

Anexo II

Cobertura das necessidades de Financiamento até 31 de Dezembro de 2008

Propostas finais de financiamento

Metro do Porto

NOTA TÉCNICA

Data: 02 de Julho de 2008

MP-777732/08

IM_NT_3.0

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

Cc:

De: Mário Coutinho dos Santos, Paulo Braga Lino

Assunto: Cobertura das Necessidades de Financiamento até 31 de Dezembro de 2008:
Propostas finais de Financiamento

1. ENQUADRAMENTO

Pela NT MP-777049/08, de 27 de Junho (Anexo I), foi apresentada a análise das propostas obtidas para a contratação de financiamento até um montante de 220 milhões de euros.

Na mesma NT foi proposta a constituição de uma *short list* composta pelos BNP Paribas, Deutsche Bank e JP Morgan, para obtenção de actualização das propostas inicialmente apresentadas (ver propostas actualizadas no Anexo II), dela resultando as condições finais apresentadas nos quadros seguintes.

2. FINANCIAMENTO

Prazo (anos)	Montante (€)	Entidade	Ref.	Spread (all in)	Custo de Funding* / Cap global (%)	Early Redemption Option	Swap **	Observações
15	240.000.000	JPMorgan	Eur. 3M	15,0	2,3 / 10,8 1,5 / 10,9	A partir de 2009 (trimestralmente)	Sim	Cap aumenta 20 b.p. na estrutura associada aos Momentus Quattro Index & Carry Max Index
15	250.000.000	Deutsche Bank	Eur. 6M	25,0	4,25 / 8,9	A partir de 2009 (semestralmente)	Sim	Manutenção do custo de funding e do cap global
10	240.000.000	JPMorgan	Eur. 3M	10,0	2,35 / 10,85 1,5 / 11,1	A partir de 2009 (trimestralmente)	Sim	Manutenção do custo de funding e do cap global
10	100.000.000	BNP Paribas	Eur. 3M	45,0	3,29 / 8,20	A partir de 2009 (anualmente)	Sim	Custo de funding diminui em 11 b.p. e o cap em 15 b.p.

* Assumindo que a performance dos factores de risco não originam aumento do custo de *funding*

** Existência da obrigatoriedade de efectuar um contrato de *swap* em conjunto com o financiamento

Tabela 1: Principais características das propostas

3. INSTRUMENTO DERIVADO

Prazo (anos)	Montante (€)	Entidade	MP paga	Contraparte paga	Riscos
15	240.000.000	JPMorgan	1,5% (Y1); 1,5% + Conditional Spread 1 (CS1)+ Conditional Spread 2 (CS2) (Y2-20)	Eur. 3M + 15b.p.	Momentum Quattro Index & Carry Max Index
15	240.000.000	JPMorgan	2,3% (Y1); 2,3% + Conditional Spread (Y2-20)	Eur. 3M + 15b.p.	Momentum Quattro Index
15	250.000.000	Deutsche Bank	4,25% (Y1-Y3); 10,9%-G*Index Perf. (Y4-15)	Eur. 6M + 25b.p.	Index: Ascent Swap
10	240.000.000	JPMorgan	1,5% (Y1); 1,5% + Conditional Spread 1 (CS1)+ Conditional Spread 2 (CS2) (Y2-10)	Eur. 3M + 10b.p.	Momentum Quattro Index & Carry Max Index
10	240.000.000	JPMorgan	2,35% (Y1); 2,35% + Conditional Spread (Y2-10)	Eur. 3M + 10b.p.	Momentum Quattro Index
10	100.000.000	BNP Paribas	2,84% (t1-8); 2,84%+(4,91%-G*max[0%;Index Perf.] (t9-40)	Eur. 3M	BPSTAREU Index

Tabela 2: Principais características das propostas de derivados

Considerando as condições agora apresentadas e tomando por base os critérios de análise utilizados inicialmente e expostos na NT MP-777049/08, propomos a selecção da proposta apresentada pelo **BNP Paribas** para a maturidade de 10 anos e a proposta apresentada pela **JP Morgan**, para a maturidade de 15 anos, bem como a negociação com as entidades referidas dos termos finais da estrutura de cobertura de risco de taxa de juro associada ao financiamento, uma vez que as condições propostas são indicativas e sujeitas às condições de mercado no momento do *closing* das operações.

Relativamente à solução apresentada pela JP Morgan, propomos que até ao *closing* da mesma se optimize a estrutura de derivado em termos da composição dos factores de risco a incluir.

Metro do Porto

NOTA TÉCNICA

Data: 27 de Junho de 2008 IM NT 3.0
MP-777049/08

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

Cc:

De: Mário Coutinho dos Santos, Paulo Braga Lino

Assunto: **Cobertura das Necessidades de Financiamento até 31 de Dezembro de 2008:
Análise das Propostas de Financiamento**

ÍNDICE

1. Enquadramento.....	1
2. Propostas de Financiamento Estruturado.....	2
2.1. Financiamento	3
2.2. Instrumento Derivado.....	5
3. Conclusões	10
4. Anexos	13

1. ENQUADRAMENTO

A NT MP-770304/08, de 29 de Maio (Anexo I), tendo por base as necessidades de financiamento decorrentes do orçamento aprovado para 2008, rectificado pela DCE n.º 334, ponto 2, estima em cerca de 216 milhões de euros as necessidades de financiamento da MP até 31 de Dezembro de 2008, conforme Tabela 1.

	Total
Encargos Financeiros e Amortização de Capital	69.126.317,55
Facturas em Pagamento na MP	34.368.305,39
Exploração	29.911.838,55
Sub-Total	133.406.461,49
Investimento	90.000.000,00
Subsídios (PIDDAC)	-7.400.000,00
Total	216.006.461,49

Tabela 1: Necessidades de Financiamento até 31 de Dezembro de 2008

cs
m

Em 12 de Junho de 2008, a Comissão Executiva deliberou conceder autorização para que fossem obtidas propostas e negociadas condições de princípio para uma futura contratação de financiamento até 220 milhões de euros.

Nesse sentido, foram contactadas treze instituições financeiras, tendo sido recebidas propostas das seguintes¹:

- Barclays Bank.
- Banco Espírito Santo.
- BNP Paribas.
- Caixa Geral de Depósitos.
- Dexia Sabadell.
- Deutsche Bank.
- Goldman Sachs.
- JP Morgan.
- Santander de Negócios.

2. PROPOSTAS DE FINANCIAMENTO ESTRUTURADO

Na solicitação das propostas de financiamento não foi dada qualquer indicação quanto à maturidade pretendida, tipo de colocação ou características de estruturação. Não foi igualmente apresentada qualquer preferência por estruturas de cobertura do risco de taxa de juro.

Não obstante, por questões de flexibilidade e de acordo com a política de contratação seguida pela empresa desde Agosto de 2006, foi sinalizado como factor de diferenciação de propostas a inclusão de uma opção de saída (*early redemption option*) a partir de Março de 2009. Os mútuos contratados desde Agosto de 2006 conferem à MP essa opção sem custos acrescidos, condição que se entende procurar dever manter-se em futuras contratações, tendo em vista salvaguardar a flexibilidade da MP face a uma eventual reestruturação do portfolio de dívida no âmbito de uma operação de refinanciamento que se possa vir a associar ao financiamento do investimento na 2ª fase da rede.

¹ Não apresentaram qualquer proposta de financiamento as entidades Credit Suisse, Banco Comercial Português, Banco Português de Investimento e Royal Bank of Scotland.

Com excepção das propostas do BES e Santander², todas as restantes propostas atribuem à MP essa opção de reembolso antecipado: o Barclays Bank, o BNP Paribas, o Dexia Sabadell, a CGD e a JP Morgan a partir de 2009, o Deutsche Bank a partir de 2010 e a Goldman Sachs a partir de 2013.

2.1. FINANCIAMENTO

As propostas de financiamento recebidas apresentam as características incluídas na Tabela seguinte.

Prazo (anos)	Montante (€)	Entidade	Referencial	Spread (all in) (b.p.)	Custo de Funding* /Cap global (%)	Early Redemption Option	Swap**
20	240.000.000	Goldman Sachs	Eur. 3M	12,2	2,11 / 14,75	A partir de 2013 (anualmente)	Sim
20	120.000.000	Dexia Sabadell	Eur. 6M	48,1	Eur. 6M + 0,48 (sem cap global)	A partir de 2009 (anualmente)	Sim
15	240.000.000	Goldman Sachs	Eur. 3M	10,3	2,33 / 17,00	A partir de 2013 (anualmente)	Sim
15	240.000.000	JPMorgan	Eur. 3M	15,0	2,30 / 10,80 1,50 / 10,50	A partir de 2009 (trimestralmente)	Sim
15	250.000.000	Deutsche Bank	Eur. 6M	25,0	4,25 / 8,90	A partir de 2010 (semestralmente)	Sim
15	125.000.000	Santander	Eur. 3M	31,3	3,20 / 10,00	Não	Sim
15	120.000.000	Dexia Sabadell	Eur. 6M	45,1	Eur. 6M + 0,45 (sem cap global)	A partir de 2009 (anualmente)	Sim
10	240.000.000	Goldman Sachs	Eur. 3M	6,4	2,63 / 20,00	A partir de 2013 (anualmente)	Sim
10	240.000.000	JPMorgan	Eur. 3M	10,0	2,35 / 10,85 1,50 / 11,10	A partir de 2009 (trimestralmente)	Sim
10	250.000.000	Deutsche Bank	Eur. 6M	20,0	3,75 / 8,15 (swap a 15 anos)	A partir de 2010 (semestralmente)	Sim
10	100.000.000	BNP Paribas	Eur. 3M	45,0	3,40 / 8,35	A partir de 2009 (anualmente)	Sim
10	120.000.000	Barclays	Eur. 6M	86,5	3,55 / 9,35	A partir de 2009 (semestralmente)	Sim
3	75.000.000	CGD	Eur. 6M	75,0	Eur. 6M + 0,75 (sem cap global)	A partir de 2009 (anualmente)	Não
3	50.000.000	BES	Eur. 6M	177,2	Eur. 6M + 1,77 (sem cap global)	Não	Não

Cotações de mercado a 26 de Junho de 2008: Eur. 3M = 4,955%; Eur. 6M = 5,121%

* Assumindo que a performance dos factores de risco não originam aumento do custo de *funding*

** Existência da obrigatoriedade de efectuar um contrato de swap

Tabela 2: Principais características das propostas recebidas

² No momento de apresentação da proposta, o Banco Santander disponibilizou-se a negociar junto de possíveis investidores a inclusão de uma opção de reembolso antecipado.

Considerando a multiplicidade de propostas recebidas em termos de prazo, torna-se importante determinar qual(is) a(s) maturidade(s) que nas actuais condições de mercado poderá(ão) ser economicamente mais interessante(s) para a MP tendo em consideração, nomeadamente, a sua estrutura de dívida e o respectivo perfil de reembolso.

Pela análise do gráfico seguinte (Gráfico 1), em que se apresenta o perfil de reembolso da dívida da MP a 31 de Maio de 2008, verifica-se a existência de diversos picos de tesouraria, com destaque para os anos 2011 (115,1 milhões de euros, como resultado de amortizações a efectuar no âmbito de contratos BEI, LEP, BCP e Depfa Bank), 2012 (337,3 milhões de euros, como resultado de amortizações no âmbito de contratos BEI, LEP, BNP Paribas, BCP, Barclays Bank e Depfa Bank), 2021 (114,6 milhões de euros, como resultado de amortizações no âmbito de contratos BEI, LEP e Depfa Bank), 2022 (164,6 milhões de euros, como resultado de amortizações no âmbito de contratos BEI, LEP e Depfa Bank), 2024 (114,7 milhões de euros, como resultado de amortizações no âmbito de contratos BEI, LEP e Depfa Bank) e 2028 (como resultado de amortizações no âmbito de contratos Deutsche Bank e Goldman Sachs).

Desta forma, e para que o reembolso do novo financiamento não se efective em anos que já apresentam fortes picos de tesouraria, e tendo igualmente em consideração as condições de financiamento (*All-in cost*) apresentadas, é nosso entendimento que a MP deverá optar por repartir equitativamente o montante a contratar pelos prazos de 10 e 15 anos.

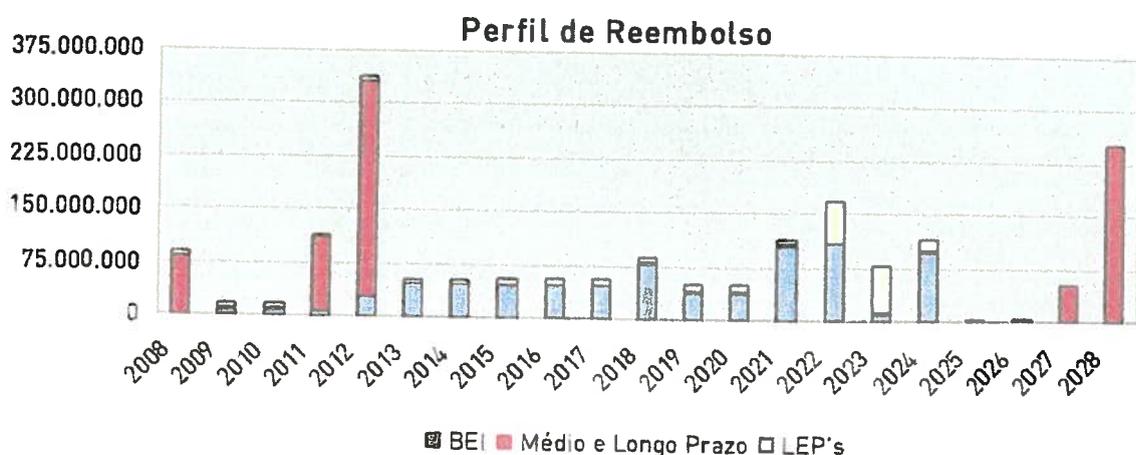


Gráfico 1: Perfil de Reembolso da dívida da MP a 31 de Maio de 2008

CS
/

Tendo em conta o exposto através da NT-774972/08, de 19 de Junho, sobre o processo de obtenção da isenção de retenção na fonte de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC) nos empréstimos externos, é considerado factor diferenciador das propostas a colocação do financiamento, pelo menos num período inicial pré-determinado, numa entidade com estabelecimento estável em Portugal. Consegue-se, deste modo, reduzir a possibilidade de qualquer pagamento de IRC, em consequência no atraso do eventual deferimento dos pedidos de isenção que vierem a ser apresentados pela MP.

2.2. INSTRUMENTO DERIVADO

Na medida em que não foi dada qualquer indicação quanto à preferência pelo tipo de estrutura a contratar, as propostas recebidas englobaram diversas soluções.

Associadas às diversas propostas de financiamento, foram apresentadas 27 propostas de cobertura de risco de taxa de juro³. Destas, foram seleccionadas 11 propostas, que constam da tabela 3, e são objecto de análise nesta secção. A selecção de propostas foi realizada tendo em conta os seguintes objectivos:

- i. Estruturas associadas a financiamentos com maturidades de 10 ou 15 anos, na medida em que se entende serem estas as maturidades aconselhadas para o financiamento.
- ii. Diversificação de risco, sendo assim eliminadas as propostas que aumentam significativamente a exposição a factores de risco já presentes na carteira de derivados da MP.
- iii. Idêntica maturidade entre financiamento e estrutura de cobertura de risco.
- iv. Não são analisadas estratégias que têm subjacente a evolução de índices de preços e a evolução do preço de *commodities* dado não se considerar adequado o perfil de risco imposto por estes instrumentos.

As propostas apresentadas assentam em diferentes estratégias de investimento que, comportando a assumpção de diferentes riscos por parte da MP, permitem subsidiar o custo global de financiamento.

³ O Anexo II resume as principais características das mesmas.

Por este motivo, a selecção da proposta de financiamento deverá centrar-se não apenas no *all in cost* do financiamento mas também na adequação do perfil de risco retorno apresentado por cada uma das propostas de derivados subjacentes ao financiamento.

Prazo (anos)	Montante (€)	Entidade	MP paga	Contraparte paga	Riscos
15	240.000.000	JPMorgan	1,5% (Y1); 1,5% + CS1 + CS2 (Y2-10)	Eur. 3M + 15b.p.	Momentum Quattro Index; Carry Max Index
15	240.000.000	JPMorgan	2,3% (Y1); 2,3% + Conditional Spread (Y2-10)	Eur. 3M + 15b.p.	Momentum Quattro Index
15	240.000.000	Goldman Sachs	2,33% (Y1-Y5); 2,33%+Max{0;17% - G*Index Perf.}	Eur. 3M + 10,3b.p.	Interest Rate Momentum Index
15	250.000.000	Deutsche Bank	4,25% (Y1-Y3); 9,9%-G*Index Perf. (Y4-15)	Eur. 6M + 25b.p.	Ascent Swap Index
15	250.000.000	Deutsche Bank	4,35% (Y1-Y3); 9,45%-G*Index Perf. (Y4-15)	Eur. 6M + 25b.p.	DB DMA Index
10	240.000.000	JPMorgan	1,5% (Y1); 1,5% + CS1 + CS2 (Y2-10)	Eur. 3M + 10b.p.	Momentum Quattro Index; Carry Max Index
10	240.000.000	JPMorgan	2,35% (Y1); 2,35% + Conditional Spread (Y2-10)	Eur. 3M + 10b.p.	Momentum Quattro Index
10	240.000.000	Goldman Sachs	2,63% (Y1-Y3); 2,63%+Max{0;20%-G*Index Perf.}	Eur. 3M + 6,4b.p.	Interest Rate Momentum Index
10	120.000.000	Barclays	3,75% + Spread;	Eur. 6M	Atlantic Exceed Index
10	120.000.000	Barclays	3,55% + Spread	Eur. 6M	US Exceed Index
10	100.000.000	BNP Paribas	3,4% (t1-8); 3,4%+(4,95%- G*max{0%;Index Perf.}) (t9-40)	Eur. 3M	BPSTAREU Index

Tabela 3: Principais características das propostas de derivados seleccionadas

Segue-se uma revisão sumária dos diferentes racionais de investimento/cobertura de risco propostos por entidade.

Goldman Sachs

Esta instituição apresenta uma estratégia de investimento baseada num índice próprio⁴, cotado em mercado líquido: o *Interest Rate Momentum Index*. Este índice pertence a uma família de estratégias que procuram apropriar valor de oportunidades de *trading* sobre a estrutura temporal da *yield curve* (USD, EUR e GBP). A estratégia baseia-se na evidência histórica da existência de tendências nos movimentos da *yield curve* assim como tendências entre diferentes maturidades. O

⁴ Estes índices apresentam estratégias de investimento baseados em algoritmos definidos e auditados, não havendo lugar a intervenção humana nas decisões de investimento.

CS
M

índice referido baseia-se na evolução de 3 subjacentes entre vários tipos de moedas, os quais são analisados em paralelo e de forma independente, formando 3 estratégias: (i) *Duration strategy* (transacciona em relação aos níveis absolutos das taxas a 2 anos – EUR, USD e GBP); (ii) *Curve strategy* (transacciona em relação ao relativo *steepness/flatness* entre os prazos curtos e prazos longos da *yield curve* em EUR e USD, isto é, transacciona nos 30y-10y Eur, 30y-10y USD e 10y-2y USD); (iii) *Cross-Duration Strategy* (transacciona em relação aos diferenciais existentes entre as taxas a 2 anos para o EUR, USD e GBP, isto é, transacciona 2y USD – 2y EUR, 2y USD – 2y GBP). Cada uma destas três estratégias tem uma ponderação de 33% no índice referido.

A proposta de derivado assenta na performance deste índice, que soma a uma taxa fixa de 2,33% (na proposta a 15 anos, 2,63% na proposta a 10 anos), o máximo entre 0% e a subtracção da performance do índice a um *cap* de financiamento de 17% (a 15 anos, 20% a 10 anos).

Esta estratégia apresenta um significativo nível de alavancagem, traduzida num *cap* global máximo de 17% na proposta a 15 anos (20 % na proposta a 10 anos), o que lhe permite apresentar uma taxa fixa subsidiada de 2,33% (face a uma taxa de mercado a 10y de 5,02%, a 20 de Junho de 2008).

Deutsche Bank

O Deutsche Bank apresenta uma estratégia de investimento baseada num índice próprio, cotado em mercado líquido, com o seguinte racional de investimento:

DB Ascent Index – índice que procura maximizar o *carry trade* associado às curvas de rendimento de diferentes moedas através de alocações estratégicas de investimento entre *Interest Rate Swaps* em 6 diferentes mercados (USD, EUR, GBP, AUD, CHF e JPY). A combinação do risco de taxa de juro e risco cambial permite uma menor volatilidade quando comparada com uma estratégia unicamente baseada no risco de taxa de juro.

A estratégia do índice baseia-se então no seguinte racional:

- Hierarquização dos 6 mercados monetários em termos de retorno (*yield*) de curto prazo (a 3 meses).
- Investimento nas 3 moedas com maior retorno, assumindo uma posição curta nas 3 moedas com menor retorno.

- Um peso de 50% será atribuído ao par extremo (moeda com maior e moeda com menor *carry*), com 25% a serem alocados a cada um dos restantes pares.
- Estratégia é revista a cada 3 meses.

A proposta de derivado assenta na performance do referido índice; que se subtrai a uma taxa fixa. A MP paga uma taxa fixa de 4,25% durante os primeiros 3 anos e, nos anos seguintes, 9,9% menos a performance do índice ponderada por diferentes factores até à maturidade. A estrutura apresenta um *cap* global de 8,90%.

Esta estratégia apresenta benefícios de diversificação para a MP na medida em que até ao momento nenhuma estrutura de cobertura de risco de taxa de juro está exposta aos factores de risco subjacentes ao índice referido.

JP Morgan

A entidade apresenta duas estratégias de investimento baseadas em índices próprios, que assentam nos seguintes os racionais de investimento:

- Momentum Strategy* – baseia-se num índice (*Momentum Quattro Index*) que aplica um algoritmo que procura capturar tendências nos mercados de taxas de juro. Este índice transacciona em quatro contratos: (a) contrato Bund a 10 anos da *Eurex*; (b) contrato *Treasury* Americano a 10 anos do *Chicago Board of Trade*; (c) os quatro primeiros contratos da 3 meses Eurodollar no *Chicago Mercantile Exchange*; (d) os quatro primeiros contratos da 3 meses Euribor da *Euronext*.

Os benefícios de diversificação introduzidos por esta proposta advêm: (i) da utilização de indexantes diferentes dos já presentes na carteira da MP; (ii) índice sem natureza direccional, isto é, apresenta uma estratégia que captura quer tendências de subida, quer tendências de descida de taxas; (iii) utilização de contratos em Eur e USD; (iv) combina contratos de curto com contratos de longo prazo para capturar tendências em diferentes pontos da curva.

- Momentum Strategy + Carry Trade*: esta estratégia baseia-se em dois índices, o *Momentum Quattro Index* (apresentado na estratégia anterior) e o *CarryMax Index*. Este último índice replica uma estratégia de investimento conhecida

por "Carry Trade"⁵ – explora as diferenças de *carry*⁶ entre diferentes curvas de rendimento das diferentes moedas.

CS
M.

A estratégia do índice *CarryMax* baseia-se então no seguinte racional:

- No final de cada mês, são analisadas 9 curvas de rendimento (USA, UK, Japão, EUR, Dinamarca, Suécia, Canadá, Austrália e Suíça).
- Das 9 curvas são seleccionadas 4 curvas: as suas com mais *carry* e as duas com menos *carry*.
- Estratégia passa por comprar curva com maior *carry*, vender curva com menor *carry*, cobrir a exposição de FX e ir recebendo a diferença positiva do *carry*.

Importa salientar que esta estratégia não tem qualquer exposição ao risco cambial (FX).

Tal como nas propostas anteriores, as estruturas propostas assentam na performance de índices, as quais são adicionadas a uma taxa fixa de base. A estratégia apresentada em ii. e para um prazo de 15 anos, apresenta um custo de *funding* inferior (1,5% face aos 2,3% da proposta i.) e uma maior diversificação do risco para a MP. O mesmo se verifica para um prazo de 10 anos. (custo de *funding*: 1,5% vs 2,35%).

Barclays

Os instrumentos derivados propostos por esta entidade permitem que a MP pague uma taxa fixa subsidiada nos primeiros 2 anos (3,75%, com *cap* a 8,10% na estratégia indexada ao *Cumulative Atlantic Exceed Index* e 3,55%, com *cap* a 9,35% na estratégia indexada ao *Cumulative US Exceed Index*), acrescendo a esta taxa, nos anos seguintes, um *spread* em função da performance dos respectivos índices. Estes índices assentam na evidência de que as taxas *forward* tendem a sobreestimar as taxas de curto prazo. Pretendem então obter valor do prémio temporal observado nos prazos curtos das curvas *swap*.

A estratégia do índice baseia-se na compra de contratos sobre futuros de taxas a 3m por 1y, e rolar a posição trimestralmente:

- se taxa futura inferior à taxa *forward* – ganho.

⁵ Apresentada também pelo Deutsche Bank.

⁶ Entenda-se a diferença entre as taxas com maturidade de 10 anos e a taxa com maturidade de 1 ano.

- se taxa futura superior à taxa *forward* – perda.

Enquanto que o *Cumulative US Exceed Index* aplica esta estratégia apenas para a curva do USD, o *Cumulative Atlantic Exceed Index* aplica a mesma estratégia para as curvas USD e EUR.

Considerando os factores de risco subjacentes à estrutura de cobertura de risco desenvolvida em Fevereiro de 2008 com o Deutsche Bank, o *Cumulative US Exceed Index* apresenta benefícios superiores de diversificação (numa perspectiva da carteira da MP e não comparando os índices propostos *per se*).

BNP Paribas

A operação proposta pelo BNP Paribas assenta na exposição ao índice BPSTAREU, proprietário desta entidade e cotado em mercado líquido. Este índice baseia-se na tomada de posições nas taxas *swap* USD a 2 anos, na diferença entre as taxas *swap* USD a 10 e a 2 anos e na taxa USD Libor a 3 meses.

O racional da estratégia consubstancia-se no facto dos mercados de taxa de juro demonstrarem uma tendência no seu comportamento – normalmente, o aumento ou diminuição das curvas de taxa de juro, são movimentos graduais e encerram em si mesmo uma tendência. A quase totalidade dos movimentos da *yield curve* são explicados por três componentes: (i) direccional (taxas aumentam ou diminuem); (ii) inclinação (*steepening/flattening*); (iii) convexidade.

O risco da MP passa a ser dado pela evolução acumulada do índice. Desta forma, a MP paga uma taxa fixa subsidiada de 3,4% nos primeiros 8 trimestres e 3,4% mais uma margem, que depende da performance do índice, com um *cap* global de 8,35%. Esta estratégia permite diversificar a carteira de derivados da MP, uma vez que a expõe de forma não direccional às taxas do USD.

3. CONCLUSÕES

No que diz respeito à componente de financiamento, e considerando apenas as propostas que se apresentam associadas a estruturas de cobertura de risco de taxa de juro (identificada na tabela 3), é de realçar que:

- i. As maturidades que se consideram mais adequadas para esta operação são as de 10 e 15 anos.

- cs
/
- ii. Todas as propostas, com excepção da apresentada pelo Santander, atribuem à MP a opção de reembolso antecipado: o Barclays Bank, o BNP Paribas e a JP Morgan a partir de 2009, o Deutsche Bank a partir de 2010 e a Goldman Sachs a partir de 2013.
 - iii. As propostas de financiamento do Barclays Bank e do BNP Paribas assumem a forma de mútuo, não se colocando a questão da isenção de retenção na fonte na medida em que estas entidades têm estabelecimento estável em Portugal. O financiamento da JP Morgan será colocado junto de investidores, tendo já sido obtido o acordo destes para uma manutenção do crédito em entidades com domicílio fiscal em Portugal durante o período inicial do contrato (entre 3 a 5 anos).⁷ O financiamento da Goldman Sachs poderá ser colocado parte em Portugal, no máximo de 50%. O financiamento do Deutsche Bank será colocado na totalidade numa entidade externa.

Relativamente à componente de derivado, a proposta do Barclays Bank baseada no *Cumulative US Exceed Index* apresenta benefícios acrescidos de diversificação, quando comparada com a proposta baseada no *Cumulative Atlantic Exceed Index*. No entanto, apresenta um custo de financiamento mais elevado relativamente às restantes propostas para idêntico prazo.

Apesar da estratégia proposta pela Goldman Sachs apresentar uma taxa fixa atractiva e permitir à MP capturar um benefício de diversificação significativo relativamente à carteira de factores de risco associados aos instrumentos derivados que possui, apresenta-se bastante alavancada, o que se traduz em *caps* globais máximos muito elevados para o perfil de risco da MP, significativamente superiores aos apresentados pelas outras instituições.

Para um prazo de 10 anos, entende-se que as propostas mais interessantes para a MP são as apresentadas pela JP Morgan e BNP Paribas. Para uma maturidade de 15 anos, considera-se que as propostas apresentadas pela JP Morgan e pelo Deutsche Bank são as potencialmente mais eficientes.

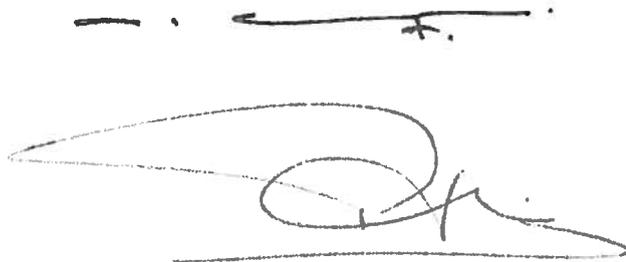
⁷ Foi referido pela JP Morgan a existência de negociações para a extensão desta cláusula para a totalidade do prazo do financiamento.

Assumindo a repartição do montante de 220 milhões de euros de financiamento, em proporção a determinar, pelas maturidades atrás indicadas, e tendo em conta:

- i. as condições de colocação do financiamento;
- ii. as condições para reembolso antecipado;
- iii. o nível de custo global de *funding*;
- iv. os níveis de diversificação alcançáveis;
- v. o nível de alavancagem (medido pelo custo máximo de *funding - caps* globais propostos),

propomos que seja constituída uma *short list* composta pelo BNP Paribas, Deutsche Bank e JP Morgan e seja solicitada a estas instituições a actualização das condições anteriormente apresentadas (para uma maturidade de 10 anos, nos casos do BNP Paribas e do JP Morgan e para uma maturidade de 15 anos nos casos do Deutsche Bank e JP Morgan, respectivamente) tomando como referencial as 12.00h do dia 1 de Julho de 2008.

Em qualquer circunstância, as actualizações a obter, na componente da estrutura de cobertura de risco de taxa de juro associada ao financiamento, terão sempre carácter indicativo e estarão sujeitas às condições de mercado no momento do *closing* das operações.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'D' followed by a surname, is written below a horizontal line. The signature is positioned in the lower center of the page.