

Anexo IX

Análise do Despacho nº 101/09-SETF

Metro do Porto

NOTA TÉCNICA

IM_NT_3.0

Data: 25 de Janeiro de 2010 MP-943298/10

Para: Senhor Dr. António Ricardo Fonseca
Senhora Dr.ª Maria Gorete Rato

Cc:

De: Mário Coutinho dos Santos, Paulo Braga Lino

Assunto: **Despacho n.º 101/09-SETF, de 30 de Janeiro: análise do conteúdo, com especial destaque para instrução sobre o justo valor dos contratos de cobertura do risco de taxa de juro (swap)**

1. Introdução

A Metro do Porto, S.A. (MP) recebeu, em 5 de Março de 2009, o Despacho n.º 101/09-SETF, de 30 de Janeiro, o qual define, tal como se pode ler na carta da Direcção-Geral do Tesouro e Finanças que o remete (Anexo I), *"um conjunto de instruções tendente à mitigação dos efeitos da volatilidade dos mercados financeiros sobre a situação financeira das empresas e específica obrigação de reporte de informação nesse âmbito."*

O presente documento visa analisar o conteúdo do referido despacho, com especial destaque para instrução sobre o justo valor dos contratos de cobertura do risco de taxa de juro (swap).

2. Análise do Despacho n.º 101/09-SETF

No Despacho n.º 101/09-SETF, de 30 de Janeiro, é definido um conjunto de instruções a observar pelas EPNF (Empresas Públicas Não Financeiras), o qual visa a mitigação dos efeitos *"da volatilidade dos mercados financeiros sobre a situação financeira das empresas."* De seguida, precede-se à análise das referidas instruções numa lógica do seu cumprimento, actual ou futuro, pela MP:

1. A primeira instrução determina que a MP *"deve adoptar procedimentos de avaliação sistemática do risco financeiro e medidas de mitigação do mesmo, através de adequada diversificação de instrumentos de financiamento, de*

entidades credoras e das modalidades de taxas de juro disponíveis, bem como da contratação criteriosa de instrumentos de gestão de cobertura de riscos em função das condições de mercado."

ms

Considera-se que a MP vem cumprindo estas instruções ano após ano, o que é atestado pelos seguintes procedimentos: (i) determinação, no início de cada exercício económico, das necessidades de financiamento para esse mesmo exercício, tendo como base o Orçamento aprovado em Conselho de Administração; (ii) consulta ao mercado para a obtenção de propostas de financiamento capazes de colmatar as necessidades referidas em (i); (iii) contratação de dívida tendo subjacentes critérios de diversificação de instrumentos de financiamento, entidades credoras e modalidades de taxa de juro; (iv) contratação de instrumentos de cobertura de risco de taxa de juro, tendo por base as condições de mercado e segundo critérios de diversificação de contrapartes e dos factores de riscos integrantes das estruturas; (v) análise mensal de desempenho da carteira de endividamento da MP e respectiva carteira de instrumentos derivados associados, o que se conforma com "*procedimentos de avaliação sistemática do risco financeiro e medidas de mitigação do mesmo*".

- II. De acordo com a segunda instrução, a MP "*deve adoptar uma política activa de reforço dos capitais permanentes. Neste âmbito, cabe o exercício de consolidação do passivo remunerado através da transformação do passivo, de curto em médio e longo prazo, em condições de mercado que resultem favoráveis. A escolha da operação a contratar deve recair sobre a proposta que minimiza o custo financeiro (all-in cost) da operação [...] Deverá ser evitada, sempre que possível, a prestação de garantias reais, ou considerado um critério que dê especial atenção à minimização das garantias reais a prestar e às cláusulas restritivas (covenants).*"

Também no que respeita a esta instrução, considera-se fazer parte da actuação da empresa todos os aspectos referidos. Senão vejamos: (i) a proporção de dívida de curto prazo no total de endividamento da MP passou de 16% em Dezembro de 2006 (265 milhões de euros) para 2% em Dezembro de 2009 (45 milhões de euros); (ii) o *all-in cost* da MP passou de 3,93% em Dezembro de 2006 para 2,61% em Dezembro de 2009 (Anexo II); (iii) no processo de selecção, de entre as propostas de financiamento disponíveis,

aquela que se demonstra mais vantajosa para a MP, o principal critério é o do *all-in cost*, tal como se constata pela análise das várias notas técnicas que têm sido elaboradas sobre este assunto; (iv) a MP não presta garantias reais na contratação de dívida e inclui, normalmente, os *covenants standards* de mercado em operações semelhantes.

- III. No que respeita à terceira instrução, a MP deve *“ter uma política tendente à minimização da afectação de capitais alheios à cobertura financeira dos investimentos anuais e plurianuais. Isto significa que, na selecção de projectos de investimento, depois de demonstrada a respectiva rendibilidade social e/ou empresarial através de estudos de viabilidade, se devem privilegiar os que beneficiam de co-financiamento comunitário e de recursos próprios, sem prejuízo dos subsídios ao investimento atribuídos pelo Estado e das dotações de capital aprovadas para o efeito.”*

Sobre esta instrução importa referir que, apesar de demonstrado o mérito económico a nível social dos projectos de investimento implementados, em implementação e a implementar, de se privilegiar os que beneficiam de co-financiamento comunitário e da MP receber subsídios ao investimento por parte do Estado (embora de reduzida expressão), se torna “impossível” levar a cabo uma política tendente à minimização da afectação de capitais alheios à cobertura financeira dos investimentos anuais e plurianuais, quando a empresa não dispõe de qualquer outra fonte de financiamento dos seus défices de exploração e do serviço de dívida cuja maturidade é notoriamente inferior à do período de transformação em liquidez dos activos que financia.

- IV. De acordo com a quarta instrução, a MP deve incluir no Relatório de Contas *“um ponto autonomizado, com a descrição da evolução da taxa média anual de financiamento, incluindo juros efectivamente suportados anualmente com o passivo remunerado e outros encargos associados, nos últimos cinco anos, acompanhada de uma análise da eficiência da política de financiamento e do uso de instrumentos de gestão do risco financeiro, quando aplicável.”*

No Relatório e Contas de 2008, no ponto 29 do Anexo ao Balanço e à Demonstração de Resultados – Valor das dívidas a terceiros a mais de cinco anos – já se incluiu, embora de forma sumária, uma análise da eficiência da política de financiamento e de gestão do risco de taxa de juro. Considera-se

que no Relatório e Contas de 2009 deva ser desenvolvido ponto autónomo com a informação referida na instrução em análise, nomeadamente com indicação da taxa média anual de financiamento (*all-in cost* médio anual) dos últimos 5 anos.

M
CS

- V. *“Devem as empresas prestar ao Ministério das Finanças e da Administração Pública, informação relativa à contratação de instrumentos de gestão de risco financeiro. Para o efeito, devem as empresas enviar à Direcção-Geral do Tesouro e Finanças, no prazo de 30 dias a contar da data da contratação, a memória descritiva da operação de cobertura, os critérios que presidiram à sua escolha, dos cash-flows e all-in cost correspondentes à melhor oferta obtida no processo de consulta prévia ao mercado...”*

A MP tem como prática, para todas as operações contratadas, o envio à Tutela sectorial e ao Ministério das Finanças, documentos nos quais estão inseridas as características dos contratos de financiamento e, se for caso disso, as características dos contratos de cobertura de risco de taxa de juro que a estes estão associados. Destes documentos fazem parte integrante não só as características da melhor proposta, mas também de todas as propostas recebidas.

- VI. Finalmente, pode ler-se no referido despacho que *“tendo em vista facilitar a comparabilidade entre as empresas do Sector empresarial do Estado, devem as mesmas reflectir, nas demonstrações financeiras de 2009 a aprovar em 2010, o efeito das variações do justo valor dos contratos de swap em carteira.”*

Sobre este tema, importa perceber primeiramente qual o alcance da exposta instrução. Querer-se-á que, tal como a MP já efectuou para o exercício de 2008, inclua o valor de mercado (justo valor ou *mark-to-market*,¹ na gíria anglo-saxónica) dos contratos de swap em carteira no Anexo ao Balanço e à Demonstração de Resultados ou que releve nas contas do exercício de 2009 (afectando os resultados do exercício de 2009) o referido valor de mercado? No ponto seguinte, apresenta-se o impacto que esta segunda hipótese terá nas contas da MP para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2009, se

¹ Determinado através da estimação de modelos que assumem, no momento da avaliação, que as taxas *forward* se manterão inalteradas até à maturidade e que não será introduzido qualquer reajustamento nas estruturas de cobertura existentes, qualquer que seja a evolução do mercado de taxa de juro.

houver lugar ao reconhecimento em resultados do valor de mercado dos contratos de cobertura de risco de taxa de juro.

3. Impacto da Instrução sobre o Justo Valor dos Contratos de Swap

A relevação do valor de mercado de todos os contratos de swap que a MP detém em carteira, implica uma redução dos resultados da MP, tal como demonstra a Tabela I, em 578 milhões de euros.

Entidade	Data de contratação	Notional	MtM (31 Dez. 2009)
Deutsche Bank	14-02-2008	126.000.000	-48.189.368,12
Deutsche Bank	09-07-2009	105.000.000	-4.064.024,39
Goldman Sachs	15-02-2008	126.000.000	-79.154.670,00
Nomura (GS)	16-06-2009	126.000.000	-37.343.296,00
Nomura	24-07-2009	75.000.000	-8.588.306,00
J.P. Morgan	04-09-2008	120.000.000	-68.671.983,99
BNP Paribas	17-07-2008	100.000.000	-27.192.965,00
BNP Paribas	11-08-2006	243.930.128	-90.421.012,00
BCP	27-03-2003	84.746.465	-8.631.130,78
Santander	11-01-2007	84.746.465	-144.831.496,71
Credit Suisse	01-04-2009	200.000.000	-56.062.829,00
Credit Suisse	01-04-2009	84.746.465	30.290.406,00
Santander	13-08-2007	60.000.000	-21.156.723,73
Depfa	13-08-2007	40.000.000	-14.153.352,00
		Total	-578.170.752,00

Tabela I: Valor de mercado dos contratos de swap a 31 de Dezembro de 2009 - avaliação efectuada pelas contrapartes

Sobre a Tabela I importa referir que:

- i. Os valores de mercado são determinados e enviados para a MP pelas respectivas contrapartes.
- ii. A determinação do valor de mercado de um instrumento financeiro, é obtida através da estimação de modelos de avaliação tipo *black box*, sem qualquer garantia de uniformidade universal das respectivas estruturas e parametrizações, as quais, tipicamente, são proprietárias e consequentemente não reveladas.² Tais modelos assumem o nível das taxas *forward*, que estas se manterão inalteradas até à maturidade do instrumento e que não será introduzido qualquer reajustamento nas estruturas de

² Até ao momento a MP, após várias solicitações, não recebeu qualquer modelo de avaliação que suporte as avaliações recebidas.

- cobertura existentes, qualquer que seja a evolução do mercado de taxa de juro.
- iii. As estruturas de cobertura da exposição ao risco de taxa de juro contratadas pela MP, por estarem associadas a operações de financiamento, mantêm-se em carteira até à maturidade, não sendo objecto de transacção no mercado.
 - iv. Operações de cobertura e operações detidas para transacção têm diferentes tratamentos contabilísticos à luz do novo Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que regula esta matéria na NCRF 27 (a qual se funda nas IAS 32, IAS 39 e IFRS 7). O normativo considera a possibilidade de algumas operações serem relevadas ao custo histórico e não a valor de mercado.
 - v. Algumas das estruturas de cobertura de risco de taxa de juro identificadas são contratos que reestruturam operações anteriores, funcionando, uma parte, como um espelho autêntico da operação já detida em carteira. Neste sentido, parte do seu valor de mercado não deverá, em condição alguma, ser reconhecido em resultados. De acordo com os elementos disponíveis, estima-se uma redução em cerca de 25 milhões de euros no valor de mercado dos contratos em carteira – o qual passará para cerca de 553 milhões de euros.

Pelo que ficou dito, concluímos que o montante supra identificado (578 milhões de euros) será o máximo a reconhecer em resultados, caso seja esta a interpretação a dar à instrução referida no ponto (VI).

4. Conclusões

Da análise das instruções insertas no Despacho n.º 101/09-SETF, de 30 de Janeiro, somos de opinião que:

1. Deva ser incluído, no Relatório e Contas de 2009, ponto autónomo com indicação da taxa média anual de financiamento (*all-in cost* médio anual) da MP nos últimos 5 anos, acompanhada de uma análise da eficiência da política de financiamento e do uso de instrumentos de gestão do risco de taxa de juro.
2. No que respeita à instrução sobre o "*justo valor dos contratos de swap em carteira*", permitimo-nos solicitar indicação da posição que a empresa deve tomar sobre o tratamento a dar ao valor de mercado das operações de cobertura de risco de taxa de juro; isto é, se tal montante, à semelhança do

que foi efectuado para o exercício de 2008, deva ser incluído no Anexo ao Balanço e à Demonstração de Resultados; ou que se reconheça em resultados o respectivo valor de mercado. Propomos ainda, e independentemente da decisão tomada:

- a. Que o valor de mercado dos contratos de swap apresentado pelas contrapartes, a 31 de Dezembro de 2009, seja validado externamente, conforme se refere em d).
- b. Que seja determinado qual o valor de mercado associado às componentes das estruturas de cobertura de risco de taxa de juro que funcionam como espelho de operações já existentes à data da contratação.
- c. Que sejam determinadas as operações que, à luz do SNC, devam ser reconhecidas em resultados.
- d. Que no âmbito dos trabalhos a desenvolver nos pontos a) e b), a MP seja assessorada por entidade independente e com experiência nesta matéria, a contratar para o efeito.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a series of loops and strokes, positioned below the list of points.