

**Alis...da in Wonderland or Greek Tragedy?
The dynamics of credit default swaps
and the “voluntary” Greek debt restructuring of 2011/2012**

**Alis...da au Pays des Merveilles ou Tragédie Grecque ?
La dynamique des “credit default swaps”
et la restructuration “volontaire” de la dette grecque de 2011/2012**

By

Yves QUINTIN

Reprinted from International Business Law Journal
Issue 2, 2012

Sweet & Maxwell
100 Avenue Road
Swiss Cottage
London
NW3 3PF
(Law Publishers)


SWEET & MAXWELL

4. SURETES, PAIEMENTS ET FINANCEMENTS INTERNATIONAUX SECURITIES, INTERNATIONAL PAYMENTS AND FINANCING

ALIS...DA IN WONDERLAND OR GREEK TRAGEDY? THE DYNAMICS OF CREDIT DEFAULT SWAPS AND THE “VOLUNTARY” GREEK DEBT RESTRUCTURING OF 2011/2012

ALIS...DA AU PAYS DES MERVEILLES OU TRAGEDIE GRECQUE ? LA DYNAMIQUE DES « CREDIT DEFAULT SWAPS » ET LA RESTRUCTURATION « VOLONTAIRE » DE LA DETTE GRECQUE DE 2011/2012

Yves QUINTIN*

 Credit default swaps; Debt rescheduling; Economic conditions; European Central Bank; Greece; Sovereign debt

“When I use a word,” Humpty Dumpty said in rather a scornful tone, “it means just what I choose it to mean—neither more nor less.”

“The question is,” said Alice, “whether you can make words mean so many different things.”

“The question is,” said Humpty Dumpty, “which is to be master—that’s all.”

(Lewis Carroll, *Through the Looking Glass*)

“When I use a word,” Humpty Dumpty said in rather a scornful tone, “it means just what I choose it to mean—neither more nor less.”

“The question is,” said Alice, “whether you can make words mean so many different things.”

“The question is,” said Humpty Dumpty, “which is to be master—that’s all.”

(Lewis Carroll, *Through the Looking Glass*)

Credit default swaps (“CDS”) and the International Swaps and Derivatives Association (“ISDA”) have been centre stage in the past two years as the European Central Bank (“ECB”) and Eurozone governments insisted that any restructuring of Greece’s debt must be “voluntary”.¹

Indeed, while the restructuring of Greece’s debt has been on the agenda since 2010,² a constant feature through it all was to avoid a Greek default via the negotiation of a so-called “voluntary” restructuring³. Undoubtedly, one key reason lay in the desire of the European Union and its Member States that no Eurozone Member State suffer a disorderly default, with the potential chaos and contagion⁴ that such an event

Les *credit default swaps* (« CDS ») et l’« International Swaps and Derivatives Association » (« ISDA ») ont occupé le devant de la scène ces deux dernières années alors que la Banque Centrale Européenne (« BCE ») et les gouvernements de la zone euro ont insisté pour que toute restructuration de la dette de la Grèce soit « volontaire ».

En effet, alors que la restructuration de la dette de la Grèce est sur l’agenda depuis 2010, une constante fut, depuis le début, d’éviter que la Grèce ne fasse défaut, et ce par le biais de la négociation d’une restructuration dite « volontaire ». Sans aucun doute, l’une des raisons majeures trouva sa racine dans le désir de l’Union européenne et de ses Etats membres qu’aucun membre de la zone euro ne fasse défaut de manière désordonnée, avec le spectre du chaos et de

* Partner, Duane Morris LLP (Philadelphia); member, New York and Paris bars. Former lecturer at the University of Pennsylvania Law School. Author, *Les Fusions-Acquisitions aux USA* (Bruylant (Brussels) and Yvon Blais (Montréal), 2005). This article is dedicated to the memory of Professor Eric Stein (1913–2011), Hessel E. Yntema Professor of Law Emeritus, The University of Michigan Law School.

la contagion qu'un tel évènement pourrait déclencher, y compris, peut-être, l'implosion de la zone euro. Une autre raison importante souvent mentionnée, mais rarement explorée au-delà des généralités, provient du fait qu'un défaut grec aurait déclenché des *credit default swaps* sur la dette grecque, obligeant toute une série de banques et autres institutions financières ayant vendu des CDS sur la dette grecque à payer, avec des conséquences systémiques potentiellement graves pour le système bancaire. En effet, il était craint que le déclenchement des CDS sur la dette grecque pourrait mettre en lumière les éventuelles faiblesses systémiques des CDS (c'est-à-dire le fait que la couverture ("hedging") est imparfaite et que, donc, tous les CDS pourraient ne pas payer) et pourrait provoquer le gel des marchés du crédit. La BCE était également inquiète de ce que le déclenchement des CDS pourrait encourager la spéculation à l'encontre de la dette des pays de l'Eurozone.

A la fin 2011, la dette souveraine grecque s'élevait à environ €350 milliards et le montant notionnel brut total des CDS grecs aurait été d'environ \$74 milliards, alors que le montant notionnel net (c'est-à-dire après compensation de tous les paiements, au cas où les CDS seraient déclenchés) aurait été d'environ \$3,7 milliards en octobre 2011 selon l'ISDA. Bien que l'exposition notionnelle nette apparaissait relativement limitée (comme souligné par l'ISDA, dont « l'accord cadre » régit les CDS), la restructuration grecque fut présentée comme « volontaire » afin d'éviter le déclenchement d'un défaut en vertu des CDS (ou, plus exactement, d'un « évènement de crédit »), ce qui forcerait les vendeurs de CDS (dont beaucoup sont des banques et autres institutions financières) à payer. Peu de temps après le sommet européen d'octobre 2011, lors duquel l'Union européenne s'est accordée sur le cadre de la nouvelle restructuration grecque, l'ISDA elle-même confirma que, de son point de vue, la restructuration de la Grèce était « volontaire », de sorte que les CDS sur la dette souveraine grecque ne seraient pas déclenchés.

L'accent mis sur la mise en place d'une restructuration « volontaire » au travers de ce que l'on appelle le « PSI » (*private sector involvement*), qui exclut des négociations les détenteurs publics de la dette grecque (par exemple, la BCE), au lieu d'éviter la contagion crainte par les officiels de l'Union européenne, semble avoir eu l'effet inverse. Les détenteurs de CDS sur la dette européenne dite « périphérique » (Italie, Espagne, Portugal, Irlande), conscients de la position de l'ISDA qu'une restructuration volontaire ne déclencherait pas un « Evènement de Crédit », semblèrent reculer devant la perspective que leurs CDS ne seraient pas honorés, avec le résultat que les acheteurs d'obligations firent monter les taux sur les obligations vendues par ces pays, rendant ainsi l'accès au marché des obligations encore plus difficile pour les pays dits « périphériques ».

Comprendre la dynamique de la restructuration « volontaire » de la Grèce requiert une analyse de ce qui constitue un « Evènement de Crédit » en vertu des CDS régis par les règles de l'ISDA et, plus précisément, l'Evènement de Crédit dit de « Restructuration », avant d'analyser ensuite les

might trigger, including, perhaps, the implosion of the Eurozone. Another important reason often mentioned, but rarely explored beyond mere pronouncements, stemmed from the fact that a Greek default would trigger credit default swaps on Greek debt, forcing a cascade of banks and other financial institutions that sold CDS on Greek debt to pay up, with potentially adverse systemic consequences to the banking system. Indeed, it was feared that triggering CDS on Greek debt might demonstrate the potential systemic weaknesses of CDS (that is, the fact that hedging is imperfect and, thus, all CDS may not pay) and could cause credit markets to freeze. The ECB was also concerned that triggering CDS might encourage speculation against Eurozone sovereign debt.⁵

Greek sovereign debt amounted approximately to €350 billion at the end of 2011⁶ and the total gross notional amount of Greek CDS was said to be around \$74 billion,⁷ while the net notional amount (i.e. once all payments and receipts have been netted, should CDS be triggered) was said to be around \$3.7 billion as of October 2011 according to ISDA.⁸ Although the net notional exposure appeared fairly small (as emphasised by ISDA, whose standard "Master Agreement" governs CDS⁹), the proposed Greek restructuring was framed as a "voluntary" restructuring in order to avoid triggering a "default" under the CDS (or, more exactly, a "Credit Event"), which would cause the sellers of CDS (many of them banks and other financial institutions) to be forced to pay up. Shortly after the EU summit of October 2011, at which the framework for the new Greek restructuring was agreed to by the European Union, ISDA itself confirmed that, in its view, the Greek restructuring was "voluntary", such that CDS on Greek sovereign debt would not be triggered.¹⁰

The focus on achieving a "voluntary" restructuring through the so-called "PSI" (Private Sector Involvement), which excluded from the negotiations public holders of Greek debt (e.g. the ECB), instead of avoiding the contagion feared by EU officials, seemed to have an opposite effect. Holders of CDS on "peripheral" EU debt (Italy, Spain, Portugal, Ireland), aware of ISDA's position that a voluntary restructuring would not trigger a Credit Event, seemed to recoil at the prospect that their CDS would not be honoured. This resulted in bond buyers pushing rates on bonds sold by these countries and making it more difficult for peripheral countries to access the bond market.¹¹

Understanding the dynamics of the Greek "voluntary" restructuring requires an analysis of what constitutes a "Credit Event" under CDS governed by ISDA rules and, more specifically, the "Restructuring" Credit Event under the ISDA rules, before addressing potential flaws in ISDA's

approach and taking stock of the restructuring, as completed in March 2012.

CREDIT EVENTS UNDER SOVEREIGN CREDIT DEFAULT SWAPS

Credit default swaps are derivative instruments, the performance of which is linked to that of an underlying security, in this case a sovereign bond. A CDS may be purchased to hedge exposure in a portfolio, that is the CDS purchaser owns the underlying security in its portfolio and wishes to buy the functional equivalent of “insurance” to protect against a default by the issuer, or it may be purchased for speculative purposes, that is the CDS purchaser does not own the underlying security but speculates that it will default. In that case, the purchaser of the CDS does not have the equivalent of what is commonly known as an “insurable interest” for insurance law purposes.¹²

CDS are standardised contracts governed by the “ISDA Master Agreement” (the agreement that generally governs swap transactions) published by ISDA in 2002, together with the 2003 ISDA Credit Derivative Definitions.¹³ As conveyed by its name, the purpose of a CDS is to provide a form of insurance (in the case of a hedge) to the CDS purchaser, in the case of a default by the issuer of the security. However, “default” does not correspond to the notion of “default” or “event of default” as it may appear in the underlying bond. Instead, ISDA documentation refers to a “Credit Event”. In the case of a sovereign bond, “Credit Event” is generally defined as the occurrence of one of three events:

- failure to pay¹⁴ – this is self-explanatory;
- repudiation/moratorium¹⁵; or
- “restructuring”.

Failure to pay and repudiation/moratorium did not apply to Greek bonds since Greece remained current on its obligations (thanks to EU and IMF loans) and was careful not to announce that it would disaffirm, disclaim, repudiate or reject its obligations. Therefore, the focus was on “restructuring”¹⁶ which covers five events:

- “(i) a reduction in the rate or amount of interest payable or the amount of scheduled interest accruals;
- (ii) a reduction in the amount of principal or premium payable at maturity or at scheduled redemption dates;
- (iii) a postponement or other deferral of a date or dates for either (A) the payment or accrual of interest, or (B) the payment of principal or premium;

éventuels points faibles de l’approche de l’ISDA et de faire le bilan de la restructuration, telle qu’achevée en Mars 2012.

LES EVENEMENT DE CREDIT EN VERTU DES CDS SUR LA DETTE SOUVERAINE

Les *credit default swaps* sont des produits dérivés dont la performance est liée à celle d’un titre sous-jacent, dans le cas présent une obligation souveraine. Un CDS peut être acheté pour couvrir l’exposition d’un portefeuille de titres, c’est-à-dire que l’acheteur de CDS est le propriétaire du titre sous-jacent dans son portefeuille et souhaite acheter l’équivalent fonctionnel d’une « assurance » afin de se protéger contre un défaut par l’émetteur du titre, ou il peut être acheté dans un but spéculatif, c’est-à-dire que l’acheteur du CDS ne détient pas le titre sous-jacent mais spéculé qu’il va faire défaut. Dans ce cas, l’acheteur du CDS ne détient pas l’équivalent de ce que l’on appelle communément un « risque assurable » dans le cadre du droit des assurances.

Les CDS sont des contrats types régis par « l’accord cadre » de l’ISDA (l’accord qui régit généralement les opérations de « swap ») publié par l’ISDA (en 2002), avec les définitions attenantes de 2003 relatives aux produits dérivés. Comme l’indique son nom, le but d’un CDS est de fournir une forme d’assurance (dans le cas d’une opération de couverture) à l’acheteur du CDS, dans l’hypothèse d’un défaut de l’émetteur du titre. Cependant, le « défaut » ne correspond pas à la notion de « défaut » ou d’« événement de défaut » telle qu’elle peut apparaître dans le titre sous-jacent. En effet, la documentation de l’ISDA fait référence à un « Evènement de Crédit ». Dans le cas d’une obligation souveraine, un « Evènement de Crédit » est généralement défini comme la survenance d’un des trois événements suivants :

- défaut de paiement: cela se passe d’explications ;
- répudiation/moratoire ; ou
- « restructuration. »

Le défaut de paiement et la répudiation/le moratoire ne s’appliquent pas aux titres grecs puisque la Grèce continua à satisfaire ses obligations (grâce aux prêts de l’Union européenne et du FMI) et se garda d’annoncer qu’elle désapprouvait, réfutait, répudiait ou rejetait ses obligations. De ce fait, l’attention s’est portée sur la « restructuration », laquelle regroupe cinq événements :

- « (i) une réduction du taux ou du montant des intérêts payables ou du montant des intérêts accumulés prévus ;
- (ii) une réduction du montant du capital ou de la prime payable à maturité ou aux dates de rachat prévues ;
- (iii) un ajournement ou autre report de date(s) pour soit (A) le paiement des intérêts ou l’accumulation des intérêts ou soit (B) le paiement du capital ou de la prime ;

- (iv) un changement dans l'ordre de priorité des paiements de toute Obligation, provoquant la Subordination de cette Obligation à toute autre Obligation ; ou
- (v) tout changement de monnaie ou de la composition de tout paiement d'intérêts ou de principal en une autre monnaie qui n'est pas une Monnaie Autorisée. »

Cependant, une condition essentielle (et sine qua non) d'un Evènement de Crédit sous forme de « restructuration » est qu'il doit lier *tous* les détenteurs d'obligation(s) qui font l'objet de la restructuration. Cela peut intervenir par le biais de différents mécanismes :

- « L'un des évènements (i) à (v) ci-dessus intervient d'une façon qui lie tous les détenteurs de l'obligation ; ou
- L'évènement en question fait l'objet d'un accord entre l'émetteur [par exemple, la Grèce] ou une 'Autorité Gouvernementale' et un nombre suffisant de détenteurs de l'obligation afin de lier tous les détenteurs de l'obligation ; ou
- L'évènement en question est annoncé (ou décrété) par l'émetteur [par exemple, la Grèce] ou une Autorité Gouvernementale d'une façon qui lie tous les détenteurs de l'obligation. »

Il doit de plus y avoir un déclin de la solvabilité ou de la condition financière de l'émetteur.

Compte tenu de ce que la plupart des obligations grecques ne contenaient aucune « clause d'action collective » (CAC), en vertu de laquelle une supermajorité de détenteurs d'obligations (par exemple, 66,6 pour cent ou 75 pour cent) aurait pu se mettre d'accord sur des modifications apportées aux termes des obligations, modifications qui, à leur tour, auraient lié tous les détenteurs d'obligations, une restructuration ordonnée ne pouvait donc avoir lieu qu'à travers le biais d'une restructuration « volontaire », de sorte qu'aucun Evènement de Crédit ne pourrait intervenir puisque, par définition, une telle restructuration ne lierait pas les détenteurs d'obligations refusant d'y participer. Ainsi est né le « *private sector involvement* » (PSI) comme un mécanisme pouvant éviter de déclencher les CDS sur la dette grecque.

Mais, pour toute action, il y a une réaction . . .

LE RÔLE DE L'ISDA DANS LA DETERMINATION DE LA SURVENANCE D'UN EVENEMENT DE CREDIT OU LA COERCITION EST-ELLE DANS LES YEUX DE CELUI QUI REGARDE ?

Le rôle de l'ISDA

Le processus du « DC »

Depuis 2009, la documentation de l'ISDA prévoit que la détermination de la survenance d'un Evènement de Crédit doit être faite par ce que l'on appelle un « Comité de Détermination » (« DC »), mis en place au niveau régional. En Europe, le comité régional comprend 15 institutions financières, dix du côté

- (iv) a change in the ranking in priority of payment of any Obligation, causing the Subordination of such Obligation to any other Obligation; or
- (v) any change in the currency or composition of any payment of interest or principal to any currency which is not a Permitted Currency.¹⁷»

However, a key (and threshold) requirement of a restructuring Credit Event is that it must bind *all* the holders of the obligation(s) that is/are being restructured. This may occur through different mechanisms:

- “any of events (i) through (v) above occurs in a form that binds all holders of the obligation; or
- any such event is agreed between the issuer [e.g. Greece] or a ‘Governmental Authority’ and a sufficient number of holders of the obligation to bind all holders of the obligation; or
- any such event is announced (or otherwise decreed) by the issuer [e.g. Greece] or a Governmental Authority in a form that binds all holders of the obligation.” (Emphasis supplied.)¹⁸

Furthermore, there must be a decline in the creditworthiness or financial condition of the issuer.¹⁹

Because most Greek bonds did not have any “collective action clause” (CAC)²⁰, whereby a supermajority of bondholders (e.g. 66.6 per cent or 75 per cent) could agree to changes to the terms of the bonds that, in turn, would bind all bondholders,²¹ an orderly restructuring could, therefore, only occur via a “voluntary” restructuring, in which case no Credit Event would have occurred since, by definition, such restructuring would not bind bondholders who refused to participate. Thus was born the “Private Sector Involvement” (PSI) as a mechanism that would avoid triggering CDS on Greek debt.

But, for every action, there is a reaction . . .

ISDA'S ROLE IN THE DETERMINATION OF THE OCCURRENCE OF A CREDIT EVENT OR IS COERCION IN THE EYE OF THE BEHOLDER?

The role of ISDA

The DC Process

Since 2009, ISDA documentation provides that the determination of the occurrence of a Credit Event is to be made by a so-called “Determinations Committee” (“DC”), set up on a regional basis.²² In Europe, the regional committee is comprised of 15 financial institutions, ten on the sell side

(dealers) and five on the buy side (non-dealers). Accordingly, the determination as to whether a Credit Event has occurred is generally an industry decision (see below); furthermore, it is left in the hands of a committee that is two-thirds comprised of financial institutions that are on the “sell side”, i.e. institutions that would be under the obligation to pay if a Credit Event occurs (though they are presumably entirely or partially hedged themselves, assuming no systemic failure of hedging).

In order for the DC to make a Credit Event determination, a market participant (with CDS transactions(s) outstanding) must put the question to the competent DC. Once submitted, the question must be accepted by a DC member, in order to avoid frivolous submissions.²³ A supermajority of votes (12 of 15) is required to find that a Credit Event has occurred.²⁴ If a decision as to the occurrence (or not) of a Credit Event is made with a supermajority of at least 12 votes, then the outcome of the decision is not subject to external legal review; if the decision is made with a lesser majority, then its outcome is automatically subject to external legal review by a panel of three “external reviewers”.²⁵ If the decision of the DC was reached by more than 60 per cent of the members of the DC (i.e. effectively, 10 or more), the external reviewers must be unanimous in order to substitute their decision for that of the DC. If the decision of the DC was reached with 60 per cent or less of the members of the DC (i.e. effectively, 9 or less), a majority of the external reviewers (i.e. 2 out of 3) may substitute their decision for that of the DC.²⁶

A determination that a Credit Event has occurred is therefore very much controlled by the “sell side” of the DC, whose interests are likely to be most affected if a Credit Event occurs: the sell side always has a majority of votes (10 out of 15) and may (assuming the ability to muster 10 votes) only be overturned by a unanimous panel of external reviewers. Accordingly, the procedures adopted by ISDA since 2009 have resulted in the “sell side” of the CDS industry having significant control over whether CDS will ever pay out. Some have even suggested that the dealer members of the DC may be tempted to “vote their book”.²⁷

The ISDA statement

Against this backdrop, ISDA issued a key and momentous statement on October 31, 2011, a few days after the October 2011 restructuring plan was adopted by the EU after much hand-wringing. Though no market participant had made a request for a DC determination, ISDA stated:

“The Definitions specify that for a credit event to occur, a restructuring must be binding on all holders of a particular bond or loan.

vendeur et cinq du côté acheteur. Par conséquent, la détermination de la survenance d'un Evènement de Crédit constitue en général une décision prise par l'industrie en cause (voir ci-dessous) ; de plus, la détermination est laissée entre les mains d'un comité qui est au deux-tiers composé d'institutions financières se trouvant du côté « vendeur », c'est-à-dire des institutions qui seraient dans l'obligation de payer si un Evènement de Crédit se produisait (bien qu'elles soient elles-mêmes, vraisemblablement, entièrement ou partiellement couvertes, en supposant qu'il n'y ait pas un échec systémique de leur couverture).

Pour que le DC puisse déterminer la survenance d'un Evènement de Crédit, un participant au marché (avec des opérations de CDS en cours) doit soumettre la question au DC compétent. Une fois soumise, la question doit être ensuite acceptée par un membre du DC dans le but d'éviter toute requête frivole. Une super-majorité de votes (12 sur 15) est requise afin de déterminer si un Evènement de Crédit a eu lieu. Dans le cas où la décision quant à la survenance (ou non) d'un Evènement de Crédit est prise avec une super-majorité d'au moins 12 votes, le résultat de cette décision n'est pas sujet à un examen juridique externe ; si la décision est intervenue avec une majorité moindre, alors le résultat est automatiquement sujet à un examen juridique externe par un panel de trois « examinateurs externes ». Si la décision du DC a été approuvée par plus de 60 pour cent des membres du DC (c'est-à-dire, effectivement, 10 ou plus), les examinateurs externes doivent être unanimes afin de substituer leur décision à celle du DC. Si la décision du DC a été approuvée par 60 pour cent ou moins des membres du DC (c'est-à-dire, effectivement, 9 ou moins), une majorité des examinateurs externes (c'est-à-dire 2 sur 3) a la possibilité de substituer sa décision à celle du DC.

Ainsi, déterminer si un Evènement de Crédit a eu lieu ou non est en fin de compte une décision contrôlée essentiellement par le côté « vendeur » du DC, dont les intérêts sont susceptibles d'être d'autant plus affectés si un Evènement de Crédit a effectivement eu lieu : le côté « vendeur » a toujours une majorité des votes (10 sur 15) et (en supposant qu'il puisse rallier 10 votes) ne peut être contredit que par un panel unanime d'examineurs externes. Par conséquent, les procédures adoptées par l'ISDA depuis 2009 ont eu pour résultat de donner un degré de contrôle significatif au côté « vendeur » de l'industrie des CDS quant à l'éventuel paiement des CDS. Certains ont même suggéré que les membres « vendeurs » du DC pourraient être tentés de voter en fonction de leurs intérêts.

La déclaration de l'ISDA

C'est dans ce contexte que l'ISDA a publié une importante déclaration le 31 octobre 2011, quelques jours après que le plan de restructuration d'octobre 2011 ait été adopté par l'Union européenne après beaucoup d'hésitations. Bien qu'aucun participant au marché des CDS n'ait fait de demande de détermination de DC, l'ISDA a déclaré :

“The Definitions specify that for a credit event to occur, a restructuring must be binding on all holders of a particular bond or loan.

Based on what we know now, it appears from news reports that the Eurozone proposal involves a *voluntary exchange that would not be binding on all holders*. As such, it does not appear to be likely that the Eurozone proposal will trigger payments under existing CDS contracts. However, whether or not it does so will be decided by the DC on the basis of the specific facts, if a request is made to them.” (Emphasis supplied)

L'ISDA avait précédemment noté que la plupart des obligations grecques ne contiennent pas de clauses de CAC qui, si elles avaient existé, auraient permis à une majorité de détenteurs d'obligations de lier les « récalcitrants » (en supposant bien sûr que, comme discuté ci-dessous, ces récalcitrants ne détiennent pas de minorité de blocage). L'ISDA a également souligné que si un « créancier refusait de participer à une restructuration volontaire, il continuerait de détenir sa créance originale ainsi que sa couverture CDS, laquelle continuerait de le protéger contre un non-paiement futur ou une restructuration obligatoire pour la durée restante du CDS. »

En d'autres termes, traiter la restructuration « volontaire » grecque comme ne déclenchant pas un Evènement de Crédit ne semblait avoir aucune conséquence néfaste puisque les détenteurs d'obligations récalcitrants continueraient de jouir de la protection de leur CDS pour le reste de la durée desdits CDS.

Au-delà de l'aspect apparemment prématuré de la publication d'une réponse à une question qui n'avait encore été posée par aucun participant au marché et qui, en toute hypothèse, tombe en-dehors de la compétence de l'ISDA elle-même (puisque l'ISDA en tant que telle n'est pas membre du DC européen), il apparaît que la déclaration de l'ISDA mérite d'être questionnée sur au moins deux fronts : premièrement, la restructuration grecque était-elle réellement, telle que proposée, « volontaire » ou était-elle ternie, pour ne pas dire viciée, par une coercition telle qu'elle aurait été rendue obligatoire, certes pas nécessairement pour tous les détenteurs d'obligations grecques, mais au moins pour les détenteurs d'obligations qui n'auraient pu résister à la coercition ? Deuxièmement, la restructuration grecque aurait-elle résulté en un Evènement de Crédit de « subordination », affectant tous les détenteurs d'obligations grecques ?

Dans quelle mesure le plan de restructuration était-il « volontaire » ?

Suggérer que la restructuration grecque proposée était « volontaire », c'est-à-dire que seuls les détenteurs d'obligations qui souhaitaient participer au PSI devaient y participer, aboutirait à négliger la façon dont la restructuration a été imposée aux détenteurs d'obligations assujettis à la juridiction des régulateurs dans les Etats membres de l'Union européenne.

Si l'on considère la situation dans les deux Etats membres clés de l'UE, l'Allemagne et la France, il apparaît clair qu'une contrainte « douce » a prévalu, par laquelle les gouvernements de ces Etats membres ont imposé à leurs propres banques d'accepter une perte significative. Cette « contrainte douce » trouve son origine dans la fonction de « prêteur en dernier ressort » de chaque gouvernement.

Based on what we know now, it appears from news reports that the Eurozone proposal involves a *voluntary exchange that would not be binding on all holders*. As such, it does not appear to be likely that the Eurozone proposal will trigger payments under existing CDS contracts. However, whether or not it does so will be decided by the DC on the basis of the specific facts, if a request is made to them.” (Emphasis supplied)²⁸

ISDA had previously noted²⁹ that most Greek bonds do not contain CAC clauses that, if in existence, would have permitted a majority of bondholders to bind the “hold-outs” (assuming, of course, as discussed below, the hold-outs do not hold a “blocking” minority). ISDA also emphasised that if a “creditor decline[d] to participate in a voluntary restructuring, then it would still hold its original debt claim and its CDS hedge, which would continue to protect against future non-payment or a mandatory restructuring for the remaining term of the CDS.”³⁰

In other words, treating the “voluntary” Greek restructuring as a non-Credit Event seemed to amount to a “no harm, no foul” situation since recalcitrant bondholders would continue to enjoy their CDS protection for the remaining term of their CDS.

Beyond the arguably premature aspect of the issuance of a statement on a question that had not yet been asked by any market participant and that, in any event, fell outside of the jurisdiction of ISDA proper (since ISDA itself is not a member of the European DC), it appears that ISDA's statement deserves to be questioned on at least two fronts: first, was the Greek restructuring, as then proposed, truly “voluntary” or was it tainted, not to say vitiated, by coercion such that it would have been made binding, not necessarily on all bondholders, but at least on all bondholders who could not resist the coercion? Secondly, would the Greek restructuring result in a “subordination” Credit Event affecting all of the bondholders?

How “voluntary” was the restructuring plan?

To suggest that the proposed Greek restructuring was “voluntary”, i.e. only those bondholders who wished to participate in the PSI had to do so, seems to overlook the manner in which the restructuring was imposed on bondholders who are subject to the jurisdiction of regulators in EU Member States.³¹

Looking at the situation in the two key EU Member States, Germany and France, it is clear that “soft” coercion prevailed, whereby the governments of these Member States prevailed upon their own banks to accept a significant “haircut”. The roots of this “soft coercion” are to be found in the “lender of last resort” function of each government.

The banking system in France is dominated by high level civil servants from the Ministry of Finance who are co-opted to take the helm of the most powerful banks and financial institutions. If the French Treasury requests that French banks take a haircut, the answer will be “how much,” not whether. Indeed, the French government maintains too much power in the French economy for banks and financial institutions to ignore any such request; ultimately, French bankers understand that they enjoy the implicit backing of the French government, should some recapitalisation be required (as was the case during the financial crisis in early 2009, when the French Government made capital injections in several major French banks). The January 2012 downgrade of France by S&P thus had the immediate effect of triggering a downgrade of the credit ratings of all major French banks (except BNP Paribas) because they are now perceived as enjoying a weaker backing from France.³²

The recent nationalisation of Dexia, the failed French-Belgian bank, provides an example of such power, as did the Caisse d’Epargne/Banques Populaires case as recently as 2009, when President Sarkozy’s then deputy chief of staff was dispatched to the bank to sort out the significant financial difficulties it was facing as a result of the 2008 subprime mortgage crisis.

Similarly, in Germany, the federal government wields enormous power with German banks, as demonstrated by the rescue and subsequent nationalisation of Hypo Real Estate Bank following the 2008 financial crisis (at a cost of €102 billion) and the significant financial support provided to Commerzbank (€18.2 billion) and many of the Landesbanken that had invested heavily in “toxic” subprime mortgages.³³ The coercive nature of the restructuring was best summarized by the CEO of Commerzbank, one of the banks that was represented on the creditor-investor committee of the International Institute of Finance,³⁴ which negotiated the “voluntary” restructuring with Greece, when he stated that the exchange was “as voluntary as a confession to the Spanish Inquisition”.^{35/36}

ISDA’s position, in neglecting to address the issue of coercion, which should normally vitiate the whole “voluntary” agreement argument, is paradoxical when one looks at the definition of another “Credit Event,” specifically “Repudiation.”³⁷ This definition recognises that a repudiation (in the form of a moratorium, standstill, rollover or deferral) may occur “de facto or de jure.” In other words, the ISDA definition of the Repudiation Credit Event is not driven by legal formalism since the event may occur “de facto.” It is the reality “on the ground” that must lead to a determination whether a repudiation has occurred. One fails to see why the same realism (that focuses on substance over form) should not prevail in the case of a restructuring.

Le système bancaire français est dominé par les hauts fonctionnaires du Ministère des Finances, qui sont cooptés afin de prendre les rênes des banques et institutions financières les plus puissantes. Si le Trésor Public français exige que les banques françaises subissent une perte, la réponse portera sur le quantum de ladite perte et non sur sa nécessité. En effet, le gouvernement français maintient trop de pouvoir dans l’économie française pour que les banques et les institutions financières ignorent une telle requête ; au bout du compte, les banquiers français comprennent qu’ils jouissent de l’appui implicite de leur gouvernement, si jamais une quelconque recapitalisation était nécessaire (comme cela fut le cas pendant la crise financière de début 2009, lorsque le gouvernement français injecta des capitaux dans plusieurs grandes banques françaises). La dégradation de la note de la France en janvier 2012 par S&P a ainsi eu l’effet immédiat de déclencher une dégradation des notes de toutes les grandes banques françaises (sauf BNP Paribas) compte tenu du fait qu’elles sont maintenant perçues comme bénéficiant d’un appui moins solide de la part de la France.

La récente nationalisation de Dexia, la banque franco-belge en faillite, apporte l’exemple d’un tel pouvoir, tout comme le récent cas, en 2009, de la Caisse d’Epargne/Banque Populaires, lorsque l’ancien directeur-adjoint du cabinet du Président Sarkozy fut dépêché auprès de cette banque afin de régler les difficultés financières découlant de la crise des « subprimes » de 2008.

De manière similaire, le gouvernement fédéral allemand exerce un énorme pouvoir vis-à-vis des banques allemandes, comme le démontrèrent le sauvetage et la nationalisation ultérieure de Hypo Real Estate Bank suite à la crise financière de 2008 (avec un coût de €102 milliards) et l’important soutien financier apporté à la Commerzbank (€18,2 milliards) et les caisses d’épargne des « Länder » qui avaient investi de larges sommes dans des obligations hypothécaires pourries. La nature coercitive de la restructuration a été parfaitement résumée par le PDG de Commerzbank, l’une des banques représentée au comité créancier-investisseur de l’International Institute of Finance, qui a négocié la restructuration « volontaire » avec la Grèce, lorsqu’il déclara que l’échange était « aussi volontaire qu’une confession à l’Inquisition espagnole ».

La position de l’ISDA, en négligeant de s’interroger sur la question de la contrainte, qui devrait normalement remettre en cause l’argument d’un accord « volontaire », est paradoxale lorsque l’on considère un autre Evènement de Crédit, à savoir la « répudiation ». Cette définition reconnaît qu’une répudiation (sous la forme d’un moratorium, d’un accord de moratoire, d’un renouvellement ou d’un ajournement) peut intervenir « de facto ou de jure ». En d’autres termes, la définition de l’ISDA d’un Evènement de Crédit prenant la forme d’une « répudiation » n’est pas sujette à un quelconque formalisme juridique puisque l’évènement peut intervenir de facto. C’est donc la réalité « sur le terrain » qui doit permettre de déterminer si une répudiation a eu lieu. Il est donc difficile de comprendre pourquoi ce même réalisme (axé sur la « substantifique moëlle » et non la forme)

n'aurait pas dû prévaloir dans le cas d'une restructuration.

Ceci suggère la présence d'un défaut majeur dans la définition de la « restructuration », c'est-à-dire que l'accent mis sur la nécessité de lier *tous* les détenteurs d'obligations néglige la possibilité qu'une restructuration puisse être coercitive/obligatoire vis-à-vis de certains détenteurs (vraisemblablement ceux qui sont soumis à la compétence du souverain) et volontaire vis-à-vis des autres. Dans un tel cas de figure, les détenteurs d'obligations qui sont soumis à une restructuration coercitive devraient bénéficier du marché qu'ils ont conclu, autrement dit leurs CDS devraient être déclenchés.

Subordination

Une autre problématique est celle de la « subordination », c'est-à-dire un Evénement de Crédit qui serait mis en œuvre s'il y avait « un changement dans l'ordre de priorité des paiements de toute obligation, provoquant la Subordination de cette obligation à toute autre obligation ».

La « subordination », telle que définie, a lieu lorsqu'un accord contractuel, de trust ou tout autre intervient, lequel dispose que :

- en cas de liquidation, dissolution ou réorganisation de l'émetteur, les créances des détenteurs de dette dite « senior » seront satisfaites avant celles des détenteurs de dette dite « junior », ou
- les détenteurs de dette dite « junior » ne recevront pas de paiement sur leur dette (ou n'auront pas le droit de conserver des paiements relatifs à leurs créances) tant que l'émetteur n'a pas effectué les paiements sur la dette dite « senior » ou est, d'une autre manière, en défaut sur la dette dite « senior ».

Compte tenu de la définition de la « restructuration », une condition sine qua non serait que tous les détenteurs d'obligations soient liés par cette subordination. Cela pourrait, bien évidemment, intervenir par le biais d'un accord qui lie tous les détenteurs d'obligations, une situation peu vraisemblable en l'absence de clauses d'action collective. Cependant, cela pourrait aussi intervenir si la subordination « est annoncée (ou décrétée) par une Autorité Gouvernementale d'une manière qui lie tous les détenteurs de l'obligation en cause ».

Or, le FMI a fourni des prêts à la Grèce et, en tant que prêteur à une nation souveraine, est toujours en position de prêteur avec rang privilégié. Compte tenu du fait que le FMI a un rang privilégié vis-à-vis de tous les autres prêteurs à la Grèce, il semble que les détenteurs d'obligations grecques soient devenus subordonnés au FMI. La question se pose, cependant, de savoir si l'élément d'obligation (*binding*) d'une restructuration est ou non intervenu. Tel qu'évoqué précédemment, cet élément peut se manifester au moyen d'un décret de la Grèce qui lierait tous les détenteurs d'obligations. Mais il peut également intervenir par le biais d'une « annonce » par une « Autorité Gouvernementale » qui lie tous les détenteurs. Selon les Définitions de l'ISDA, une « Autorité Gouvernementale » signifie :

« un gouvernement *de jure* ou *de facto* (ou une de ses agences, instrumentalités, ministères ou départements), une cour, un tribunal, une

This probably points to a significant flaw in the definition of “Restructuring”: that is, the focus on binding *all* bondholders neglects the possibility that a restructuring may be coercive/mandatory as to some bondholders (most likely, those who happen to be within the jurisdiction of the sovereign) and voluntary as to the rest of them. In this scenario, the bondholders who are subjected to a coercive restructuring should receive the benefit of their bargain i.e. their CDS should be triggered.

Subordination

Another issue is that of “subordination,” that is a Credit Event would be triggered if there were to be “a change in the ranking in priority of payment of any obligation, causing the Subordination of such obligation to any other obligation”.³⁸

“Subordination”, as defined, arises when a contractual, trust or other arrangement has occurred which provides either:

- in case of liquidation, dissolution, reorganisation or winding up of the issuer, the claims of holders of senior debt will be satisfied prior to the claims of holders of junior debt; or
- the holders of junior debt will not get paid on their claims (or not have the right to retain payments in respect of their claims) at any time that the issuer is in payment arrears or otherwise in default on the senior debt.³⁹

Again, by virtue of the definition of “Restructuring”, a threshold requirement would be that *all* holders be bound by such subordination. This could, of course, occur, by means of an agreement that binds all bondholders, an unlikely occurrence in the absence of a CAC clause. However, this could also occur if the subordination “is announced (or otherwise decreed) by a Governmental Authority in a form that binds all holders of such obligation.”⁴⁰

The IMF has extended loans to Greece and, as lender to a sovereign nation, is always in a senior position.⁴¹ Because the IMF enjoys a senior position vis-à-vis all other lenders to Greece,⁴² it seems that all Greek bondholders became subordinated to the IMF.⁴³ The question, however, arises whether the “binding” element of a Restructuring occurred or not. As mentioned above, that “binding” element may occur by way of an announcement or a decree of Greece that binds all bondholders. However, it may also occur by way of an “announcement” by “a Governmental Authority” that binds all bondholders. According to the ISDA Definitions, a “Governmental Authority” means:

“any *de facto* or *de jure* government (or any agency, instrumentality, ministry or department thereof), court, tribunal, administrative or other governmental authority

or any other entity (private or public) charged with the regulation of the financial markets (including the central bank) of a Reference Entity or of the jurisdiction of organization of a Reference Entity”.⁴⁴

While the IMF is not a government, it qualifies arguably as “any other entity (private or public) charged with the regulation of the financial markets [...] of a Reference Entity [i.e. Greece].” It is clear that the IMF through its reform programme, and in particular through the conditionality of its loans and their disbursement, is effectively charged, for the time being, with the regulation of the financial markets of Greece.⁴⁵ So, it may very well be that the IMF qualifies as a “Governmental Authority” under the ISDA Definitions and, as previously mentioned, the IMF did announce its preferred creditor status.⁴⁶ The next question is whether such an announcement “binds” all bondholders. In that respect, an analysis, published on ISDA’s own website, of the occurrence (or not) of a Credit Event with respect to Ireland is enlightening: the analysis focused on the question of subordination of Irish bondholders vis-à-vis the IMF and reached the conclusion that subordination had occurred. The rationale was threefold:

- (1) a “change in the ranking in priority of payment” of Irish bonds had occurred because, once the IMF loan was made, a creditor with preferential rights in case of insolvency came into existence, where there was none before;
- (2) Irish bondholders cannot object to the IMF and Ireland agreeing to a senior ranking for the IMF debt (unless there were to be a pari passu clause in the Irish bonds); and
- (3) Irish law incorporates the Bretton Woods Agreement (which governs the IMF), which allows giving senior creditor status to the IMF as an “adequate safeguard” for the “temporary use of the general resources of the IMF Fund.”⁴⁷

This analysis appears equally applicable to Greek bonds, in which case a Credit Event would already have occurred by virtue of the extension of the IMF loans.

It is noteworthy and paradoxical, however, that, notwithstanding ISDA’s publication of this analysis, the ISDA European DC ultimately ruled that no Restructuring Credit Event had occurred.⁴⁸

Similarly, the European Stability Mechanism (ESM), to be implemented as of July 2012 in order to replace the European Financial Stability Fund, raises a potential subordination issue since the parties to the ESM treaty have stated that “the ESM will enjoy preferred creditor status, similar but junior to the IMF.”⁴⁹ In light of the fact that this

autorité administrative ou autre autorité gouvernementale ou toute autre entité (privée ou publique) responsable de la réglementation des marchés financiers (y compris la banque centrale) de l’entité émettrice ou de la juridiction d’organisation de l’entité émettrice ».

Bien que le FMI ne soit pas un gouvernement, l’on peut arguer qu’il constitue « toute autre entité (privée ou publique) responsable de la réglementation des marchés financiers de l’entité émettrice [c’est-à-dire la Grèce]. » Il est clair que le FMI, par l’intermédiaire de son programme de réformes, et en particulier la conditionnalité de ses prêts et de leurs débours, est présentement responsable de la réglementation des marchés financiers de la Grèce. Il est donc fort possible que le FMI constitue une « Autorité Gouvernementale » en vertu des Définitions de l’ISDA et, tel qu’indiqué ci-dessus, le FMI a annoncé son statut de créancier privilégié. La question suivante est de savoir si cette annonce lie tous les détenteurs d’obligations. A cet égard, une analyse publiée sur le site de l’ISDA concernant la survenance (ou non) d’un Evènement de Crédit dans le cas de l’Irlande est éclairante : l’analyse se concentra sur la question de la subordination des détenteurs d’obligations irlandaises vis-à-vis du FMI et conclut qu’une subordination était bien intervenue. Le raisonnement avait trois composantes :

- (1) un changement dans l’ordre de priorité de paiement des obligations irlandaises était intervenu puisque, une fois le prêt du FMI effectué, un créancier ayant rang privilégié dans l’hypothèse d’une insolvabilité avait vu le jour, là où il n’y en avait aucun auparavant ;
- (2) les détenteurs d’obligations irlandaises ne peuvent objecter à un accord entre le FMI et l’Irlande octroyant un rang privilégié au FMI (sauf à ce qu’il y ait une clause de pari passu dans les obligations irlandaises) ; et
- (3) le droit irlandais incorpore les accords de Bretton Woods (qui régissent le FMI), lesquels permettent d’accorder un rang privilégié au FMI comme moyen de « sauvegarde appropriée » pour « l’utilisation temporaire des ressources générales du Fonds ».

Cette analyse semble être tout aussi applicable aux obligations grecques, auquel cas un Evènement de Crédit serait déjà intervenu par le biais des prêts accordés par le FMI.

Il est intéressant et paradoxal que, malgré la publication par l’ISDA de cette analyse, le DC européen de l’ISDA décida en fin de compte qu’aucun Evènement de Crédit fondé sur une restructuration n’était intervenu.

De même, le Mécanisme européen de stabilité (MES), qui doit être mis en œuvre dès juillet 2012 afin de remplacer le fonds européen de stabilité financière, soulève la question d’une subordination éventuelle puisque les parties au traité MES ont indiqué que « le MES aura un statut de créancier privilégié, similaire mais subordonné à celui du FMI ». Compte tenu de ce

que cette annonce fut faite par la Commission européenne et par les Chefs d'Etat ou de Gouvernement des Etats membres qui sont parties prenantes au traité, la question se pose de savoir si de futurs prêts du MES à un Etat membre du MES prendraient le pas sur des obligations précédemment émises par l'emprunteur et, ainsi, déclencheraient un Evènement de Crédit sous forme de subordination. La réponse pourrait dépendre, de manière ultime, du statut du traité MES dans le droit de l'emprunteur, c'est-à-dire le traité « lie » -il tous les détenteurs de dettes de l'emprunteur.

EPILOGUE

Bien que toute la restructuration grecque reposa sur une restructuration « volontaire », le paradigme changea à la dernière minute, juste avant le lancement officiel de l'échange d'obligations, avec des conséquences significatives sur le sort des CDS grecs.

Tout d'abord, la Grèce décida de forcer l'adoption des clauses CAC dans toutes les obligations régies par la loi grecque (qui représentaient plus de 90% de sa dette privée) en adoptant en Février 2012 un « Greek Bondholder Act », dont l'effet fut de permettre à la Grèce d'obliger l'échange de ses obligations contre de nouvelles obligations qui incorporent la perte PSI, tant qu'au moins 2/3 (calculé sur la base du principal de la dette) des détenteurs d'obligations consentiraient à une telle modification de leurs obligations : les détenteurs qui acceptèrent d'échanger leurs obligations étaient réputés avoir consenti à l'insertion de la clause de CAC dans les contrats régissant leurs titres.

La décision de forcer la main des détenteurs d'obligations semble être née d'une double réalisation : premièrement, le risque que trop de « récalcitrants » mettraient en danger la restructuration, puisque l'annulation de la dette serait alors insuffisante pour diminuer significativement le ratio dette-PNB de la Grèce, de sorte que la viabilité même du plan de restructuration serait alors mise en danger ; cette inquiétude était amplifiée par le fait que la BCE et les banques centrales des Etats-membres détenaient environ €56,5 milliards de dette grecque, laquelle fut exclue de la restructuration (voir ci-dessous), rendant ainsi encore plus impératif d'accroître le degré de participation du secteur privé. Deuxièmement, la peur que les CDS mènent à une situation similaire à celle d'AIG (où l'un des vendeurs de CDS est le maillon faible de toute la chaîne de couverture, forçant ainsi les gouvernements à intervenir, comme la Banque Centrale U.S. et le Ministère U.S. des Finances en 2008 lorsqu'ils déboursèrent \$180 milliards afin de sauver AIG) semble avoir diminué, peut-être aidée par le fait que la grande majorité (plus de 90%) des CDS faisait l'objet de prises de sûretés.

Deuxièmement, dans un effort de stabilisation du marché grec obligataire, la BCE et les banques centrales européennes avaient auparavant acheté environ €56,5 milliards d'obligations grecques sur le marché (dans le cas de la BCE, dans le cadre de son « Market Stabilization Programme »), lesquelles auraient été incluses dans l'échange forcé résultant

announcement was made by the European Commission and by the Heads of State or Government of the Member States that are parties to the ESM treaty, the question arises whether any future ESM loans to an ESM borrower would “trump” bonds previously issued by the ESM borrower and, thus, trigger a Credit Event in the form of subordination. The answer may ultimately depend upon the status of the ESM treaty under the law of the ESM borrower i.e. does it “bind” all debtholders of the ESM borrower.

EPILOGUE

Although the entire Greek restructuring had been premised on achieving a “voluntary” restructuring, the paradigm suddenly shifted at the eleventh hour, shortly before the official launch of the bond exchange, with significant consequences on the fate of Greek CDS.

First, Greece decided to force the adoption of CAC clauses in all Greek-law governed bonds (representing over 90% of its privately held debt⁵⁰) by adopting in February 2012 a “Greek Bondholder Act”⁵¹, the effect of which was to enable Greece to compel the exchange of old Greek bonds for new ones that carried the PSI “haircut”, so long as at least 2/3 (in principal amount) of the bondholders consented to such modification to the bonds: those bondholders who tendered their bonds were deemed to have consented to the insertion of this CAC mechanism into their bond indentures.⁵²

The decision to force the hand of bondholders seems to have stemmed from a dual realization: first, the risk that too many hold-outs would jeopardize the restructuring as the debt write-off would then be insufficient to significantly reduce the debt-to-GNP ratio of Greece and thus the very viability of the plan would be jeopardized; this concern was heightened by the fact that the ECB and EU national central banks held approximately €56.5 billion of Greek debt which was excluded from the restructuring (see below), thus making it even more imperative to increase the degree of participation of the private sector. Second, the fear that CDS might lead to an AIG-like situation (where one of the sellers of CDS is the weak link in the entire hedging chain, thus forcing governments to step in, like the U.S. Federal Reserve Bank and U.S. Treasury in 2008 when they propped up AIG to the tune of \$180 billion) appears to have subsided, perhaps aided by the fact that the large majority (over 90%) of CDS was collateralized.⁵³

Second, in an effort to stabilize the Greek bond market, the ECB and EU national central banks had previously purchased approximately €56.5 billion of Greek bonds in the market (in the case of the ECB, as part of its “Market Stabilization Programme”), which bonds would have been ensnared in the forced exchange resulting from the

implementation of the CAC mechanism adopted by Greece. Accordingly, immediately before the launch of the bond exchange, the ECB and EU national central banks that held Greek bonds (“old bonds”) swapped these old bonds for new bonds on identical terms and conditions (“new bonds”), except that the new bonds had a date of issue of February 2012. Since the proposed bond exchange applied only to bonds issued prior to 2012,⁵⁴ the result was that the new bonds were automatically excluded from the restructuring. These events immediately triggered requests for Credit Event determinations to the European DC. The first request asked whether a Credit Event had occurred, in the form of subordination, due to the ECB swap. The DC determined that neither limb of the definition of “subordination” was met and, therefore, no Credit Event had occurred.⁵⁵ While this decision was arguably formally correct since no “contractual, trust or similar arrangement” had seemingly been entered into that subordinated the claims of private sector holders under their bonds to the claims of the ECB and EU national central banks under the new bonds (and no priority seemed to arise by operation of law since the new bonds appear to be *pari-passu* with the old bonds), the substance of the ECB swap was that economic subordination had occurred: the ECB received new bonds whose principal and other terms were not affected, while private sector holders exchanged their old bonds for new ones with significantly reduced principal and other unfavorable terms. Indeed, S&P, the rating agency, stated that the holders of CAC-affected bonds “will likely be effectively subordinated to the ECB in terms of payment” and expressed its concern that effective subordination may trigger adverse consequences to peripheral eurozone sovereigns, as it would lead investors to expect higher coupons to protect against the subordination risk.⁵⁶ Undoubtedly, ISDA’s determination that CDS are not triggered in such circumstances, where certain bondholders clearly received a preferential treatment, will cast further doubt on the protection afforded by CDS.

The second request asked whether a Credit Event had occurred as a result of the activation of the CAC mechanism by the Greek government. The DC unanimously ruled that such was the case, triggering the auction settlement process contemplated by ISDA’s rules.⁵⁷

And so, through a circuitous route, the “voluntary” restructuring of Greece ended with Greek CDS being triggered, despite all the efforts exerted to avoid that very result.

CONCLUSION

The attempt to engineer the Greek restructuring as a non-event for CDS purposes seems to have followed the law of unintended consequences. The fear seems to have been that triggering CDS might have a systemic impact, à la

de la mise en place du mécanisme de CAC adopté par la Grèce. Par conséquent, immédiatement avant le lancement de l’échange d’obligations, la BCE et les banques centrales européennes qui détenaient des obligations grecques (« anciennes obligations ») échangèrent ces anciennes obligations pour de nouvelles dans des conditions identiques (« nouvelles obligations »), sauf que les nouvelles obligations avaient une date d’émission de Février 2012. Comme l’échange proposé ne s’appliquait qu’aux obligations émises avant 2012, le résultat fut que les nouvelles obligations furent *ipso facto* exclues de la restructuration. Ces événements ont aussitôt déclenché des demandes de détermination d’Évènement de Crédit auprès du DC européen. La première d’entre elles demanda si un Évènement de Crédit s’était produit, sous forme de subordination, lié à l’échange de la BCE. Le DC détermina qu’aucun élément de la définition de « Subordination » n’était satisfait et que, de ce fait, aucun Évènement de Crédit n’était intervenu. Bien que cette décision soit sans doute formellement correcte puisque « aucun arrangement contractuel, de trust ou arrangement similaire » n’avait apparemment été conclu, subordonnant les droits des détenteurs privés à ceux de l’ECB et des banques centrales des États-membres (et aucune préférence ne semble être intervenue par le biais de l’application de la loi puisque les nouvelles obligations semblent être *pari passu* avec les anciennes obligations), la substance du « swap » fait par la BCE était qu’une subordination économique était bien intervenue : la BCE reçut de nouvelles obligations dont le montant et les autres termes demeuraient inchangés, alors que les obligataires privés durent échanger leurs obligations pour de nouveaux titres d’un montant largement réduit et à des conditions défavorables. C’est ainsi que S&P, l’agence de notation, déclara que les détenteurs d’obligations affectées par le CAC « seront vraisemblablement effectivement subordonnés à la BCE en terme de paiement » et exprima sa préoccupation qu’une subordination *de facto* pourrait avoir des conséquences adverses pour les États-membres à la périphérie de l’Eurozone, car elle pourrait inciter les investisseurs à exiger des taux plus élevés afin de se protéger contre le risque de subordination. Sans aucun doute, la détermination de l’ISDA que les CDS ne sont pas déclenchés dans de telles circonstances, lorsque certains détenteurs d’obligations ont visiblement reçu un traitement de faveur, jettera davantage le doute sur la protection accordée par les CDS.

La seconde demande porta sur la question de savoir si un Évènement de Crédit s’était produit suite à l’activation des clauses de CAC par le gouvernement grec. Le DC jugea à l’unanimité que tel était le cas, déclenchant le processus de règlement prévu par les règles de l’ISDA.

C’est donc par un chemin détourné que la restructuration « volontaire » de la Grèce s’est terminée avec le déclenchement des CDS grecs, en dépit de tous les efforts déployés pour éviter ce résultat.

CONCLUSION

L’effort d’ingénierie fait pour que la restructuration grecque constitue un non-événement pour les besoins des CDS semble avoir suivi la loi des conséquences imprévues. La crainte semble avoir été que le déclenchement des CDS pourrait avoir un impact

systemique, sur le modèle de Lehman Brothers et AIG, sur les banques et les institutions financières : autant le montant notionnel brut des CDS grecs s'élevait à \$78 milliards en mai 2011, autant le montant net notionnel final s'éleva à un montant bien moins élevé de \$3,2 milliards. Dès le départ, ce dernier montant n'aurait pas dû s'avérer un problème si tous les CDS devaient être payés ; cependant, si certains vendeurs de CDS ne pouvaient satisfaire leurs obligations, le mécanisme de couverture aurait pu tomber comme un château de cartes. Cette préoccupation, jointe au désir de la BCE de ne pas récompenser les « traders » qui spéculaient sur un défaut grec par le biais de CDS, conduisit à la restructuration « volontaire ».

En conséquence, les détenteurs d'obligations des autres pays périphériques (Italie, Espagne, Portugal...) adoptèrent une vision pessimiste quant à l'achat d'obligations émises par ces pays : tant que les CDS étaient disponibles et qu'ils estimaient que ceux-ci fourniraient la protection voulue, les prêteurs étaient disposés à réclamer des taux d'intérêt plus faibles ; une fois que l'efficacité de la protection fournie par les CDS fut mise en doute, les prêteurs exigèrent des taux d'intérêt plus élevés pour se prémunir du risque de défaut contre lequel les CDS ne semblaient plus fournir de protection. Ceci contribua à faire monter les taux d'intérêt dans les pays périphériques, y compris l'Italie, à des niveaux pratiquement insoutenables, affligeant un pays qui ne peut être sauvé compte tenu de la taille de sa dette. L'« ingénierie de restructuration » semble donc avoir eu des effets pervers et il se peut que ce soit (une des) raison(s) pour laquelle les pays de la zone euro ont désormais décidé que la Grèce serait un cas « unique et exceptionnel » et que les créanciers des autres Etats membres de la zone euro n'auront pas l'obligation de participer à un nouveau PSI. Les détenteurs d'obligations semblent ainsi avoir échangé une perte significative sur la dette grecque en contrepartie de l'élimination de tout futur PSI, encore que le précédent de la subordination mise en place en faveur de la BCE représente un nouveau risque pour les prêteurs obligataires.

Le nouveau mécanisme qui doit fournir le cadre juridique à des restructurations futures, c'est-à-dire l'obligation en vertu du traité MES que toutes les obligations souveraines d'une durée de plus d'un an aient une clause de CAC, à compter du 1er janvier 2013, est lui aussi susceptible de déclencher, à l'avenir, la loi des conséquences imprévues : alors qu'une super-majorité de détenteurs d'obligations pourra imposer une restructuration à une minorité récalcitrante, les responsables politiques devraient réaliser que les clauses de CAC sont régulièrement utilisées aux Etats-Unis, dans les procédures de faillite, par des acquéreurs de dette d'entreprises en difficulté aux fins d'obtenir une minorité de blocage (par exemple, 25,1 pour cent) et d'obtenir des concessions significatives et extrêmement profitables comme condition à leur consentement à une restructuration.

Si, comme cela apparaît vraisemblable, une restructuration, en vertu de laquelle la dette grecque s'élèvera à au moins 120 pour cent d'un PNB grec en baisse, se révélera insuffisante et engendrera donc de futures restructurations, les clauses obligatoires de CAC risquent de devenir le mécanisme idéal pour permettre aux « *debt vultures* » de faire fructifier à l'avenir leur portefeuille de dette grecque « restructurée » (ou autres dettes « périphériques » de l'Eurozone).

Timeo danaos et dona ferrentes!

Lehman Brothers and AIG, on banks and financial institutions: while the gross notional amount of Greek CDS was pegged at \$78 billion as of May 2011, the actual net notional amount ended up at a much lower \$3.2 billion.⁵⁸ The latter amount should have been a non-issue from the start if all CDS were to pay; however, if some CDS sellers failed to pay, then the entire hedging mechanism might have collapsed. This concern, coupled with the desire of the ECB not to reward traders who speculated on a Greek default through “naked” CDS, led to the “voluntary” restructuring.

As a result, holders of bonds of other “peripheral” countries (Italy, Spain, Portugal, etc.) took a dim view of buying bonds issued by those countries: so long as CDS were available and were believed to provide protection, lenders felt comfortable requiring lower interest rates; once the efficacy of CDS protection was in doubt, lenders required higher interest rates in order to hedge the default risk that CDS no longer seemed to protect against. This pushed up interest rates in the peripheral countries, including Italy, to close to unsustainable levels, affecting a country which simply cannot be “bailed out” due to the sheer size of its debt. The “restructuring engineering” may thus have backfired and it may be (one of) the reason(s) why Eurozone countries decided that Greece should be a “unique and exceptional” case and that creditors of other Eurozone Member States will not be required to participate in new PSIs.⁵⁹ Bondholders may, effectively, have traded a very large “haircut” on Greek debt as a quid pro quo for doing away with future PSIs,⁶⁰ though the precedent of the ECB-engineered subordination constitutes a new risk for bondholders.

The new mechanism that is intended to provide a legal framework for future restructurings i.e. the requirement under the ESM treaty that all sovereign bond issues with a maturity in excess of one year have a CAC clause, effective as of January 1, 2013⁶¹, may also trigger, in the future, the law of unintended consequences: while a supermajority of bondholders may be able to impose a restructuring upon a recalcitrant minority, policy makers should realise that such CAC provisions are regularly used in the United States, in Chapter XI bankruptcy cases, by purchasers of distressed debt to obtain a blocking minority (e.g. 25.1 per cent) and extract significant and extremely profitable concessions as a condition to giving their consent to a restructuring.

If, as seems likely, a restructuring whereby Greek debt is going to amount to no less than 120 per cent of a shrinking Greek GNP⁶² turns out to be insufficient and will thus require future restructurings, compulsory CAC clauses may become the ideal vehicle for “debt vultures” to leverage their holdings of “restructured” Greek debt (or other peripheral Eurozone debt) in the future.

Timeo danaos et dona ferrentes!

Notes

1. See Joseph Stiglitz (Nobel Prize in economics and former chief economist of the World Bank), “European Central Bank in a fix over Greek debt (The ECB may be putting the interests of the few banks that have written credit-default swaps before those of Greece, Europe’s taxpayers and creditors)”, *The Guardian*, February 7, 2012.
2. The plans have been many, from the €110 billion EU/IMF bailout of May 2010 to the initial 20 per cent “haircut” plan in August 2011 followed by a 50 per cent “haircut” under the October 2011 EU plan, and ultimately, a “haircut” of 53.5%, representing a write-down of about 75 percent in net present value. See, “Greek Debt Swap Support Close to 95%”, *The Financial Times*, March 8, 2012. The second component of the Greek restructuring involved the negotiations between Greece and the “troika” (EU Commission, ECB and IMF) surrounding the conditions for the grant and release of new loans amounting to €130 billion. See, e.g. “Greece Passes Sweeping Cuts—Lawmakers approve Unpopular Plan to Secure Bail Out as Rioting Grips Athens”, *The Wall Street Journal*, February 13, 2012.
3. It should be noted that mechanisms other than the “voluntary restructuring” have been proposed. For example, Daniel Gros and Thomas Mayer (Chief Economist of Deutsche Bank) have proposed a buy-back of Greek debt by the EFSF, at (then) current market prices (35 per cent–45 per cent of face value), in exchange for EFSF-backed paper, with banks being “incentivised” to participate in the exchange via the requirement to write down their holdings of old Greek debt in their books and the ECB no longer accepting old Greek debt as collateral. See Daniel Gros and Thomas Mayer, “Debt Reduction without Default”, September 28, 2011, available at www.ceps.eu [Accessed February 22, 2012].
4. See Stiglitz, above, fn.1. Beyond the fear of contagion and chaos, a key reason underlying the ECB’s opposition to triggering CDS on Greek debt was the concern that speculators would buy “naked” CDS to bet against failing Eurozone countries and thus worsen Europe’s debt crisis. Triggering CDS was viewed by the ECB as rewarding speculation against sovereign debt. See, “Greece Auction to Settle \$3.2 Billion of Credit Default Swaps”, March 18, 2012, *Business Week*, available at www.businessweek.com/printer/articles/19946; and “Greek Credit Default Swap Volumes Drop to Record Low before Bond Exchange”, *Bloomberg*, March 8, 2012, available at www.bloomberg.com/news/print/2012-03-08 [Accessed March 23, 2012].
5. See Stiglitz, above, fn.1, and fn.4.
6. See “Credit derivatives: ISDA defends sovereign CDS”, *Euromoney*, December 1, 2011, available at www.euromoney.com [Accessed February 22, 2012].
7. See “How Big Derivatives Dealers Caused Contagion in the Eurozone”, November 21, 2011, available at <http://seekingalpha.com/article/309373> [Accessed February 22, 2012].
8. See ISDA, “Greek Sovereign Debt Q&A, Update”, January 12, 2012, available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012] (“ISDA Q&A”). See, also, “Greek Rollover probably won’t trigger CDS, ISDA’s Geen says”, *Bloomberg*, July 6, 2011, citing a figure of \$4.8 billion as of mid-2011 from the Depository Trust & Clearing Corporation, which runs a central registry that captures most trades. Available at www.bloomberg.com [Accessed February 22, 2012].
9. See “ISDA Q&A”, above, fn.8.
10. See “ISDA Q&A”, update of October 31, 2011, above, fn.8.
11. See, above, fn.6.
12. However, the European Union banned so-called “naked” CDS (i.e. speculative CDS) on sovereign debt, effective November 1, 2012. See, “EU reaches new deal on naked CDS ban law”, October 18, 2011, available at www.reuters.com [Accessed February 22, 2012].
13. Available from ISDA at www.isda.org [Accessed February 22, 2012].
14. “‘Failure to pay’ means, after the expiration of any applicable Grace Period (after the satisfaction of any conditions precedent to the commencement of such Grace Period), the failure by a Reference Entity to make, when and where due, any payments in an aggregate amount of not less than the Payment Requirement under one or more Obligations, in accordance with the terms of such Obligations at the time of such failure”. See “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions” (“ISDA Definitions”), §4.5.
15. “‘Repudiation/Moratorium’ means the occurrence of both of the following events: (i) an authorized officer of a Reference Entity or a Governmental Authority (x) disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenges the validity of, one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirement or (y) declares or imposes a moratorium, standstill, rollover or deferral, whether *de facto* or *de jure*, with respect to one or more Obligations in an aggregate amount of not less than the Default Requirements and (ii) a Failure to Pay, determined without regard to the Payment Requirement, or a Restructuring, determined without regard to the Default Requirement, with respect to any such Obligation occurs on or prior to the Repudiation/Moratorium Evaluation Date”. See “ISDA Definitions”, §4.6(a).
16. See “ISDA Definitions”, §4.7(a).
17. That is, a G7 currency or the currency of an OECD country with a AAA rating.
18. See “ISDA Definitions”, §4.7(a), Emphasis supplied.
19. See “ISDA Definitions”, §4.7(b)(iii).
20. That is, until Greece imposed CAC’s shortly before the March 2012 bond exchange. See, “Epilogue” below.
21. See “ISDA Q&A”, update of October 27, 2011.
22. See “ISDA Statement on CDS Credit Event Process”, dated October 31, 2011 (“ISDA Statement”), available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012]. See Credit Derivatives Determinations Committee Rules (July 11, 2011 version), available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012]. for the rules governing the DC (“DC Rules”). Prior to 2009, parties were not required to use the DC to determine whether a Credit Event had occurred, potentially leaving the determination to courts. Since 2009, and the implementation of the ISDA CDS “Big Bang” Protocol, recourse

must be had to the DC. See “ISDA Announces Successful Implementation of ‘Big Bang’ CDS Protocol; Determinations Committees and Auction Settlement Changes Take Effect”, April 8, 2009, available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012].

23. See, ISDA update of October 27, 2011 (“Greek Sovereign Debt Q&A (Update)”) (“ISDA Q&A”), available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012].

24. See DC Rules, §3.1(b).

25. See DC Rules, §4.1(a).

26. See DC Rules, §4.6(d).

27. See Gretchen Morgenson, “Scare Tactics in Greece”, *The New York Times*, November 19, 2011, who points out “[. . .] the view of some investors that credit default swaps are not insurance at all, but rather instruments that big banks use to benefit themselves. The secrecy of who serves on ISDA committees feeds this fear, as does the fact that these panels are both judge and jury.” See also “Questions over CDS amid pay-out wrangle”, *The Financial Times*, November 29, 2011, and Stiglitz, above, fn.1 (“Deciding whether a credit event has occurred is left to a secret committee of [ISDA], an industry group that has a vested interest in the outcome.”).

28. See “ISDA Statement”, above, fn.22.

29. See “ISDA Q&A”, above, fn.8, at p.3.

30. See “ISDA Q&A”, above, fn.8, at p.3.

31. Indeed, the PSI mechanism, originally enshrined in the ESM treaty in its original version of July 2011 (see fnn.49 and 60, below), is a legal manifestation of the policy of compulsion directed at creditors of Member States that receive or are to receive ESM support.

32. “S&P Downgrades French Banks”, *The Financial Times*, January 24, 2012.

33. See F. Hüfner, “The German Banking System: Lessons from the Financial Crisis” (OECD, 2010), which describes the €480 billion Financial Market Stabilization Fund (SOFFIN) set up by the German government in October 2008. Available at http://www.oecd-ilibrary.org/economics/the-german-banking-system-lessons-from-the-financial-crisis_5kmbm80pjkd6-en [Accessed February 22, 2012].

34. See “Greece Readies Record Swap”, Bloomberg, March 8, 2012. Available at www.bloomberg.com/news/print/2012-03-07 [Accessed March 23, 2012].

35. See “Germans seek Lawsuits over Greek Debt Swap”, *The Financial Times*, March 12, 2012.

36. A Credit Suisse paper illustrates the many measures available to a government to “convince” a bank or financial institution to “accept” a voluntary restructuring. See “Greece: A Restructuring Scenario Analysis”, *Fixed Income Research*, (Credit Suisse, May16, 2011), at pp.15–16, available at www.credit-suisse.com/researchandanalytics [Accessed February 22, 2012]. These may range from the ECB deciding that the debt at stake is no longer eligible as collateral for ECB loans; or, if the debt is no longer eligible at the ECB window, a government adopting “regulatory incentives” in order to make it onerous for banks and pension funds to hold the debt; or structuring a proposed debt exchange such that the debt will be treated leniently, as minimally impaired, under “hold to maturity” accounting treatments; or offering regulatory forbearance that would allow the banks to carry the post-restructuring claims on Greek debt at prices that would be far above the mark-to-market prices.

37. See above, fn.15.

38. See fn.17, above, and accompanying text.

39. “‘Subordination’ means, with respect to an obligation (the ‘Subordinated Obligation’) and another obligation of the Reference Entity to which such obligation is being compared (the ‘Senior Obligation’), a contractual, trust or similar arrangement providing that (i) upon the liquidation, dissolution, reorganization or winding up of the Reference Entity, claims of the holders of the Senior Obligation will be satisfied prior to the claims of the holders of the Subordinated Obligation or (ii) the holders of the Subordinated Obligation will not be entitled to receive or retain payments in respect of their claims against the Reference Entity at any time that the Reference Entity is in payment arrears or is otherwise in default under the Senior Obligation. ‘Subordinated’ will be construed accordingly. For purposes of determining whether Subordination exists or whether an obligation is Subordinated with respect to another obligation to which it is being compared, the existence of preferred creditors arising by operation of law or of collateral, credit support or other credit enhancement arrangements shall not be taken into account, *except that, notwithstanding the foregoing, priorities arising by operation of law shall be taken into account where the Reference Entity is a Sovereign*” (Emphasis supplied). See “ISDA Definitions”, §2.19.

40. See above, fn.17 and accompanying text.

41. See e.g. transcript of a press briefing by Caroline Atkinson, Director, External Relations Department, IMF, December 2, 2010, with respect to the IMF loans to the Republic of Ireland. Available at www.imf.org [Accessed February 22, 2012].

42. See “Greece, Fifth Review under the Stand-By Arrangement, Performance Criteria”, at p.32, §54, referring to “the Fund’s long-standing preferred creditor status.” (IMF, December 2011). Available at www.imf.org [Accessed February 22, 2012] (“Fifth Review”).

43. See ISDA’s analysis: “Has a restructuring event occurred with respect to the Republic of Ireland”, available at www.isda.org [Accessed February 22, 2012] for an analysis of the senior status of the IMF, with respect to its loans to the Republic of Ireland. (Undated, but post-dates the January 18, 2011 first drawdown of the IMF loan to the Republic of Ireland).

44. See “ISDA Definitions”, §4.8(b).

45. See generally “Fifth Review”, above, fn.42, and in particular the sections relating to the regulation of banks and financial markets. See, also, “Greek debt swap triggers massive payouts”, *The Financial Times*, March 9, 2012, which reports the full time presence of EU, ECB and IMF representatives in Athens to vet the policies of the Greek government.

46. See “Fifth Review”, above, fn.42.

47. See “Has a restructuring credit event occurred with respect to the Republic of Ireland?”, available at: http://www.isda.org/uploadfiles/_docs/IssueNo2011031101_Republic_of_Ireland.pdf [Accessed February 22, 2012].

48. “ISDA says ‘no’ to Irish credit event”, available at <http://ftalphaville.ft.com/blog/2011/03/15/515156/> [Accessed February 22, 2012].
49. See “Treaty establishing the European Stability Mechanism (ESM) signed”, July 11, 2011, available at http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/financial_operations/2011-07-11-esm-treaty_en.htm [Accessed February 22, 2012]. See, also, ESM Treaty (July 2011 version), at recital #10: “Like the IMF, the ESM will provide financial assistance to an ESM Member when its regular access to market financing is impaired. Reflecting this, Heads of State have stated that the ESM will enjoy preferred creditor status in a similar fashion to the IMF, while accepting preferred creditor status of the IMF over the ESM. This status will be effective as of 1 July 2013.” (Note: since moved up to July 1, 2012). The ESM treaty (in its July 2011 version) is available at [http://en.wikisource.org/wiki/Treaty_Establishing_the_European_Stability_Mechanism_\(2011\)](http://en.wikisource.org/wiki/Treaty_Establishing_the_European_Stability_Mechanism_(2011)) [Accessed February 22, 2012]. The final version of the ESM Treaty (February 2012) made some revisions to the treaty, explained in the “Factsheet” referenced at fn.61, below. Recital #10 became recital #13 (almost *verbatim*).
50. See “ISDA Q&A” above, fn.8.
51. See “Invitation Memorandum of the Hellenic Republic”, dated February 24, 2012, at 14, available at http://av.r.ftdata.co.uk/files/2012/02/Reg_S_Invitation_Memorandum.pdf (“Invitation Memorandum”) [Accessed March 23, 2012].
52. See Invitation Memorandum above, fn.51, at 15.
53. See “ISDA Q&A” above, fn.8.
54. See “Time to pay the ECB, Greece!”, *The Wall Street Journal*, Market Beat, March 16, 2012, available at <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2012/03/16/time-to-pay-the-ecb-greece/> [Accessed March 24, 2012]; see, also, “ECB Seniority and Dirty Hands”, *The Financial Times*, February 17, 2012, available at <http://ftalphaville.ft.com/blog/2012/02/17/886061/ecb-seniority-and-dirty-hands/> [Accessed March 24, 2012].
55. See “ISDA EMEA Determinations Committee Decision 01032012”, available at www.isda.org/dc/view.asp. See, also, fn.39.
56. “S&P Comments on ECB Greek Bond Swap”, February 24, 2012, available at www.isda.org [Accessed March 24, 2012].
57. See, “ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Event Has Occurred with Respect to Hellenic Republic”, available at www2.isda.org/news/isda-emea-determinations-committee-restructuring-credit-event-has-occurred-with-respect-to-the-hellenic-republic [Accessed March 24, 2012].
58. “Greece Auction to Settle \$3.2 billion of Credit-Default-Swaps”, Bloomberg Businessweek, March 18, 2012. Available at www.bloomberg.com/news/2012-03-19/greece-auction-to-settle-3-2-billion-of-credit-default-swaps.html [Accessed March 20, 2012].
59. See Letter from President Sarkozy and Chancellor Merkel to President Van Rompuy (undated but presumably issued on or about December 5, 2011), available at www.elysee.fr [Accessed February 22, 2012] and <http://placeduluxembourg.wordpress.com> [Accessed February 22, 2012].
60. The revised version of the ESM treaty (February 2012) did away with the requirement, in art.12.1 of the July 2011 version, that “private sector involvement be sought on a case-by-case basis where financial assistance is received by an ESM Member, in line with IMF practice.” See, also, European Commission, “Decisive Steps Towards More Discipline, Integration and Convergence”, December 12, 2011, available at http://ec.europa.eu/news/eu_explained/111212_en.htm [Accessed February 22, 2012] which states: “They [the European Council] agreed that [...] private sector involvement in the Greek debt reduction programme will remain a *unique one-off* case and the ESM’s clause on PSI will be kept to the preamble and will be fully in line with IMF principle and practices.” See also “Factsheet”, at fn.61, below, and ESM treaty (final version of February 2012), at recital 12.
61. See “Factsheet—Treaty Establishing the European Stability Mechanism”, at para.5 (available at www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/127788.pdf [Accessed February 22, 2012]), and Recital 11 and Article 12(3) of the ESM treaty (final version of February 2012), available at www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf [Accessed February 22, 2012].
62. See “Greece Crisis Reaches Boiling Point as Athens Asks if it can stay in the Euro”, *The Guardian*, February 10, 2012, which refers to statements made by the German Minister of Finance to the effect that Greece’s debt level would still be between 128 per cent and 136 per cent of GNP by 2020. See also “New Bailout is a Reprieve for Greece, but Doubts Persist”, *The New York Times*, February 21, 2012, which refers to an IMF study predicting debt-to-GNP ratio of 178 percent in 2015 and 160 percent by 2020.