

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

*SINGLE-NAME CREDIT DEFAULT SWAP* – UMA ABORDAGEM AO REGIME  
FISCAL E NOVAS IMPOSIÇÕES EUROPEIAS (EMIR)

Por Alexandra Esteves Lopes

Sob orientação de Professora Cláudia Bernardo

Faculdade de Direito – Mestrado de Direito Fiscal

(setembro de 2014)

# Índice

<b>1. Introdução</b>	2
<b>2. Enquadramento</b>	3
2.1 <i>Credit Default Swaps</i> (CDS)	3
2.2 Contextualização	4
2.2.1 Especulação	5
2.2.2 <i>Hedging</i>	6
2.2.3 Arbitragem	6
<b>3. Tratamento Fiscal</b>	6
3.1 Qualificação da operação	6
3.2 Tributação do rendimento	7
3.2.1 Em sede de Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Singulares (IRS)	7
3.2.1.1 Residentes em Portugal	7
3.2.1.2 Não-residentes em Portugal	10
3.2.2 Em sede de Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Coletivas (IRC)	11
3.2.2.1 Residentes em Portugal	12
3.2.2.2 Não-residentes em Portugal	13
3.3 Cessão da posição contratual	14
3.4 Em sede de Imposto do Selo (IS)	15
<b>4. O <i>subprime</i> e a contribuição dos <i>Credit default Swaps</i> para a crise</b>	17
<b>5. O caso da Grécia – influência dos CDS na dívida pública</b>	21
<b>6. European Market Infrastructure Regulation – EMIR</b>	23
<b>7. Regime nacional – transposição do EMIR</b>	27
<b>8. Conclusão</b>	29

## 1. Introdução

Os *Single-Name* CDS são instrumentos financeiros derivados de crédito que, nos últimos tempos, têm despertado grande interesse por parte dos investidores intervenientes no respectivo mercado, bem como da União Europeia e, por conseguinte, dos Estados-Membros.

O sistema tributário português contém uma norma de incidência genérica e bastante abrangente quanto às operações relativas a instrumentos financeiros derivados de crédito, mas não tipifica nem define quais os instrumentos, embora classifique os rendimentos que deles provenham como mais-valias e, como tal, não sujeitos a retenção na fonte. Esta classificação conduz, em sede do Imposto sobre as Pessoas Singulares, a dificuldades relativamente à determinação do ganho e ao momento em que este se considera obtido. A tributação do rendimento das pessoas colectivas afigura-se mais linear pela independência do regime de quantificação da matéria tributável face à qualificação do rendimento. Ainda assim, é a mensuração contabilística que condiciona a forma de tributação dos rendimentos.

Os contratos CDS, especificamente, não foram objecto de densificação legislativa, isto é, as normas de direito fiscal não foram construídas tendo em conta as características particulares do instrumento, pelo que também se levantam algumas questões relativamente à sua tributação em Imposto do Selo. Este imposto incide sobre garantias e contratos de seguro, portanto, tendo em conta a definição do contrato e a sua natureza, surge a dúvida quanto ao facto de o contrato CDS poder ou não ser reconduzido à definição de uma das duas categorias, e assim, ser tributado.

Num plano internacional, a crise *suprime* a que assistimos nos anos de 2007-2008, bem como a crise financeira e económica que atravessamos, vieram evidenciar algumas disfuncionalidades no mercado CDS. Este é um produto que comporta um risco sistémico elevado e, sendo negociado fora do mercado regulamentado pode conduzir ao colapso de um sistema financeiro.

No mercado CDS têm vindo a ser introduzidas algumas medidas, por parte dos próprios intervenientes e da Associação Internacional de *Swaps* e Derivados (ISDA), destinadas a aumentar a transparência e a reduzir os riscos evidenciados pela crise.

A União Europeia através do European Market Infrastructure Regulation (EMIR) impõe algumas regras vinculativas para os Estados-Membros, de forma a tornar o mercado CDS um mercado regulamentado, seguro e não comprometedor do sistema financeiro europeu.

A dissertação destina-se ao estudo do regime geral de tributação dos rendimentos provenientes do contrato de *Single-Name* CDS, bem como às implicações que o uso abusivo destes instrumentos acarretam quando negociados de forma especulativa e pouco transparente, dada a falta de informação do mercado relativamente às partes e ao próprio contrato.

## 2. Enquadramento

### 2.1 *Credit Default Swaps (CDS)*

Os *Credit Default Swaps (CDS)* começaram a ser desenvolvidos na JP Morgan por Blythe Masters em 1995. Negociados em mercados particulares ou fora das bolsas, são designados por produtos OTC (*over-the-counter*).<sup>1</sup>

O CDS é um instrumento financeiro principalmente construído para protecção de um crédito. A sua génese contratual importa a transferência do risco de crédito de um produto financeiro com rendimentos fixos<sup>2</sup> para outra entidade, parte do contrato, que assegurará o pagamento da dívida. Esta assume-se como obrigação de terceiro, o devedor, comumente designado por entidade de referência. Assim, do contrato são partes o comprador e o vendedor da protecção, sendo, para este último, transferido o risco de crédito.

A protecção custa ao comprador o pagamento de um montante periódico (*default swap premium* ou *CDS spread*) ao vendedor até à maturidade do contrato ou até ao momento em que se verifica o incumprimento do devedor. Em contrapartida, o vendedor da protecção assume a perda financeira, pagando ao comprador uma compensação em caso de não pagamento da dívida ou insolvência do devedor. Na realidade, o evento que pode dar lugar à compensação não se restringe só ao incumprimento definitivo ou insolvência do devedor. Há a possibilidade de as parte contratarem outros eventos que podem despoletar a obrigação de compensação. De acordo com a Associação Internacional de *Swaps* e Derivados (ISDA) os mais frequentes são a falência técnica da entidade de referência bem como a impossibilidade de pagamento do cupão e a reestruturação da dívida.

O *CDS spread* visa compensar o vendedor pela exposição ao risco de crédito para ele contratualmente transferido. O seu valor é geralmente calculado tendo, particularmente, em conta dois parâmetros: a probabilidade de incumprimento do devedor e o rendimento dos juros recebidos pelo comprador relativos ao direito de crédito perante a entidade de referência.

A compensação, a ser devida ao comprador, pode ser calculada pela diferença entre o valor nominal dos títulos, no momento em que foi contratado o CDS e o seu valor de mercado no momento em que é devida a compensação – neste caso a liquidação para além de financeira pode, também, ser física resultando na transferência de outros títulos que tenham valor igual ao que resultar desta

---

<sup>1</sup> Ferreira, Domingos, “*Swaps e Derivados de Crédito*”

<sup>2</sup> Ferreira, Domingos, “*Swaps e Derivados de Crédito*”

diferença – ou pela diferença entre o valor da perda máxima e o valor recebido pelo comprador. Note-se que quer o *CDS spread*, quer a compensação são definidos contratualmente entre as partes.

As vantagens para ambas as partes do contrato CDS tornam-se evidentes. O comprador consegue transferir o risco de crédito, protegendo a sua dívida, e o vendedor, embora expondo-se ao risco, recebe um rendimento periódico sem ter que financiar a sua posição relativamente à entidade de referência, podendo mesmo nunca chegar a pagar a compensação. O vendedor pode ainda negociar a transferência do risco com outra entidade e assim sucessivamente.

O valor do contrato CDS varia consoante as expectativas do mercado quanto à capacidade de cumprimento do emitente da dívida. Quanto mais elevado for o risco de incumprimento da entidade de referência mais caro é o CDS e mais elevado será, também, o valor do *spread* negociado.

Sistematicamente, existem dois tipos de CDS, sendo que o critério de distinção entre um *Single-Name CDS* e um *Multi-Name CDS* é o número de entidades de referência em relação às quais se compra protecção. Nos contratos *Multi-Name CDS* existe uma pluralidade de entidades de referência em relação às quais se pretende comprar protecção de crédito. Individualizam-se três formas típicas de negociar esta compra: em conjunto (*basket*), carteira (*portfolio*) ou índices. Estes conceitos permitem aos investidores a transferência do risco de crédito associado a um conjunto de títulos para que este seja gerido individualizadamente.

Este estudo assume-se como referente ao contrato *Single-Name CDS*.

## **2.2 Contextualização**

Os derivados de crédito, pretendendo a protecção do investimento, possibilitam o isolamento do risco de crédito de outros riscos, tais como o da taxa de juro, de mercado e operacional, o que, por sua vez, proporciona a sua valorização e consequente transacção.

Entidades como bancos, *hedge funds*, seguradoras, fundos de pensões e empresas de maior dimensão são os principais impulsionadores deste tipo de contratos, uma vez que estes, não sendo ainda transaccionados em mercado regulamentado apresentam uma estrutura de grande flexibilidade, adequando-se facilmente às necessidades dos intervenientes.

Na génese dos CDS encontram-se incorporados activos e os seus rendimentos sem que sejam transferidos de titularidade. São produtos estruturados que, não tendo activos subjacentes (*unfunded*), geram rendimentos que são calculados consoante a relevância dada pelo mercado ao produto que se pretende que origine os rendimentos que são objecto da protecção.

Os objectivos que levam a contratar estes produtos podem ser múltiplos. Os CDS são investimentos ilíquidos que podem ser estruturados com finalidades especulativas, de cobertura de crédito ou arbitragem.

### 2.2.1 Especulação

O CDS é um produto *unfunded*, não tem um activo subjacente, mas, tipicamente, é construído relativamente a um activo de referência que, normalmente, é detido pelo comprador. Contudo, qualquer entidade pode comprar um CDS, mesmo que não detenha dívida da entidade de referência e, como tal, não tenha qualquer interesse em proteger um direito de crédito que não existe. Este tipo de contrato, denominado por *Naked CDS*, permite aos operadores de mercado especular sobre a qualidade do crédito da entidade de referência e obter rendimento com a compra e venda das posições contratuais relativas a este produto. Estimou-se constituírem mais de 80% do mercado de *Credit Default Swaps*, em 2010<sup>3</sup>, e têm carácter especulativo, pelo que os investidores apenas estão focados na obtenção de lucro. Para os mercados financeiros estes instrumentos, construídos desta forma, importam um verdadeiro risco de colapso do sistema. Quando um investidor negocia um *Naked CDS*, na expectativa de que a entidade de referência entrará em *default* e que irá obter o lucro proveniente do pagamento da compensação, está a assumir a posição longa relativamente à entidade de referência, sem ter efectivamente investido nesta, portanto o vendedor posiciona-se na zona de maior risco, fica na posição curta, ou seja, ficará obrigado a pagar uma compensação no momento da ocorrência do evento de incumprimento. Por uma questão de protecção, se este tiver a mesma expectativa que o comprador, irá negociar um CDS em sentido contrário, e assim sucede com as demais entidades que forem assumindo o risco. Embora um CDS pareça uma protecção contra o risco de crédito da entidade de referência, quer o comprador quer o vendedor da protecção assumem o risco de contraparte: o comprador fica com o risco do não pagamento da compensação e vendedor fica com o risco de o comprador não cumprir com o contrato, privando-o do *cash flow* acordado. Mesmo num mercado organizado, o risco de contraparte existe, pois a central de compensação apenas procede ao pagamento da mesma em substituição da contraparte. Não há qualquer tipo de protecção contra o *default* da contraparte

O facto de o valor do *spread* no mercado variar consoante a probabilidade de *default* permite ao investidor especular sobre qualidade da dívida da entidade de referência. Quanto maior for essa probabilidade, maior será o valor do *spread*. Se um investidor tiver a expectativa de que a qualidade da dívida de uma entidade de referência vai melhorar, ou seja de que *spread* irá baixar, ele irá ao

---

<sup>3</sup>Leonard, Andrew (April 20, 2010), “*Credit default swaps: What are they good for?*” Salon.com (Salon Media Group)

mercado vender protecção para mais tarde, caso se concretize a expectativa, comprar a um *spread* mais baixo e assim registar um ganho que consiste no saldo positivo apurado pela diferença entre o *spread* recebido e o *spread* pago.

### **2.2.2 Hedging**

O contrato CDS pode ter a finalidade de protecção de um direito de crédito. Pode dizer-se que esta é a intenção mais legítima e transparente face aos outros usos deste instrumento. Neste contexto o comprador, que está longo face à entidade de referência, pretende proteger o seu património contratando com o vendedor uma espécie de seguro ou garantia que possibilitará o ressarcido de uma potencial, mas esperada perda.

### **2.2.3 Arbitragem**

Na arbitragem, os investidores tentam retirar vantagem da ineficiência do mercado. Se, por exemplo, uma empresa anunciou resultados negativos e o preço das suas acções desce no mercado, mas o *spread* dos CDS relativos a esta entidade de referência se mantém inalterados, e os investidores esperariam uma subida imediata, estes comprarão CDS, na expectativa que o *spread* se ajuste à queda do preço das acções, para, mais tarde, venderem a um *spread* mais alto, encaixando um ganho. O objectivo da arbitragem é a obtenção de lucro sem risco, ou com um risco diminuto, com a compra e venda simultânea do valor em dois mercados diferentes.<sup>4</sup>

## **3. Tratamento Fiscal**

### **3.1 Qualificação da operação**

O *Credit Default Swap* constitui um contrato que não se encontra tipificado na legislação nacional. Contudo, a "International Swaps and Derivatives Association" (ISDA) qualifica as operações de CDS como instrumentos financeiros derivados de crédito, encontrando-se, este entendimento, em consonância com as definições do IAS 32 e da NCRF 27. O parágrafo AG16 do Apêndice do IAS 32 prevê que os "*Os instrumentos financeiros derivados criam direitos e obrigações que implicam o efeito de transferir entre as partes do instrumento um ou mais dos riscos financeiros inerentes a um instrumento financeiro primário subjacente. (...) Contudo, geralmente não resultam numa transferência do instrumento financeiro primário subjacente no início do contrato, nem tal*

---

<sup>4</sup> Antunes, José A. Engrácia, "*Os derivados*". CMVM

*transferência ocorre necessariamente na maturidade do contrato.”<sup>5</sup>. De acordo com o NCRF 27 “É um instrumento financeiro ou outro contrato com todas as três características seguintes: (a) O seu valor altera-se em resposta à alteração numa especificada taxa de juro, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, notação de crédito ou índice de crédito, ou outra variável, (...); (b) Não requer qualquer investimento líquido inicial ou requer um investimento inicial líquido inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem uma resposta semelhante às alterações nos factores de mercado; (c) É liquidado numa data futura.”<sup>6</sup>.*

Desta forma, é inequívica a conclusão de que os contratos de CDS são qualificados, para efeitos fiscais, como instrumentos financeiros derivados de crédito.

### **3.2 Tributação do rendimento**

O rendimento do CDS é composto por dois elementos: o *spread* e a compensação. Para quem paga a compensação o rendimento consiste na diferença entre o montante de *spreads* recebido e a compensação paga. Para quem a recebe, o rendimento é calculado inversamente, portanto este equivale ao valor da compensação menos o montante de *spreads* pago. Caso não se verifique qualquer *default* a entidade vendedora do CDS terá um rendimento igual ao montante do *spread* recebido, enquanto que a contraparte assumirá uma perda.

#### **3.2.1 Em sede de Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Singulares (IRS)**

Nos termos do CIRS, os rendimentos resultantes de instrumentos financeiros derivados podem ser tratados como: rendimentos de capitais (*swaps* cambiais, *swaps* taxa de juro, *swaps* taxa de juro e divisa e operações cambiais a prazo) – cf. artigo 5.º, n.º 2, al. q) – ou mais-valias (todos os restantes derivados) – cf. artigo 10.º, n.º 1, al. e). De acordo com o princípio da tipicidade da lei fiscal, o rendimento derivado do contrato do CDS é considerado mais-valia, sendo abrangido pelo regime definido para a Categoria G (Incrementos patrimoniais – cf. artigo 9.º, n.º 1, al. a), uma vez que não é um produto financeiro expressamente previsto na letra da norma do artigo 5.º. O artigo 10.º, n.º 1, alínea e) compreende todos os ganhos relativos a instrumentos financeiros derivados que não os decorrentes de operações de *swaps* cambiais, *swaps* de taxa de juro, *swaps* de taxa de juro e divisas e de operações cambiais a prazo.

---

<sup>5</sup> Sublinhado nosso

<sup>6</sup> Sublinhado nosso

### 3.2.1.1 Residentes em Portugal

Segundo o princípio da universalidade, a totalidade dos rendimentos obtidos por residentes, quer em território português, quer no estrangeiro, são tributados em Portugal, nos termos dos artigos 1.º, n.º 2 e 15.º, n.º 1 do CIRS. São tributados os rendimentos de fonte nacional, bem como os de fonte estrangeira.

No que concerne ao apuramento do rendimento do CDS, a maior dificuldade consiste em saber quando é que o ganho ou perda se consideram obtidos para efeitos de tributação. A questão não é clara, podendo surgir três momentos a considerar: no momento de cada fluxo, no final de cada ano ou no final do contrato.

O CIRS, no seu artigo 10.º, n.º 1, alínea e) prevê, como facto gerador da mais-valia, os ganhos obtidos que resultem de operações relativas a instrumentos financeiros derivados, mas o momento relativamente ao qual se considera este um rendimento real do sujeito passivo suscita algumas questões, ao contrário do regime relativo aos rendimentos de capitais. O artigo 10.º, n.º 3 prevê que o ganho se considera obtido no momento da prática a operação relativa ao CDS. Mas, note-se que, no contrato CDS, pela sua natureza, uma vez estando o vendedor condicionalmente obrigado ao pagamento da compensação, o apuramento do ganho só pode ser feito na maturidade do contrato, revelando-se uma incerteza quanto à obtenção do rendimento que também é uma característica própria da mais-valia. Os *spreads* constituem fluxos financeiros periódicos que, *a priori*, não significam um incremento patrimonial. Por definição, uma mais-valia é apurada pela diferença entre os ganhos e as perdas do sujeito – artigo 43.º, n.º 1 – logo, o rendimento proveniente do contrato CDS só poderá ser incluído no cálculo depois de ter sido apurado, ou seja, quando se verificar o ganho ou a perda. Estes, por sua vez, só são possíveis calcular no final do contrato. O legislador não estabeleceu qualquer regra de determinação do rendimento, nem o momento em que se considera obtido o ganho para efeitos de tributação, ao contrário do regime previsto no outro tipo de instrumentos financeiros da categoria G (v.g. warrants autónomos). Assim, terá que ser feita uma interpretação das normas tributárias, dentro dos limites do artigo 11.º da Lei Geral Tributária, respeitando a essência do produto financeiro em questão por forma a que a tributação se aproxime da realidade da situação económica do sujeito passivo.

O sistema tributário português está construído com base na teoria do acréscimo patrimonial ou rendimento-acréscimo, nos termos do qual, o âmbito de incidência objectiva do imposto importa a existência de um aumento do património do contribuinte, abstraindo-se da fonte da receita. Nos termos do artigo 104.º, n.º 1 da CRP, o IRS tem “...em conta as necessidades e os rendimentos do

*agregado familiar.*”<sup>7</sup> e, nesta perspectiva, apenas o aumento da capacidade económica do sujeito passivo traduz a premissa constitucional para a tributação directa do rendimento pessoal. O princípio da capacidade contributiva assenta na concepção de que “...os impostos devem adequar-se à força económica do contribuinte e por isso o seu alcance mais elementar está na exigência de que o imposto incida sobre manifestações de riqueza...”<sup>8</sup>. A tributação da riqueza pressupõe a prévia determinação do incremento. Deste modo, a capacidade contributiva do sujeito passivo constitui pressuposto da tributação e, ao mesmo tempo, o seu limite<sup>9</sup>, uma vez que só é considerado o rendimento efectivo do sujeito passivo, “... sendo de excluir que se tributem realidades desprovidas de valor económico...”<sup>10</sup>

De acordo com o princípio da realização, orientador da tributação das mais-valias<sup>11</sup>, poderá defender-se que o ganho considera-se obtido no momento em que há o apuramento da mais-valia, que, por sua vez, só é passível de ser calculada no final do contrato. Este é o evento correspondente ao momento gerador da obrigação de pagamento de imposto, sendo este, também o momento em que se confirma a capacidade contributiva do contribuinte.

Se houver tributação no momento de cada fluxo ou no final de cada ano, presumindo que o contrato do CDS tem uma duração superior, o sujeito passivo está a adiantar dinheiro por conta do imposto, quando no final do contrato poderá verificar-se uma menos-valia. Esta situação não se encontra prevista no Código, não havendo, também, qualquer mecanismo de ressarcimento contra o Estado. É também incompatível com a tributação directa do rendimento pessoal uma vez que um sujeito passivo singular não pode ter contabilidade organizada.

Tendo em consideração todas as componentes do CDS, enquanto instrumento financeiro complexo, o seu rendimento só pode ser apurado no final do contrato. Este, nos termos do artigo 43.º, é incluído, juntamente com os demais rendimentos do sujeito passivo com essa natureza, desse período de tributação, para o cálculo das mais ou menos-valias. Esse é o saldo que, uma vez revelando-se positivo, será sujeito a tributação, isto é, a base de incidência da taxa especial de imposto, excepto opção por englobamento. As menos-valias resultantes deste contrato podem ser consideradas para efeitos do regime de dedução de perdas, constante do artigo 55.º, n.º 1. No caso de apuramento de uma menos-valia, não há sujeição a tributação porque não existe um rendimento. No entanto, considerando o n.º 6 do mesmo artigo, há a possibilidade de o saldo negativo apurado no ano

---

<sup>7</sup> Sublinhado nosso

<sup>8</sup> Vasques, Sérgio, *Manual de Direito Fiscal 2013*

<sup>9</sup> Vasques, Sérgio, *Manual de Direito Fiscal 2013*

<sup>10</sup> Vasques, Sérgio, *Manual de Direito Fiscal 2013*

<sup>11</sup> Xavier de Basto, José Guilherme “*Incidência Real e Tributação dos Rendimentos Líquidos*”

ser reportado para os dois anos seguintes, quando haja opção pelo englobamento, mas só pode ser deduzido aos rendimentos positivos da mesma categoria – comunicabilidade restrita.

Defende-se, assim, o diferimento do imposto até à maturidade do contrato, altura a que corresponde o apuramento de um ganho ou de uma perda.

O apuramento do rendimento proveniente do CDS é substancialmente diferente do apuramento dos rendimentos com natureza de mais-valia referidos no artigo 43.º, como se demonstrou. No entanto, terá que ser feito o esforço de enquadramento, uma vez que o rendimento é tipificado como mais-valia. Verificando-se que não há lugar a deduções específicas, nos termos do artigo 42.º, a mais-valia corresponderá, então, ao saldo positivo calculado pela diferença entre as mais e menos-valias realizadas no mesmo ano, com a contingência de que se comprador (quem efectua o pagamento) for residente num país com regime fiscal claramente mais favorável, conforme a lista da Portaria 150/2004, de 13 de Fevereiro e alterada pela Portaria 292/2011, de 8 de Novembro, as perdas apuradas não relevam para o cálculo do saldo positivo – cf. o artigo 43.º, n.ºs 1 e 5. O valor a considerar como ganho equivale aos rendimentos líquidos apurados em cada ano, segundo o artigo 10.º, n.º 4, alínea c).

A mais-valia, uma vez apurada, é tributada à taxa especial de 28% – cf. artigo 72.º, n.º 4 – não se verificando a opção pelo englobamento prevista nos artigos 72.º, n.º 8 e 22.º, n.º 3, alínea b).

Se o rendimento for pago a um residente por um não residente – rendimento de fonte estrangeira –, poderá haver lugar à aplicação dupla tributação, no caso deste ser tributado no Estado onde é obtido, através da retenção na fonte. Nos termos do artigo 81.º, n.º 1, registando-se a dupla tributação jurídica internacional, portanto, verificando-se a retenção do rendimento na fonte, haverá lugar a crédito de imposto, nas condições nele previstas. Note-se que para a eliminação da dupla tributação através da aplicação do artigo 81.º é obrigatório optar pelo englobamento, não sendo aplicada a taxa de tributação especial de 28% – cf. artigo 81.º, n.º 1 e artigo 22.º, n.º 6. Em consequência desta opção, é obrigatório o englobamento dos demais rendimentos auferidos pelo residente, nos termos do artigo 22.º, n.º 5. No caso de existir uma Convenção de Dupla Tributação (CDT) celebrada com Portugal, que, por regra, seguem a Convenção Modelo OCDE (CMOCDE), a dedução do imposto já pago no outro país não pode ultrapassar esse valor – cf. 81.º, n.º 2. Por norma, as CDT não tributam na fonte este tipo de rendimentos. Não são considerados mais-valias para efeitos da CMOCDE.

Quanto ao pagamento do imposto importa referir que as mais-valias resultantes de operações relativas a instrumentos financeiros derivados não estão sujeitas a retenção na fonte, no entanto é

obrigatória a entrega da declaração anual de rendimentos onde se fará menção aos ganhos realizados durante o ano no anexo G – cf. artigo 57.º, n.º 2, alínea e).

### 3.2.1.2 Não-residentes em Portugal

A tributação dos não-residentes rege-se pelo princípio da territorialidade, uma vez que só o rendimento obtido em território português será tributado em Portugal, de acordo com os artigos 13.º, n.º 1 e 15.º, n.º 2. Assim, os rendimentos resultantes de operações relativas a instrumentos financeiros consideram-se obtidos em território português quando são devidos ou pagos por entidades que aí sejam residentes ou que nele tenham sede, direcção efectiva ou estabelecimentos estável ao qual deva imputar-se o pagamento – cf. artigo 18.º, n.º 1, alínea n).

Quando o rendimento é pago ou colocado à disposição por entidade residente a outra entidade não residente, a taxa de imposto incidente sobre o rendimento líquido das operações enquadráveis nas alíneas b), e), f) e g) do artigo 10.º é de 28%, nos termos do artigo 72.º, n.º 4, sem retenção na fonte, ainda que o sujeito tenha estabelecimento estável em território nacional. Se existir CDT nos termos da Convenção Modelo OCDE, aplicar-se-á o artigo 21.º CMOCDE, sendo atribuída a competência de tributação ao outro país (competência exclusiva). Caso não exista, dispõe o artigo 19.º, n.º 4 da LGT que o sujeito passivo residente no estrangeiro deve designar um representante, para efeitos tributários, com residência em território português, bem como o artigo 130.º, n.º 1 do CIRS onde está previsto que “... os não residentes que obtenham rendimentos sujeitos a IRS (...) devem, para efeitos tributários, designar uma pessoa singular ou colectiva com residência ou sede em Portugal, para os representar perante a Direcção-Geral dos Impostos e garantir o cumprimento dos seus deveres fiscais.”. No n.º 2 do mesmo artigo, está previsto que a designação de representante é meramente facultativa em relação a não residentes de, ou a residentes que se ausentem para, Estados membros da União Europeia ou do espaço económico europeu, neste último caso desde que esse Estado membro esteja vinculado à cooperação administrativa no domínio da fiscalidade equivalente à estabelecida no âmbito da União Europeia. O artigo 139.º prevê que não podem ser realizadas transferências para o estrangeiro de rendimentos sujeitos a IRS obtidos em território português por sujeitos passivos não residentes sem que se mostre pago ou assegurado o imposto que for devido. Pode defender-se que este artigo não é aplicável aos rendimentos que têm natureza de mais-valia, tal como o rendimento do CDS que só pode ser apurado na maturidade do contrato. O *spread* é pago antes do apuramento desse rendimento. Entende-se, então, que a aplicação do artigo mencionado só tem lugar relativamente a rendimentos sujeitos a retenção na fonte, uma vez que o rendimento do CDS só será incluído na declaração periódica relativa ao ano em que o contrato cessa e se calcula a perda ou o ganho que concorrerá para

o saldo apurado nos termos do artigo 43.º do CIRS. Nestas condições, a não nomeação de representante é punível pelo artigo 124.º do RGIT, com coima.

### **3.2.2 Em sede de Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Colectivas (IRC)**

Nos termos do artigo 1.º do CIRC, o imposto incide sobre os rendimentos obtidos pelo sujeito passivo. No contrato CDS podemos falar em, pelo menos, dois tipos de rendimentos: o *spread* e o ganho por aumento do justo valor.

A tributação das pessoas colectivas é feita com base na sua contabilidade, sem prejuízo das correcções prevista no CIRC. No caso dos CDS, o CIRC não prevê qualquer limitação de perdas, nem um regime especial para este instrumento, logo concorrem para a formação do lucro tributável à medida que forem contabilizados em resultados os ganhos e perdas resultante do contrato.

Inicialmente, quando negociado, o valor do contrato CDS é contabilizado pelo seu valor de aquisição. Após o seu reconhecimento inicial, nos termos da NCRF 27, estes instrumentos financeiros derivados deveriam ser mensurados ao seu justo valor (*marked-to-market*), sendo as variações reconhecidas em resultados. O aumento por justo valor, ainda que não haja um fluxo financeiro, é considerado um ganho – cf. artigo 20.º, n.º 1, alínea f) – e concorre para a formação do lucro tributável, de acordo com o artigo 18.º, n.º 9, alínea b), primeira parte. O CDS não é um instrumento de capital próprio pelo que não se exclui totalmente a aplicação da alínea a), do n.º 9 do mesmo artigo, mas aplica-se a alínea b) por força do artigo 49.º, n.º 1, primeira parte, onde se encontra expressamente prevista a aceitação fiscal do justo valor por resultados. Se o instrumento não for mensurado ao seu justo valor por resultados, o rendimento será sujeito a tributação no momento em que for reconhecido contabilisticamente, na medida em que o Código do IRC não prevê, para este tipo de instrumentos, qualquer excepção a esta regra basilar da tributação do imposto. Quando o instrumento é mensurado ao justo valor por resultados, o *spread* não é contabilizado autonomamente, o aumento do valor do CDS relativamente ao seu valor nocional encontra-se espelhado no seu justo valor, justificando-se assim a tributação do justo valor aceite fiscalmente, nos termos do artigo 18.º, n.º 9.

#### **3.2.2.1 Residentes em Portugal**

No caso de não haver mensuração do CDS ao justo valor por resultado, o *spread* constituindo, para efeitos de IRC, um rendimento periódico concorre para a formação do lucro tributável no momento em que é obtido pelo sujeito, ou seja, é tributado à medida da contabilização do fluxo financeiro, de acordo com artigo 17.º, n.ºs 1 e 3. Assim, este rendimento é sempre imputável ao

período de tributação em que é obtido, considerando-se para o efeito, o momento em que é registado contabilisticamente – cf. artigo 18.º n.ºs 1 e 3, alínea b), parte final. Neste caso, ao contrário do regime em sede de IRS, não existe o problema relativo à concretização do momento da obtenção do rendimento uma vez que estes sujeitos passivos, exercendo uma actividade comercial, estão obrigados ao regime da contabilidade organizada, nos termos do artigo 123.º, logo, verificando-se um rendimento, este será contabilizado à semelhanças das perdas, concorrendo para o lucro sujeito a tributação.

Em sede de Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Colectivas, os sujeitos passivos residentes são, também, tributados com base no princípio da universalidade – todos os rendimentos obtidos em território português, ou fora dele, são tributados em Portugal, segundo o artigo 4.º, n.º 1. A taxa a aplicar aos rendimentos constantes da Declaração Modelo 22 é de 23% – cf. artigo 87.º, n.º 1. Nos termos do artigo 87.º-A, consoante o valor do lucro tributável apurado sujeitos passivos residentes em território português que exerçam, a título principal, uma actividade de natureza comercial, industrial ou agrícola e por não residentes com estabelecimento estável em território português, incide uma taxa relativa à derrama estadual que varia entre 3%, 5% e 7%. À derrama estadual acresce a derrama municipal. A taxa geral de derrama municipal, lançada pelos diferentes municípios, pode ascender até 1,50%, podendo, paralelamente ser aplicada, uma taxa reduzida de derrama para empresas com volume de negócios inferior a €150.000 no exercício anterior. Quando seja aplicável o Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades, a derrama incidirá sobre o lucro tributável individual de cada uma das sociedades do grupo. A derrama incide sobre o lucro tributável do exercício, antes da dedução de prejuízos fiscais reportáveis.

A pessoa colectiva que obtenha rendimentos no estrangeiro está sujeita à dupla tributação jurídica dos mesmos, uma vez incluídos na matéria colectável. Para efeitos de liquidação do imposto, está prevista, nos artigos 90.º, n.º 2, alínea a) e 91.º, a possibilidade de dedução destes rendimentos, nas condições previstas no corpo normativo deste último artigo. Tratam-se portanto de rendimentos tributados na fonte cujo imposto pago no estrangeiro pode ser detutível em Portugal, estando ainda previsto, no n.º 4 do artigo 91.º, a possibilidade o reporte do montante em crédito para os cinco períodos de tributação seguintes ao ano em que se verifica a dupla tributação, quando a colecta se demonstrar insuficiente no período de tributação em que o rendimento é obtido no estrangeiro.

### 3.2.2.2 Não-residentes em Portugal

As entidades residentes no estrangeiro, com ou sem estabelecimento estável em Portugal são devedoras de imposto no caso de obterem rendimentos de fonte portuguesa – cf. artigos 2.º, n.º 1, alínea c), 3.º, n.º 1, alínea c), 4.º, n.ºs 2 e 3, alínea 8).

Apenas o lucro tributável imputável a um estabelecimento estável de entidade não residente é determinado conforme as regras aplicáveis às entidades residentes que exerçam a título principal uma actividade comercial, industrial ou agrícola, sendo permitida a dedução de despesas para a realização de fins prosseguidos por esse estabelecimento. Desta forma, para efeitos fiscais, há uma equiparação do estabelecimento estável às pessoas colectivas residentes, embora aquele não tenha personalidade jurídica.<sup>12</sup> A taxa aplicável é de 23%, tal como no regime dos residentes, não havendo retenção na fonte devio à natureza do rendimento.

Quando o caso trata de uma entidade não residente em Portugal, portanto com sede ou direcção efectiva noutro país, torna-se relevante aferir da existência de uma convenção de dupla tributação, que por regra segue os trâmites da Convenção Modelo OCDE (CMOCDE).

Uma entidade residente em país com CDT, com estabelecimento estável em território português e que aqui obtenha o rendimento estará sujeita a tributação em Portugal por força do artigo 7.º, n.º 1, segunda parte da CMOCDE, mas apenas relativamente aos rendimentos que lhe forem imputáveis. Neste caso existe uma competência partilhada, cabendo ao Estado da residência a eliminação da dupla tributação.<sup>13</sup> A matéria colectável dos sujeitos passivos não residentes sem estabelecimento estável em Portugal é determinada nos termos do artigo 56.º, n.º 1. Desta forma, os seus rendimentos são determinados de acordo com as regras estabelecidas no CIRS para a categoria G – Incrementos Patrimoniais – pelo que se remete para o acima exposto relativamente ao apuramento do rendimento do CDS. Assim, nesta situação, e existindo CDT deverá aplicar-se o artigo 7.º, n.º 1, primeira parte da CMOCDE que estabelece a competência exclusiva de tributação do Estado da residência da entidade que auferir o rendimento. Não cabe ao Estado português o direito de tributar esse rendimento. Na situação de não se verificar a existência de CDT, ainda relativamente à entidade estrangeira sem estabelecimento estável em território português, o rendimento será tributado à taxa de 25%, nos termos do artigo 87.º, n.º 4.

As entidades não residentes, estão obrigadas, nos termos do artigo 120.º, n.º 1, ao envio da declaração periódica. No caso dos não residentes sem estabelecimentos estável, a obrigação está prevista no n.º 4 do mesmo artigo.

---

<sup>12</sup> Artigo 7.º, n.º 3 CMOCDE

<sup>13</sup> Artigo 23.º-A CMOCDE

### 3.3 Cessão da posição contratual

Um operador de mercado com posições em contratos CDS pode ceder as mesmas a terceiro, transmitindo assim, onerosamente, o risco de crédito que assumiu do comprador. Os instrumentos financeiros derivados de crédito são bastante premiáveis às oscilações dos mercados e à probabilidade de *default* da entidade de referência. O valor do CDS é determinado pelo mercado e varia consoante a possibilidade de *default* da entidade de referência. Os CDS são contratos bastante transaccionados nos mercados, com diversos objectivos. Como instrumento autónomo de gestão do risco, é comum verificar-se a cessão da posição contratual com vista à obtenção de lucro ou protecção contra outro CDS já negociado.

A cessão onerosa de posições contratuais em contratos CDS enquadra-se no artigo 10.º, n.º 1, alínea e) do CIRS referente às operações relativas a instrumentos financeiros derivados de crédito. Assim, poderá ser feita a remissão para o que foi referido acima relativamente ao rendimento de detenção de um CDS, pois o regime é idêntico ao da cessão. Contudo há uma questão a tratar, o apuramento do rendimento. O ganho considerado para efeitos de mais-valia equivale ao saldo positivo entre o valor nominal do contrato CDS ou preço pago pelo alienante – cf. artigo 49.º do CIRS – e valor da respectiva contraprestação que equivale, no caso, ao valor de mercado do produto ao momento da cessão, ou justo valor – cf. – artigo 44.º, n.º 1, alínea f) do CIRS.

No que diz respeito ao IRC, a qualificação do rendimento não é relevante para efeitos de tributação. Este, por ser reconhecido pelo justo valor em resultados, não está tipificado como mais-valia, comprovando-se este entendimento através do artigo 46.º, n.º1, alínea b). No entanto, poderá incluir-se o rendimento na norma residual do artigo 20.º, n.º 1, por se tratar de um rendimento real que contribui para o aumento do património do sujeito passivo, ainda que tenha carácter ocasional. Em IRC, a qualificação só será relevante para efeitos de retenção na fonte, o que, no caso das valias, não é aplicável. A tributação é feita no momento da contabilização.

### 3.4 Em sede de Imposto do Selo (IS)

De acordo com Domingos Ferreira in *Swaps e Derivados de Crédito* os contratos CDS “são uma forma refinada de garantia, assumindo características de um seguro de protecção para o não cumprimento”.

Cumprе densificar o conceito de garantia geral das obrigações que se baseia numa ideia de penalização do património do devedor em caso de incumprimento da obrigação, constituindo “uma permissão normativa genérica da actuação das regras de responsabilidade patrimonial.”<sup>14</sup> Para o

---

<sup>14</sup> Cordeiro, António Menezes “Direito das Obrigações – Tomo IV”

credor, a garantia “*traduz-se na susceptibilidade de, em caso de necessidade, obter a condenação do devedor na realização da prestação devida (...) e a efectivação forçada (...) da mesma prestação à custa do seu património (devedor).*”<sup>15</sup> Esta é uma concepção que melhor caracteriza a definição de garantia real uma vez que dispõe sobre direito reais do devedor, requerendo a afectação de determinados bens corpóreos seus ou de terceiro para assegurar o pagamento da dívida. Nas garantias pessoais surgem duas obrigações, uma vez que o garante, embora esteja obrigado ao pagamento da compensação da dívida, tem direito de regresso contra o garantido. Neste caso o elemento que se impõe é a prestação e não o património. Conforme se tem vindo a demonstrar, os contratos CDS não assumem quaisquer das características enunciadas, desde logo porque não existe uma obrigação subjacente, existe uma obrigação de referência e, no limite, poderá nem existir uma dívida para que seja válido o contrato, ou seja, pode não existir um direito de crédito, perdendo-se o elemento base da garantia. Acrescenta-se o facto de não serem envolvidos direitos reais nem a coacção do devedor por via de sacrifício do seu património.<sup>16</sup>

Na realidade e devido à sua solvabilidade, posição nos mercados e confiança dos investidores financeiros são as instituições de crédito, como os bancos, que constituem, em regra, uma parte nos contratos CDS, cabendo analisar o conceito de garantia bancária que se define por ser uma “*garantia de natureza pessoal prestada por um banco*”.<sup>17</sup> Veja-se que tipicamente, nas garantias pessoais, como a fiança, o garante fica obrigado perante o credor a cumprir a obrigação, situação que não tem paralelo com o contrato CDS. Estes também não se enquadram na definição de garantia autónoma, que ao contrário das típicas garantias pessoais que são acessórias ao contrato, têm como característica o pagamento devido à primeira solicitação do credor (garantido), sem que o banco possa opor quaisquer objecções ou pedido de justificação.<sup>18</sup> Trata-se de uma garantia de funcionamento automático que não se coaduna com a natureza do CDS.

Apesar do contrato CDS não estar tipificado na lei e seja negociado entre privados, no pleno gozo do seu direito à liberdade contratual, não assume natureza de garantia tal como o Código Civil e doutrina o define.

Embora, a Administração Tributária, nos termos da Circular 15/2000 de 5 de Julho (“*O princípio subjacente ao nº 10 da TG é o de que será havido como garantia qualquer instrumento jurídico destinado ao cumprimento da obrigação e que implique diminuição do património do garante.*”) possa entender que o CDS é uma garantia enquadrável na verba 10 da TGIS e que o facto

---

<sup>15</sup> Telles, Inocêncio Galvão, “*Garantia Bancária Autónoma*”

<sup>16</sup> Cordeiro, António Menezes “*Direito das Obrigações – Tomo IV*” e Telles, Inocêncio Galvão, “*Garantia Bancária Autónoma*”

<sup>17</sup> Telles, Inocêncio Galvão, “*Garantia Bancária Autónoma*”

<sup>18</sup> Telles, Inocêncio Galvão, “*Garantia Bancária Autónoma*”

tributário é o instrumento constitutivo da garantia<sup>19</sup>, pode defender-se que o conceito de garantia provém do direito privado e como tal não poderá ser ignorada a sua influência na interpretação da norma de incidência da verba 10. De acordo com o artigo 11.º, n.º 2, quando as normas fiscais se referam a conceitos próprios de outros ramos de direito, devem os mesmos ser interpretados no sentido que aí têm, de forma a ficar salvaguardada a unidade do direito e o princípio da segurança jurídica.<sup>20</sup> É legítimo entender-se que o CDS não é uma garantia, trata-se antes de um instrumento financeiro derivado de crédito, ou seja, de um produto complexo estruturado pelas partes do contrato e transaccionado em mercados financeiros.

O contrato de seguro constitui uma figura jurídica tipificada, regulada nos termos do Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de Abril (Regime Jurídico do Contrato de Seguro – RJCS). O segurador está sujeito às condições formais do artigo 7.º e seguintes do Decreto-Lei 94-B/98, de 17 de Abril para que possa exercer a actividade seguradora em Portugal, condições essas que não limitam nem se referem ao vendedor da protecção no contrato CDS. O artigo 44.º, n.º 1 do RJCS prevê a nulidade do contrato com a cessação do risco, bem como a sua não produção de efeitos relativamente a riscos futuros que não cheguem a existir. Esta não é uma realidade que condiciona a validade de um contrato CDS que surgindo como resultado da liberdade contratual das partes mantém-se em vigor até à maturidade do contrato, independentemente do grau de risco de *default* da entidade de referência. Aliás, este risco é variável e mesmo que se revele diminuto, tal não induz à nulidade do contrato cuja cessação se verifica na disponibilidade das partes. A regulamentação dos seguros não é aplicável a instrumentos financeiros derivados de crédito que assumem características próprias, embora não tenham um regime especial previsto na lei. Nestes contratos, o risco de crédito é visto como instrumento autónomo de gestão que afecta positiva ou negativamente o valor do prémio, no caso *spread*, bem como o próprio valor do contrato. A cessão da posição contratual é uma figura que se torna característica destes contratos CDS em mercados financeiros. Existe, então, uma vertente comercial e de investimento, bem como de especulação e arbitragem que não se verifica no contrato de seguro ou mesmo na garantia. Ao contrário das instituições de crédito, ou outras entidades financeiras, que assumem a parte de vendedor da protecção no contrato CDS, as entidades seguradoras estão obrigadas à constituição de determinadas reservas específicas, provisões técnicas, de forma a salvaguardar o capital próprio e garantir a sua solvência.

Conclui-se, defendendo que o contrato CDS, por definição, não cabe nas normas de incidência da verba 10, nem da verba 22 relativa aos seguros, e, portanto, não está sujeito ao Imposto do Selo.

---

<sup>19</sup> Informação n.º 13/2006 de 17.03.2006, da Direcção-Geral dos Impostos

<sup>20</sup> Campos, Diogo Leite de, Rodrigues, Benjamim Silva e Sousa, Jorge Lopes de, “*Lei Geral Tributária - Anotada e Comentada*”

Entenda-se que este consiste num instrumento financeiro derivado de crédito para a transferência do risco de crédito<sup>21</sup> e que gera rendimentos tributáveis para ambas as partes do contrato, assumindo uma figura jurídica autónoma não tipificada, precisamente por ser um produto OTC.

#### **4. O *subprime* e a contribuição dos *Credit default Swaps* para a crise**

Em Agosto de 2007 os mercados financeiros a nível mundial depararam-se com a crise, designada globalmente por *subprime*, desencadeada pelo sistema financeiro dos EUA, mais propriamente pelo sistema de concessão de crédito extremamente alavancado pela valorização do sector imobiliário. Um empréstimo *subprime* é um crédito concedido, a uma taxa de juro mais alta do que a normal, a quem oferece menos garantias de pagamento dado o seu historial de capacidade de endividamento.

Nos anos que antecederam a crise *subprime*, as taxas de juro estavam a níveis historicamente baixos com os cortes a que tinham sido sujeitas pelos bancos centrais para evitar uma recessão económica. Quando as taxas de juro se encontram a níveis baixos, a economia expande porque, quer os indivíduos, quer as instituições têm a possibilidade de solicitar crédito com mais facilidade o que leva a um maior consumo e, conseqüentemente, a um maior crescimento da economia.

A economia estava em pleno crescimento, as taxas de juro do mercado eram baixas e o valor do imobiliário encontrava-se em expansão, e assim, o valor das habitações, quer dos compradores *subprime*, quer dos compradores com menor risco de incumprimento, aumentaram de forma dramática.

Com este nível de liquidez, nos EUA, as instituições financeiras começaram a oferecer crédito a compradores de imóveis com um risco de crédito mais elevado e, como tal, a taxas de juro mais elevadas. O crédito era negociado com uma garantia hipotecária sobre o imóvel do devedor, sendo que as instituições nunca se precaveram contra a possibilidade real de os valores dos imóveis descerem repentinamente, uma vez que preço estava bastante alto devido à especulação de mercado. Este foi um risco não devidamente calculado e que veio a demonstrar-se avassalador. Veja-se que a única garantia que funcionava no caso de *default* era a hipoteca, portanto a protecção da garantia só produziria o seu efeito útil no caso de o valor do imóvel aumentar ou estagnar no momento é que era concedido o crédito, só assim é que se poderia colmatar a perda resultante do incumprimento.

O montante do crédito que as instituições estavam a conceder provinha do montante de depósitos nelas efectuados, constituindo aquele um limite à concessão de crédito. Assim, a instituição detinha todo o risco inerente ao total dos créditos concedidos. Para permitir a concessão de mais

---

<sup>21</sup> Antunes, José A. Engrácia, “*Os derivados*”. CMVM

empréstimos, encaixando ganhos maiores, e diversificar o risco, as instituições financeiras conceberam um processo de securitização, agrupando estes empréstimos e convertendo-os em títulos padronizados negociáveis no mercado. Desta forma surgiram os Mortgage-Backed Security (MBS), Collateralized Debt Obligation (CDO) e Asset-Backed Security (ABS) que constituem produtos derivados transacionáveis no mercado e que proporcionaram o financiamento imediato das instituições de crédito. Com a venda destes derivados no mercado secundário, as instituições conseguiam libertar capital para novos empréstimos e reduzir o risco de crédito, uma vez procedem à transferência do crédito em carteira através da cessão da sua posição de credor ao comprador destes instrumentos.

Em consequência, o mercado de crédito imobiliário *subprime* e o mercado de títulos com crédito imobiliário *subprime* subjacente assiste a um brutal incremento, surgindo a necessidade, pelo enorme volume de risco de crédito envolvido, assumido pela compra dos derivados a cima mencionados, de os investidores em títulos *subprime* segurarem as suas posições contra o risco de *default* das instituições de crédito. Note-se que na génese do MBS, CDO e ABS estão créditos de alto risco negociados com forte probabilidade de incumprimento por parte dos devedores.

Neste âmbito assiste-se a um fomento do mercado CDS, ou seja, estes investidores, na realidade, compraram protecção a instituições como a AIG (American International Group, Inc.), que constitui a maior empresa seguradora dos EUA, para se defenderem do risco de crédito que assumiram ao negociarem títulos *subprime*.

Com o rebotar da “*bolha imobiliária*”, ou seja, com a descida abrupta e inesperada num tão curto espaço de tempo, do preço do imobiliário, que até agora assentava em pura especulação do mercado, as repercussões contaminaram todos os investidores, em catadupa. As garantias sobre o imobiliário pertencentes às instituições de crédito começam, portanto, a perder valor, carecendo estas imparidades de compensação através da entrada de capital de forma a regularizar a situação líquida da instituição, contribuindo, assim, para o equilíbrio do seu balanço. Por sua vez o valor dos derivados de crédito negociados para obtenção de liquidez (MBS, CDO e ABS) desce, também, porque o imobiliário objecto da garantia vê o seu preço ser bastante reduzido. Paralelamente, o preço dos CDS aumenta exponencialmente espelhando o aumento do risco de crédito. Se a instituição incumprir, por força do incumprimento do seus devedores, a seguradora ou banco, com quem tenha sido negociado o CDS será obrigado a pagar a compensação aos investidores. Verificando-se esta situação em larga escala, o mercado corre um risco real de colapso. O Governo dos EUA chegou mesmo a financiar a AIG de forma a que esta conseguisse fazer face a todas as obrigações de liquidação contratadas em CDS.

A grande especulação no mercado de crédito imobiliário americano com risco elevado, rapidamente se alastrou às economias de muitos outros países, tornando evidente a disfuncionalidade do sistema financeiro e a facilidade da concessão de crédito por parte das instituições financeiras.<sup>22</sup>

Esta realidade conjugada culminou na perda da confiança dos investidores, surgindo, em consequência, um fenómeno designado por *credit crunch*<sup>23</sup> que espelha a insegurança nos mercados financeiros globais. O crédito disponível teve uma redução repentina. Com empréstimos mais difíceis de conseguir no sistema intra-bancário surgem os problemas graves de obtenção de liquidez, levando mesmo à queda de duas instituições financeiras de concessão de crédito, em 2008, como a *Bear Stearns* e o *Lehman Brothers*. O colapso do *Lehman Brothers* alertou os participantes no mercado, bem como os seus supervisores, para o perigo que representa o risco de contraparte num contrato CDS, ou seja, ambas as partes dependem da capacidade de cumprimento, uma da outra, das obrigações a que ficam adstritas por força do contrato, mais precisamente, ao pagamento do *spread* e da compensação.

Os CDS são negociados em cadeia numa prática conhecida como *netting*. Assim, se a empresa B negociar um CDS com a empresa A com um prémio de 2% e o risco de crédito da entidade de referência se degradar e, portanto, o *spread* no mercado subir para 5%, a empresa B irá vender protecção através de um CDS à empresa C para ganhar o diferencial de 3%. No entanto se a entidade de referência entrar em incumprimento, a empresa B não tendo activos ou liquidez para o pagamento da compensação depende da empresa A para o pagamento à empresa C. Este tipo de situações em grande escala podem contaminar todos os operadores de mercado relacionados assistindo-se a um efeito de queda em dominó que culminará em perdas insustentáveis e, por conseguinte, a crises extremamente gravosas para as economias mundiais e nacionais, tal como a crise *suprime*.

Esta recente crise evidenciou várias deficiências nas práticas e estrutura dos mercados CDS. A especulação e a arbitragem são estimuladas pela falta de transparência que se demonstra pela falta de informação acessível aos participantes no mercado, já que os contratos negociados de forma privada e, portanto apenas as partes se encontraram na posse da informação relativa às próprias e ao instrumento financeiro.

O risco sistémico potenciado pelas características dos derivados de crédito, tais como os *Single-Name CDS*, tem, por definição, um efeito de contágio que implica a não alocação eficiente do capital, obstruindo os fluxos financeiros entre entidades operadoras do mercado que revelem relações de interdependência. Este é um risco que não pode ser ignorado, tendo em conta a importância do sector financeiro na estabilidade geral do sistema económico de um país e a sua capacidade para

---

<sup>22</sup> BIS 78th Annual Report – June 2008

<sup>23</sup> Ferreira, Domingos, “*Swaps e Derivados de Crédito*”

afectar, ainda que não directamente, a qualidade de vida das populações. Os CDS são produtos que, fora do mercado regulamentado, e na ausência de normas que estimulem a transparência e proíbam o abuso de mercado, podem revelar-se avassaladores para os mercados financeiros, podendo mesmo levar à falência das instituições intervenientes nas negociações, bem como as entidades suas relacionadas.

Não obstante o acordo ISDA Master Agreement, reformulado em 2003, que revela uma tentativa da associação criar um contrato CDS padronizado através da estipulação dos tipos de eventos de crédito cobertos, os tipos de obrigações consideradas, os montantes nominais e os procedimentos de liquidação em caso de evento de crédito, estes continuam a ser negociados bilateralmente fora dos mercados regulamentados e sem uma câmara de compensação ou um mecanismo de constituição de margens. Aliás, estes dois últimos pontos constituem elementos essenciais da nova regulamentação obrigatória no âmbito do EMIR.

## **5. O caso da Grécia – influência dos CDS na dívida pública**

Os fatores que levaram à crise da dívida soberana europeia e, por conseguinte ao elevado endividamento dos países são vários, nomeadamente o aumento da despesa pública, devido à tomada de medidas para a estimulação da economia e controlo do risco sistémico, e privada, um período de um volume enorme de crédito de alto risco concedido e a “*bolha imobiliária*” com a sua máxima expressão nos EUA com a crise do mercado de crédito hipotecário *subprime*.

Estas ocorrências e a queda do *Lehman Brothers* em 2008, desencadearam uma nova análise do risco de crédito quer por parte das instituições, quer por parte dos países. Desde o final de setembro de 2008, que o mercado CDS soberano tem atraído uma considerável atenção por parte dos investidores que participam no mercado de activos de risco.<sup>24</sup>

No caso da Grécia, a agora conhecida falta de transparência na divulgação de indicadores económicos do país à União Europeia, nomeadamente do déficit e do nível de endividamento, começaram a surgir rumores de que este estaria a superar os limites normais de aceitação, pelo que se verificou o aumento do risco do Governo grego não poder honrar os seus compromissos levando à suspensão dos pagamentos da sua dívida aos credores. Na impossibilidade de a Grécia se conseguir financiar no mercado, dado o elevado valor das taxas de juro, foi, então, acordado um plano de ajuda à Grécia entre o FMI e a União Europeia. Apesar deste plano de resgate, a Grécia necessitou de reestruturar a sua dívida. A reestruturação da dívida consiste na tentativa da entidade de referência, devido à deterioração das suas condições de liquidez para o cumprimento das suas obrigações,

---

<sup>24</sup> European Central Bank, Working Paper no 1271/december 2010, “*Series An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds*”

negociar alterações nos termos da sua dívida para o pagamento aos seus credores, constituindo esta uma alternativa válida à insolvência. Foi o caso da Grécia que negociou um *haircut* com os credores da sua dívida, diminuindo assim o seu valor nominal.

Nesta altura surgiu a questão de saber se a reestruturação levaria a pagamentos dos CDS, isto é, se este acontecimento seria considerado um *credit event*, ou seja, uma situação equiparável ao incumprimento que faz despoletar a obrigação do pagamento da compensação. A Grécia não tinha ainda falhado um pagamento, mas tinha efetivamente entrado em *default* por força do *haircut* de 74% aos detentores da sua dívida.

O Banco Central Europeu e o FMI tentaram que estes pagamentos dos CDS não fossem efetuados porque podia colocar em risco a estabilidade de grandes bancos europeus que eram vendedores de CDS sobre a dívida Grega. Havia o risco de outros Estados Membros incorrerem em *default* por via da consideração da reestruturação da dívida como incumprimento, arrastando consigo todo o sistema financeiro. Estados esses com uma maior dimensão da Grécia e, portanto capazes de comprometer perigosamente os vendedores de CDS que teriam de fazer face à obrigação de compensar elevadíssimos montantes da dívida destes países. A ISDA declarou que a reestruturação da dívida Grega representava um *default* e, assim os CDS tiveram que ser liquidados. Depois da controvérsia acerca do *credit event* os investidores foram ressarcidos das suas perdas, embora com grande atraso e incerteza quanto ao recebimento da compensação. Este foi um caso que não tomou grandes proporções, como a partida se temia, porque o valor em aberto dos CDS cobriam uma ínfima parte da dívida grega. Caso o mercado de CDS fosse maior, com mais vendedores de protecção de dívida grega noutros Estados, poderíamos ter assistido a um verdadeiro problema do sistema financeiro europeu com certeza teria repercussões a nível mundial.

Com a baixa do *rating* de alguns dos Estados-Membros a importância dos CDS torna-se mais evidente porque a dívida dos Estados soberanos deixou de ser uma dívida com risco muito reduzido, para passar a comportar um elevado risco de *default*.

A especulação através de CDS sobre dívida pública pode revelar-se bastante prejudicial para o financiamento do Estado. Especulando-se sobre o *default* de um país através da compra de CDS, os preços destes aumentam, os preços da dívida pública no mercado caem e as taxas de juro sobem, o que se pode traduzir na iniciativa dos investidores de venderem os seus títulos de dívida ou no afastamento de outros operadores que poderiam ser potenciais compradores. Para um Estado, este tipo de especulação proporcionada por este tipo de derivados e alavancada pela falta de regulamentação do mercado, é gravíssima, um a vez que corre o risco de não se conseguir financiar no mercado devido às elevadas taxas de juro.

A experiência do mercado CDS em relação ao *credit event* na Grécia gerou muita apreensão por parte dos investidores e levantou algumas dúvidas quanto ao futuro do mercado CDS sobre a dívida soberana. Por forma a atenuar o risco sistémico no mercado e a torna-lo mais transparente, ganhando a confiança dos investidores, enquanto se protege a dívida pública dos Estados do abuso de mercado, verifica-se a necessidade premente de regulamentação harmonizada ao nível europeu.

## **6. European Market Infrastructure Regulation – EMIR**

O European Market Infrastructure Regulation – EMIR – é constituído pelo Regulamento (EU) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu, de 4 de julho de 2012 e por um conjunto de normas técnicas de regulamentação (RTS) – Regulamentos Delegados – e de execução (ITS) – Regulamentos de Execução – a adoptar pela Comissão.

O Regulamento (EU) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu, de 4 de julho de 2012 relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, entrou em vigor a 16 de Agosto de 2012.

O reforço da supervisão do sector financeiro da União Europeia revela-se como factor essencial para a redução e controlo do risco de novas crises financeiras, tornando-se necessária uma reforma estrutural que culmina, não só na produção de legislação regulamentadora, mas também na criação de um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros, composto por três Autoridades Europeias de supervisão (ESAs) relativas ao sector dos seguros e pensões complementares (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma – EIOPA)<sup>25</sup>, ao sector dos valores mobiliários e dos mercados (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados – ESMA)<sup>26</sup>, e ao sector da banca (Autoridade Bancária Europeia – EBA)<sup>27</sup>, e o Conselho Europeu do Risco Sistémico. O risco sistémico ameaça o desabamento de todo um mercado financeiro, sendo mais elevado quanto menor for a regulamentação, tal como acontece no mercado de CDS.

O EMIR, consiste na tomada de medidas de prevenção, não discriminatórias, para a regulamentação do mercado dos derivados de crédito negociados *over-the-counter*, como os contratos *Single-name CDS*, no sentido de maior transparência, garantido, desta forma, a eficiência, segurança e solidez dos mercados internacionais, bem como a sua coerência.<sup>28</sup>

O EMIR constitui obrigações quer em matéria de derivados, quer para as contrapartes centrais e repositórios de transacções. Importa, nesta fase, proceder a uma breve descrição destes conceitos para efeitos do respectivo Regulamento, de acordo com o artigo 2.º. Os derivados OTC correspondem

---

<sup>25</sup> Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e Conselho (JO L 331 de 15.12.2010, p. 48)

<sup>26</sup> Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e Conselho (JO L 331 de 15.12.2010, p. 84)

<sup>27</sup> Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e Conselho (JO L 331 de 15.12.2010, p. 12)

<sup>28</sup> Comunicação da Comissão da União Europeia de 3 de julho de 2009

a contratos padronizados celebrados fora de mercados regulamentados<sup>29</sup>, ou num mercado de país terceiro considerado equivalente a um mercado regulamentado,<sup>30</sup> que constituem instrumentos financeiros, de entre os quais se destacam os CDS. A contraparte central (CCP) corresponde à pessoa colectiva interposta entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros. Relativamente aos repositórios de transacções, que recolhem e conservam centralmente os dados respeitantes a derivados, são pessoas colectivas que para além do registo, assumem o papel de supervisores e coordenadores do acesso à informação.

A ESMA é a Autoridade Europeia competente, no âmbito do Regulamento (EU) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu, de 4 de julho de 2012, para salvaguardar a estabilidade dos mercados financeiros, garantir a aplicação coerente das regras da União Europeia por parte das autoridades nacionais de supervisão e redigir projectos de normas técnicas de regulamentação e execução. Assume a posição fulcral na autorização e fiscalização das CPPs e dos repositórios de transacções.

A classe de derivados OTC sujeita à obrigação de compensação, ou seja, o subconjunto de derivados com características comuns e essenciais sujeita ao regime do artigo 4.º é especificada pela ESMA, após consulta pública e ao European Systemic Risk Board (ESRB) – cf. artigo 5.º, n.º 2, alínea a). A ESMA foi notificada da autorização dada pelo Banco de Inglaterra, a 12 de Junho, à LCH, SA para compensar *Single-Name CDS* a 22 de Maio de 2014.<sup>31</sup> Num Comunicado de Imprensa (ESMA/2014/819, de 11 de Julho de 2014) a ESMA anuncia a consulta pública aos investidores, nos termos do Consultation Paper ESMA/2014/800 de 11 de Julho de 2014, aberta até 18 de Setembro de 2014, para o projecto de regulamentação no mercado organizado de CDS. O projecto será, posteriormente, submetido à aprovação da Comissão. Nem todos os contratos de derivados OTC compensados através de CPPs podem ser considerados adequados para compensação obrigatória. A Comissão, com base no projecto de regulamentação e normas técnicas a ser entregue pela ESMA, respeitando a igualdade das condições de concorrência no mercado interno, deverá decidir se os CDS deverão ou não estar sujeitos à obrigação de compensação e o momento a partir do qual essa obrigação produzirá efeitos. Mais, deverá determinar a maturidade residual mínima dos contratos celebrados.

A obrigação de compensação (*clearing*), de acordo com a definição prevista no n.º 3 do artigo 2.º do Regulamento (EU) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu, de 4 de julho de 2012, consiste no processo de apuramento de posições, incluindo o cálculo das obrigações líquidas, e de garantia da disponibilidade dos instrumentos financeiros, numerário ou ambos que assegurem o cumprimento das

---

<sup>29</sup> Banco de Portugal

<sup>30</sup> De acordo com o artigo 19.º, n.º 6 da Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004

<sup>31</sup> Public Register for the Clearing Obligation under EMIR – artigo 6.º do Regulamento (EU) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu, de 4 de julho de 2012

exposições ou perdas potenciais decorrentes daquelas posições. O objectivo é que as negociações sejam intermediadas por uma Contraparte Central que age como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores, conhecendo-se o processo, segundo o Banco de Portugal, por “*clearing centralizado*”.<sup>32</sup> Os critérios a partir dos quais é aferida a obrigatoriedade de “*clearing*” constituem objecto de especificação suplementar do artigo 7.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 149/2013 da UE e são, resumidamente, três: o grau de normalização da classe de contratos e de procedimentos operacionais; o volume de transacções e liquidez e a disponibilização de informação fiável sobre os preços – transparência.

Como já foi referido, o risco de contraparte existe, num contrato CDS negociado *over-the-counter*, isto é, existe sempre uma margem para a possibilidade de uma parte incumprir com o pagamento do *spread* e a outra não oferecer liquidez para cobrir a perda resultante do *default* da entidade de referência. As CCPs apresentam um risco de contraparte bastante diminuto em comparação, devido ao sistema de requisitos de margens (*vide* artigo 41.º do EMIR), ao “*mark-to-market*” e regularização de ganhos e perdas diariamente; à mutualização do risco entre os membros compensadores, aos requisitos de capital e à sua supervisão. A obrigação de compensação deve ser aplicada de forma uniforme na UE. Assim, manter-se-á um nível elevado de protecção dos investidores ao mesmo tempo que se promove a criação de condições de igualdade de circunstâncias para os participantes no mercado. É importante referir que todas as CCPs devem ter um fundo de protecção pré-financiado que sirva para limitar as suas exposições ao risco de crédito, bem como para a cobertura das perdas resultantes das suas posições, cuja margem não seja suficiente, e das situações decorrentes do incumprimento e aberturas de insolvência dos membros compensadores – cfr. artigo 42.º do EMIR.

As CCPs constituem entidades sujeitas a um regime específico de autorização e reconhecimento previsto nos artigos 14.º a 54.º do EMIR.<sup>33343536</sup> Os membros do SEBC são competentes pela supervisão e pela promoção do bom funcionamento do sistema de compensação e pagamentos, tornando-se essencial a sua solidez e eficácia para o equilíbrio do mercado e controlo do risco sistémico. Mas, será da competência de cada Estado designar a autoridade competente que ficará

---

<sup>32</sup> Lopes, Jerónimo (6 de março de 2014), “EMIR – Compensação de Derivados OTC através de Contrapartes Centrais Lisboa”. Banco de Portugal

<sup>33</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 152/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012 (normas técnicas de regulamentação sobre os requisitos de capital das contrapartes centrais)

<sup>34</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 153/2013 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012 (normas técnicas de regulamentação sobre os requisitos aplicáveis às contrapartes centrais)

<sup>35</sup> Regulamento de Execução (UE) n.º 1249/2012 da Comissão, de 19 de dezembro de 2012 (normas técnicas de execução no que respeita ao formato dos

<sup>36</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 876/2013 da Comissão, de 28 de maio de 2013 (normas técnicas de regulamentação relativas aos colégios de contrapartes centrais)

responsável pelo exercício das competências de autorização e fiscalização das CCPs estabelecidas no seu território, comunicando o facto à Comissão e à ESMA – cf. artigo 22.º, n.º 1 do EMIR. O dever de transparência também envolve a actividade das CCPs e dos seus membros compensadores. Este concretiza-se na divulgação pública dos preços e das comissões aplicáveis aos serviços prestados, de forma discriminada – cf. artigo 22.º, n.º 1. Os Estado-Membros podem impor às CCPs requisitos adicionais àqueles que advém do EMIR, de forma a que o regime melhor se adequue à realidade nacional do país.

Nos termos do artigo 4.º do EMIR, a obrigação de compensação pende sobre as Contrapartes Financeiras (CF – Empresas de Investimento, Instituições de Crédito, Seguradoras, Organismos de Investimento Coletivo) estabelecidas na UE – cf. Artigo 2.º, n.º 8) –, sobre as Contrapartes não Financeiras (CNF+) estabelecidas na UE e que ultrapassem o limite fixado no artigo 10.º, n.º 3, sobre entidades de países terceiros que efectuem transacções com estas ou com CFs e entidades de países terceiros que realizem contratos com efeito directo, substancial e previsível na UE. Relativamente ao artigo 10.º, n.º 3, refere-se que a CNF+ ficará sujeita à obrigação de compensação no caso de a sua posição média em contratos CDS ultrapassar o limiar de 1.000 milhões de Euros em valor nocional bruto, não sendo incluídos os contratos celebrados por essa CNF+ ou por outras entidades não financeiras do grupo que reduzam os riscos relacionados com a actividade comercial ou com a gestão de tesouraria<sup>37</sup> – caso não se verifiquem estas condições as CNF encontrar-se-ão no âmbito da isenção da obrigação de compensação.

Quando os contratos de derivados OTC não são elegíveis para compensação através de uma CCP, estes comportam, comparativamente, um maior risco operacional e de crédito de contraparte. O Regulamento (EU) n.º 648/2012 estabelece, no artigo 11.º, técnicas de mitigação do risco que permitirão aos investidores salvaguardarem as suas posições quando celebrem contratos sem compensação através de uma CCP. Mais precisamente, devem confirmar atempadamente os termos dos contratos derivados OTC em causa e formaliza-los de acordo com procedimentos sólidos e auditáveis para a reconciliação de carteiras<sup>38</sup>, para a gestão dos riscos associados e para a identificação precoce e resolução de litígios entre as partes contratantes. Devem, ainda, estabelecer-se, contratualmente, a troca de garantias como forma de gestão do risco inerente à operação.

O artigo 9.º do Regulamento (EU) n.º 648/2012 estabelece uma obrigatoriedade de comunicação de informações, respeitantes a todos os contratos de derivados que tenham celebrado,

---

<sup>37</sup> Regulamento Delegado 149/2013, de 19 de Dezembro de 2012, da UE – (21 a 25 do preâmbulo e artigo 11.º, n.º 1, a)

<sup>38</sup> Artigo 11.º, n. 14, alínea a) do Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012 e artigo 13.º do Regulamento Delegado 149/2013, de 19 de Dezembro de 2012, da UE

assim como qualquer alteração ou cessação dos mesmos<sup>39</sup>, a um repositório de transacções, registado de acordo com os requisitos do artigo 55.º ou reconhecido, de acordo com o artigo 77.º, ambos do Regulamento (EU) n.º 648/2012, no prazo máximo de um dia útil após a celebração, alteração ou cessação. Os repositórios de transacções encontram-se sujeitos aos requisitos operacionais e de conservação e gestão de dados previstos no Título VII do Regulamento (EU) n.º 648/2012, que salvaguardando-se a transparência nos mercados financeiros que gera maior confiança dos investidores, que passam a negociar de forma informada e com pleno conhecimento do mercado, e a diminuição do risco sistémico contra o abuso de mercado. Estes repositórios surgem como elemento essencial de protecção dos investidores, estimulando a igualdade circunstâncias para os que nele intervêm, pelo que se torna fulcral a aplicação uniforme da obrigação de compensação centralizada, bem como das técnicas de mitigação de risco, quando estiverem em causa contratos não sujeitos à obrigação de compensação. Este modelo possibilita à ESMA, às autoridades competentes responsáveis, ao ESBR e aos bancos centrais relevantes do SEBC, nos termos do artigo 81.º, n.º 3 do mesmo Regulamento, aceder a informação centralizada e actualizada sobre os riscos associados aos mercados de derivados. Por sua vez, a Comissão da EU evidencia a sua preocupação contra o monopólio desta informação, temendo que o aumento do seu valor comprometa a igualdade de condições no sector pós-negocial. Assim, *“Os repositórios de transacções deverão, por conseguinte, ser obrigados a facultar o acesso às informações neles detidas em condições justas, razoáveis e não discriminatórias, sem prejuízo das necessárias precauções em matéria de protecção de dados.”*<sup>40</sup> A supervisão do repositório de transacções é da competência da ESMA que também assume a responsabilidade pela sua inscrição e retirada.

## **7. Regime nacional – transposição do EMIR**

No plano jurídica nacional foi aprovada a Lei n.º 6/2014, de 12 de Fevereiro da Assembleia da República que autoriza o Governo a aprovar o regime que assegura a execução, na ordem jurídica interna, das obrigações decorrentes do Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012. A autorização legitima o Governo a regulamentar os termos do regime sancionatório aplicável à violação das normas do EMIR, a estabelecer o prazo de prescrição aplicável ao procedimento contraordenacional e os limites ao exercício das actividades pelas CCPs. O Governo fica ainda autorizado a alterar o Código dos Valores Mobiliários de forma a assegurar a

---

<sup>39</sup> Regulamento Delegado (UE) n.º 151/2013 da Comissão de 19 de dezembro de 2012

<sup>40</sup> Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012, Preâmbulo (42)

execução do EMIR na ordem jurídica interna e do funcionamento da câmara de compensação ou sistema de pagamentos.<sup>41</sup>

Embora o Regulamento (UE) n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012 tenha entrado em vigor a 16 de Agosto de 2012 e tenha aplicabilidade directa na ordem jurídica interna, com carácter de obrigatoriedade, uma vez tratando-se de legislação comunitária, as obrigações por ele impostas carecem de concretização regulamentar, quer por parte da Comissão através dos projectos normativos apresentados pela ESMA – RTS e ITS – quer por parte dos Estados-Membros a quem foi cometida a definição de determinados aspectos. Assim, a Assembleia da República, aprova o Decreto-Lei 40/2014, de 28 de Março<sup>42</sup> que concretiza e densifica os aspectos vertidos na lei de autorização com vista a garantir a operacionalização do Regulamento.

Conforme proposta do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF), o Governo designa como autoridades nacionais competentes para a supervisão das contrapartes financeiras – instituições de crédito e sociedades financeiras – o Banco de Portugal, a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) – supervisiona as empresas de investimento exclusivamente sujeitas à sua supervisão bem como outros organismos de investimento colectivo – e o Instituto de Seguros de Portugal, no que respeita às empresas de seguros e de resseguros, fundos de pensões e respectivas entidades gestoras já sujeitas à sua supervisão. As contrapartes não financeiras e as CCPs serão, igualmente, supervisionadas pela CMVM, que também é a autoridade designada para a verificação da autenticidade das decisões sancionatórias da ESMA a repositórios de transacções.<sup>43</sup>

O Decreto-Lei 40/2014, de 28 de Março contém um Anexo 1, ao qual se refere o artigo 5.º, onde está previsto o Regime jurídico das contrapartes centrais que, por sua vez, abrange normas do Código do Valores Mobiliários, bem como algumas disposições do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto -Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro no que toca à sua administração e fiscalização. Cabe fazer referência a designação comercial que se impõe às contrapartes centrais que devem adotar a forma de sociedade anónima, tendo a sua firma de conter a denominação “contraparte central” ou abreviadamente “CC” – cf. artigo 1.º do Anexo 1 do Decreto-Lei 40/2014.

Nos termos do artigo 11.º do Anexo 1 do Decreto-Lei 40/2014 contrapartes centrais devem adoptar um código deontológico por elas projectado e submetido à aprovação da CMVM, o qual deverá vincular o exercício da sua actividade. Neste deverão estar previstas: a) regras relativas ao

---

<sup>41</sup> Diário da República, 1.ª série — N.º 30 — 12 de fevereiro de 2014

<sup>42</sup> Diário da República, 1.ª série — N.º 54 — 18 de março de 2014

<sup>43</sup> Artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 40/2014 e Nota de esclarecimento do Banco de Portugal, CMVM e Instituto Português de Seguros, “*Conselho Nacional de Supervisores Financeiros - Regulamento (UE) N.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, Relativo aos Derivados do Mercado de Balcão, às Contrapartes Centrais e aos Repositórios de transacções (EMIR)*”

exercício de funções e à detenção de participações qualificadas pelos titulares dos seus órgãos de administração noutras entidades, destinadas a prevenir a ocorrência de conflitos de interesses; (b) os padrões de diligência e aptidão profissional que devam ser observados em todas as atividades da sociedade e (c) as sanções adequadas à gravidade da violação das suas regras. Todos os membros que compõe uma contraparte central, tais como os titulares do órgãos sociais, os seus colaboradores, bem como todas as pessoas que lá prestem serviços, ainda que ocasionais, estão sujeitos ao segredo profissional.

## 8. Conclusão

Os contratos CDS, embora configurem produtos desenhados na década de 90, ganharam uma maior notoriedade nos últimos tempos devido à crise financeira começada nos EUA.

Em termos fiscais, não existem normas de incidência que tipifiquem os rendimentos provenientes destes contratos ou mesmo normas que os considerem, em si mesmos, como facto gerador de imposto. A jurisprudência relativa à questão é também nula, o que demonstra um certo distanciamento do nosso sistema fiscal relativamente ao tema.

Em sede de IRS surgem dificuldades práticas relativamente ao momento em que se considera o ganho obtido para efeitos de tributação, não sendo disponibilizada qualquer informação, ainda que fruto de doutrina administrativa ou de jurisprudência, ao contribuinte de como deve proceder, podendo mesmo levar ao incentivo à não declaração do rendimento. Pelas razões expostas, defende-se que esta é apurada pelos sujeitos interveniente no contrato na sua maturidade, e uma vez verificado um saldo positivo, o sujeito passivo será obrigado a declarar esse valor para efeitos de tributação. A cobrança do imposto, uma vez que se faz depender o seu pagamento da declaração do rendimento pelo sujeito passivo, não é eficiente. Não existe, nem poderia existir, nas condições actuais, uma obrigação de retenção na fonte no momento da liquidação destes pagamentos ao sujeito, a fuga ao pagamento do imposto torna-se relativamente fácil, principalmente se os pagamentos forem efectuados em “*cash*”. O mercado CDS ainda não está regulamentado, encontramos-nos na fase embrionária de implementação do EMIR na ordem jurídica interna, pelo que apenas as partes contratantes terão acesso ao negócio, sem que a Autoridade Tributária (AT) possa dispor sequer de elementos que suscitem uma fiscalização, a não ser que se verifiquem os pressupostos constantes do artigo 89.º-A da Lei Geral Tributária (LGT) relativo às manifestações de fortuna. Pode ainda ser detectado o rendimento se uma parte do contrato constituir uma instituição financeira ou sociedade financeira, ou sejam estas intermediárias na negociação, uma vez que estas estão obrigadas, nos termos do artigo 124.º, alínea b) do CIRS, à comunicação à AT dos resultados apurados nas operações efetuadas com a sua intervenção relativamente a instrumentos financeiros derivados. No tocante aos pagamentos feitos a não residentes, o residente pagador será obrigado, segundo o artigo 139.º do CIRS a garantir o imposto devido.

Equacionando-se, num plano meramente teórico, a possibilidade de retenção na fonte, quando o contrato tivesse como intermediário para o pagamento dos *spreads* uma pessoa colectiva, que rendimento estaria sujeito a esta obrigação? Cada fluxo financeiro? Ou o total dos fluxos recebidos naquele período de tributação? O problema revela-se ao nível do momento cálculo da mais-valia, assim tipifica o CIRS os rendimentos auferidos através de operações com instrumentos derivados de

crédito. Assim, o problema também surge nos termos do actual regime. Uma tributação anterior ao cálculo implica uma presunção do legislador sobre a capacidade contributiva do sujeito passivo, que, caso não se verifique, o Estado ficará na posse ilegítima rendimentos do sujeito passivo, em último caso já tributados. Para o sujeito passivo esta situação constitui, para além de uma intrusão no seu património financeiro, um adiantamento por conta do imposto que ainda não se sabe se é devido. Esta situação não defensável, uma vez que também não existe qualquer mecanismo de salvaguarda do contribuinte, nem de ressarcimento contra o Estado. Poderá então defender-se a previsão de uma norma de diferimento do imposto.

Em sede de IRC, os sujeitos passivos estão obrigados, salvo a excepção prevista para as entidades sujeitas ao regime simplificado, ao regime da contabilidade organizada, harmonizado ao nível europeu. Pelo que, todos os rendimentos, quer sejam provenientes da actividade económica da entidade, ou não, terão que estar espelhados na contabilidade que a qualquer momento pode ser alvo de fiscalização pela AT. Neste imposto, a tributação do rendimento do CDS não suscita grandes dúvidas, uma vez que o imposto tem por base o princípio da tributação do rendimento real que é apurado em termos contabilísticos, servindo a contabilidade como registo, ou prova, da actividade do sujeito.

Para além dos pagamentos do *spread*, estes produtos podem também originar rendimentos aquando da cessão da posição contratual, aliás, prática mais comum num mercado financeiro. Estes rendimentos também não se encontram tipificados na legislação, surgindo algumas questões quanto ao seu cálculo fruto da falta de especialização da lei. De facto, para se apurar a mais-valia tributável terá que ser feito um esforço de conjugação da lei com a prática real.

O âmbito de incidência das normas do Imposto do Selo levantam grandes dificuldades ao nível da interpretação. Por definição, o CDS é um instrumento complexo cujo conceito não pode reconduzir-se à categoria de garantia, nem de seguro. Para concluir sobre esta posição será necessário um esforço de interpretação, nos termos do artigo 11.º da LGT, que pode não coincidir com o entendimento da AT. O problema subsiste e a indeterminação conceptual também, apesar de se defender que os contratos CDS não estão sujeitos a Imposto do Selo.

Os *Credit Default Swaps* são instrumentos financeiros complexos cujo tratamento fiscal levanta, inevitavelmente, algumas questões de difícil tratamento, devendo ter-se sempre em consideração a sua substância financeira e económica.

Ao abrigo do princípio da legalidade e tipicidade, será exigível ao legislador a densificação da regulamentação destes produtos de forma a que o sujeito passivo tenha plena consciência das suas obrigações fiscais e os termos em que as pode cumprir, uma vez que a interpretação extensiva da lei

fiscal não é permitida. A “*segurança jurídica vem à superfície já nas exigências da tipicidade e determinabilidade das leis de imposto.*”<sup>44</sup> tornando-se um pilar do sistema fiscal que implica a previsibilidade da actividade tributária.

Vista a importância dos derivados de crédito, tais como os *Single-Name CDS*, e a implementação de um mercado regulamentado em curso, defende-se que o sistema tributário também deveria acompanhar as mudanças no sistema financeiro, contribuindo para o melhor esclarecimento e consciência da actividade dos seus operadores, constituindo informação relevante a ser comunicada ao repositório de transacções, tal como surge no EMIR. Assim, as consequências fiscais nos mercados financeiros não devem ser desconsideradas e tomadas como menos relevantes, em último caso porque todas as operações, ou rendimentos que delas advêm, serão tributados e uma vez prevendo-se a existência de uma CCP e de uma entidade colectiva que ficará encarregue do sistema de pagamento, poderá considerar-se a obrigação de retenção na fonte.

A crise financeira evidenciou os riscos inerentes à utilização de contratos de derivados negociados fora de mercado regulamentado, devido à complexa rede de interdependências que se estabelecem e à ausência de transparência, uma vez que a informação relevante se encontra apenas na disponibilidade das partes.

A insolvência do *Lehman Brothers* foi um *credit event* que causou perdas massivas aos participantes no enorme mercado de CDS e que levou muitos críticos a argumentar quanto à necessidade dos CDS operarem num mercado regulamentado para que o risco sistémico não ameaçasse o sistema financeiro global. Esta insolvência foi o primeiro caso que demonstrou as implicações que este enorme mercado de CDS pode ter. Quando o *Lehman Brothers* apresentou a sua falência, causou a transferência de grandes somas de dinheiro no mercado dos CDS para assegurar aos compradores de protecção o pagamento das perdas geradas pelo incumprimento. Houve necessidade do Governo Americano disponibilizar apoio financeiro para que os vendedores da protecção, principalmente a AIG, não fossem os próprios a incumprir, o que iria despoletar uma série praticamente interminável de CDS em liquidação, uma vez que estes, como já foi referido, são negociados em cadeia.

A especulação sobre a dívida soberana dos Estados consiste numa prática abusiva que pode adulterar a realidade financeira de um país, sem que esta esteja efectivamente em dificuldades. Num mercado regulamentado será possível avaliar as intenções dos seus intervenientes através da informação que é obrigatoriamente reportada.

---

<sup>44</sup> Vasques, Sérgio, *Manual de Direito Fiscal 2013*

O regime previsto no EMIR vem estabelecer a obrigatoriedade de determinadas classes destes contratos de derivados, pela sua padronização e relevância financeira, serem compensadas através de contrapartes centrais. Pretende-se assegurar o regular e equilibrado funcionamento do mercado, evitando a alastramento de efeitos sistémicos relevantes. A aplicação extraterritorial do dever de compensação, desde que o contrato de derivados tenha efeito direto, substancial e previsível num Estado-Membro da União Europeia, evidencia a preocupação que envolve o mercado dos instrumentos financeiros derivados de crédito relativamente aos riscos inerente à actividade: risco de contraparte e risco de crédito.

A concentração da informação do reporte contribui para a gestão e percepção do nível de risco envolvido, controlando-se e supervisionando-se a actividade dos operadores ao mesmo tempo que se desencorajam as práticas abusivas de especulação e arbitragem. No fundo, o objectivo é evitar o colapso do sistema financeiro com o surgimento de normas que pretendem controlar o risco sistémico através da transparência e integridade das transacções no mercado.

Efectivamente, os CDS podem trazer vantagens aos investidores. Estes produtos vieram trazer uma nova dinâmica ao mercado obrigacionista que era praticamente controlado por fundos de pensões e seguradoras. O contrato CDS apresenta-se como um instrumento bastante mais maleável à vontade das partes, representando uma maior liquidez no mercado da dívida privada e versatilidade.

Embora a crise financeira tenha evidenciado os riscos da utilização dos CDS, estes instrumentos financeiros incorporam benefícios económicos, os quais levaram à sua negociação em larga escala antes deste acontecimento, como instrumentos de negociação e de cobertura de risco de crédito. Os CDS, em mercado regulamentado, usados com uma finalidade legítima de protecção de créditos incentivam os investidores ao financiamento de outras entidades, uma vez coberto o risco de *default*. Podem também ser utilizados como um instrumento de gestão do risco. Uma instituição que corra um risco de crédito por estar muito exposta à dívida de uma determinada entidade, pode comprar protecção através de um contrato CDS, a custos relativamente baixos, para diminuir o risco dessa exposição e continuar a beneficiar do negócio de concessão de crédito a essa mesma entidade. Atendendo ao facto de que quando se compra protecção, o risco de crédito da entidade de referência está a ser transferido para o vendedor de protecção, sendo substituído pelo risco de contraparte, isto pode significar uma redução acrescida da exposição ao risco no seu todo. Como instrumentos de mera negociação, os CDS permitem tirar vantagem de uma ineficiência do mercado ou apenas para os operadores neste mercado se posicionarem apostando na evolução do mercado num determinado sentido sem terem de despende capital para o fazer como acontece na compra de dívida. Outro

benefício constitui, na prática, a análise da evolução dos *spreads*, a qual fornece informação aos intervenientes no mercado acerca da saúde financeira da entidade de referência, uma vez que as oscilações dos seus valores reflectem qual a sua probabilidade de *default*. Num mercado ideal, quer o mercado de CDS quer o mercado de obrigações têm comportamentos idênticos e integrados, por força da possibilidade de arbitragem. Mas na realidade, há várias razões que diferenciam estas duas fontes de informação. O mercado da dívida tem incorporado, para além da informação do risco de crédito, a informação do risco de taxa de juro e do risco de liquidez. Estudos têm demonstrado que os sinais dados pelos *spreads* dos CDS antecipam a informação proveniente do mercado de dívida quanto a um eventual *default*.

Decorridos seis anos após a crise financeira mundial, o mercado CDS está a desvanecer-se. A introdução de regulamentos por parte da União Europeia e dos restante países, levou a que muitos bancos de investimento se retirassem do mercado CDS, uma vez que a regulamentação torna estes derivados mais caros. Os custos aumentam devido às obrigações de liquidação e execução inerentes ao mercado regulamentado. Os bancos e os *hedge funds* começam a procurar outros mercados com melhores oportunidades de negócio. A crise veio demonstrar que a necessidade de regulamentação é fundamental para contornar as lacunas do mercado e repor a confiança dos investidores, mas tem que ser acautelada a flexibilidade natural inerente a este mercado de forma a que os seus intervenientes consigam retirar as melhores vantagens na negociação deste produto.

# Bibliografia

Amorim, José de Campos, “*O justo valor e as suas implicações fiscais*”

Antunes, José A. Engrácia, “*Os derivados*”. CMVM

Bandeira, Luís e Ferreira, José Manuel “*Futuros e Opções*”

Bastin, Jean, “*O seguro de crédito – A Protecção contra o Incumprimento*”

Borges, António e Cabrita, “*Mais e Menos Valias – Tributação e Reinvestimento*”

Campos, Diogo Leite de, Rodrigues, Benjamim Silva e Sousa, Jorge Lopes de, “*Lei Geral Tributária – Anotada e Comentada*”

Clifford Chance, “*EMIR: illustrative implementation timeline*”

Cordeiro, António Menezes “*Direito das Obrigações – Tomo IV*”

Deutsche Bank Research, “*Deutsche Bank Research*”

Dias, Tânia e Abreu, Margarida, “*A Crise da Dívida Soberana Portuguesa Lida Através dos Spreads dos CDS da Dívida Portuguesa Relativamente aos CDS da Dívida Alemã*”. Dissertação de Mestrado, School of Economics and Management - Technical University of Lisbon

Ferreira, Domingos, “*Swaps e Derivados de Crédito*”

ISDA (March 2013), “*Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy*”

Leite Borges, Sofia e Torres Magalhães, Sofia, “*Derivados de crédito algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*”

Leonard, Andrew (April 20, 2010), “*Credit default swaps: What are they good for?*” Salon.com (Salon Media Group)

Lopes, Jerónimo (6 de março de 2014), “*EMIR – Compensação de Derivados OTC através de Contrapartes Centrais Lisboa*”. Banco de Portugal

Lourenço, Eduardo, “*Risco Sistémico, Estabilidade Financeira e Supervisão Macroprudencial no Sector Segurador e do Fundos de Pensões*”

Marco Avellaneda & Rama Cont (July 2010), “*Transparency in Credit Default Swap Markets*”

Nota de esclarecimento do Banco de Portugal, CMVM e Instituto Português de Seguros, “*Conselho Nacional de Supervisores Financeiros - Regulamento (UE) N.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, Relativo aos Derivados do Mercado de Balcão, às Contrapartes Centrais e aos Repositórios de transações (EMIR)*”

Pulido, Pedro Jorge Figueiredo, “*Instrumentos Financeiros Contabilizados de acordo com a IFRS 9 e principais questões de auditoria*”

Sanches, J. L. Saldanha, “*Manual de Direito Fiscal*”, 3.ª Edição

Stulz, René M. Working Paper 15384, “*Credit Default Swaps and the Credit Crisis*”

Teixeira, Maria João (6 de março de 2014), “*Enquadramento do EMIR –European Market Infrastructure Regulation*”. CMVM

Telles, Inocência Galvão, “*Garantia Bancária Autónoma*”

Vasques, Sérgio, *Manual de Direito Fiscal 2013*

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

[www.isp.pt](http://www.isp.pt)

[www2.isda.org](http://www2.isda.org)

Xavier de Basto, José Guilherme “*Incidência Real e Tributação dos Rendimentos Líquidos*”

Xavier, Alberto “*Direito Tributário Internacional*”