Anexo IV

Cobertura das necessidades de financiamento para o ano de 2009

Metro do Porto

NOTA TÉCNICA

IM_NT_3.0

Data: 28 de Maio de 2009 MP-877004/09

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

Cc:

De: Mário Coutinho dos Santos, Paulo Braga Lino

Assunto: **Cobertura das necessidades de financeiamento para o ano de 2009**

ÍNDICE

1. Enquadramento 1
2. Propostas de Financiamento 4
2.1. Propostas com garantia da República 7
2.2. Propostas sem garantia da República 8
3. Reestruturação do *Swap* com a Goldman Sachs 13
4. Conclusões 17
5. Anexos 19

1. ENQUADRAMENTO

Na Nota Técnica MP-841162/09, de 23 de Fevereiro (Anexo I) estimaram-se as necessidades de financiamento implícitas no orçamento aprovado para 2009 em cerca de 150 milhões de euros.

Tomando por base o mapa de tesouraria para o primeiro trimestre de 2009 e as alterações sofridas em algumas das rubricas do orçamento, reestimaram-se as necessidades de financiamento conforme apresentado na Tabela 1:

Tabela 1- Mapa previsional de tesouraria para o ano de 2009

[illegible]	Fevereiro	Maio
Tesouraria Operacional		
Recebimentos (sem IC's)	35.977	38.678
Pagamentos	-114.502	-114.554
Fluxo Operacional de Tesouraria	-78.525	-75.876
Tesouraria Actividades de Financiamento e Investimento		
Investimento	-190.423	-217.582
Reembolso da Dívida	-31.537	-31.537
Encargos Financeiros de Financiamento	-90.000	-90.676
Subsídios ao Investimento	107.306	60.971
Financiamento (30 milhões BEI + Leasing Tram Train)	140.000	140.000
Fluxo Gerado Actividades Financiamento e Investimento	-64.654	-138.824
Fluxo Líquido de Tesouraria (Necessidades de Financiamento)	-143.179	-214.699

O aumento de cerca de 72 milhões de euros nas necessidades de financiamento decorre, essencialmente:

i. Da redução da estimativa de recebimentos de subsídios ao investimento com origem no QCA III, Fundo de Coesão, PIDDAC 2009 e QREN. Dos 107,3 milhões de euros inicialmente considerados, estima-se em Maio de 2009, o recebimento de cerca de 61 milhões de euros.

ii. Da redução da estimativa do reembolso de Imposto sobre o Valor Acrescentado em cerca de 27,2 milhões de euros (o orçamento para 2009 contemplava um valor de 40 milhões de euros).

iii. Do recebimento em Fevereiro de 2009, de indemnizações compensatórias relativas ao tarifário social Andante, no montante de 1,3 milhões de euros referentes ao período de Julho de 2006 a Dezembro de 2008.

Considerando o recebimento de indemnizações compensatórias em cerca de 13,2 milhões de euros (embora normalmente recebidas no final do ano) e o não reembolso de 22,4 milhões de euros relativos ao contrato de financiamento com o Barclays Bank (financiamento intercalar que visa a antecipação de fundos do QCA III), na medida em que a MP não receberá a totalidade dos montantes de comparticipação do QCA III, as necessidades de financiamento identificadas na Tabela 1 passam para 179 milhões de euros, tal como evidenciado na Tabela 2:

Tabela 2: Necessidades de Financiamento para o ano de 2009, considerando ICs e o não reembolso do financiamento intercalar junto do Barclays

[illegible]	Maio
Fluxo Líquido de Tesouraria	-214.699
Recebimento ICs	13.169
Não reembolso financiamento Barclays	22.386
Necessidades de Financiamento	-179.144

Em 26 de Fevereiro de 2009, a Comissão Executiva deliberou autorizar que fossem solicitadas propostas de financiamento para cobertura das necessidades referidas na Nota Técnica MP-841162/09, de 23 de Fevereiro.

Nesse sentido, foram consultadas as seguintes 13 entidades:

- Banco Efisa
- Banco Português de Investimento (BPI)
- Banco Santander
- Barclays Bank
- BNP Paribas
- Caixa Geral de Depósitos (CGD)
- Credit Suisse
- Deutsche Bank
- Dexia Sabadell
- Goldman Sachs
- J. P. Morgan
- Millennium BCP
- Nomura
- UBS

Foram recebidas 8 propostas de financiamento, oriundas das seguintes entidades/consórcios:

- Banco Efisa / HSBC[1] (Anexo II)
- Barclays Bank (Anexo III)
- BPI (Anexo IV)
- CGD (Anexo V)
- Deutsche Bank (Anexo VI)

[1] As entidades Banco Efisa e HSBC apresentaram proposta conjunta.

- Dexia Sabadell (Anexo VII)
- Goldman Sachs (Anexo VIII)
- Nomura (Anexo IX)

2. PROPOSTAS DE FINANCIAMENTO

As propostas de financiamento recebidas, contemplam as modalidades de com e sem garantia da República Portuguesa, apresentam maturidades de 3, 5, 7, 10, 15 e 20 anos (para as duas últimas maturidades apenas se receberam propostas com garantia). Tal como se observa pela análise do Gráfico 1, com excepção da maturidade de 15 anos, qualquer uma delas se adequa ao perfil de reembolsos de dívida da MP.

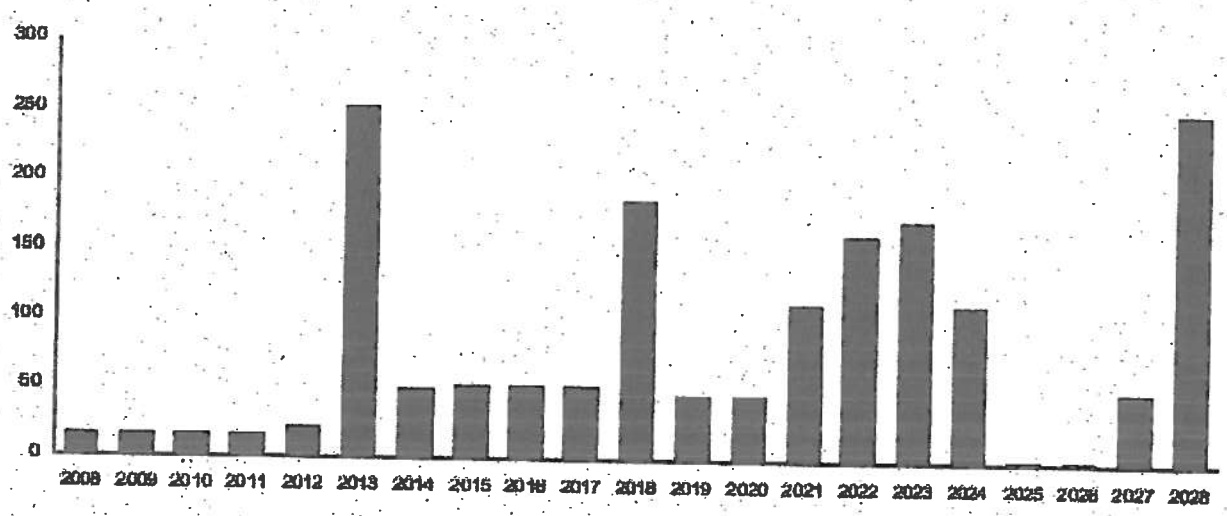


Gráfico 1: Perfil de reembolsos de dívida da MP entre 2008 e 2028, em milhões de euros

Quanto ao formato do financiamento foram apresentadas 3 tipos de propostas: (i) Mútuo; (ii) *Private Placement* (estrutura *Schuldschein*); (iii) Empréstimo Obrigacionista. A Tabela 3 resume as principais características das várias propostas de financiamento recebidas.

Tabela 3: Características das propostas de financiamento recebidas

Prazo (anos)	Montante (euros)	Entidade	Formato	Referencial	All-in Spread (p.b.)	Custo da Garantia (p.b.)	All-in Cost (p.b.) [1]
1	50.000.000	BPI	Mútuo	Eur. 6M	175,4		175,4 [2]
3	150.000.000	Goldman Sachs	Schuldschein	Eur. 3M	90,0	20,0	110,0 [3]
3	75.000.000	CGD	Mútuo	Eur. 6M	160,0	20,0	180,0
4	50.000.000	BPI	Mútuo	Eur. 6M	151,6	20,0	171,6 [2]
5	100.000.000	Nomura	Mútuo	Eur. 6M	80,0	20,0	100,0 [4]
5	150.000.000	Goldman Sachs	Schuldschein	Eur. 3M	100,0	20,0	120,0 [3]
5	100.000.000	Nomura	Mútuo	Eur. 12M	100,6	20,0	120,6 [5]
5	180.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	103,3	20,0	123,3
5	180.000.000	Deutsche Bank	Obrigacionista	5yMSR	106,0	20,0	126,0 [6]
5	100.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	140,0	-	140,0 [7]
5	75.000.000	Nomura	Mútuo	Eur. 6M	140,6	-	140,6 [8]
5	100.000.000	Nomura	Mútuo	Eur. 6M	135,0	20,0	155,0
5	75.000.000	Barclays Bank	Mútuo	Eur. 6M	175,0	-	175,0 [4]
5	50.000.000	Goldman Sachs	Schuldschein	Eur. 3M	175,0	-	175,0 [3]
5	180.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	200,0	-	200,0 [7]
5	150.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	215,0	-	215,0 [4]
5	50.000.000	Nomura	Mútuo	Eur. 6M	238,0	-	238,0 [9]
7	150.000.000	Goldman Sachs	Schuldschein	Eur. 3M	145,0	20,0	165,0 [3]
7	150.000.000	Efisa / HSBC	Obrigacionista	7yMSR	172,3	20,0	192,3
7	50.000.000	Goldman Sachs	Schuldschein	Eur. 3M	210,0	-	210,0 [3]
7	150.000.000	Efisa / HSBC	Obrigacionista	7yMSR	212,3	-	212,3 [10]
7	150.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	230,0	-	230,0 [4]
7	75.000.000	Barclays Bank	Mútuo	Eur. 6M	240,0	-	240,0 [4]
10	180.000.000	Deutsche Bank	Schuldschein	Eur. 6M	127,1	20,0	147,1
10	180.000.000	Deutsche Bank	Obrigacionista	10yMSR	128,6	20,0	148,6
10	100.000.000	Barclays Bank	Schuldschein	10yMSR	160,0	20,0	180,0
10	150.000.000	Efisa / HSBC	Obrigacionista	10yMSR	186,7	20,0	206,7
10	50.000.000	Dexia Sabadell	Mútuo	Eur. 6M	187,2	20,0	207,2 [11]
10	150.000.000	Efisa / HSBC	Obrigacionista	10yMSR	226,7	-	226,7 [10]
10	75.000.000	Barclays Bank	Mútuo	Eur. 6M	275,0	-	275,0 [4]
15	100.000.000	Barclays Bank	Schuldschein	15yMSR	180,0	20,0	200,0
20	100.000.000	Barclays Bank	Schuldschein	20yMSR	275,0	20,0	295,0

Apresenta-se, de seguida, uma explicação sumária sobre as notas incluídas na coluna "*All-in Cost*" da Tabela 3:

(1) O *All-in Cost* inclui todos os custos, quando existam, associados à contratação e montagem do financiamento, tais como: *up-front fees; fees* anuais; *fee* associado à contratação da garantia, no caso do financiamento com garantia da República Portuguesa.

(2) Financiamento intercalar que pode ser transformando em financiamento sob a forma de Mútuo com garantia. Como o financiamento tem maturidade máxima de 5 anos, considerou-se o intercalar com maturidade de 1 ano (maturidade máxima apresentada pelo BPI) e o Mútuo com maturidade de 4 anos.

(3) As condições apresentadas estão dependentes da reestruturação e desintermediação[2] do *swap* contratado com esta entidade em Fevereiro de 2008.[3]

(4) As condições apresentadas estão dependentes da celebração de um contrato de *swap* sobre o financiamento.

(5) As condições apresentadas estão dependentes da reestruturação do *swap* contratado com a Goldman Sachs, em Fevereiro de 2008.

(6) A taxa *Mid Swap Rate* (MSR) corresponde à taxa de *swap* para um determinado prazo, sendo equivalente, no momento da contratação, à taxa variável de mercado (euribor), assumindo que essa taxa variável se mantém até à maturidade.

(7) As condições apresentadas estão dependentes da reestruturação de parte (84 milhões de euros) do *swap* contratado com o Deutsche Bank, em Fevereiro de 2008.[4]

(8) As condições apresentadas estão dependentes da reestruturação do *swap* contratado com a Goldman Sachs em Fevereiro de 2008 e da contratação de um novo *swap* sobre o novo financiamento.

(9) O Banco Nomura apresenta um cupão estruturado; isto é, o financiamento apresenta um *swap* embebido (o que torna a taxa fixa). Para comparação com as restantes entidades considerou-se a *performance* média anual do índice = 0,44% e a Eur. 12M = 1,64% (09/05/27).

(10) A necessidade de criar uma empresa veículos para a emissão das obrigações, dada a situação líquida negativa que a MP apresenta.

(11) Proposta caracteriza-se pela MP reembolsar o financiamento, semestralmente e em montantes iguais, a partir do 5º ano.

---

[2] Transferência do risco associado ao valor de mercado negativo do swap para uma terceira entidade.

[3] A MP tem vindo a recolher, desde 4 de Setembro de 2008, propostas para a reestruturação do contrato de swap, no montante de 126 milhões de euros, fechado com a Goldman Sachs em Fevereiro de 2008 (ver ponto 3 sobre este assunto).

[4] Este contrato foi reestruturado, em 27 de Março de 2009, na componente (42 milhões de euros) afecta ao índice DB SMART – DCE n.º 3, Acta 372, de 26 de Março de 2009 e DCE n.º 4, Acta 374, de 9 de Abril de 2009.

Da análise da Tabela 3 conclui-se:

i. Quanto ao formato do financiamento (Mútuo; *Private Placement* (*Schuldschein*) e Obrigacionista) ser preferível à MP contratar dívida com base num contrato de Mútuo ou de um *Schuldschein*. Para além de se caracterizarem por uma mais fácil e rápida execução, face à experiência já adquirida pela MP na execução deste tipo de contratos, a emissão de obrigações exige o desenvolvimento de um conjunto de procedimentos relativamente mais consumidores de tempo. Adicionalmente, para a montagem e emissão de um empréstimo obrigacionista sem garantia da República Portuguesa, seria necessária a constituição de uma sociedade veículo, o que exigirá, necessariamente, um período de tempo adicional para a conclusão do processo.

ii. Face ao quadro de considerável incerteza quanto à evolução dos mercados de dívida, considera-se que a contratação do financiamento por uma maturidade de 5 anos, se afigura como sendo aquela que melhor poderá acautelar os interesses da MP, o que é reforçado por uma melhor relação Prazo - *All-in Cost*, tanto na alternativa com garantia, como sem garantia.

Nos pontos seguintes analisam-se as propostas de financiamento obtidas para uma maturidade de 5 anos e no formato Mútuo ou *Schuldschein*, agrupando as propostas em com e sem garantia da República Portuguesa.

2.1. PROPOSTAS COM GARANTIA DA REPÚBLICA

Foram recebidas 5 propostas de financiamento com garantia da República Portuguesa, para uma maturidade de 5 anos e no formato Mútuo ou *Schuldschein*. Resumem-se, de seguida, as principais vantagens e desvantagens das propostas:

i. A proposta do Nomura para um montante de 100 milhões de euros e com um *All-in Cost* de 100 p.b. exige a contratação de um de *swap* associado ao financiamento. Tal situação torna esta solução menos interessante, apesar de ser, em termos de custos, a proposta mais vantajosa para a MP (diferencial de cerca de 20 p.b. para as propostas da Goldman Sachs, Nomura- sem derivado e Deutsche Bank).

ii. A proposta da Goldman Sachs (150 milhões de euros e *All-in Cost* de 120 p.b.), apesar de não exigir a contratação de um *swap* associado ao financiamento, faz depender as condições apresentadas da reestruturação do contrato de *swap* assinado, com esta entidade, a 15 de Fevereiro de 2008 (ver ponto (3) da página 6).

iii. O Nomura (100 milhões de euros) faz depender as condições apresentadas da reestruturação do contrato de *swap* que a MP contratou com a Goldman Sachs. Apesar de apresentar um *All-in Cost* superior ao da proposta da Goldman Sachs em 0,6 p.b., revela-se preferível pois apresenta condições de reestruturação mais vantajosas para a MP (analisada no ponto 3).

iv. A proposta do Deutsche Bank, no montante de 180 milhões de euros e com um *All-in Cost* de 123,3 p.b. não exige a contratação de qualquer instrumento derivado.

v. A proposta do Nomura, no montante de 100 milhões de euros, não exigindo a contratação de um *swap* em conjunto com o financiamento, apresenta um *All-in Cost* relativamente mais elevado do que as quatro propostas anteriores em cerca de 30 p.b.

2.2. PROPOSTAS SEM GARANTIA DA REPÚBLICA

A MP recebeu 7 propostas de financiamento, a 5 anos, sem garantia da República Portuguesa e no formato de financiamento Mútuo ou *Schuldschein*. As principais características das propostas são:

i. O Deutsche Bank apresenta 3 propostas. Duas delas assumem, para além da contratação de um novo *swap* associado ao financiamento, a reestruturação de parte (84 milhões de euros) do *swap* contratado com o Deutsche Bank, em Fevereiro de 2008 (no ponto B infra, procede-se à análise das estruturas de cobertura do risco de taxa de juro apresentados pelo Deutsche Bank)[5] – a primeira, mais vantajosa para a MP, apresenta um *All-in Cost* de 140 p.b. para um montante de financiamento de 100 milhões de euros; a segunda, apresenta um *All-in Cost* de 200 p.b. para um montante de 180 milhões de

[5] Esta componente do *swap*, cuja performance depende da evolução dos índices proprietários do Deutsche Bank DB EURFRB e DB GBPCHF, apresenta um valor de mercado positivo, passível de apropriação pela MP. Para além disso, na actual conjuntura faz sentido efectuar a reestruturação, especialmente porque o DB EURFRB apenas tem boa performance num contexto de queda de taxas de juro.

euros. Uma terceira proposta, para um montante de financiamento de 150 milhões de euros, apresenta um *All-in Cost* de 215 p.b., apenas exigindo a contratação de um *swap* associado ao financiamento. A primeira das propostas consubstancia-se como a mais vantajosa para a MP.

ii. O Nomura apresenta duas propostas. Apenas uma delas se revela interessante para a MP, apresentado as seguintes características: (a) 75 milhões de euros de financiamento; (b) *All-in Cost* de 140,6 p.b.; (c) reestruturação do contrato de *swap* assinado, em Fevereiro de 2008, entre a MP e a Goldman Sachs; (d) contratação de um *swap* associado ao financiamento.

iii. O Barclays Bank apresenta uma proposta com o montante de 75 milhões de euros e um *All-in Cost* de 175 p.b., fazendo depender estas condições da contratação de um *swap* associado ao financiamento.

iv. Por último, a Goldman Sachs apresenta uma proposta para o financiamento de 50 milhões de euros, com um *All-in Cost* de 175 p.b. e fazendo depender as condições apresentadas da reestruturação e desintermediação (ver ponto (3) da página 6) do contrato de *swap* estabelecido, em Fevereiro de 2008 e no montante de 126 milhões de euros.

Com excepção da proposta da Goldman Sachs, que faz depender as condições apresentadas da reestruturação do *swap* que actualmente detêm com a MP (ver ponto 3), as propostas apresentadas pelo Barclays Bank, pelo Deutsche Bank e pelo Nomura, assentam na contratação em simultâneo e pelo prazo de vida da operação de financiamento de uma estrutura de cobertura de risco de taxa de juro. A hierarquização das propostas apresentadas deverá ter em consideração, não apenas o *All-in Cost*, mas igualmente as condições oferecidas para as estruturas de cobertura da exposição ao risco de taxa de juro que lhes estejam a venham a estar associadas a financiamentos. Apresentam-se, de seguida, as principais características das propostas de cobertura do risco de taxa de juro expostas pelas três entidades referidas.

A. Barclays Bank

São apresentadas duas alternativas para o contrato de cobertura do risco de taxa de juro: uma primeira em que o pagamento da MP depende da evolução da

Euribor a 12 meses (Eur 12M); e uma segunda em que o pagamento da MP depende da evolução de um índice proprietário do Barclays Bank.

A primeira das propostas caracteriza-se, resumidamente, pela MP:

i. Receber, entre Maio de 2009 e Maio de 2012, a Eur. 3M numa base trimestral.

ii. Pagar no período referido em i) uma taxa dependente da evolução da Eur. 12M[6], isto é:

   a. Se Eur. 12M for maior que 4,75%, a MP paga Eur. 12M.

   b. Se Eur. 12M estiver entre 3,5% e 4,74%, a MP paga 3,5%.

   c. Se Eur. 12M estiver entre 2% e 3,5%, a MP paga Eur. 12M.

   d. Se Eur. 12M for inferior a 2%, a MP paga Eur. 12M-1,5x(2%-Eur. 12M).

Já a segunda proposta caracteriza-se pela MP:

i. Receber entre Maio de 2009 e Maio de 2019, a Eur. 3M numa base trimestral.

ii. Pagar para o período e na base definidos em i) a soma entre um cupão e um *spread*, em que:

   a. O cupão depende da evolução da Eur. 3M: (i) se esta for superior a 3% a MP paga 3%; (ii) se estiver no intervalo entre 2% e 3%, a MP paga Eur. 3M; (iii) se for inferior a 2%, a MP paga Eur. 3M-2x(2%-Eur 3M).

   b. O *spread* é zero nos três primeiros anos. Nos restantes sete, depende da performance do índice *Atlantic Exceed*, índice proprietário e cotado em mercado líquido. Assim, o montante a pagar pela MP, sujeito a um limite mínimo de -4% e a um limite máximo de 4%, é calculado da seguinte forma: 1%xN-Performance Cumulativa do Índice.

A primeira das propostas, porque não acompanha o financiamento até à maturidade não se apresenta como atractiva para a MP. Já a segunda, porque permite que a MP reduza o seu custo de financiamento através da exposição ao Atlantic Exceed enquanto continua a beneficiar dos valores baixos que a Eur. 3M tem apresentado, com um nível de protecção muito atractivo. Esta alternativa está apresentada para uma operação a 10 anos. Para operações com prazos inferiores

---

[6] Eur. 12M *in arrears*; isto é, Eur. 12M dois dias antes do último dia do período de contagem de juros.

as condições serão, necessariamente, menos atractivas. Como é preferível um financiamento a 5 anos, bem como contratos de *swap* que não estejam ligados a índices proprietários (pela maior dificuldade de reestruturação da estruturas com outra entidade que não a original), considera-se esta segunda alternativa pouco atractiva para a MP.

B. Deutsche Bank

Tal como referido anteriormente, a proposta de financiamento mais vantajosa para a MP assume, para além da contratação de um novo *swap* associado ao financiamento, a reestruturação de parte (84 milhões de euros) do *swap* contratado com o Deutsche Bank em Fevereiro de 2008.[7] Apresentam-se, de seguida, as principais características quer da proposta de *swap* associado ao novo financiamento, quer da reestruturação referida.

Das três alternativas propostas inicialmente para o contrato de cobertura do risco de taxa de juro associado ao financiamento, considerou-se, a apresentada de seguida, como a mais atractiva para a MP (de notar que as condições apresentadas, consideravelmente melhores que as da proposta de Abril de 2009, se devem à reestruturação em simultâneo do *swap* já existente com o Deutsche Bank):[8]

i. Receber, entre Maio de 2009 e Maio de 2014, Eur. 6M + 1,4% (taxa paga no financiamento) no número de dias do período de contagem de juros em que a taxa CMS do Euro a 30 anos é superior a 3%.
ii. Pagar, entre Maio de 2009 e Maio de 2010, 4,2%.
iii. Pagar, entre Maio de 2010 e Maio de 2014: 4,2% + 5 x Max[-0,30% - *YoY Inflation*, 0%]. Isto é, a MP fica exposta ao risco de deflação.
iv. Acresce ainda que o Deutsche Bank detém a opção (semestral) de, após o primeiro ano, alterar a taxa de 4,2% em Eur. 6M + 1,4%.

Antes de apresentar a proposta de reestruturação, importa descrever a estrutura actualmente em vigor. Desta forma, a estrutura actual apresenta as seguintes características:

---

[7] Importa referir que o Deutsche Bank apresenta ainda uma *Partially Collateralised Funding Proposal*, que se considera, neste contexto de mercado e dadas as taxas fixas associadas (4,95% e 5,25% para 5 e 7 anos, respectivamente), não atractiva para a MP.

[8] As outras duas alternativas apresentadas, uma porque parte de uma taxa fixa muito elevada (5,5%) e, a outra, porque faz depender a taxa fixa a pagar pela MP da performance de um índice proprietário (*DB Sharp Swap*), não se consideraram às mais atractivas para a MP.

i. A MP recebe até à maturidade juros à taxa variável Eur. 6M, acrescida de um *spread* de 25 p.b., sendo o valor nocional de 84 milhões de euros.

ii. A MP paga durante os primeiros quatro anos do contrato a taxa variável Eur. 6M.

iii. Nos restantes anos, isto é, entre 15 de Fevereiro de 2012 e 15 de Fevereiro de 2028, a MP paga uma taxa fixa que resulta da subtracção da performance cumulativa, nos primeiros 4 anos da transacção, de um índice compósito à taxa de 9,75%. A taxa fixa referida tem um limite máximo (CAP) de 8,95%.

iv. O índice compósito é composto por dois índices proprietários do Deutsche Bank, cotados em mercado líquido e com estratégias de funcionamento transparentes: *Forward Rate Bias Index* e o *GBPCHF Carrier Concept Index*.

A proposta de reestruturação caracteriza-se, de forma resumida, por:

i. A MP recebe até à maturidade juros à taxa variável Eur. 6M, no número de dias do período de contagem de juros em que o diferencial entre a curva CMS a 10 anos do Euro e a curva CMS a 2 anos do Euros é maior que -0,20%, acrescida de um *spread* de 25 p.b.

ii. A MP paga durante os primeiros três anos do contrato a taxa variável Eur. 6M.

iii. Nos restantes anos, isto é, entre 15 de Fevereiro de 2012 e 15 de Fevereiro de 2028, a MP paga uma taxa fixa que resulta da subtracção da performance cumulativa, nos primeiros 3 anos da transacção, de um índice à taxa de 8,85%. A taxa fixa referida tem um limite máximo (CAP) de 7,85%.

iv. O índice em referência é o índice *USD Trends Index*, proprietário do Deutsche Bank, cotado em mercado líquido e com estratégias de funcionamento transparentes.

Como consequência da estratégia de gestão activa seguida pelo DAF, propondo o reajustamento das estruturas em função da referida evolução, identifica-se uma boa oportunidade para a reestruturação do referido contrato, na medida em que: (i) a estrutura apresenta um valor de mercado positivo; (ii) faz sentido que a estrutura deixe de estar exposta ao índice Forward Rate Bias, na actual

conjuntura, na medida em que este índice apresenta uma boa performance em momentos de descida das taxas de juro.

A proposta, no seu conjunto (*swap* sobre financiamento mais reestruturação da componente de 84 milhões de euros do *swap* actual), é atractiva porque permite à MP: (i) a obtenção de um *spread*, na componente de financiamento, de 1,4%; (ii) reduzir o CAP na estrutura sobre os 84 milhões de euros de 8,95% para 7,85%; (iii) reduzir a taxa fixa no *swap* sobre o financiamento de 5,15% para 4,2%.

C. Nomura

A proposta apresentada consiste num contrato de cobertura do risco de taxa de juro associado ao financiamento de 75 milhões de euros, em que:

i. A MP recebe, semestralmente, Eur. 6M + 1,4% (montante que paga na componente do financiamento).

ii. A MP paga anualmente, durante 5 anos, uma taxa fixa média estimada de 2,16%.[9]

iii. A taxa fixa depende da performance do índice *Nomura Risk Adjusted MPS EUR*, proprietário do Nomura e cotado em mercado líquido.

As condições apresentadas, quer ao nível do *swap* descrito anteriormente, quer ao nível do financiamento dependem da reestruturação do contrato de *swap* que a MP contratou, em Fevereiro de 2008, com a Goldman Sachs.

No seu conjunto (proposta de *swap* sobre o financiamento mais proposta de reestruturação do *swap* com Goldman Sachs) a proposta apresenta-se atractiva para a MP pois: (i) permite obter um *All-in Cost* competitivo na componente de financiamento (140,6 p.b.); (ii) a MP paga uma taxa fixa estimada de 2,16% no conjunto de financiamento mais *swap*; (iii) permite que a MP reestruture o *swap* com a Goldman Sachs com condições bastante atractivas (ver ponto seguinte).

3. REESTRUTURAÇÃO DO *SWAP* COM A GOLDMAN SACHS

Em 14 de Fevereiro de 2008 foi assinado com a Goldman Sachs, um contrato de financiamento no montante de 126 milhões de euros, com maturidade a 20 anos, ao qual está associada uma estrutura de cobertura de risco de taxa de juro (ver Anexo

[9] Calculada assumindo a performance média anual do índice Nomura Risk Adjusted MPS EUR desde 1990 – 0,70% (de notar que o índice está activo desde 2004).

XI), cujo valor nocional e maturidade são idênticos aos da operação de financiamento contratada.

No âmbito da estratégia de gestão activa seguida pelo DAF no que se refere à monitorização da evolução dos mercados de dívida, propondo o reajustamento das estruturas que a MP detém em carteira em função da referida evolução, tem-se vindo a receber propostas de reestruturação do *swap* referido desde 4 de Setembro de 2008 (ver no Anexo XI propostas apresentadas pela Goldman Sachs).

Se numa primeira fase as propostas recebidas tiveram origem na entidade que detém em carteira tal instrumento derivado, recentemente, o Banco Nomura tem-se demonstrado interessado em reestruturar a operação em causa (ver no Anexo XII propostas apresentadas pelo Banco Nomura).

De seguida, apresentam-se as principais características da estrutura actualmente em vigor, bem como das propostas de reestruturação apresentadas pela Goldman Sachs e pelo Nomura.

I. Estrutura Contratada com Goldman Sachs (Anexo X)

A estrutura actual apresenta, resumidamente, as seguintes características:

i. A MP recebe até à maturidade a taxa variável Eur. 3M, acrescida de um spread (-5 p.b. no primeiro ano, 10 p.b. entre os anos 2 e 6 e 25 p.b. até ao 20º ano), em função do número de dias no período de contagem de juros em que o diferencial entre o CMS a 10 anos da Libra e o CMS a 10 anos do Euro seja superior a -0,45%.

ii. A MP paga a taxa fixa de 1,665% se o Max(Eur 12M, Libor do USD 12M) for inferior a 7,75%, caso contrário paga a taxa fixa de 7,75%.

iii. Ao montante referido em ii. poderá acrescer um *spread* adicional, com efeito memória, se o diferencial entre o CMS a 10 anos da Libra e o CMS a 10 anos do Euro for inferior a -0,45%.

iv. Ao montante referido em ii. poderá acrescer um segundo *spread* adicional, com efeito memória, se o diferencial entre o CMS a 10 anos do Euro e o CMS a 2 anos do Euro for inferior a -0,30%.

v. A taxa fixa a pagar apresenta um CAP médio de 6,33%.

Considerando a evolução dos factores de risco referidos supra, nomeadamente: (i) as taxas variáveis Eur. 12M e Libor do USD a 12M estão a níveis mínimos – o que permite retirar este risco a baixo custo; (ii) a evolução positiva do diferencial entre o CMS a 10 anos da Libra e o CMS a 10 anos do Euro face ao strike de -0,45% - o que permite retirar este risco a baixo custo; (iii) o aumento significativo na inclinação spot do diferencial entre o CMS a 10 anos do Euro e o CMS a 2 anos do Euro, diminuindo o risco de *cash flow*; permitirá reduzir os riscos subjacentes à estrutura não afectando os *cash flows* que lhe estão associados.

De entre as propostas apresentadas pelas duas entidades, reestruturação integral da estrutura por um lado e, reestruturação parcial da estrutura, por outro, considera-se que a primeira se consubstancia na mais vantajosa para a MP. Apresentam-se, de seguida, as propostas das duas entidades para a reestruturação integral do contrato de cobertura de risco de taxa de juro que a MP tem em carteira.

II. Proposta de Reestruturação da Goldman Sachs (Anexo XI)

A proposta apresenta, resumidamente, as seguintes características:

i. A MP recebe, até à maturidade, o que pagava à Goldman Sachs e paga, até à maturidade, o que recebia da Goldman Sachs; ou seja, a posição da MP fica totalmente coberta.
ii. A MP recebe, até à maturidade, a taxa variável Eur. 3M, acrescida de um *spread* (-5 p.b. no primeiro ano, 10 p.b. entre os anos 2 e 6 e 25 p.b. até ao 20º ano).
iii. A MP paga a taxa fixa de 3,60% até 13 de Fevereiro de 2013.
iv. Entre 13 de Fevereiro de 2013 e 15 de Fevereiro de 2017 paga 19% menos a performance alavancada do índice *Macro Harvester* (proprietário da Goldman Sachs e cotado em mercado líquido).
v. Entre 15 de Fevereiro de 2017 e 15 de Fevereiro de 2028, paga 19% menos a performance alavancada do índice *Ramses* (proprietário da Goldman Sachs e cotado em mercado líquido).
vi. A taxa fixa a pagar pela MP tem um CAP a 19% e não tem FLOOR.

vii. Considerando as performances médias anuais dos dois índices referidos, a MP teria que pagar uma taxa média (estimada) até à maturidade de 6,5% (ver cálculos no Anexo XIII).

As condições apresentadas assumem ainda a desintermediação do valor de mercado negativo do *swap*, sendo, segundo a Goldman Sachs, de -90 milhões de euros. Tal desintermediação consiste na contratação de um *swap plain vanilla* com entre MP e uma terceira entidade escolhida para o efeito. Um *swap* de troca de taxas 6,4% por 4,2% e sobre um montante de 300 milhões de euros satisfaz esta condição.

Considerarmos que, e apesar de em termos económicos este processo não acarretar qualquer ganho / perda para a MP, não deva ficar a MP exposta a uma terceira entidade e, por isso mesmo, realizar tal processo de desintermediação.

III. Proposta de Reestruturação do Nomura (Anexo XII)

A proposta apresenta, resumidamente, as seguintes características:

i. A MP recebe, até à maturidade, o que pagava à Goldman Sachs e paga, até à maturidade, o que recebia da Goldman Sachs; ou seja, a posição da MP fica totalmente coberta.
ii. A MP recebe, até à maturidade, a taxa variável Eur. 3M.
iii. A MP paga, até à maturidade, uma taxa fixa que dependerá da performance alavancada do índice *Nomura Risk Managed IRIS EUR* (proprietário do Nomura e cotado em mercado líquido).
iv. A taxa fixa a pagar pela MP tem um CAP a 10,75% e um FLOOR a 1%.
v. Considerando as performances médias anuais do índice, a MP teria que pagar uma taxa média (estimada) até à maturidade de 2,23%% (ver cálculos no Anexo XIII).

Comparativamente, a proposta do Nomura apresenta-se mais vantajosa para a MP, quer pela taxa média (estimada) mais baixa que a MP teria que pagar, quer pela obrigatoriedade, por parte da Goldman Sachs, de efectuar a desintermediação do *swap* existente.

4. CONCLUSÕES

No que diz respeito à componente de financiamento é de realçar que:

i. Quanto ao formato (Mútuo; *Private Placement* (*Schuldschein*) e Obrigacionista) verifica-se ser preferível a contratação de dívida com base num contrato de Mútuo ou de um *Schuldschein*.

ii. Face ao quadro de considerável incerteza quanto à evolução dos mercados de dívida, considera-se que a contratação do financiamento por uma maturidade de 5 anos, se afigura como sendo aquela que melhor poderá acautelar os interesses da MP, o que é reforçado por uma melhor relação Prazo - *All-in Cost*, tanto na alternativa com garantia, como sem garantia.

iii. As propostas sem garantia, contrariamente às propostas com garantia, pressupõem a contratação de um contrato de *swap* associado ao financiamento.

Considerando que:

i. Dadas as condições de mercado e as propostas recebidas para a reestruturação do *swap* contratado, em Fevereiro de 2008, com a Goldman Sachs, a MP deverá proceder à sua reestruturação integral (ver ponto 3).

ii. As condições actuais do mercado de taxa de juro parecem favoráveis para a reestruturação da componente de 84 milhões de euros do *swap* contratado com o Deutshe Bank (ver ponto 2.2).

iii. A contratação de um financiamento com garantia implica o desembolso dos fundos no prazo mínimo de 2 meses, o que não se coaduna com as necessidades de tesouraria da MP para os próximos meses, tal como se demonstra na Tabela 4:

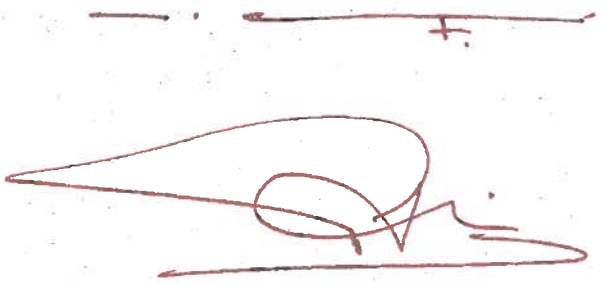
Tabela 4: Saldo previsional de tesouraria para os próximos 4 meses, assumindo a não contratação do *leasing* dos veículos Tram Train

(milhares de euros)	MAI (Prev.)	JUN (Prev.)	JUL (Prev.)	AGO (Prev.)
Fluxo Líquido previsional de Tesouraria	-20.263	-48.004	-26.789	-38.371
Saldo previsional de Tesouraria	-12.863	-60.867	-87.656	-126.027

Assim, a ser seguida esta alternativa deverá ser negociado um financiamento intercalar num montante que assegure o regular cumprimento das obrigações financeiras da empresa até ao momento do encaixe dos fundos provenientes da operação garantida.

Face ao exposto, propomos que seja contratada uma operação de financiamento no montante de 180 milhões de euros, nos moldes seguintes:

I. Com garantia da República Portuguesa:
   i. Contratação de um financiamento intercalar com o BPI, no montante de 50 milhões de euros, até que seja efectuado o *closing* da operação no montante de 180 milhões de euros com garantia.
   ii. Contratação de 100 milhões de euros com o Nomura, por um prazo de 5 anos e com um *All-in Cost* de 120,6 p.b.
   iii. Contratação de 80 milhões de euros com o Deutsche Bank, por um prazo de 5 anos e com um *All-in Cost* de 123,3 p.b.

II. Sem garantia da República Portuguesa:
   i. Contratação de 105 milhões de euros com o Deutsche Bank, por um prazo de 5 anos e com um All-in Cost de 140 p.b.
   ii. Contratação de 75 milhões de euros com o Nomura, por um prazo de 5 anos e com um *All-in Cost* de 140,6 p.b.

Em qualquer circunstância, as actualizações a obter, na componente da estrutura de cobertura de risco de taxa de juro associada ao financiamento, bem como na componente de reestruturação dos contratos de *swap* com Goldman Sachs e Deutsche Bank, terão sempre carácter indicativo e estarão sujeitas às condições de mercado no momento do *closing* das operações.