse” (TIW) – parte do DTCC. Este suporte inclui as transações CDS que não poderão passar pelo CCP¹³³. As atribuições do TIW passam por uma liquidação central e uma gestão dos ativos¹³⁴ e oferece o **mesmo tipo de benefícios de a CCP**.

vi. *“Trade Compression”*

Esta prática reduz o tamanho e o número de contratos, sem que isso tenha consequências no perfil de risco global ou *cash flows* do portefólio original¹³⁵, através da terminação dessas transações intermédias que são substituídas por um número menor de novos contratos, com valores nocionais mais reduzidos. Permite, por isso, **reduzir a complexidade nas transações, os problemas de sobreposição de funções e os riscos de crédito, contraparte e sistémico**.

b. Ambiente Europeu

i. *“European System of Financial Supervision” (ESFS)*

Criado em 2009 pelo “Larosière Report”. Trata-se de um sistema descentralizado e transversal a vários setores financeiros cuja regulação e supervisão são feitas micro e macro-prudencialmente, por forma a se conseguir uma **regulação e supervisão financeiras coerentes na U.E.**¹³⁶.

A **abordagem micro-prudencial** está encarregue da supervisão individualizada das instituições e fá-lo setorialmente. Nesse sentido foram criadas a “European Banking Authority” (EBA), a ESMA e a “European Insurance and Occupational Pensions Authority” (EIOPA)¹³⁷ – em conjunto formam a “Joint Committee of the European Supervisory Authorities” (ESA) –, que trabalham também com as Autoridades Nacionais de Supervisão. Fazem parte da U.E., mas cada uma delas tem a sua personalidade jurídica, independência e organização, quer entre si, quer face à U.E.. São responsáveis por uma regulação e supervisão sólidas, efetivas e consistentes dos

¹³³ AVELLANEDA, Marco, CONT, Rama, “Transparency...”, cit., p. 17.

¹³⁴ Para mais detalhes sobre as suas funções, *vide: idem, ibidem*.

¹³⁵ Consultado em: http://www.isdaacdsmarketplace.com/market_statistics/portfolio_compression. Ainda: WEISTROFFER, Christian, “Credit...”, p. 16.

¹³⁶ *Vide:* http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html.

¹³⁷ Criados através do “Regulation N° 1093/2010”, “Regulation N° 1095/2010” e “Regulation N° 1094/2010”, respetivamente. Para mais informações *vide* as respetivas páginas eletrónicas: <http://www.eba.europa.eu/> (EBA), <https://eiopa.europa.eu/> (EIOPA) e <https://www.esma.europa.eu/> (ESMA).

respetivos setores, contribuindo para a estabilidade no sistema financeiro europeu e para a prevenção da arbitrariedade regulatória, bem como para a proteção dos interesses dos consumidores. Emitem guias e recomendações que são adotadas posteriormente pela Comissão¹³⁸. O "Joint Committee", que reúne as três autoridades, coordena a cooperação entre os três setores e resolve os litígios que possam surgir entre as entidades do ESFS. Para seguir a abordagem macro-prudencial foi criado o "European Systemic Risk Board" (**ESRB**)¹³⁹. O seu objetivo passa pela **prevenção e mitigação dos risco sistémico** na U.E.: recolha e análise de informação, identificação e priorização dos riscos, emissão de avisos e recomendações (e sua posterior monitorização), emissão de avisos confidenciais ao Conselho Europeu perante uma situação de emergência iminente, cooperação com os outros órgãos do ESFS e organizações financeiras internacionais (como o "International Monetary Fund" (IMF) e o "Financial Stability Board" (FSB))¹⁴⁰.

ii. União Bancária

Para fortalecer o papel da ESFS em 2012 a Comissão Europeia propõe uma União Bancária que permitisse uma **atuação concertada e a promoção do mercado financeiro único europeu** através, sobretudo, do "Single Supervisory Mechanism" (SSM) (onde, para uma supervisão consistente e coerente das instituições financeiras, participam todos os Estados-Membros da U.E. bem como outros Estados que estejam interessados; a Novembro de 2014 conferiu ao ECB várias atribuições relacionadas com a supervisão prudencial das instituições de crédito dos Estados-Membros), do "Single Resolution Mechanism" (SRM) e do "Deposit Guarantee Schemes" (DGS)¹⁴¹.

É no fundo uma medida que **visa harmonizar o sistema financeiro europeu**, apesar de ainda estar em fase embrionária, trazendo **vantagens no tocante à mitigação de riscos**.

iii. Diretivas "Solvency" I e II (Seguradoras e Resseguradoras)

Estas Diretivas visam a **harmonização das regras** do mercado das Seguradoras e Resseguradoras e garantir que essas instituições estão **aptas para fazer frente a períodos de contração económica**, criando um **mercado comum** que promove a

¹³⁸ Vide: http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html.

¹³⁹ Criado pela "Regulation N° 1092/2010" e com atribuições específicas ao BCE sobre o seu funcionamento nos termos do "Regulation (EU) No 1096/2010".

¹⁴⁰ Para mais informações vide: <https://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.en.html>.

¹⁴¹ Vide: http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html.

igualdade competitiva e a **proteção do consumidor**¹⁴²⁻¹⁴³. Sobre a “Solvency I”, não estando já em vigor, interessa apenas dizer que se tratava de um modelo demasiado simplista e robusto de calcular os requerimentos de capital que não conseguia lidar com a diversidade de produtos financeiros a surgir nos mercados¹⁴⁴. A Diretiva “Solvency II” institui um sistema europeu concertado *risk-based* cujo um dos objetivos é o de garantir um **melhor padrão de avaliação de risco e alocação de capital eficiente**¹⁴⁵, proporcionador de uma **mais eficiente proteção contra riscos de crédito, contraparte, mercado e risco sistémico**. O mercado foi ganhando consciência que o capital não é a única fonte mitigadora dos riscos, e que a identificação, cálculo e gestão atempados do risco são essenciais¹⁴⁶. Tem também por fito **aumentar a transparência** no mercado que possibilite a criação de um ambiente mais propício ao surgimento de concorrência, melhoria dos produtos, confiança na indústria e fixação de preços (em consequências das regras da oferta e da procura). A “Solvency II” vem também estabelecer sistemas, processos e e controlos na **gestão do risco**. E consciente das diferentes dimensões das seguradoras e resseguradoras e dos diferentes custos que a implementação poderá trazer, apresenta duas abordagens: o “*internal model*”, para as empresas mais sofisticadas que já os têm, desde que possam ser validados, e a “*standard approach*” para as pequenas e médias empresas que não têm os modelos internos¹⁴⁷.

Assenta em três pilares de atuação. O *Primeiro Pilar* estabelece os recursos financeiros necessários para que a empresa seja considerada solvente (**requisitos quantitativos**) e, para tal, utiliza o “Solvency Capital Requirement” (SCR) – nível a baixo do qual é acionada uma primeira fiscalização pelas entidades supervisoras – e o “Minimum Capital Requirement” (MCR) – um nível inferior ao anterior, que já justifica o acionar de medidas mais severas (liquidação da empresa ou a sua fusão com outra entidade por forma a mitigar os prejuízos) pelos supervisores. O *Segundo Pilar* traz **requisitos qualitativos** sobre o capital: consubstanciam-se em controlos internos à gestão do risco,

¹⁴² COMISSÃO EUROPEIA, “SOLVENCY II: Frequently Asked Questions (FAQs)”, *Internal Market and Services DG*, p. 1.

¹⁴³ A ideia é a de que um sistema de aferição de riscos impreciso, ou obriga as empresas a deter capital em excesso, aumentando os custos para o consumidor; ou as empresas vão alocar pouco capital contra os riscos, aumentando os custos para o consumidor em caso de falência.

¹⁴⁴ COMITÉ EUROPÉEN DES ASSURANCES (CEA) e TOWERS PERRIN & TILLINGHAST, “Solvency II – Introductory Guide”, Brussels, June 2006, p. 2.

¹⁴⁵ *Idem, ibidem*.

¹⁴⁶ COMISSÃO EUROPEIA, “SOLVENCY II ...”, cit., p. 2.

¹⁴⁷ COMITÉ EUROPÉEN DES ASSURANCES (CEA) e TOWERS PERRIN & TILLINGHAST, “Solvency II ...”, cit., p. 2

ao *governance* da empresas e testes de stress¹⁴⁸. O *Terceiro Pilar* diz respeito a **requisitos de divulgação**: transparência informativa e possibilidade de comparação permitem mais disciplina de mercado e diálogo entre os participantes.

Em conclusão, esta diretiva oferece bastantes salvaguardas aos investidores no que toca à **gestão e mitigação dos riscos, problemas de liquidez e solvência** das ANR, instiga a **melhores diligências** pelas seguradoras e ajuda a **reestabelecer a sua reputação**.

iv. FCA e PRA

A 1997, com o “Financial Services Act”, foi criada a FSA. Em Abril de 2013 esta foi substituída por duas novas entidades: a “Financial Conduct Authority” (FCA) e a “Prudential Regulation Authority” (PRA).

A FCA¹⁴⁹ tem como objetivo **certificar-se de que os mercados financeiros funcionam bem** e de que os **consumidores têm as condições necessárias para obterem um acordo justo**. O seu papel passa por garantir que a integridade pauta na indústria financeira, de que são fornecidos aos consumidores produtos e serviços adequados às suas necessidades e às suas características e de que as empresas visam os melhores interesses dos seus consumidores. Para isso a sua atividade vai ser de três tipos: i) concede *Autorizações* de entrada no mercado às entidades que atendem os seus padrões acerca cumprimento de objetivos e mitigação de risco; ii) *Supervisiona* o modelo de negócios da empresa e a forma como ele é executado – se se apresenta justo para os consumidores –, a sua integridade e solidez financeira, numa perspetiva assente no risco (*risk-based*); iii) por último, tem poderes de *Enforcement* perante a descoberta de más práticas pela entidade, com o objetivo de minimizar ou eliminar os danos nos interesses ou integridade derivados dessas más práticas nos consumidores e na confiança dos mercados¹⁵⁰. Há, assim, uma **avaliação permanente** que nasce *ante*-autorização e que perdura enquanto perdurar a entidade. Essa avaliação contínua varia conforme a natureza e a dimensão das empresas¹⁵¹.

¹⁴⁸ *Idem*, p. 8.

¹⁴⁹ Informação consultado na página eletrónica da FCA: <http://www.fca.org.uk/about>.

¹⁵⁰ Consultado em: <https://www.fca.org.uk/about/what/regulating>.

¹⁵¹ Consultar: <https://www.fca.org.uk/about/what/regulating/how-we-supervise-firms>. Para informações mais detalhadas sobre a atividade da FCA *vide* o seu *Business Plan 2015/2016* disponibilizado em: <https://www.fca.org.uk/news/our-business-plan-2015-16>.

Já a **PRA**¹⁵² é uma entidade cuja responsabilidade passa pela **regulação prudencial e supervisão de instituições bancárias, *building societies*, seguradoras e grandes sociedades de investimento**. Os seus objetivos vêm fixados no “Financial Services and Markets Act” (FSMA), e são três: i) um objetivo geral de promoção da segurança e solidez nas empresas que estão sujeitas à sua regulação; ii) um objetivo específico para as seguradoras que passa por atingir um grau adequado de proteção para os segurados; iii) e, secundariamente, proporcionar condições facilitadoras de uma concorrência efetiva. Tem três tipos de abordagens de avaliação: i) “*Judgement based*” (afere se as empresas têm saúde financeira e se as seguradoras oferecem uma proteção adequada e se cumprem as suas condições de mercado), ii) “*Forward looking*” (a avaliação centra-se nos riscos atuais e futuros, permitindo atuar tempestivamente); iii) “*Focused*” (sobre aspetos ou entidades que representam maior risco para a estabilidade do sistema financeiro).

Em suma, oferecem ao investidor um **ambiente de maior confiança no mercado**, promovendo um **ambiente de investimento mais transparente e incentivando a entrada de novos agentes económicos**.

c. Ambiente Norte-Americano

i. “Securities and Exchange Commission” (SEC)

Criado pelo “Securities Exchange Act of 1934”, o SEC tem como missão a **proteção dos investidores, manutenção da justiça, organização e eficiência dos mercados e promoção da formação de capital**¹⁵³. Incentiva à correta divulgação de informação, quer no momento anterior à compra de um ativo, quer durante o tempo da sua detenção, conseguindo-se assim um **mercado de capitais mais ativo, eficiente e transparente e um ambiente mais confiante para investimento**. Para conseguir estes objetivos o SEC trabalha continuamente com grandes participantes (sobretudo investidores) e tem poderes de *enforcement*.

ii. “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010”

Tem uma área de atuação transversal: i) com o intuito de **proteger a posição do consumidor** cria uma autoridade independente, sediada na Reserva Federal, que lhes

¹⁵² Sobre a PRA: <http://www.bankofengland.co.uk/prs/Pages/about/default.aspx>.

¹⁵³ Vide: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

disponibiliza informações claras e precisas e promove a transparência sobre instrumentos financeiros mais complexos; ii) **termina com o “Too Big to Fail”**, formulando um novo método de liquidação das instituições e impondo requisitos de dívida e capital mais apertados; iii) cria um conselho cuja atribuição passa pela **identificação e tratamento do Risco Sistêmico**; iv) e **protege os investidores** apertando as regras sobre transparência e responsabilização das Agências de *Rating*.

Sobre particularmente os **derivados de OTC**, o “Dodd-Frank” atribui grande parte da autoridade regulamentar sobre contratos swaps à “Commodity Future Trading Commission” (CFTC)¹⁵⁴ e ao SEC (sem prejuízo da Reserva Federal continuar a ter um papel fundamental): ao SEC cabe a regulação da “security-based swap” – nos quais os CDS se inserem – e a CFTC fica como reguladora primária sobre todos os restantes swaps, partilhando entre as duas autoridade de swaps híbridos (aqueles que integrem alguma *commodity*)¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Para informações *vide*: <http://www.cftc.gov/index.htm>.

¹⁵⁵ *Idem*.

Conclusão

Num contexto de modernização dos mercados e de desenvolvimento de complexos produtos financeiros, o estudo da temática dos CDS tem especial relevância. Exposto este trabalho que, sobre estes instrumentos, adota uma abordagem institucional de análise de riscos e fragilidades, retiro, em suma, as seguintes conclusões.

O CDS é um contrato que, mediante o pagamento de um prémio, transfere de um comprador de proteção para um vendedor de proteção o Risco de Crédito de um ativo subjacente – consubstanciando-se aí a relação de derivação. Para ser acionado está dependente da ocorrência de um evento de crédito.

A sua criação deriva de um contrato, negociado em mercado OTC, sujeito a regras de transmissão específicas e cuja liquidação ocorre nos termos previamente definidos.

Sem prejuízo do CDS minimizar a exposição do comprador da proteção ao Risco de Crédito, novos riscos se fazem insurgir: o Risco de Contraparte, o Risco Sistémico e o Risco Sistemático. Aquele que vende proteção nunca perde a exposição ao Risco de Crédito.

A Entidade de Referência é aquela que emite o ativo que irá subjazer e valorar o CDS. É na medida de risco associado àquele ativo que o prémio do CDS é definido: quanto mais arriscado, mais cara a proteção. Os ativos que podem ser utilizados pelo CDS são: os empréstimos, hipotecas, obrigações corporativas ou soberanas ou um outro derivado de crédito. Característica essencial é que se constituam como realidades sujeitas a oscilações de preço uma vez que é o risco que providencia o objeto contratual ao CDS.

É sobre a entidade de referência que existe o risco de deterioração da qualidade creditícia do devedor – designado o Risco de Crédito. Transferido para o vendedor da proteção que aceita se submeter à possibilidade de incumprimento da entidade de referência, quer por achar que a probabilidade disso ocorrer é muito reduzida, quer porque tem a contrapartida do prémio. A sua mitigação passa pela diversificação da carteira ou pela celebração do próprio CDS (daí que existam CDS em cadeia).

O Comprador da Proteção é quem, tipicamente, transfere o Risco de Crédito a que está sujeito para quem o está interessado em comprar. Também poderá, contudo, ser aquele que faz uma transação a descoberto (“Naked” CDS): não é proprietário de nenhum ativo e, como tal, não está exposto ao risco de crédito, mas celebra um CDS para efeitos

especulativos. A E.U. não permite a prática sobre ativos soberanos. Está sujeito a algum Risco de Crédito, ao Risco de Contraparte e ao Risco Sistémico. Uma das fragilidades registadas nesta posição é o excesso de confiança depositada na fiabilidade e precisão das agências de *rating*.

O Vendedor da Proteção é aquele que confere proteção contra um evento de crédito. Está exposto ao Risco de Crédito (mais que o comprador), ao Risco de Contraparte e ao Risco Sistémico. Sobre este participante referi a sobreposição de tarefas que desempenha no mercado (ao mesmo tempo que vende e compra proteção também emite ativos) e a crise reputacional que enfrentou no período pós-crise 2008 devido, sobretudo, à sua incapacidade de cumprir os seus compromissos (falta de liquidez e solvência), como as suas fraquezas.

O Risco de Contraparte corresponde à possibilidade de incumprimento pela contraparte contratual das suas obrigações creditícias (vendedor da proteção se deixar de oferecer a proteção, ou comprador da proteção se deixar de pagar os prémios). O Risco Sistémico reflete uma crise sistémica causada pela falha de uma instituição que ameaça a estabilidade de todo o mercado – potenciado pelo facto do mercado dos CDS ser concentrado, interligado, opaco e ilíquido.

As Agências de Notação avaliam a credibilidade financeira de uma instituição/produto que, por poder ser aproveitada por outras entidades, permite uma eficiência no mercado. Contudo, devido a problemas relacionados com as suas metodologias de avaliação, eventos sistémicos não considerados nas avaliações, conflitos de interesses, inexistência de responsabilidade das ANR, baixa regulamentação e dependência face ao *rating*, foram conduzidas a um período de crise reputacional. Atualmente o restabelecimento do seu bom nome passa sobretudo pela sua regulação, reduzindo-se o excesso de confiança nelas depositado, responsabilizando-as pela sua “opinião”, alterando o modelo de pagamento e incentivando a transparência, melhores práticas de *governance* e procedimentos de *compliance*.

O Regulador tem ganho cada vez mais relevância. Sem deixar de ser transacionado em OTC, os CDS têm visto a sua atuação balizada por reguladores e autoridades de supervisão a nível internacional, Comunitário e Norte-Americano. Avanços como a standardização proporcionada pelo “ISDA Master Agreement”, o Acordo “Basel III” e a Diretiva “Solvency II” alteraram a configuração do mercado dos CDS e promoveram

um melhor ambiente de investimento, mais garantístico e protetor do consumidor e não tanto da autonomia do mercado.

Os problemas em torno do Risco de Crédito, de Contraparte e Sistémico têm vindo a ser atendidos por via da regulação e supervisão, mitigando-os e terminando com muitas das fragilidades derivadas das características deste instrumento de OTC. Mas há caminho ainda por fazer. Estamos a falar de avanços regulatórios que reagiram ao evento sistémico que foi a crise financeira de 2008 e que, como tal, são ainda bastante recentes. O mercados e os seus participantes ainda estão a aprender a lidar com esta reconfiguração e a criar novos hábitos. A regulação ainda não atingiu a maturidade suficiente para ser harmoniosa e consistente, tendo havido apenas eventos pontuais de regulação ou de emissão de recomendações. O próprio regulador está ainda a aprender a esboçar a sua linha de atuação – num mercado que durante tanto tempo não teve a sua intervenção – de forma a que não deixe de ser caracteristicamente um mercado OTC. Os participantes, por sua vez, estão a aprender a lidar com esta nova força de intervenção na sua esfera de atuação.

Referências Bibliográficas

- ARORA, Navneet, GANDHI, Priyank, LONGSTAFF, Francis A., “Counterparty Credit Risk and the Credit Default Swap Market”, January 2010.
- ASCENSÃO, J. Oliveira, “Derivados”, 47, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, 2000.
- ASCENSÃO, J. Oliveira, “O novíssimo conceito de valor mobiliário”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra Editora, 2006.
- AVELLANEDA, Marco, CONT, Rama, “Transparency in the Credit Default Swaps Markets”, *Finance Concepts*, July 2010.
- BAHENA, Amanda J., “What role did Credit Rating Agencies play in the Credit Crisis?”, March 2010.
- BENMELECH, Efraim, DLUGOSZ, Jennifer, “The Credit Rating Crisis”, *National Bureau of Economic Research*, 2010.
- BLACK, Fischer, “Hedging, Speculation, and Systemic Risk”, *The Journal of Derivatives*, 6-8, 1995.
- BLANCO, Roberto, BRENNAN, Simon MARSH, Ian W., “An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *The Journal of The American Finance Association*, Vol. 60, October 2005.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., “Fundamentals of Corporate Finance”, 7th ed., McGraw-Hill/Irwin, New York, 2012.
- BOARD, John, “The Economic Consequences of Derivatives”, 156, AAVV, *Modern Financial Techniques – Derivatives and the Law*, Kluwer, London, 2000.
- BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION SECURITIES COMMISSIONS, “The Credit Default Swap Market – Report”, June 2012.
- CÂMARA, Paulo, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2^a ed., Almedina, Coimbra, 2011
- CASTRO, C. Osório, “Valores Mobiliários: Conceito e Espécies”, 2.^a ed., UCP Editora, Porto, 1998.

CASU, Barbara, GIRARDONE, Claudia, MOLYNEUX, Philip, “Introduction to Banking”, Pearson Education, England, 2006

CAVANNA, Henri (ed.), “Financial Innovation”, I. Thomson Business, Routledge, 1992.

CHARLES, GuyLaine, “The ISDA Master Agreement – Part I: Architecture, Risks and Compliance”, *Practical Compliance and Risk Management for the Securities Industry*, Wolters Kluwer Financial Services, Inc., January-February 2012.

CHAVA, Sudheer, GANDURI, Rohan, ORNTHANALI, Chayawat, TECH, Georgia, “Are Credit Ratings still relevant?”, University of Toronto, September 2012.

CLIFFORD CHANCE, “The ISDA Master Agreement: from here to eternity”, *Briefing Note*, April 2012.

COMISSÃO EUROPEIA, “New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force – frequently asked questions”, MEMO/13/571, Brussels, 18 June 2013.

COMISSÃO EUROPEIA, “Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps - Frequently asked questions”, *Press Release Database*, MEMO/11/713, Brussels, 19 October 2011. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-713_en.htm.

COMISSÃO EUROPEIA, “SOLVENCY II: Frequently Asked Questions (FAQs)”, *Internal Market and Services DG*.

COMITÉ EUROPÉEN DES ASSURANCES (CEA) e TOWERS PERRIN & TILLINGHAST, “Solvency II – Introductory Guide”, Brussels, June 2006.

DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES, “EU Response to the Financial Stability Board (FSB) - EU Action Plan to reduce reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings”, *Staff Working Paper*, 16.05.2014, disponível em: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf.

DTCC, “Explanation of Trade Information Warehouse Data”, May 24, 2011.

ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Derivados”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, CMVM, Agosto 2008.

ENGRÁCIA ANTUNES, José A., “Os Instrumentos Financeiros”, Almedina, Coimbra, 2009.

FERNANDES, Abel, MOTA, Paulo, ALVES, Carlos, ROCHA, Manuel, “Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros”, Almedina, Coimbra, 2013.

FERREIRA, Amadeu J., “Direito dos Valores Mobiliários”, *Sumários*, AAFDL, 1997

FERREIRA, Amadeu J., “Operações de Futuros e Opções”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, 121-188, Lex, Lisboa, 1997.

FERREIRA, Amadeu J., “Sumários das Aulas de Títulos de Crédito e Valores Mobiliários”, publicado para uso exclusivo dos alunos em www.fd.unl.pt.

FERREIRA, Amadeu J., “Um Código dos Instrumentos Financeiros?”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Almedina, 2011.

FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos, “Contratos II”, 2.^a ed., Almedina, 2011.

FIELD FISHER WATERHOUSE, “Commentary on the ISDA Master Agreements”, February 2008.

FLANNERY, Mark J., HOUSTON, Joel F. & PARTNOY, Frank, “Credit Default Swap Spreads As Viable Substitutes For Credit Ratings”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158: 2085, August 2010.

FRANZEN, Dietmar, “Design of Master Agreements for OTC Derivatives”, Springer, Berlin, 2000.

GIGLIO, Stefano, “Credit Default Swaps Spreads and Systemic Financial Risk”, Harvard University, January 2011.

GONÇALVES, Renato, “Nótulas Comparísticas sobre os conceitos de Valor Mobiliário, Instrumento do Mercado Mobiliário, Instrumento do Mercado Monetário e Instrumento Financeiro na DMIF e no Código de Valores Mobiliários”, 19 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2004, 94-103.

HARDING, Paul, “A Practical Guide to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”, Euromoney Pub., London, 2004.

HART, Oliver, ZINGALES, Luigi, “A New Capital Regulation for Large Financial Institutions”, *American Law and Economics Review*, V13 N2, 2011.

HOUWELING, Patrick, VORST, Ton, “Pricing default swaps: Empirical evidence”, *Journal of International Money and Finance* 24, 1200-1225, 2005.

HUDSON, Alastair, “The Law on Financial Derivatives”, 3ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 2002.

ISDA, “Frequently Asked Questions 2014 – Credit Derivatives Definitions & Standard Reference Obligations: October 6”, September 18, 2014. Disponível em: <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions/>.

ISDA, “User’s Guide to the ISDA 2002 Master Agreement”, 2003 edition.

KIFF, John, NOWAK, Sylwia, SCHUMACHER, Liliana, “Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings”, *IMF Working Paper*, January 2012.

MENEZES CORDEIRO, António, “Direito Bancário”, 5ª ed., Almedina, 2014.

MICU, Marian, REMOLONA, Eli, WOOLDRIDGE, Philip, “The Price impact of rating announcements: which announcements matter?”, *BIS Working Papers*, n.º 207, Bank For International Settlements, June 2006

MOURATO, Helder M., “O contrato de Swap de Taxa de Juro”, Almedina, 2014.

PIRRONG, Craig, “The Economics of Central Clearing: Theory and Practice”, *Discussion Papers Series*, Number One, ISDA, May 2011.

QUELHAS, J. Santos, “Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (“Novos Produtos Financeiros”)”, *Separata do BCE*, Coimbra, 1996.

SELIG, Kevin, “Greed, Negligence, or System Failure? Credit Rating Agencies and the Financial Crisis”, *Case Studies in Ethics*, The Kenan Institute for Ethics at Duke University.

UTZIG, Siegfried, “The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective”, *ADB Working Paper Series*, n.º 188, Asian Development Bank Institute, January 2010.

WEISTROFFER, Christian, “Credit Default Swaps – heading towards a more stable system”, *Deutsche Bank Research*, Germany, December 21, 2009.

YOUNG, Terry, MCCORD, Linnea, CRAWFORD, Peggy J., “Credit Default Swaps: The Good, The Bad And The Ugly”, *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, N° 4, April 2010.

Sitiografia

<http://www.bankofengland.co.uk/pr/Pages/about/default.aspx>

<http://www.cftc.gov/index.htm>

<http://www.dtcc.com/repository-otc-data.aspx>

<http://www.eba.europa.eu/>

<https://eiopa.europa.eu/>

http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html

<https://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.en.html>

<https://www.esma.europa.eu/>

<http://www.fca.org.uk/about>

<https://www.fca.org.uk/about/what/regulating>

<https://www.fca.org.uk/about/what/regulating/how-we-supervise-firms>

<https://www.fca.org.uk/news/our-business-plan-2015-16>

<http://www.financialstabilityboard.org/what-we-do/>

<http://www.galpennergia.com/PT/Paginas/Home.aspx>

<http://www.gasprocar.pt/>

http://www.isdacdsmarketplace.com/about_cds_market/how_cds_work

http://www.isdacdsmarketplace.com/market_statistics/portfolio_compression

<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>

<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>

Anexos

Figura 1

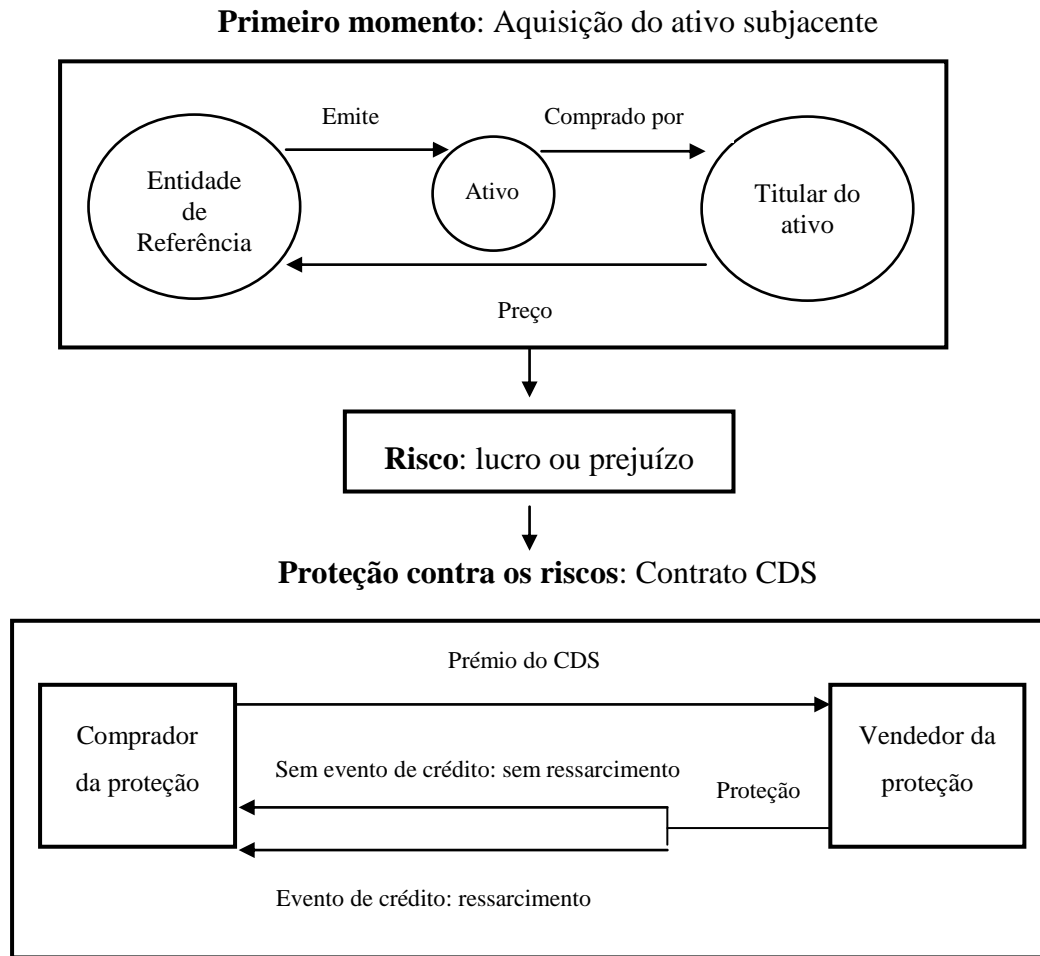


Figura 2

