

**Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público**

**EMPRESA – STCP, S.A.**

**Respostas ao questionário indicativo:**

- 1. Quais os responsáveis da empresa envolvidos na celebração de contratos de Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro (IGRF) desde 2003 até ao presente momento? Em particular quem propôs a celebração deste tipo de contratos? Quem aprovou/autorizou a celebração dos contratos IGRF? Quem supervisionou os contratos IGRF entretanto assinados?**

**R** – Relativamente aos mandatos da equipa de administração da STCP, a que presidi desde Abril de 2006 a 30 de Junho de 2012, apenas foram celebrados 2 contratos de IGRF, de 25 M€ cada, em 2007, com o Banco Santander Totta e com o BNP PARIBAS, para cobertura do risco de taxa de juro de parte de um empréstimo de longo prazo, no montante de 100 M€, com aval do Estado, contraído em Junho desse ano, junto do MILLENNIUM BCP, pelo prazo de 15 anos.

A decisão de contratar estes IGRF resultou da evolução crescente do nível das taxas de juro do financiamento – Euribor a 3M ao nível dos 2%, em 2004, passando a situar-se nos 4,25% e 4,5% no 2º semestre de 2007, com perspectiva de agravamento – com claros reflexos, fortemente negativos, no peso dos encargos financeiros suportados pela dívida histórica da empresa. Foram analisadas, pelo Departamento Administrativo e Financeiro (DAF) com o acompanhamento do Administrador do respetivo pelouro, propostas várias apresentadas por 7 instituições financeiras, limitando-se o montante a cobrir ao valor máximo de metade (50 M€) do empréstimo antes indicado.

A proposta final, com a análise comparativa das melhores propostas de 4 desses bancos, foi presente, em reunião do Conselho de Administração, pelo Administrador com a coordenação da área financeira, com base no memorando/nota técnica de 30 de Outubro de 2007 (Anexo 1), que integra os documentos de suporte, anexos à respetiva ata, reunião essa na qual a contratualização dos dois IGRF foi aprovada por todos os 5 membros do Conselho de Administração.



Os contratos de IGRF, subsequentemente assinados com cada um dos dois Bancos, foram direta e regularmente acompanhados pelo DAF da STCP e pelo gestor da área financeira, com reporte ao Conselho, e acompanhados pela Tutela, incluindo a respetiva informação nos documentos de prestação de contas, auditadas pelo ROC e pelo Conselho Fiscal, e com apreciação e validação/aprovação em AG pelo acionista, através das Tutelas Financeira e Setorial.

**2. Quais os procedimentos de contratação e gestão de IGRF? Houve alterações nestes procedimentos ao longo do tempo?**

O procedimento seguido foi o indicado na resposta anterior. De salientar que a respetiva informação  foi incluída nos Relatórios e Contas anuais e as demonstrações financeiras da STCP, S.A. passaram a evidenciar contabilisticamente, nas demonstrações de resultados, as perdas/lucros potenciais correspondentes ao valor *mark to market*, a partir do exercício de 2009 inclusive.

**a) Quando a empresa contratava IGRF, informou sempre previamente a tutela inclusivamente quanto aos riscos que estavam subjacentes à assinatura desses contratos? Em caso afirmativo, houve autorização da tutela? Nesse caso quem foi que, à data, autorizou cada um desses contratos de IGRF? Em caso negativo, quais os Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro contratados sem o conhecimento prévio da tutela?**

**R –** A Tutela não teve conhecimento nem autorizou previamente estes 2 únicos contratos de IGRF, considerados instrumentos normais e legalmente reconhecidos, envolvendo riscos semelhantes aos que correspondiam ao empréstimo que os motivou, na hipótese – igualmente considerada improvável – de as taxas de juro virem a sofrer, no período de 15 anos da maturidade do empréstimo, subidas muito fortes como ocorreu nomeadamente dos anos setenta a meados dos anos noventa, em que eram normais taxas acima dos 10%

A evolução das taxas de juro nos anos anteriores e as taxas forward à época, a par com as previsões macroeconómicas de então, não prenunciavam nenhuma dessas evoluções futuras como razoavelmente provável, indiciando uma perspetiva então considerada segura para a operação no seu todo.

**b) Posteriormente à contratação de IGRF, a empresa informou sempre a tutela das condições dos contratos celebrados? A tutela foi sendo informada da acumulação de perdas ou ganhos (potenciais e efetivos) desde a data da contratação até à maturidade?**



2

**R** – A Tutela foi informada como indicado em 2., passando os valores a serem incluídos nas informações periódicas e nas contas anuais e informados especificamente nas Notas às Demonstrações Financeiras, integrando assim os documentos analisados regularmente pela Tutela Financeira e aprovados em Assembleia Geral anual pelo representante do Estado, nomeado por Despacho Conjunto das Tutelas Financeira e Setorial (Anexo 2).

Foram informadas regularmente as perdas/ganhos potenciais e efetivos registados, tendo sido prestada informação específica sobre os 2 IGRF, em 2011, conforme documento aqui anexo (Anexo 3), em resposta ao Despacho nº 896/2011 – SETF. Até Junho de 2011 registavam-se cash-flows favoráveis nos dois IGRF, perspetivando-se igualmente cash-flows positivos para a STCP na evolução até à maturidade, em Junho de 2022, das duas operações, estimados com base nas taxas forward em 15 desse mês.

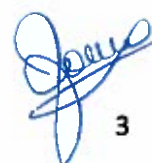
**c) Em algum momento foi contactado pela tutela devido às perdas registadas e potenciais com os Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro? Quando foi contactado? Qual a atitude consequente?**

**R** – Não, devendo ter-se em atenção que a gestão financeira das empresas do setor passou a ser praticamente assegurada pelas Finanças a partir de meados de 2011, negociando diretamente com as Instituições de Crédito e transmitindo as correspondentes instruções às empresas.

**d) Como se processava o reporte de informação à tutela no que respeita a operações de financiamento (com e sem garantia do Estado) e operações de gestão (IGRF)? Houve alterações nestes procedimentos ao longo do tempo?**

**R** – Já respondido em 2. e anterior b) quanto aos IGRF. Quanto aos financiamentos, o acompanhamento pela Tutela Financeira e as obrigações de reporte tornaram-se mais frequentes e mais minuciosos a partir da entrada em recessão e, sobretudo, após a assinatura do PAEF de ajuda externa.

**e) Os Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro contratados tinham algum indexante para além da Euribor? Em caso afirmativo, quais os indexantes? Porque contratou a empresa Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro indexados a outras variáveis para além da taxa Euribor?**



3

R – Não. Uma das operações estava indexada temporariamente à taxa de câmbio. Esta opção adicionou valor à estrutura e, após ultrapassar determinada barreira, deixou de fazer parte dessa estrutura.

**f) A utilização deste tipo de instrumentos financeiros (IGRF) foi devidamente enquadrada em diretivas estritas de gestão e acompanhada por uma supervisão e controlo adequados?**

R – Em nosso entendimento, sim, considerando que, face à deterioração abrupta da situação económico-financeira registada designadamente nos EUA e especialmente na Europa, não se torna fácil fazer hoje uma análise objetiva correta destas operações à data em que foram contratadas. Basta pensar que, tal como os problemas surgiram com o aparecimento de uma situação recessiva que ninguém previra, também uma forte recuperação futura colocaria os dois IGRF contratados pela STCP com um balanço final equilibrado, dado terem decorrido até agora apenas 6 anos dos 14,5 anos de maturidade das operações.

E então, todas ou parte das renegociações e fecho das operações, entretanto feitas pelo Estado, podem na prática significar resultados negativos evitáveis e, no futuro, merecerem a classificação de medidas precipitadas, levianas ou mesmo especulativas. De referir que este fecho generalizado das operações está a ocorrer a níveis de 0,2% para a taxa Euribor. Qualquer subida neste indexante teria consequências muito positivas para as estruturas.

**g) Quais as Sociedades de Advogados/Consultoras/Empresas de Assessoria Financeira, e respetivos responsáveis, que assessoraram a elaboração destes contratos IGRF?**

R – Nenhuma; apenas os serviços internos da STCP.

**h) Quais os montantes, procedimentos adotados, início da relação contratual e os termos dos contratos celebrados com as empresas de consultadoria para assessorar a elaboração e renegociação destes contratos?**

R – Não aplicável.

**i) Que procedimentos foram adotados junto dos mercados financeiros para cada escolha em concreto? Foram escolhidos por concurso? Quais os critérios de valoração para a adjudicação?**



**R** – Foi feita uma consulta ao mercado e analisadas mais de uma dezena de propostas apresentadas por 7 instituições financeiras, nacionais e internacionais. As propostas foram seriadas de acordo com a sua adequação à cobertura da exposição da empresa ao risco de subida da taxa de juro expectável em 2007.

**3. Houve alguma indicação explícita da tutela no sentido de incentivar a contratualização deste tipo de produtos financeiros.**

**R** – Nenhuma, em nenhum momento.

**4. Em alguma situação a contratação de Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro pela empresa pública foi uma exigência da instituição junto da qual foi solicitado financiamento? Em caso afirmativo, quais os IGRF contratados nestas condições, a que instituições financeiras e qual o balanço anual (perdas ou ganhos) desde a contratação até à data de maturidade?**

**R** – Em nenhum caso dos dois IGRF contratados em 2007 pela STCP tal sucedeu, como o comprova terem sido feitos junto do BNP e do BST, para cobertura parcial do risco de taxa de juro do empréstimo junto do Millennium BCP.

No entanto, após 2008, muitas das propostas de financiamento recebidas pela STCP tinham acopladas propostas de instrumentos deste tipo.

**5. Durante o seu mandato como Presidente, quantos contratos de Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro foram contratados pela empresa.**

**R** – Únicamente os 2 contratos referidos.

**6. Quais as características principais dos contratos que subscreveu, nomeadamente:**

**R** – Os 2 contratos têm as seguintes características:



## I. Banco Santander Totta

|               | RECEBE         | PAGA       |                     |
|---------------|----------------|------------|---------------------|
| NOCIONAL      |                | 1ºS ao 6ºS | Semestres seguintes |
| 25.000.000,00 | EUR6M, Act/360 | 2,25%      | 2,25% + spread(1)   |

(1) Spread =  $\text{Max}[0\%; \text{Previous Spread} + 1,25 \cdot \text{Max}[2,00\% - \text{EUR3M}; 0] + 1,25 \cdot \text{Max}[\text{EUR3M} - 6,00\%; 0]] - \text{Digital}$

Previous Spread = Efeito cumulativo

Digital = 0,50% se  $2,00\% < \text{EUR3M} < 6,00\%$

= 0,00% nos restantes casos

- STCP recebe mensalmente EUR6M de 1º ao 6ºS
- STCP paga mensalmente 2,25% nos primeiros 6 meses
- Nos restantes períodos 2,25% se  $2,00\% < \text{EUR3M} < 6,00\%$
- No caso de EUR3M ser superior ou inferior a 2,00% ou 6,00%, STCP paga 2,25% semestralmente
- STCP paga também o spread de 0,50% nos períodos em que EUR3M estiver entre 2,00% e 6,00%
- STCP paga também o spread de 0,00% nos restantes períodos

## II. BNP Paribas

|               | STCP   |            |                                |
|---------------|--------|------------|--------------------------------|
|               | RECEBE | PAGA       |                                |
| NOCIONAL      |        | 1ºS ao 6ºS | Semestres seguintes            |
| 25.000.000,00 | EUR6M  | 2,57%      | 2,57% + Spread (1) - Option(2) |

(1) Spread Condicional =  $\frac{n}{N} \cdot 0,5\%$

n: nº de dias do período de contagem em que  $\text{EUR CMS10Y} < 2,75\%$  ou  $\text{EUR CMS10Y-2Y} < -0,25\%$ .

N: nº total de dias do período de contagem de juros.

(2)  $\text{Option} = \text{Max}[0, \text{Max}[0, \text{EURUSD} - 1,00]]$

- STCP recebe EUR6M de 1º ao 6ºS
- STCP paga mensalmente 2,57% nos primeiros 6 meses
- Nos restantes períodos 2,57% + Spread Condicional menos o valor correspondente das opções em que a opção for exercida - (Max[0, EURUSD - 1,00])
- STCP paga também o spread de 0,50% nos períodos em que EURUSD estiver entre 1,00 e 1,05

**a) Esteve envolvido na contratação de IGRF que envolvessem a compra ou a venda de opções, nomeadamente swaptions, caps ou floors?**

**R** – As operações tinham exatamente as características descritas na alínea anterior.

**b) Quais os riscos associados a cada um destes contratos? Foram delineados de acordo com as melhores práticas internacionais sobre a matéria?**

**R** – Consideramos que assim foi, já que respeitaram as condições e termos em uso no mercado: qualquer dos contratos tinha como pressuposto a diversificação do risco de uma evolução adversa da taxa de juro nos mercados internacionais, então previsível, mas que as profundas e bruscas alterações, ocorridas a partir de 2008, vieram comprometer nos últimos anos do período já decorrido.

**c) Qual o período de vida de cada um desses contratos?**

**R** – Cerca de 14 anos e meio qualquer dos 2 contratos, com maturidade até Junho de 2022.

**d) Alguns dos contratos de gestão do risco financeiro contêm cláusulas de vencimento antecipado?**

**R** – Apenas o contrato com o BNP Paribas tem uma cláusula de vencimento antecipado a partir do quinto ano, que pode ser exercida por qualquer das partes.

**e) Estes contratos têm/tinham cláusulas de limites de ganhos/perdas, a partir do qual o contrato deixaria de ter efeito? Em caso afirmativo, descreva cada um das cláusulas. Porquê a opção?**

**R** – Nos dois contratos da STCP não existe esse tipo de cláusula.

**f) O mecanismo de seguro de risco desenhado envolvia simetria de riscos entre Estado e privados e defendeu os interesses do Estado?**



R – Nos cenários previsíveis à data de análise e contratação das operações os riscos apresentavam-se favoráveis para o Estado porque, como parece demonstrado, o objetivo dos IGRF era exatamente defender os interesses do Estado.

**7. Como diferencia uma operação especulativa de uma operação não especulativa? Quais os critérios utilizados para estabelecer que um IGRF é de cobertura, de reestruturação, diversificação, otimização da carteira de encargos financeiros?**

Entendemos que uma operação especulativa é desenhada para a simples obtenção de ganhos financeiros através da tomada de riscos, enquanto uma operação não especulativa é aquela que tem por objetivo a mitigação de determinado risco (ex: subida da taxa de juro de referência a que a empresa está exposta nos seus contratos de financiamento) e que está ligada diretamente a operação financeira concreta que potencie esse risco, designadamente pelo prazo.

Ambas as operações feitas pela STCP são operações de cobertura de risco de taxa de juro, foram feitas em instituições de crédito diversas do titular do financiamento subjacente e reduzidas à cobertura de apenas metade do seu montante, portanto com natureza claramente não especulativa.

E valerá seguramente a pena lembrar a propósito e sem falsa modéstia, o rigor facilmente comprovável, que presidiu à gestão da STCP e ao objetivo de melhorar o desempenho operacional da empresa, em que os dois IGRF tiveram como única finalidade cobrir o risco de agravamento da taxa de juro, já muito mais elevada que anteriormente, e correspondentemente defender os interesses do Estado, não existindo qualquer potencial interesse ou vantagem individual que pudesse influenciar a decisão dos gestores intervenientes.

Contrariamente, aliás, ao que tem sido veiculado junto da opinião pública, por incúria ou talvez intencionalmente, usando desde há meses a bandeira acusatória do "maléfico instrumento SWAP" – de que todos falam e mais de 95% dos cidadãos nem sequer sabe exatamente o que seja – como mais um dos sinais da corrupção e do enriquecimento fácil, à custa do Estado, de que são acusados os gestores públicos.

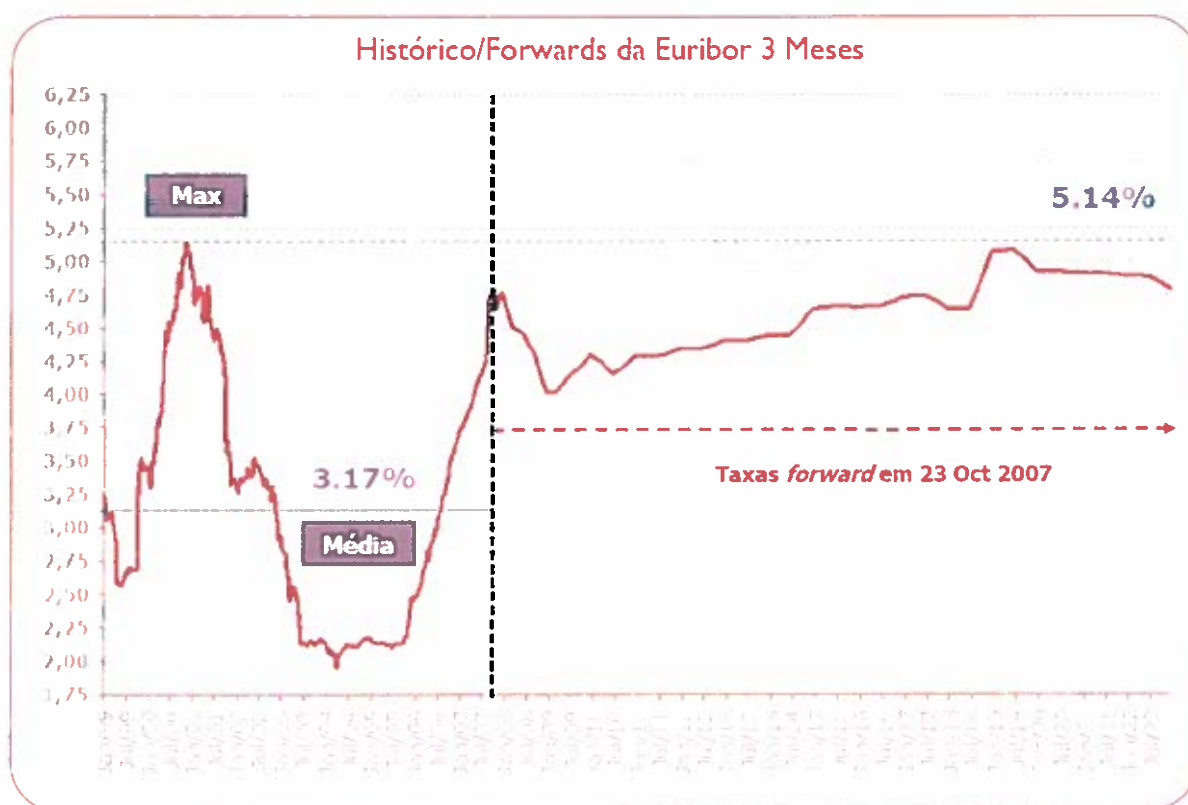
**8. A contratação de Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro teve como base a prévia realização de estudos? Quais e por quem foram elaborados esses estudos? Qual a conclusão de cada um desses estudos? Em caso negativo, porque não efetuou a empresa a análise dos futuros ganhos/perdas com a contratação dos Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro?**



R – Teve, como já referido, estudos internos que incluíram a análise cuidadosa sobre o mérito das propostas recebidas e a estimativa de ganhos/perdas decorrentes das previsões sobre a evolução futura com grau de probabilidade considerado sensato e seguro, subjacentes à única operação de cobertura do risco de taxa de juro, concretizada junto de cada um dos dois bancos.

**9. Quais as expectativas sobre a evolução económica, em particular sobre as taxas de juro, aquando da assinatura dos contratos IGRF? Quais as características mais importantes de cada contrato e o que justificou a escolha das mesmas?**

R – As expectativas, então existentes, sobre a evolução económica apontavam, generalizadamente, para a consolidação da recuperação dos problemas ocorridos em 2004, sendo expectável a continuação do aumento generalizado das taxas de juro de referência dos contratos de financiamento em vigor, tal como é confirmado pela tendência que a Euribor vinha registando e pela respetiva curva forward àquela época.



**Gráfico –Evolução histórica da Euribor de 3 meses**

*José*

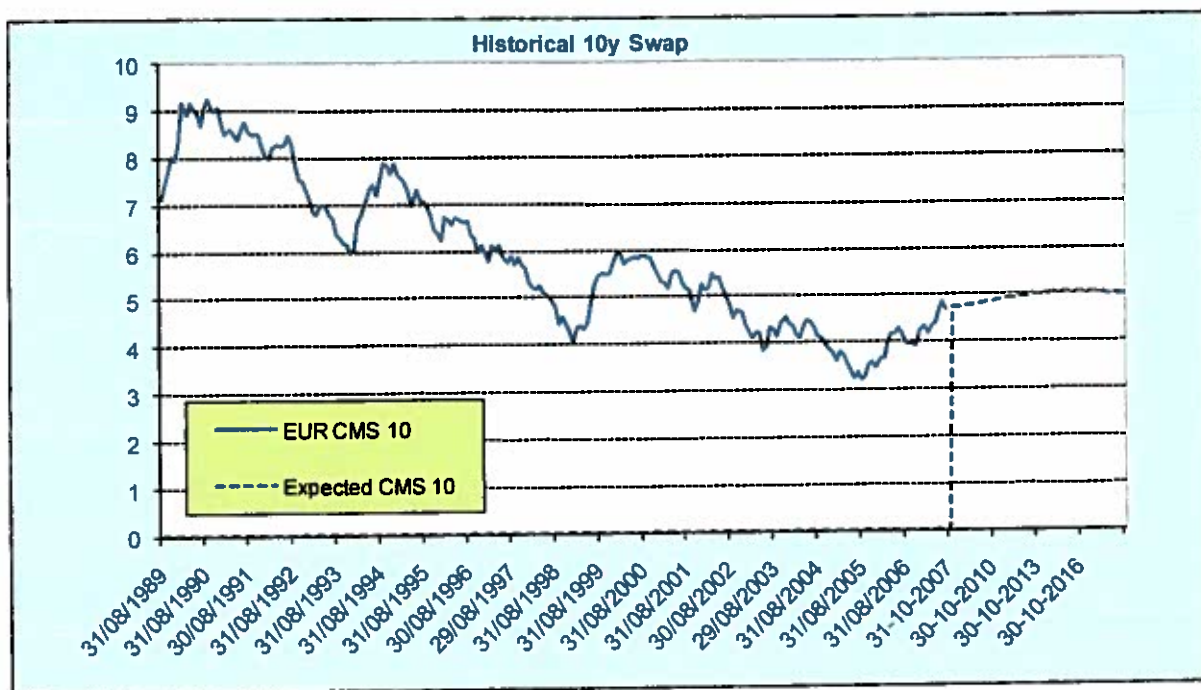


Gráfico – Evolução histórica do Swap de dez anos do euro

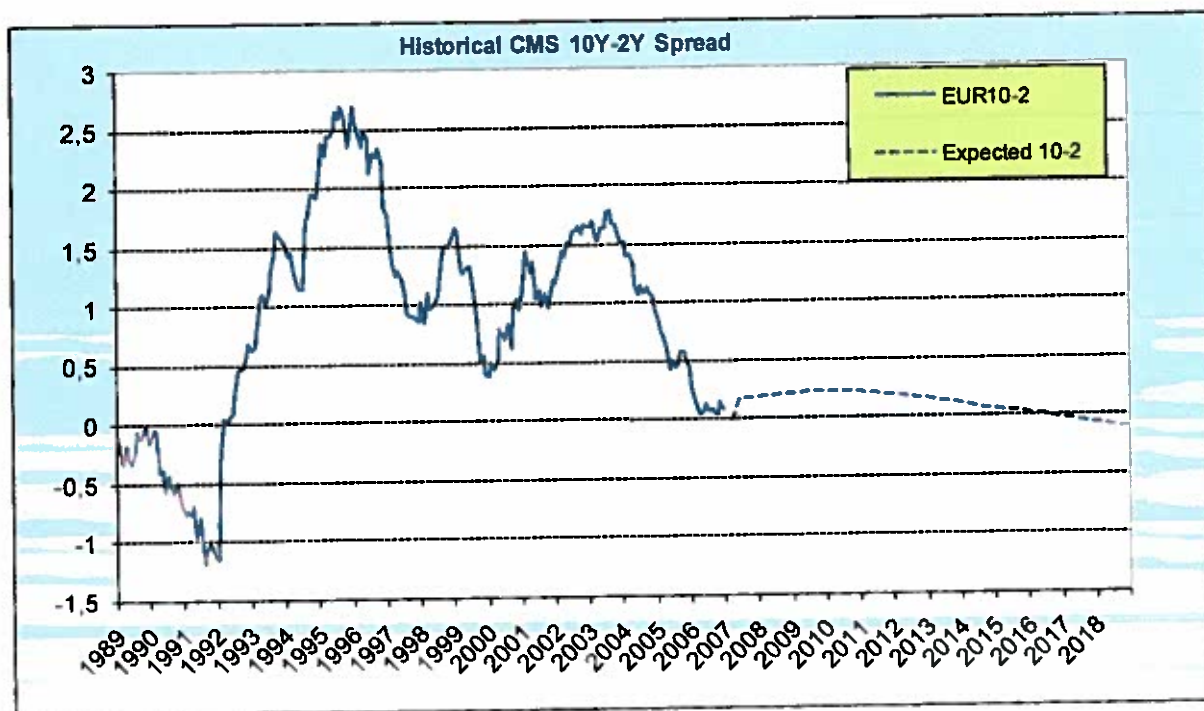


Gráfico – Evolução histórica da diferença entre a taxa de juro dos dez anos e a taxa de juro dos dois anos do euro

As características mais importantes de cada contrato foram explicitadas em 6., tendo-se sustentado as propostas solicitadas numa visão relativa a valores máximos e mínimos

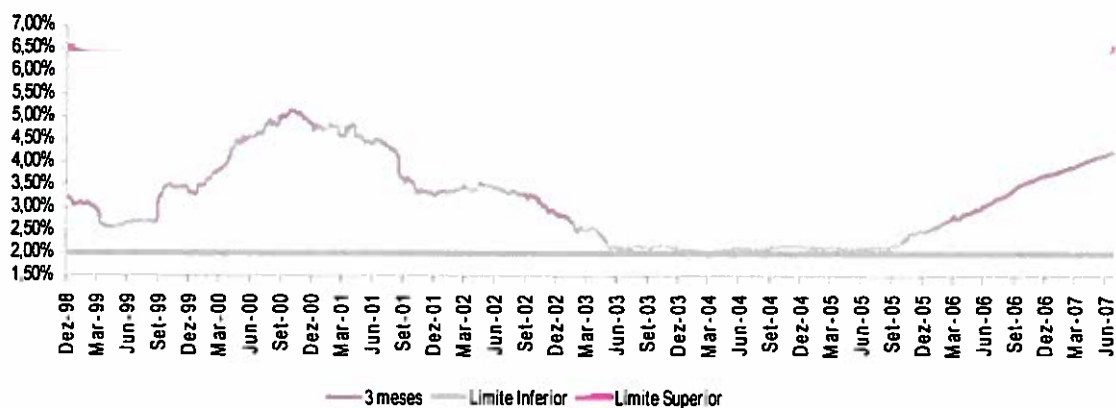
das taxas de curto prazo. Estas reagem, em grande medida, à política monetária seguida pelo Banco Central Europeu (BCE) e à expectativa do mercado sobre a actuação deste organismo. As expectativas transmitidas pelo BCE ao mercado e a razoável capacidade de previsão sobre a política monetária seguida permitem normalmente prever o sentido de evolução das taxas de mercado.

Com o mandato do BCE fortemente condicionado ao objectivo da taxa de inflação na ordem dos 2,0%, apenas são expectáveis taxas de juro acima dos 6% num cenário de forte expansão da economia europeia. Por outro lado, taxas inferiores a 2,0% tornam-se expectáveis em cenários de forte retracção / incerteza da economia europeia, conforme se havia verificado transitoriamente em meados de 2004.

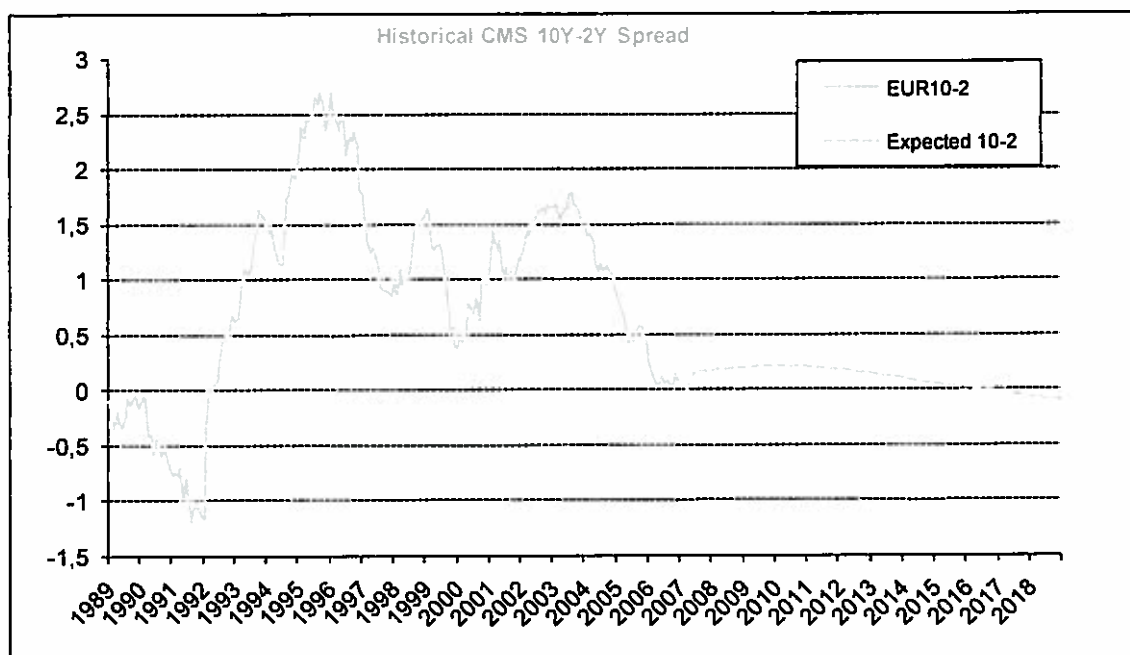
Desde a sua génese, o valor máximo atingido pela Euribor 3m ascendeu a 5,14% (valor verificado a 31 de Outubro de 2000). Seria necessário recuar até 1994, utilizando como proxy para a Euribor 3m a taxa do Marco Alemão, para encontrarmos taxas na casa dos 6,0%.

Quanto ao limite inferior, apenas se verificaram valores próximos da banda inferior de 2,0% durante o primeiro semestre de 2004 e valores abaixo dos 2,0% para a Euribor 3m, na última semana de Março de 2004. Este período coincidiu com a deterioração das condições económicas mundiais que, na zona Euro, começou a dar sinais de retoma a partir de meados de 2004.

**Evolução Euribor 3M**



Por outro lado, não existem razões fundamentais para supor que a diferença entre a taxa de dez e dois anos se torne negativa. Historicamente, apenas no período de 1989 a 1992 isto aconteceu e apenas por uma diferença média de 0,5%. No período subsequente a diferença média registada é de 1,22% positiva.



É nosso entendimento que as estruturas contratadas contêm uma perspectiva de mercado consistente com a visão acima exposta.

No entanto, a brusca e profunda crise financeira de 2008 veio alterar os níveis de taxa de juro para valores nunca antes alcançados, ocasionando o desempenho negativo destes contratos.

**10. Quais as perdas (ou ganhos) efetivas ou potenciais dos contratos IGRF desde a contratação até à data actual e previsivelmente até à data da maturidade, desagregados por ano e por instrumento?**

R – Os valores mensais de perdas e ganhos, efetivos ou potenciais, dos 2 IGRF contratados em 2007 até Março de 2012 são os que constam do documento anexo (Anexo 4).

Não é possível indicar dados efetivos e previsionais posteriores ao termo do mandato.

**11. Em algum dos casos, houve renegociação do contrato do IGRF a pedido da empresa? Em caso afirmativo, quais os contratos onde houve renegociação?**

R – Foram apresentadas algumas propostas de reestruturação de ambas as estruturas, mas também foram liminarmente rejeitadas pela STCP, nomeadamente por se entender negativo o aumento do nocional ou a assunção de riscos acrescidos que apresentavam, sem vantagens nem mitigação dos prejuízos.

**12. Existiu explicitação dos impactos orçamentais nos contratos de gestão de risco financeiro em que esteve envolvido? Era possível saber antecipadamente os impactos orçamentais positivos/negativos desses contratos?**

R – As propostas recebidas das instituições financeiras incluíam cenários dos impactos financeiros da concretização de cada uma delas, acontecendo apenas que assentavam nas previsões consideradas válidas à data e nenhum dos vários cenários analisados conseguiu prever a crise subsequente e os impactos dela decorrentes no desempenho destes contratos.

**13. Como era feito o acompanhamento da carteira de IGRF? A partir de quando e em que circunstâncias se começou a fazer o cálculo do mark-to-market?**

R – Foi feito um acompanhamento interno mensal da evolução do mark-to-market destes instrumentos. Na STCP a informação das operações foi incluída nas contas da empresa desde a sua contratação. Acresce que, desde 2009, o valor da carteira se encontra especificamente relevado nas contas e nos relatórios produzidos e auditados da STCP, relevando também nos documentos desse exercício os valores relativos a 2008 (ver Anexo 2, referido em 2., alínea b). Em 2011 foi prestada informação específica à Tutela (ver Anexo 3, também mencionado na alínea b) da questão 2.)

**14. Do vosso portfólio de IGFR, quais as operações que vos preocupam? Qual a razão?**

R – A partir da profunda alteração desfavorável, ocorrida desde 2008, a operação que na STCP causava preocupação era a realizada com o Banco Santander Totta (BST), em virtude do seu comportamento particularmente negativo.

**15. Em algum momento considerou a hipótese de encontrar soluções fora da lógica dos mercados, nomeadamente recolhendo pareceres jurídicos que consagrassem a possibilidade de anular estes contratos em tribunal à luz da legislação que regula as empresas portuguesas?**

R – Foi feita análise específica ao contrato com o BST e recolhido parecer jurídico, que estiveram na base dos primeiros contactos junto desta instituição bancária no sentido de tentar reverter e mitigar as perdas potenciais do respetivo contrato, que incluiu nomeadamente a ameaça de recurso à via judicial.

Desconhecemos a situação, a partir do termo do mandato e subsequente cessação de funções na empresa.



**16. O sector público dispõe das valências necessárias para a adequada gestão e monitorização deste tipo de contratos?**

R – É nosso entendimento que dispõe das valências para uma gestão e monitorização, mas não dispõe de capacidade de previsão que permita cobrir cenários como o que veio a ocorrer e que, afinal, também ninguém mais previu.

**17. Que Instituições financeiras, Incluindo grupos financeiros, bancos e/ou sindicatos bancários, e respetivos responsáveis, participaram, direta e indiretamente, em cada contrato IGRF e quais as condições/planos financeiros associados?**

R – Tal como já anteriormente referido, foram apenas o Banco Santander Totta e o BNP Paribas, tratando-se de operações autónomas do financiamento do Millennium BCP cujo risco de taxa de juro era objetivo mitigar.

**18. Considera que a contratação de Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro atingiu os objetivos iniciais? Considera que estes contratos são adequados ao objetivo de gestão prudente da dívida?**

R – Fazendo a retrospectiva dos objectivos que presidiram à contratação dos 2 IGRF temos de concluir que não foram alcançados até esta data. Para este resultado contribuiu decisivamente a crise financeira que sobreveio nos anos posteriores à sua assinatura, não podendo no entanto afirmar-se que este tipo de contratos não possa, se bem desenhado, permitir a diversificação da carteira de riscos e, nessa medida, poder ser adequado à gestão prudente da dívida. Interessa referir que, nestes 2 contratos IGRF da STCP, a maturidade ainda não atingiu sequer metade do período até ao seu termo e certamente ninguém poderá garantir, neste momento, qual a evolução que vai registar-se nos próximos 8 anos e meio.

**19. Qual o papel e a responsabilidade que considera terem as entidades de regulação do sector financeiro, CMVM e Banco de Portugal, na celebração, supervisão e fiscalização de contratos de Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro, e respetivas renegociações, por empresas públicas desde 2003?**

R – Todas as entidades de supervisão financeira e de supervisão da Empresa, nomeadamente a CMVM, a Inspeção-Geral de Finanças, o Banco de Portugal e o Tribunal de Contas, eram conhecedoras dos detalhes destes contratos até porque eram relevados de forma transparente nos relatórios e contas da empresa.



Pessoalmente, considero que a maior necessidade de supervisão, com rigor, proximidade e minúcia acrescidos, se colocam na supervisão bancária, cuja atividade teve impacto determinante na crise e na situação de recessão que ainda atravessamos.

**20. Qual o papel e a responsabilidade do IGCP na celebração, supervisão e fiscalização de contratos IGRF e respetivas renegociações, por empresas públicas, desde 2003?**

R – O IGCP não interveio na concretização destes contratos, mas foi a entidade responsável pelo seu acompanhamento desde 2011 e também a entidade escolhida para gestão destes contratos desde 2012.

**21. Considera que defende o interesse público a renegociação/liquidação dos contratos nas atuais circunstâncias?**

R – Entendemos que o risco é equivalente ao que a contratação dos IGRF envolveu e igualmente pela mesma razão: a dificuldade de dispor de previsões seguras a quase 9 anos de distância (no caso dos IGRF contratados pela STCP) e num momento em que se fala do início da retoma.

Cada contrato deve ser analisado de per si, mas é no mínimo discutível o cancelamento destes contratos num período em que as taxas de juro estão num nível historicamente muito baixo de 0,2% e em que se concretiza de imediato a cristalização das perdas potenciais. O cancelamento, em nossa opinião, desperdiça o tremendo potencial que uma pequena subida da taxa de juro de referência para valores considerados normais (ex: para 2%) iria provocar no valor de mercado destes instrumentos. Seria interessante fazer um balanço destes cancelamentos e desta cristalização das perdas dentro de dois a três anos.

Por outro lado, a inexistência de várias avaliações independentes às das contrapartes (instituições financeiras) e da análise (caso a caso) da adequabilidade da via judicial (que tem dado bons resultados noutros países como a Itália, a Inglaterra, a Irlanda e os Estados Unidos) leva a que os resultados obtidos possam ficar muito aquém do possível.

Em termos concretos, não conhecemos os contornos exatos dessas operações de cancelamento e não podemos, por isso, proceder a uma avaliação correta mas, pelos documentos públicos de que há conhecimento, não terá sequer sido possível – porventura por dificuldades da negociação – recuperar os CVA e FVA que, em caso de cancelamento, devem ser deduzidos aos montantes a pagar.



**22. A empresa tentou em algum momento renegociar os Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro contratados? Quais e com que Instituição financeira? Qual o resultado da renegociação? Caso a instituição financeira tenha renegociado o(s) contrato(s) de IGRF, quais os argumentos apresentados?**

R – Sim. Com ambas as instituições financeiras, mas sem sucesso, uma vez que as propostas apresentadas não serviam os interesses da empresa, nem do Estado, como já referido em 11.

**23. A empresa renegociou em algum momento os Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro contratados, a pedido da instituição financeira? Quais e com que instituição financeira? Qual o resultado da renegociação? Caso tenha recusado, porquê o fez?**

R – Não.

05. Setembro.2013



(Fernanda Pereira Noronha Meneses Mendes Gomes)

## **ANEXO 1**

**Nota Técnica de 30 Outubro de 2007**

**OPERAÇÕES DE COBERTURA DE RISCO DE TAXA DE JURO**



# Memo

**Para:** Conselho de Administração  
**De:** Paulo Sá  
**CC:** DAF  
**Data:** 30 Outubro de 2007  
**Assunto:** COBERTURA DE RISCO DE TAXA DE JURO

---

## 1. OPERAÇÃO DE COBERTURA DE RISCO DE TAXA DE JURO

A STCP tem uma dívida que ascende a 246 milhões de euros, repartida pelas seguintes modalidades:

| Banco          | Montante     | Prazo     | Indexante | Taxa+spread  |
|----------------|--------------|-----------|-----------|--------------|
| Millennium BCP | 100M         | 2007/2022 | Eur6m     | 4,258+0,0069 |
| BBK            | 55M          | 2004/2011 | Eur3m     | 4,731+0,04   |
| BBVA           | 29M          | 2002/2009 | Eur6m     | 4,228+0,06   |
| ABN            | 25M          | 2002/2009 | Eur6m     | 4,725        |
| Curto Prazo    | 37 M         |           | Eur3m     | 4,47%        |
| <b>Total</b>   | <b>246 M</b> |           |           |              |

Em face da evolução dos mercados, a STCP paga neste momento uma taxa de juro média ponderada (all-in cost) de 4,46%. O momento do mercado parece ser apropriado para aproveitar a actual situação de incerteza e consequente aumento de volatilidade para fechar uma estrutura de cobertura de risco de taxa de juro.

No seguimento do acompanhamento feito desde Junho de 2007, recebemos 32 propostas de 7 bancos. Depois de feita uma seriação de quais os bancos que apresentaram propostas mais favoráveis à STCP, foram pedidas últimas propostas a



4 bancos – Barclays, Santander, BNP Paribas e MillenniumBCP. Na última semana recebemos 9 actualizações das propostas destes bancos.

Os montantes nocionais para propostas agora em estudo foram de 25 e/ou 50 Milhões de euros, o passivo escolhido foi o empréstimo obrigacionista de 100 Milhões de euros e o prazo foi de 14 anos e meio, ou seja início em 5 Dezembro de 2007 (mas com fixação agora) e fim em 5 de Junho de 2022.

A dívida de médio e longo prazo – 209 M euros – está toda variável, e 50M/209M significam apenas 24% da dívida de longo prazo com cobertura.

A análise de cada uma das propostas é a que se segue:

**I. Barclays: STEEPNER SWAP with COUPON CAP a 12,50%**

| PROPOSTA | NOCIONAL      | RECEBE | PAGA Ano1 – Ano 3 | PAGA Ano4 – Ano5   |
|----------|---------------|--------|-------------------|--------------------|
|          | 25.000.000,00 | EUR6M  | 2,40%             | 2,40% + margem (1) |

(1) Margem =  $\text{Max}(0,00\%; \text{Previous Margem} + 10 \cdot (\text{EURIRS2Y}_{\text{sla}} - \text{EURIRS10Y}_{\text{sla}}))$

Previous Margem: Efeito Cumulativo

**Resumo:**

- A STCP recebe EUR6M até ao final.
- Nos três primeiros anos a STCP tem uma taxa garantida de 2,40%
- Nos seguintes a STCP paga 2,40% + MAX (0% e a diferença entre a EURIRS 2Y e EURIRS 10Y), com efeitos cumulativos.

**Questão Fundamental:**

- Se a tendência actual de EURIRS10Y > EURIRS2Y se mantiver, a STCP pagará sempre 2,40%
- Se em algum momento EURIRS10Y < EURIRS2Y, a STCP pagará 2,40% acrescido desse diferencial, com uma alavanca de 10 vezes, com efeitos cumulativos.
- Como a operação tem um CAP a 12,50%, este será o custo máximo do cupão para a STCP.

O Barclays tem a opção de cancelar o Swap semestralmente a partir do terceiro ano.

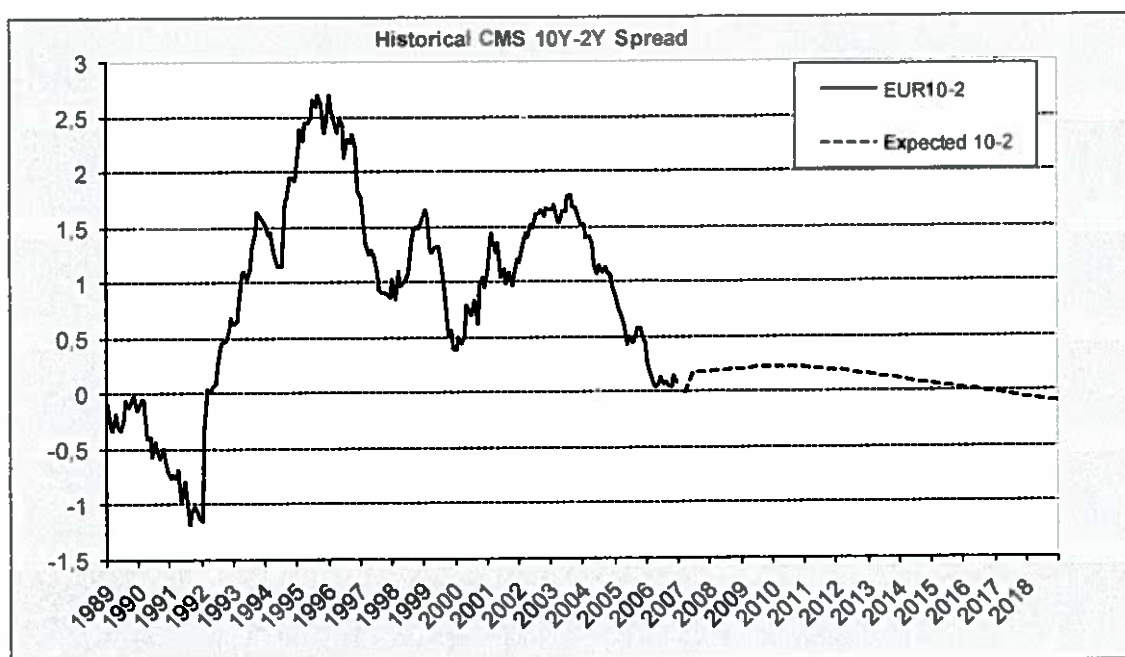


Gráfico 1 – Evolução histórica da diferença entre a taxa de juro dos dez anos e a taxa de juro dos dois anos do euro

## II. Santander: Euribor Previous Coupon Swap

|                | RECEBE         | PAGA       |                    |
|----------------|----------------|------------|--------------------|
| NOCIONAL       |                | 1ºS ao 6ºS | 5 seguintes        |
| 100.000.000,00 | EUR6M, Act/360 | 2,25%      | 2,25% + spread (1) |

(1) Spread =  $\text{Max}[0\%; \text{Previous Spread} + 1,25 \cdot \text{Max}(2,00\% - \text{EUR3M}; 0) + 1,25 \cdot \text{Max}(\text{EUR3M} - 6,00\%; 0) - \text{Digital}]$

Previous Spread = Efeito cumulativo      Digital = 0,50% se  $2,00\% < \text{EUR3M} < 6,00\%$   
 = 0,00% nos restantes casos

### Resumo:

- STCP recebe semestralmente EUR6M até à maturidade.
- STCP paga semestralmente 2,25% nos primeiros 3 anos;
- Nos seguintes pagará 2,25% se  $2,00\% < \text{EUR3M} < 6,00\%$
- No caso de EUR3M ser superior que 6% e inferior que 2%, a STCP pagará 2,25% acrescido desse diferencial, com uma alavanca de 1,25 vezes, com efeitos cumulativos.
- Existe um "digital" de 0,5% que permite que o spread acumulado seja reduzido se o EUR3M voltar para dentro do intervalo.

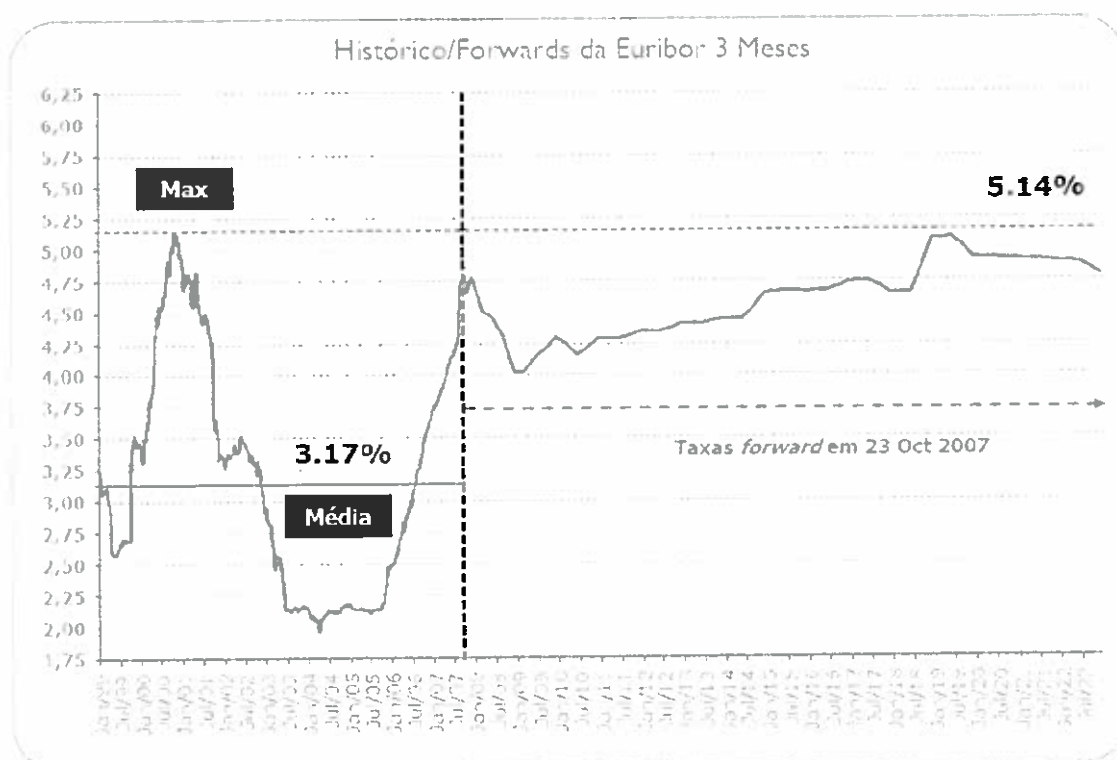


Gráfico 2 - Evolução histórica da Euribor de 3 meses

Desde que as taxas de curto prazo, representadas pela Euribor 3m, se mantenham dentro do intervalo definido de 2% a 6%, a taxa fixa da estrutura mantém-se ao longo da operação.

Os primeiros três anos da estrutura são isentos de risco, não se verificando a relação das taxas de curto prazo com as barreiras.

### III. BNP Paribas: Hybrid Swap<sup>1</sup>

|               | STCP   |            |                                                                    |
|---------------|--------|------------|--------------------------------------------------------------------|
|               | RECEBE | PAGA       |                                                                    |
| NOCIONAL      |        | 1ºS ao 6ºS | 5 seguintes                                                        |
| 50.000.000,00 | EUR6M  | 2,6%       | 2,6% + Spread Condicional <sup>(1)</sup> + FXOption <sup>(2)</sup> |

(1) Spread Condicional =  $6\% \cdot n/N$

n: nº de dias do período de contagem em que  $\text{EUR CMS10Y} < 2,75\%$  ou  $\text{EUR CMS10Y-2Y} < -0,25\%$ .

N: nº total de dias do período de contagem de juros.

(2) FXOption =  $\text{Max}[0, \text{Min}(2; \text{EURUSD}) - 1,75]$

#### Resumo:

- STCP recebe EUR6M até ao final.

- A STCP paga nos três primeiros anos 2,6%.
- Nos seguintes paga 2,6% + 6% do spread condicional (apenas na parte correspondente aos dias em que as barreiras sejam ultrapassadas) + FXOption.  
(Ex: Se as barriers forem ultrapassadas durante 20 dias nos 90 do período de contagem, acresce 1,333% de spread condicional).
- A FXOption tem um Knock-out em 1,35 do 1º ao 5º ano, isto é, caso o EURUSD seja inferior a 1,35 a opção expira.
- A FXOption tem um Knock-out em 1,40 do 6º ao 10º ano, isto é, caso o EURUSD seja inferior a 1,40 a opção expira.
- A FXOption tem um Knock-out em 1,45 do 11º ao 15º ano, isto é, caso o EURUSD seja inferior a 1,45 a opção expira.
- A FXOption tem um Knock-in em 1,75, isto é, caso o EURUSD seja superior a 1,75 a opção é accionada.
- NOTA: Se a FXOption for accionada o custo que acresce para a STCP poderá chegar, no limite, aos 25%.
- Caso a FXOption nunca seja exercida a STCP poderá, no limite, pagar 8,60% (2,60% + 6%).

#### IV. BNP Paribas: Hybrid Swap2

|               | STCP   |            |                                                                     |
|---------------|--------|------------|---------------------------------------------------------------------|
|               | RECEBE | PAGA       |                                                                     |
| NOCIONAL      |        | 1ºS ao 6ºS | S seguintes                                                         |
| 50.000.000,00 | EUR6M  | 2,57%      | 2,57% + Spread Condicional <sup>(1)</sup> + FXOption <sup>(2)</sup> |

(1) Spread Condicional =  $6\% * n/N$

n: nº de dias do período de contagem em que EUR CMS10Y < 2,75% ou EUR CMS10Y-2Y < -0,25%.

N: nº total de dias do período de contagem de juros.

(2) FXOption =  $\text{Max}[0, \text{Min}[1,90; \text{EURUSD}] - 1,70]$

##### Resumo:

- STCP recebe EUR6M até ao final.
- A STCP paga nos três primeiros anos 2,57%.
- Nos T seguintes paga 2,57% + 6% do spread condicional (apenas na parte correspondente aos dias em que as barriers sejam ultrapassadas) + FXOption.

(Ex: Se as barreiras forem ultrapassadas durante 20 dias nos 90 do período de contagem, acresce 1,333% de spread condicional).

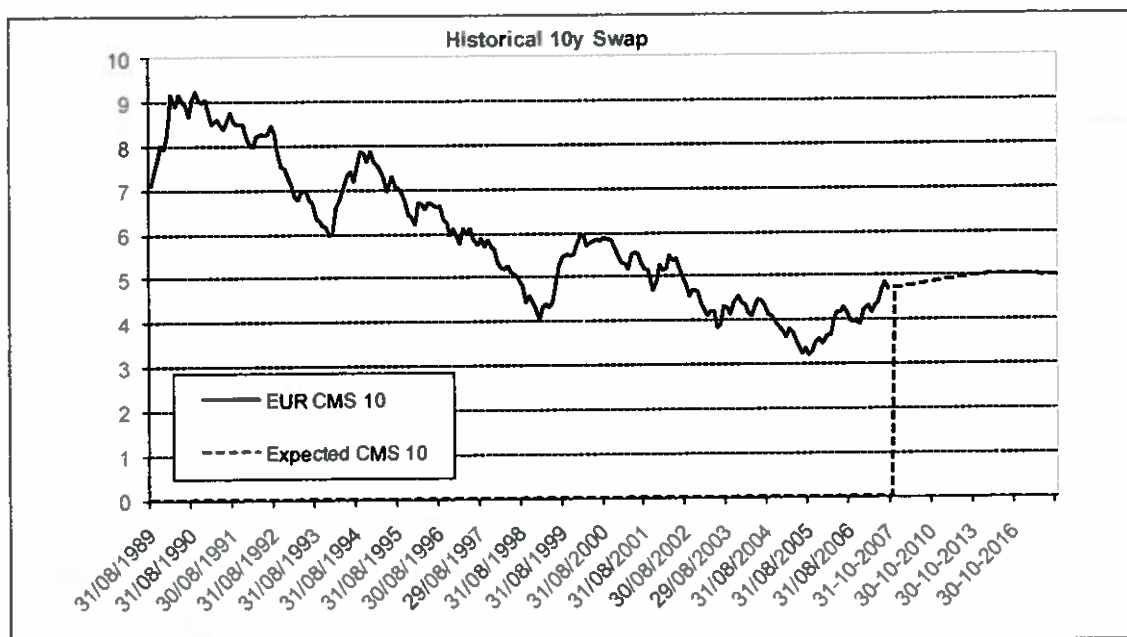


Gráfico 3 - Evolução histórica do Swap de dez anos do euro

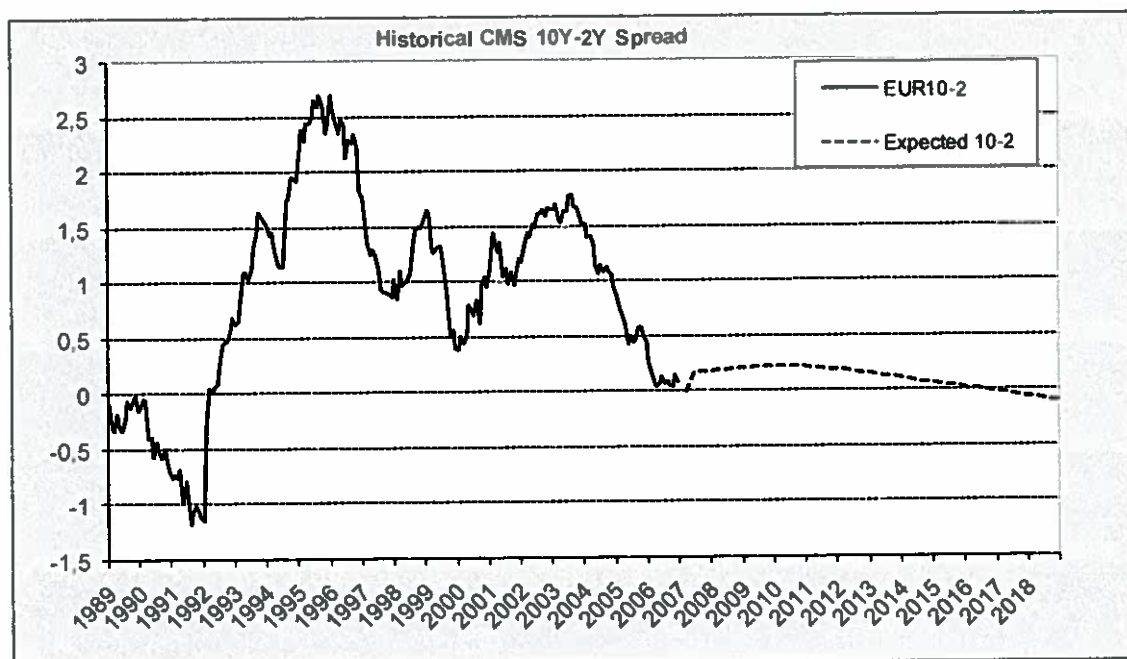


Gráfico 4 – Evolução histórica da diferença entre a taxa de juro dos dez anos e a taxa de juro dos dois anos do euro

*[Handwritten signature]*

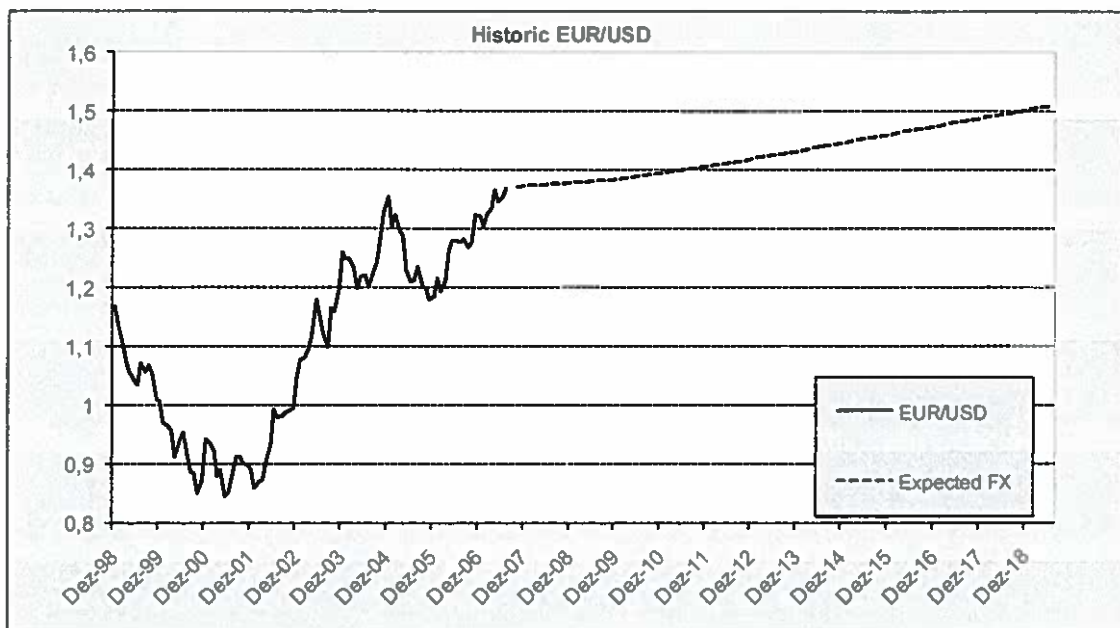


Gráfico 5 – Evolução histórica da taxa de câmbio do euro face ao dólar

## V. MillenniumBCP

|               | STCP   |                    |                                                                                                                       |
|---------------|--------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | RECEBE | PAGA               |                                                                                                                       |
| NOCIONAL      |        | 1º ano (Semestral) | Restantes                                                                                                             |
| 50.000.000,00 | EUR6M  | EUR6M - 0,70%      | EUR6M - 0,70% se Ref <sub>sia</sub> <sup>(1)</sup> > 0<br>2,00*EUR6M - 0,70% se Ref <sub>sia</sub> <sup>(1)</sup> < 0 |

(1) Ref<sub>sia</sub> = Referência, soma dos fixings do spreads (10Y - 2Y) observado em todos os cupões

Sia Set In arrears: Fixado no final do período.

### Resumo:

- A STCP recebe EUR6M até ao final.
- No primeiro ano a STCP tem uma taxa garantida de EUR6M - 0,70%.
- Nos seguintes a STCP paga EUR6M - 0,70% se Ref<sub>sia</sub> > 0.

### Questão Fundamental:

- Se a EURIRS10Y for sempre superior à EURIRS2Y então a STCP pagará sempre EUR6M - 0,70%.
- Se em alguns cupões a EURIRS10Y < EURIRS2Y de tal modo que o somatório final dessas observações seja < 0 então, a STCP pagará EUR6M - 0,70% sendo a EUR6M alavancada 2\*.

*[Handwritten signature]*

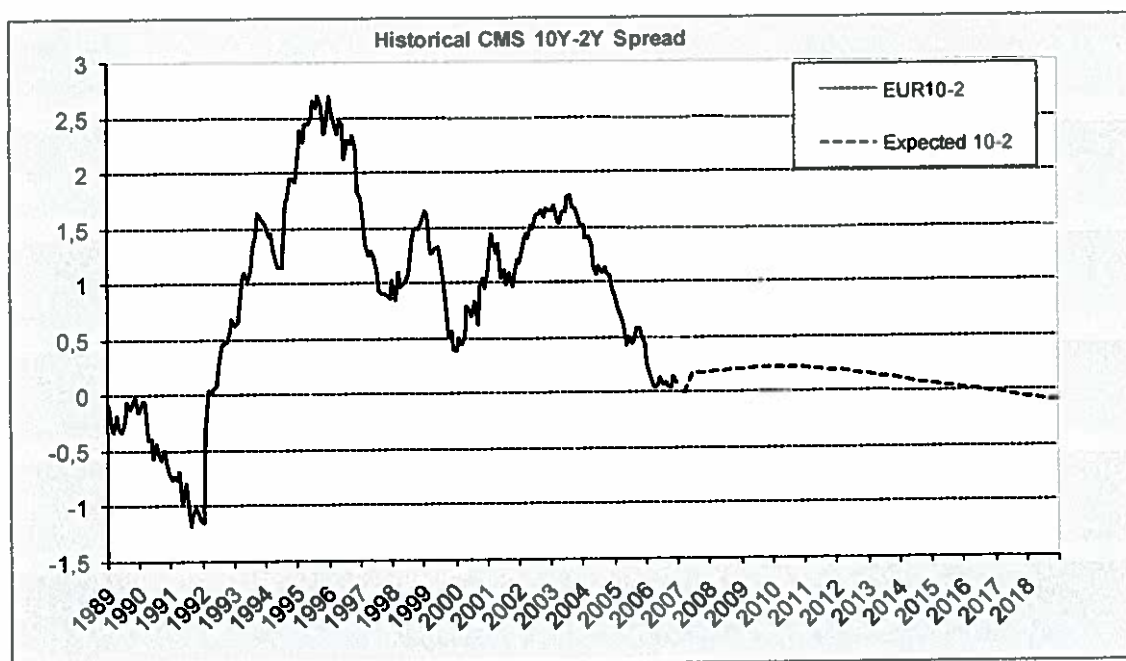


Gráfico 6 – Evolução histórica da diferença entre a taxa de juro dos dez anos e a taxa de juro dos dois anos do euro

## 2. COMENTÁRIOS ÀS ESTRUTURAS

As propostas analisadas sustentam-se numa visão quanto a valores máximos e mínimos às taxas de curto prazo.

As taxas de curto prazo reagem, em grande medida, à política monetária seguida pelo Banco Central Europeu (BCE) e à expectativa do mercado sobre a actuação deste organismo. As expectativas transmitidas pelo BCE ao mercado e a razoável capacidade de previsão sobre a política monetária seguida permitem prever, a curto prazo, o sentido de evolução das taxas de mercado.

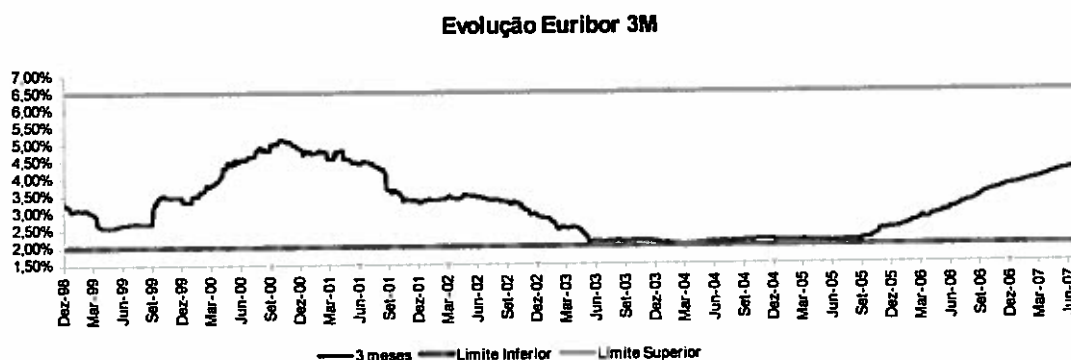
Sendo o mandato desta instituição fortemente condicionado ao objectivo da taxa de inflação na casa dos 2,0%, taxas de juro acima dos 6% apenas são expectáveis num cenário de forte expansão da economia europeia. Por outro lado, taxas inferiores a 2,0% apenas são expectáveis em cenários de forte retracção / incerteza da economia europeia, conforme se verificou em meados de 2004.

Desde a sua génese, o valor máximo atingido pela Eur 3m ascendeu a 5,14%, valor verificado a 31 de Outubro de 2000. Seria necessário recuar até 1994,

*[Assinatura]*

utilizando como proxy para a Euribor 3m a taxa do Marco Alemão, para encontrarmos taxas na casa dos 6,0%.

Quanto ao limite inferior, apenas se verificaram valores próximos da banda inferior de 2,0% durante o primeiro semestre de 2004 e, valores abaixo dos 2,0% para a EUR 3m, na última semana de Março de 2004. Este período coincidiu com a deterioração das condições económicas mundiais, que na zona Euro começou a dar sinais de retoma a partir de meados de 2004.



Por outro lado não existem razões fundamentais para supor que a diferença entre a taxa de dez e dois anos se torne negativa. Historicamente apenas no período de 1989 a 1992 isto aconteceu e apenas por uma diferença média de 0,5%. No período subsequente a diferença média é de 1,22% positiva.

É nosso entendimento que as estruturas propostas contêm uma perspectiva de mercado consistente com a visão acima. Somos por isso de opinião que a contratação de qualquer destas novas estrutura se apresenta como uma opção adequada para a STCP.

### 3. CONCLUSÃO

A replicação da visão de mercado, por si só, resulta numa concentração de risco numa mesma variável. No entanto, quer através do diferente mecanismo de protecção a evoluções desfavoráveis no mercado, quer através da selecção de barreiras mais alargadas (nomeadamente, uma barreira superior mais elevada) representam fontes de diversificação de risco.

Acresce ainda que o nível proposto para as barreiras, quer superior quer inferior, quer face à situação actual de mercado quer face a uma perspectiva macroeconómica, apresenta um nível de risco que entendemos comportável.

Pelos motivos acima expostos, venho recomendar a contratação de duas soluções de gestão de taxa de juro no montante nocional de 25 milhões de euros cada:

a. A operação proposta pelo Santander

|            | RECEBE         |       | PAGA               |
|------------|----------------|-------|--------------------|
| NOCIONAL   | 1ºS ao 6ºS     |       | S seguintes        |
| 25 M euros | EUR6M, Act/360 | 2,25% | 2,25% + spread (1) |

(1) Spread =  $\text{Max}(0\%; \text{Previous Spread} + 1,25 * \text{Max}(2,00\% - \text{EUR3M}; 0) + 1,25 * \text{Max}(\text{EUR3M} - 6,00\%; 0) - \text{Digital})$

Previous Spread = Efeito cumulativo      Digital = 0,50% se  $2,00\% < \text{EUR3M} < 6,00\%$   
= 0,00% nos restantes casos

As barreiras propostas de 2% e 6% associadas ao efeito do digital parecem bastantes interessantes. No primeiro ao terceiro ano a STCP paga 2,25%.

b. A segunda operação proposta pelo BNP Paribas

|            | STCP   |            |                                             |
|------------|--------|------------|---------------------------------------------|
|            | RECEBE | PAGA       |                                             |
| NOCIONAL   |        | 1ºS ao 6ºS | S seguintes                                 |
| 25 M Euros | EUR6M  | 2,57%      | 2,57% + Spread Condicional(1) + FXOption(2) |

(1) Spread Condicional =  $6\% * n/N$

n: nº de dias do período de contagem em que  $\text{EUR CMS10Y} < 2,75\%$  ou  $\text{EUR CMS10Y-2Y} < -0,25\%$ .

N: nº total de dias do período de contagem de juros.

(2) FXOption =  $\text{Max}(0, \text{Min}(1,90; \text{EURUSD}) - 1,70)$

A STCP paga 2,57% nos primeiros três anos. Nos seguintes apenas paga acima de 2,57% se:

- o Swap dos 10 anos estiver abaixo dos 2,75%. Nos últimos 20 anos nunca aconteceu.
- A diferença entre Swap dos dez anos e o dos dois for inferior a - 0,25%.
- A taxa de cambio EURUSD estiver acima de 1,7.

Porto, 30 de Outubro de 2007

Paulo Sá



## **ANEXO 2**

**Relatórios e Contas 2007 a 2011**

**Excertos**

# STCP

## Report & Accounts 2007



Sociedade de Transportes Colectivos do Porto, SA

## 28. Outstanding Debts to the State and Other Public Entities

The Company had no outstanding debts to the State or any other public entity as on 31 December 2007

## 29. Debts to Third Parties Aged Above Five Years

| Balance sheet items                   | Debts maturing in 1-5 years | Debts maturing after more than 5 years | Total                 |
|---------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|-----------------------|
| Debts to credit institutions          |                             |                                        |                       |
| Schuldschein 01 loan                  | 25 000 000,00               |                                        | 25 000 000,00         |
| Schuldschein 02 loan                  | 55 000 000,00               |                                        | 55 000 000,00         |
| Bond loans                            |                             |                                        |                       |
| Bond loan 02                          | 29 000 000,00               |                                        | 29 000 000,00         |
| Bond loan 07                          |                             | 100 000 000,00                         | 100 000 000,00        |
| Other loans contracted                |                             |                                        |                       |
| Special Land Transport Fund           | 2 260,67                    |                                        | 2 260,67              |
| Fixed assets - Trade accounts payable | 6 656 444,77                | 15 982 564,53                          | 22 639 009,30         |
|                                       | <b>115.658.705,44</b>       | <b>115.982.564,53</b>                  | <b>231.641.269,97</b> |

STCP contracted two loans in 2002 to the total of EUR 54 million. The first loan, a Schuldschein totalling EUR 25 million, falls due in April 2009 and the second one, an external bond loan amounting to EUR 29 million, falls due in November 2009.

In September 2004, STCP contracted a 7-year loan to the value of EUR 55 million in the Schuldschein market. The loan will be fully repaid at par at the end of its life. The Company can make full or partial early repayment of the loan, without penalisation, at each coupon maturity date.

In June 2007, STCP contracted a 15-year bond loan to the value of EUR 100 million in the Schuldschein market. The repayment of the loan shall be in full, at par, in 2022. The Company can totally or partially make early repayment of the loan from the 10th coupon onward (inclusive).

The Company examined interest rate hedging operations in November 2007. These operations were contracted based on the bond loan issued the previous year. The coverage is applied to EUR 50 million of the EUR 100 million loan, and it was divided up into two operations of EUR 25 million each, any one of which is valid until the end of the covered operation - June 2022. The operations have fixed rates in the first three years and variable rates in the subsequent eleven and a half years.

## 31. Financial Commitments

### Retirement and disability pension supplements

The Company has had a benefits plan in force since 1 May 1975, which envisages the award of retirement and disability pension supplements to all workers on permanent employment contracts, to ensure that their retirement and disability pensions are never less than EUR 650.00, as updated in 2007.

The Company transferred its liabilities in December 1998 to the BPI-Open Pension Fund. The initial amount paid in on subscribing to the fund was EUR 3,042,667, which corresponded to 304,158.66 investment units.

The pension ceiling was changed in 2007 from EUR 598.56 to EUR 650.00, which generated an impact on costs equivalent to EUR 940,937.00, due to the update of the fund's liability for the cost of past service.

The movements of the BPI-Open pension fund are indicated in the following table:

| Year | Value of assets | Contributions by STCP | Pensions paid | Return net of fees | Liabilities of fund | Fund coverage ratio |
|------|-----------------|-----------------------|---------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 1998 | 3 061 968,00    | 3 042 667,17          |               | 19 300,83          | 8 423 698,89        | 36,3%               |
| 1999 | 5 203 670,83    | 2 755 908,00          | (802 902,63)  | 188 697,46         | 7 871 030,82        | 66,1%               |
| 2000 | 6 893 007,75    | 2 493 989,49          | (785 721,28)  | (18 931,29)        | 7 183 189,00        | 96,0%               |
| 2001 | 6 358 079,00    | 374 054,00            | (761 206,75)  | (147 776,00)       | 6 383 294,25        | 99,6%               |
| 2002 | 5 703 021,00    | 398 000,00            | (793 723,00)  | (259 335,00)       | 5 728 871,25        | 99,5%               |
| 2003 | 5 340 541,00    |                       | (825 388,00)  | 462 908,00         | 5 477 057,00        | 97,5%               |
| 2004 | 4 923 574,00    |                       | (746 446,00)  | 329 479,00         | 4 819 881,00        | 102,2%              |
| 2005 | 4 594 160,00    |                       | (693 660,00)  | 364 246,00         | 4 271 651,00        | 107,5%              |
| 2006 | 4 224 049,00    |                       | (643 999,00)  | 273 888,00         | 3 796 726,00        | 111,3%              |
| 2007 | 3 997 361,00    | 235 869,00            | (607 529,00)  | 144 972,00         | 4 306 315,00        | 92,8%               |