

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

Senhor Presidente

Senhoras e Senhores Deputados,

Entre Novembro de 2006 e Maio de 2010, exerci as funções de Presidente do Conselho de Administração (CA) do Metropolitano de Lisboa (ML), sendo posteriormente eleito como presidente do Conselho de Administração da Parpública até Outubro de 2012.

É na qualidade de ex-presidente do Conselho de Gestão do ML que me apresento a esta comissão, pese embora ter cessado essas funções há mais de 3 anos, pelo que desconheço toda a gestão da carteira de IGRF desde então.

1. O ML caracteriza-se, em termos financeiros, por deter um elevado *stock* de dívida, acumulado ao longo de vários anos de sub-financiamento à sua actividade quer operacional, quer de gestão das infraestruturas, seja em investimento de expansão ou de conservação.
2. Quando iniciei funções, o ML tinha uma dívida superior a 3 mil milhões de euros.
3. Apesar disso tinha em curso um plano de expansão ambicioso e que foi determinado pelo acionista: o Estado.
4. Em rigor, estavam em curso os investimento em expansão da rede entre a Alameda e São Sebastião e entre o Oriente e o Aeroporto na linha vermelha, entre a Baixa-Chiado e Santa Apolónia e entre a Amadora-Este e a Reboleira na linha Azul, e estavam ainda aprovados os investimentos entre São Sebastião e Campolide também na linha vermelha e entre o Rato e a Estrela na linha amarela, embora estes últimos nunca tenham chegado a conhecer a luz do dia

5. Ou seja, estavam já a ser edificadas ou em fase de conclusão de projeto 8 estações o que, na altura, se traduzia num aumento da rede em 20%, e cujo valor agregado de investimento era superior a 700 milhões de euros.

6. Infelizmente, os normativos legais que determinavam o investimento não eram acompanhados dos recursos financeiros integrais necessários à sua prossecução.

7. Daqui resulta que a dívida do ML só tinha um caminho possível: crescer.

8. Já na altura, tal como hoje, o principal custo do ML, e também a maior ameaça à sua sustentabilidade eram, como de resto seria de esperar, os encargos financeiros de financiamento.

9. Na verdade, os juros da dívida eram superiores aos custos operacionais deduzidos das amortizações...

10. É por isto, e sem surpresa, que a dívida acumulada ultrapassa hoje os 4 mil Milhões de euros.

11. O *revolving* financeiro necessário para acorrer ao continuado suporte à actividade e à manutenção das linhas de dívida atingiu, em 2007 os 473 milhões de euros.

12. Só em 2009, as necessidades de financiamento das actividades operacionais e de investimento, dos encargos com a dívida acumulada e de refinanciamento da dívida vencida atingiram os mais de 925 milhões de euros.

13. À data o apoio financeiro do Estado era materializado pelas Indemnizações compensatórias à operação (cerca de 28 milhões de euros), pelo apoio do PIDAC (que raramente ultrapassou os 5 milhões de euros) e pelos avales e garantias à emissão de nova dívida de médio e longo prazo, com vista a assegurar as necessidades, que deveriam ser de capital, de investimento na rede e infra-estruturas.

14. A estrutura da dívida e o padrão do seu refinanciamento atiravam assim as empresas para a busca de soluções que permitissem mitigar estes custos e encargos financeiros e que prolongassem a maturidade da dívida.

15. Para fazer face às necessidades financeiras do ML e mitigar os encargos com a dívida, atuamos sobre o aumento da maturidade, aumentou-se o recurso a empréstimos obrigacionistas, cuja remuneração exigida pelos investidores era menor.

16. Todas estas medidas, a par da intervenção por *swaps* de cobertura de taxa de juro permitiram reduzir drasticamente os encargos e riscos da dívida.

17. Recorde-se que em 2007 e 2008 as taxas de juro tiveram aumentos significativos e os padrões indicados pelas curvas de taxas de juro históricas e forward comprovam isso mesmo. E, não só o mercado indiciava a sua continuação como os intervenientes de mercado assinalavam essa inevitabilidade.

18. Em Novembro de 2006, o ML teria contratado 21 *swaps*, tendo posteriormente sido contratados 24 novos e sido efectuadas 31 reestruturações. A maioria destas reestruturações ocorreu em 2009 e 2010 e conduziu a níveis de taxa juros muito baixos e nunca antes vistos, nunca é demais afirmá-lo.

19. A gestão de cobertura de risco permitiu ganhar 225 milhões de euros até 31 de Dezembro de 2009, friso a gestão de cobertura de risco permitiu ganhar 225 milhões de euros até 31 de Dezembro de 2009, com um máximo de 242 milhões de euros em 31 de Dezembro de 2010.

20. Esses ganhos reais, e não apenas potenciais, porque correspondem a poupanças efetivas no pagamento dos encargos com a dívida, perduraram até ao final de 2012, atingindo um saldo global acumulado nessa data de cerca de 130 milhões de euros.

21. Estes ganhos, insisto, constituem dinheiro efectivamente poupado ao erário público e, por consequência, aos contribuintes visto que, a não existirem, implicariam a necessidade de transferência de fundos do orçamento do Estado, ou, e mais

certo, ao acréscimo de dívida adicional. Assim, mais que a questão contabilística, este facto traduz o efeito da pura e simples gestão do risco não incorporando qualquer maquilhagem das contas da empresa, ao contrário do erroneamente se insinuou.

22. Entre 2007 e 2008, foram contratados instrumentos de cobertura de risco de taxa de juro - *swaps* - pela ML com a finalidade de contrariar a evidente e previsível subida das taxas de juro vigentes no mercado e financiar a estrutura de encargos financeiros existente à data.

23. Essa subida, iniciada com a subida das taxas directoras nos EEUU e acentuada com os primeiros sinais de crise em Julho de 2007 levou, inclusive, à subida das taxas pelo BCE em 3 de Julho de 2008, para 5,25%, tendo as Euribor ultrapassado os 5,44% em Outubro de 2008.

24. Nesse ano a taxa de juro implícita ao endividamento do ML foi de 2,38%, quando a taxa de refinanciamento do BCE andava pelos 4,5%.

25. Na verdade, os *swaps* de taxas de juro existentes no ML em 2006 e contratados entre 2003 e 2006, num ambiente de forte subida de taxas, levariam o ML a pagar taxas de juro superiores caso não fossem tomadas medidas de contra cobertura para neutralizar esse efeito. Acresce que qualquer cancelamento das ditas estruturas de cobertura implicaria custos (desembolso efectivo) para o ML, muito elevados, pelo que a estratégia aconselhável seria a que foi seguida, como de resto os números o demonstram.

26. A confrontação dos resultados de sensibilidade conduziu o ML a negociar a reestruturação de alguns *swaps* e, nos casos em que tal se revelou impossível, a negociar novos contratos com outras entidades por forma a contrariar o nível de encargos inevitável e que se poderia materializar num futuro muito próximo, e ainda a procurar financiamento antecipado aos custos suportados com o financiamento.

27. Esta política foi conseguida com sucesso.

28. Até final de 2008, o ganho real (recebido pelo ML e pago pelos bancos contraparte) foi de 192 milhões de euros. Nessa mesma data, o valor futuro dessas estruturas era negativo em 415 milhões de euros.

29. A este propósito, cito o relatório da IGF de 4 de Dezembro de 2008 que analisou as estruturas de derivados no ML concluiu pelo reconhecimento de ganhos reais atribuindo mérito ao ML na política de redução de custos de financiamento.

30. De facto, esse relatório é peremptório sobre os bons resultados da política de gestão dos instrumentos de cobertura do risco, e afirma mesmo que:

31. *“é ainda de referir que a totalidade do valor dos financiamentos avalizados pelo Estado foi utilizada como subjacente na contratação de IGRF pelo ML, designadamente swaps.”*

32. *“Saliente-se que o recurso a estes instrumentos financeiros, cujo objetivo visou diminuir o risco da taxa de juro a que estava sujeita uma grande parte da dívida do ML, encontra-se devidamente suportada em decisões da Administração da empresa.”*

33. *“Como se verifica, a estrutura das taxas contratadas antes de swap situava-se à data de 31 de Dezembro de 2007, em 25,5% para a taxa fixa e 74,5% para a taxa variável, estrutura não aconselhável num cenário de aumento de taxas de juro.”*

34. *“Em síntese, a empresa dispõe, junto da Direção Financeira, de dossiês bem organizados, onde se encontram devidamente evidenciados os movimentos relacionados com as operações envolvidas e correspondentes documentos justificativos, bem como dos registos contabilísticos efetuados;”*

35. E concluía:

“O ML tem vindo a gerir o seu passivo remunerado, entre outras medidas, utilizando instrumentos financeiros derivados (swaps) para a cobertura de risco da taxa de juro, com o desiderato de se proteger face a ambientes de subida das mesmas, já que grande parte da sua dívida vence juros a taxas variáveis;“O ganho financeiro com todas as operações...”implicou” que a

taxa média de financiamento de 4,74% se situasse em 2,17%, redução tanto mais de assinalar quanto foi conseguida num contexto desfavorável de taxas de juro”.

36. No início de 2009, com a evidente reversão das taxas de curto prazo, mas com as taxas longas em patamares confortáveis, o ML interveio sobre a carteira de *swaps*, procurando fixar o pagamento sob a forma de taxas variáveis afectas a *swaps*, nomeadamente os designados *snowball*, mas mantendo a protecção a taxas mais longas. Utilizaram-se índices de taxas de juro.

37. Em 2009, os resultados da política prosseguida realizaram resultados positivos: os ganhos reais atingiram os 225 milhões de euros acrescentando mais 33,5 milhões de euros aos resultados conseguidos no ano anterior, e o valor actual da carteira baixou para os 246 milhões de euros negativos.

38. O que quer dizer que os ganhos até então conseguidos, depois de devidamente capitalizados, eram superiores às perdas potenciais reveladas pelo MTM da carteira.

39. Em 2010, ainda, os ganhos acumulados cifravam-se em 240 milhões de euros e as perdas potenciais em cerca de 416 milhões de euros. Para melhor esclarecimento os valores efectivamente recibos pelo ML e pagos pelos bancos foram de 25 milhões de euros em 2006; 78 milhões de euros em 2007; 91 milhões de euros em 2008; 33,5 milhões de euros em 2009 e 16 milhões de euros em 2010.

40. E foi só a partir de 2011 que a carteira teve uma notória quebra de performance. Essa quebra deveu-se ao acentuado decréscimo das taxas mais longas, sobretudo as dos 10 anos. De facto entre o 2º trimestre de 2011 e o final de 2012, as taxas *swap* euro caíram quase 2% (200 *basis point*). O mesmo sucedeu com as taxas a 10 anos do Dólar e da Libra.

41. Este facto determinava a necessidade de intervir novamente na carteira, mas, como afirmo, desde início desconheço o que foi feito ou até se alguma coisa foi feita, sendo certo que pior decisão possível era nada fazer.

42. As estruturas de *swaps* de cobertura de risco requerem uma monitorização constante, que as adapte às condições prevalecentes no mercado em cada momento do tempo e ao consenso das previsões dos intervenientes no mercado.

43. Até Abril de 2010, a prática de monitorização das condições de mercado das taxas de juro foi conduzida permanentemente evitando derrapagens nos níveis de encargos reais com os juros pagos. Até essa data, a taxa de juro efectivamente paga pelo ML rondava os 2,5%, enquanto a dívida contratada com os Bancos e emissões obrigacionistas no mercado internacional atingia um valor superior a 4,3%. Ou seja, implicava uma redução para mais de metade (60 milhões de euros) dos juros pagos anualmente numa dívida global de aproximadamente €3.6bn.

44. O ML operava a gestão do transporte público que lhe está acometido com perdas operacionais de cerca de 47 milhões de euros/ano (após IC's), a que acresciam encargos com a dívida (contratados) superiores a 120 milhões de euros. A política de redução de custos financeiros e cobertura de taxa de juro com as estruturas *de swaps* permitiu reduzir esses encargos, como se disse atrás. O financiamento da construção de novas vias (e da operação era efectuado de forma deficitária pelo Estado. À data as IC's atribuídas ao ML não ultrapassavam os 28 milhões de euros líquidos de IVA.

45. Entre 2006 e 2008, os ganhos operacionais anuais cifraram-se em cerca de 15 milhões de euros, tendo o *Ebitda* da empresa atingido mesmo os 20 milhões de euros negativos (em 2008), depois de ter atingido os 46 milhões de euros negativos nos anos anteriores.

46. Este resultado foi conseguido com melhorias de eficiência, redução de custos, aumento de receita, mas nunca graças ao apoio financeiro do estado.

47. A sub-tarifação nunca foi acompanhada pelo concomitante aumento das indemnizações compensatórias, nem em verdadeiros contratos de serviço público. Assim, a atribuição das designadas “indemnizações compensatórias” decorria (e ainda decorre do meu ponto de vista) da aleatoriedade do decisor tutelar.

48. A construção, manutenção e reposição da estrutura de capital fixo cometida às infra-estruturas do ML foi garantida por fundos comunitários e por dívida, sendo que fruto desta política o ML era a segunda empresa que apresentava o maior endividamento do sector público de transportes, a seguir à Refer.

49. Isto, porque, reafirmo, o modelo de gestão do ML nos últimos 35 anos assentou num equívoco. O modelo de financiamento exclusivamente por recurso a dívida contratada pelo ML, ainda que com o aval do Estado, conduziu a um nível de endividamento insuportável. E digo “reafirmo” porque isto mesmo se encontra na minha mensagem introdutória ao Relatório e Contas (R&C) de 2009.

50. Por sua vez, o nível de endividamento insuportável traduziu-se muito negativamente nos resultados anuais e em extraordinárias dificuldades no financiamento anual dos encargos com a dívida acumulada. Os encargos com essa dívida correspondiam, em 2009, a mais de 60% do resultado (negativo) do ML, mesmo depois de reduzidos em 33,5 milhões de euros graças à política de IGRF.

51. Os contratos de *swap* tinham por finalidade o financiamento da estrutura de encargos com a dívida contratada e a cobertura da dívida emitida pelo ML, pelo prazo da sua duração. Cada emissão de obrigações tinha normalmente um prazo mínimo de 10 anos e máximo de 20 anos.

52. A contratação destes *swaps* garantiu também o prolongamento de linhas de crédito no valor de cerca de 600 milhões de euros.

53. As estruturas contratadas com os bancos tinham por base a identificação de evolução histórica das condições passadas e prospectivas das taxas divulgadas pelos

próprios bancos e verificadas na Bloomberg. Tinham por base a interlocução com várias entidades bancárias e não estava sujeita a aceitação incondicional das primeiras condições oferecidas. A selecção pelas estruturas mais convenientes era conduzida pelo Departamento Financeiro do ML com base em várias propostas e interacções.

54. A estrutura de *swaps* tinham subjacente dívida emitida e não excediam o prazo de maturidade e na sua esmagadora maioria tinham um limite superior (*cap*) acima do qual os juros não poderiam subir, independentemente das condições de mercado.

55. De um modo geral, até 2008, a estrutura da carteira de *swaps* incluía venda de taxas e indexantes Euribor, contratados nos empréstimos à data da sua angariação, e que eram de curto prazo, e a cobertura por taxas de longo prazo, ou indexantes de taxas de juro de prazo mais longo, por forma a melhorar a cobertura da exposição às taxas longas e diversificar o risco de exposição exclusivamente às taxas Euribor.

56. Em 2009, com a baixa abrupta das taxas directoras o ML tentou proteger-se de possíveis baixas que rompessem a banda mínima de alguns *swap* que não tinham *floor* e que estavam indexados às Euribor de curto prazo.

57. Manteve-se a perspectiva de protecção no longo prazo com indexação à performance das taxas longas como forma de protecção a dívida de maturidades longas, utilizando taxas ajustadas ao período de diversas economias.

58. Neste capítulo existiu a preocupação de escolher taxas de economias de referência: EUA, Inglaterra e, num caso, o Japão.

59. As transacções com taxas de longo prazo tinham *caps* na perna pagadora do ML, isto é, que protegem o ML acima de um determinado limite de taxa de juro embutido no *swap*.

60. A análise de propostas era efectuada pela Direção Financeira (DF), a qual interagía com os bancos e analisava as melhores propostas. A DF e o CA procediam a uma gestão dinâmica da carteira, com acompanhamento regular da sua evolução e das condições de mercado. Essa regularidade era mantida, no mínimo, 2 vezes por mês. Sempre que necessário recorria-se às opiniões dos analistas dos maiores bancos mundiais sobre as perspectivas que tinham para a evolução das taxas de juro.

61. Todos os contratos eram analisados do ponto de vista jurídico por entidade externa ao ML.

A NECESSIDADE DE CONTRATAR NOVOS SWAP

62. Uma grande parte do Passivo Bancário e Obrigacionista do ML era constituído por dívida de Médio e Longo Prazo, sobretudo a que financiava as infra-estruturas de longa duração – os túneis, a via, a sinalização, etc. -, mas também a dívida que suporta a aquisição do material circulante, nos anos 90, com um prazo de 23 anos.

63. Ora, não se afigurava correcto contratar instrumentos de gestão do risco apenas com indexantes de curtíssima duração (como são as Euribor) para cobrir riscos de taxas de juro de longa duração. Recordo que a carteira de dívida associada às ILD tinha maturidades entre 10 anos e 20 anos, sendo a maturidade média dessa dívida de cerca de 13 anos. Cobrir dívida (e taxas) de longo prazo com taxas de curto prazo seria um risco adicional.

64. Assim, foram utilizados outros indexantes (para além da Euribor de prazo mais curto), de prazos mais longos, quer suportados em taxas a 5 e 10 anos, quer em índices de taxas de juro a longo prazo.

65. A busca de outros indexantes, para além dos referentes às curvas de taxas longas do Euro, prendeu-se com a diversificação do risco da carteira.

66. Mas também, e sobretudo, com o potencial de subida das mesmas. E essa era a realidade em 2007 e 2008.

67. Por outro lado, o abaixamento das curvas em todos os prazos, sobretudo os longos – a partir de 2011 - ou a existência de derivadas negativas nessas curvas (ainda que pontual), implica uma perda.

68. Mas implica uma perda enquanto se mantiverem essas condições de baixa anormal ou de regressividade das taxas. Assim que retomem o percurso normal de inclinação e diferencial estruturante entre os prazos mais longos e os prazos mais curtos, os ganhos serão retomados, o que ocorrerá quando as taxas de juro descolarem dos mínimos históricos que, hoje, se começou a iniciar.

69. Assim, em 2007 e 2008 o nível elevado das taxas de juro em mercado em todas as maturidades relevantes, a par da evolução estimada das taxas a 10 anos, dada pelas curvas *forward*, levou-nos a um caminho de protecção da subida das mesmas, dados os receios que essa subida dos juros tivesse na estrutura dos custos financeiros e nos *cash flows* do ML. Inclusive, em 3 de Julho de 2008, o BCE subiu as taxas de juro de referência.

70. De facto, em 3 de Julho de 2008, o BCE subiu as taxas de juro para os 5,25%. Mas fê-lo com formidáveis declarações sobre o andamento previsto para a evolução económica e da inflação pretendendo que esta se iria manter “... bem acima do nível consistente com a estabilidade dos preços por um tempo mais longo do que inicialmente se pensava” e prometia “continuar a acompanhar de muito perto todos os desenvolvimentos” nesta frente. Mais considerava o BCE que “os fundamentais da economia são sólidos na zona euro”, pretendendo que o crescimento na zona euro iria prosseguir.

71. Neste enquadramento, a protecção da carteira de dívida teve resultados relevantes, tendo atingido um máximo de ganho *versus* valor potencial da carteira em 2009, com um valor recebido de 225 milhões de euros para um valor potencial negativo de 246 milhões de euros.

72. Em 2009, a política de reestruturação da carteira de *swaps*, operada em conjuntura muito adversa, permitiu a valorização futura da carteira, a par com a continuação de ganhos reais, como se demonstra no gráfico que anexo.

73. As perdas potenciais sempre disponibilizadas nos R&C da empresa e mais recentemente nos relatórios trimestrais da DGTF, desde Agosto de 2011, são avaliadas à estrutura das taxas de juro que prevalecem no momento da sua avaliação, podendo ser neutralizáveis em função da evolução dessas taxas.

74. O ML foi uma das primeiras entidades públicas a divulgar integral e detalhadamente no seu R&C, a partir de 2007, os contratos de *swap*, evidenciando a avaliação do justo valor (*fair value*) a partir do R&C de 2008, que era efectuada por consultor independente contratado para o efeito – a IMF-Informação de Mercados Financeiros. Esses R&C foram sempre divulgados no *site* da empresa, com divulgação e acesso públicos e aprovados. A política de gestão de risco foi sempre divulgada nesses mesmos Relatórios, os quais foram aprovados pelas instâncias próprias.

75. Assim, o início da divulgação destes contratos foi iniciado antes do Despacho do Sr. Secretário de Estado do Tesouro e Finanças, de Janeiro de 2009.

76. Aliás, a política de cobertura de riscos e redução dos encargos financeiros prosseguida entre 2007 e Maio 2010 decorreu nos termos desse despacho, ainda que efectuada anteriormente ao mesmo.

CONSIDERAÇÕES SOBRE SWAPS ESPECULATIVOS E TOXICIDADE DA CARTEIRA

77. As estruturas de cobertura podem ser mais ou menos complexas mas, na sua essência, qualquer estrutura de intervenção sobre taxas de juro comporta riscos, pelo simples facto de se basear em previsões que podem ou não materializar-se e, a verificarem-se, podem não ser na exacta medida das previsões que lhes deram origem. Por isso, requerem uma monitorização frequente e atenta, o que foi feito. À data da sua

contratação, a leitura das taxas *forward* e das curvas de taxas de juro apontavam claramente para uma subida sustentada nas taxas de juro. O que, aliás, aconteceu em 2007 e 2008.

78. Qualquer estrutura de cobertura de taxas à dívida de qualquer empresa requer obrigatoriamente uma avaliação permanente da mesma face à evolução expectável do mercado de taxas de juro. A inacção, ou *stand still*, é uma “não opção”, que pode ter implicações mais graves que o seu contrário.

79. A contratação de *swaps “IRS” plain vanilla* em 2008 e 2009, por exemplo, fixando taxas de juro àquelas datas teria (na data actual) conduzido a perdas globais de 40% no valor da carteira, pelo que a dicotomia que se pretende agora introduzir entre *swaps* simples e complexos não releva para o resultado das mesmas em ambiente de taxas de juro próximas de zero.

80. A avaliação que é divulgada sobre as perdas com estas estruturas assenta no valor actual destes contratos até à sua maturidade, mantendo-se as actuais condições de mercado e, em especial, o ambiente de taxas de juro. As eventuais perdas são apenas potenciais ou contingentes e, de momento, de carácter meramente contabilístico. Só existe perda efectiva se até à maturidade (7, 10, 14 ou mais anos) as condições actuais, que estão a níveis historicamente baixos, próximas de zero, se mantiverem. A média das maturidades dos *swaps*, nesta data, anda pelos 11 anos. Uma operação especulativa visa a obtenção de ganhos sobre activos ou taxas de juro, independentemente da actividade ou do negócio que se pretende proteger.

81. Ora a ML protegeu-se contra subida de taxas de juro, num ambiente em que as mesmas se encontravam nesse ciclo e em que as curvas estruturais das taxas de juro indicavam isso mesmo.

82. Em 2007 e 2008, a subida das taxas de juro de mercado para dívida com taxas de índole variável foi mais que compensada pela contratação dos IGFR conduzindo a

que as taxas de juro efectivas se encontrassem perto dos 2,5% quando a sua contratação original as situaria acima dos 4%.

83. Reconhece-se, contudo, que as operações contratadas são de natureza complexa. E são-no porque a contratação de simples IRS baseados em taxas de curto prazo unicamente – as Euribor - , não se justificava face à maturidade da carteira de dívida da ML, e teria conduzido a perdas superiores.

84. A venda, também, de opção de taxas de curto prazo com compra de protecção nas taxas de longo prazo era a única política que se afigura como possível para adquirir protecção contra a subida de taxas.

85. Ainda assim, muitas das estruturas têm coberturas simples de taxas de curto com fixação das mesmas em patamares vigentes em 2007 e 2008 e recebimento de taxas variáveis também de curto prazo.

86. Dito isto, especulação e complexidade são situações distintas.

87. Não se procurou uma política de investimentos que buscasse o ganho especulativo indexada a outros instrumentos que não as taxas de juro. Sublinho não existiram operações indexadas a índices bolsistas, ou ao Petróleo e a outras *commodities* E isto, apenas, porque no caso da ML estes indexantes não interferiam quer com a actividade quer com as variáveis que se pretendia proteger.

88. E se é certo que existiram indexantes baseados nas curvas, longas, de taxas de juro, também se procurou mitigar o risco sobre a evolução de uma única curva de taxas, procurando indexar a evolução do risco ao andamento do conjunto de curvas de médio/longo prazo e à evolução das curvas Euro/USD dado se entender que as economias destas zonas estão perfeitamente interligadas e correlacionadas. Como, aliás, se viu na crise que hoje vivemos.

89. Mas existem riscos, sempre. Os maiores riscos são os de possível reversão das curvas de longo prazo. As maturidades mais longas fornecem um indicador das expectativas do mercado em cada momento. A inversão dessas expectativas pode provocar um abaixamento da estrutura *forward* das curvas longas e, mesmo, pontualmente, a inversão das mais longas em relação às de médio e de prazo mais curtos, com possível intersecção, embora por períodos relativamente curtos.

90. O que se passou, sobretudo em 2011 e 2012, foi isso mesmo. A expectativa dos mercados alterou-se radicalmente e rompeu com o padrão de normalidade das curvas mais longas, vigente nos últimos 30 anos. A baixa das curvas foi paralela em todos os prazos, mas os prazos mais longos verificaram uma descida proporcionalmente maior, tendo atingido diferenciais de 2% a 4%, no caso das taxas da zona Libra, Dólar e Euro.

91. Esse abaixamento começa, porém, a dar sinais sustentados de inversão. Nos últimos 8 meses as taxas a 10 anos da libra e do dólar recuperaram cerca de 1,25%.

92. As estruturas adquiridas pela ML no período 2007/2010 são "simétricas", isto é, a verificação dos pagamentos e recebimentos de taxas de juro está condicionada ao andamento da estrutura face às métricas de referência contratadas, não possuindo memória de evolução históricas. Sempre que determinadas barreiras (no nosso caso, uma baixa das taxas de juro) forem ultrapassadas, a ML pagará uma taxa de juro adicional. Mas sempre que o padrão se inverter, será o ML a receber um pagamento de taxas de juro pelos bancos contraparte.

93. No final de 2008, primeiro, mas sobretudo em 2010, o padrão de comportamento das taxas de juro foi abruptamente alterado. A crise de *sub prime*, bancária e financeira, e a crise das dívidas soberanas que se lhe seguiu provocou uma intervenção, radical, na política de taxas directoras que vinha a ser seguida pelos bancos centrais, da zona Euro, da Reserva Federal Americana e do Banco de Inglaterra, sem paralelo nos últimos 80 anos.

94. A inversão das políticas monetárias prosseguidas até então não indiciava essa alteração, pelo que a subsidição financeira dos bancos centrais ao sistema bancário e a impressão de moeda que lhe está conexas não eram, de todo, previsíveis.

A DIVULGAÇÃO DO VALOR FUTURO DOS SWAP E O SEU RECONHECIMENTO PÚBLICO.

95. Em 12 de Agosto de 2011, a DGTF divulgou no seu *site* o valor das carteiras de *swap*, pelo método M-t-M, em todas as empresas do Sector Empresarial do Estado, incluindo o nº de operações, valor contratado e a avaliação da elasticidade de resposta das carteiras face a evoluções de 1% nas taxas de juro. E fê-lo de forma constante e regular a partir dessa data, numa base trimestral. A análise da evolução das perdas potenciais permite constatar uma evolução constante na degradação do valor potencial das carteiras de todas as empresas do SEE de acordo com a evolução das taxas de juro que desde essa data, até ao final do primeiro trimestre deste ano, não deixaram de cair.

96. A análise de sensibilidade às variações das taxas Euribor (de 1%) conclui no caso do ML que uma baixa de 1% nas mesmas acarreta uma perda adicional negativa de 277 milhões de euros. Ao invés uma subida de 1% nas mesmas taxas implica uma valorização positiva de 333 milhões de euros. Ora, não existem taxas Euribor negativas (tal equivaleria a um banco pagar a outro banco para lhe “guardar” o dinheiro), e muito menos taxas de longo prazo negativas. Além disso, uma avaliação sobre a sensibilidade das taxas a longo prazo, conduziria a uma valorização adicional no valor da carteira. A verificação da subida neste tipo de taxas é aliás mais próxima, como se tem observado nos últimos meses. As taxas a 10 anos da Libra e do USD recuperaram quase 1% e a do Bund 0,5%.

97. Ao fim de quase 3 anos de inacção e uma vez corrido o período de baixa constante das taxas, a intervenção quando as mesmas estão próximo de zero é efectuada muito próximo do potencial de máximo prejuízo.

98. A reversão do processo de descida de taxas nos próximos 10 anos constitui uma probabilidade, ao que parece, que não foi ponderada nas análises que têm vindo a público.

99. A avaliação de uma política de cobertura de taxas de juro e de seguro de taxas à data de hoje deve, em bom rigor, ter em consideração as circunstâncias e a informação disponível à data em que as mesmas foram efectuadas.

100. A gestão de dívida de empresas altamente endividadas deve centrar-se sobretudo no seu custo, visto que qualquer variação, por muito pequena que seja, tem implicações muito significativas na tesouraria das empresas. Basta ver, como atrás referimos, que a simples variação de 1% no custo da dívida de uma empresa como o ML implica um acréscimo de 40 milhões de euros por ano de desembolso efectivo de juros aos financiadores sejam eles bancos ou investidores que compraram as obrigações.

O CANCELAMENTO ANTECIPADO DOS SWAPS

101. O valor actual dos *swaps*, no zénite do seu custo, de acordo com o que publicamente foi divulgado, está de acordo com o ponto mais baixo das taxas de juro, nos prazos curto, médio e longo. Desde o início do 2º trimestre a evolução das curvas de taxa de juro aponta para uma inversão notória no percurso de descida. Do meu ponto de vista, nestas circunstâncias devem ponderar-se as alternativas entre renegociação das estruturas e o seu cancelamento.

102. A níveis historicamente baixos, como os actuais, a ponderação de pagar pelo resgate com descontos baixos sobre o valor dos mesmos é, do meu ponto de vista, errada visto não levar em conta o potencial de subida das curvas de taxas de juro. Aliás, desde Abril/Maio deste ano as taxas de longo prazo, em todas as economias ocidentais, têm mantido um padrão de subida de forma sustentada.

103. Finalmente, a avaliação dos riscos na contratação destes *swaps* teve por base a evolução histórica das curvas de taxas e, em cada momento, as previsões de mercado sobre as mesmas.

104. Nenhuma delas apontava para descidas abruptas para níveis próximo do zero, nem as opiniões e relatórios das autoridades, especialistas e analistas reputados publicados indiciavam esse caminho.

105. Inversamente, a opção pelo seu cancelamento imediato só pode basear-se na expectativa de manutenção de taxas de curto prazo próximas do zero, o que de acordo com a evolução próxima parece não se verificar. Antes pelo contrário.

Senhor Presidente

Senhoras e Senhores Deputados

No período que me mantive à frente dos destinos do ML, o Conselho de Administração pautou a sua acção pela defesa intransigente dos interesses patrimoniais e financeiros do ML.

Fê-lo em ambiente de adversidade, mas sempre buscou a maximização da eficiência e a minimização das perdas económicas e financeiras face às restrições tremendas causadas pela descapitalização da empresa, pelo seu sub-financiamento crónico e cumprindo as obrigações de serviço público que lhe estavam atribuídas ininterruptamente e ao mesmo tempo das obrigações para com os seus trabalhadores e fornecedores, pontualmente.

A actuação sobre a dívida do ML nestas circunstâncias, pelo Conselho de Administração e pela Direção Financeira, permitiu garantir sistematicamente a gestão do investimento e da operação a custos mais baixos sem apoio financeiro adicional do seu accionista.

Neste enquadramento, o resultado final apurado foi, em minha opinião positivo e consentâneo com o interesse público.

Lisboa, 12 de Setembro de 2013