Boa tarde Sr. Presidente e Senhores Deputados.

Agradeço a oportunidade de fazer uma intervenção inicial, dando o meu contributo para o esclarecimento das operações de cobertura de risco de taxa de juro no quadro do financiamento das empresas públicas.

Reporto-me ao período em que exerci as funções de Vice-Presidente da REFER, entre Outubro de 2005 e Junho de 2010.

Como já aqui foi afirmado pelo então Presidente da REFER, quando iniciámos o nosso mandato, tínhamos um enorme desafio: o de encontrar financiamento para as elevadas necessidades de fundos da REFER. Para fazer face ao programa de investimentos, ao serviço da dívida já existente e aos gastos de operação era elaborado um plano financeiro contemplando as receitas próprias, os fundos comunitários e alguns fundos públicos e estabelecido o programa de financiamento e solicitado o aval do Estado a essas operações.

A opção de financiar a REFER fora do quadro do orçamento de Estado e da dívida pública não foi uma opção nossa.

Quando iniciámos o mandato, a dívida financeira da REFER era aproximadamente de 3,5 mil milhões de euros dos quais mais de mil milhões eram de curto prazo.

O elevado montante de dívida existente e as necessidades de obtenção de mais dívida para o cumprimento das missões que o Estado atribuiu à REFER obrigavam a uma gestão financeira de grande exigência.

Nestas circunstâncias, era necessário ter uma equipa de gestão com capacidade e conhecimento para adoptar rigorosos procedimentos de controlo da despesa e de obter financiamento directamente no mercado externo, uma vez que no mercado interno não havia capacidade para esse volume de financiamento.

Uma equipa de gestão que assegurasse o relacionamento com as agências de *rating* (S&P's e Moody's) para a manutenção do *rating* que a empresa tinha acabado de obter bem como uma gestão da carteira de dívida adequada à sua dimensão e complexidade.

Logo em 2006 procedemos a duas emissões de *eurobonds*. Uma emissão de 600 milhões, com aval do Estado, a 20 anos e outra de 500 milhões, *stand alone*, a 15 anos. O total destas duas emissões, 1,1 mil milhões de euros, destinou-se a transformar dívida de curto prazo já existente em dívida de longo prazo, reduzindo desse modo o custo do endividamento e resolvendo um problema da liquidez ao mesmo tempo que permitia melhor adequar o perfil da dívida à natureza dos activos sob gestão da empresa.

Em 2008 estabelecemos um programa de EMTN (Euro Medium Term Note) para emissão de dívida, inovadoramente enquadrado na legislação portuguesa, obtendo desse modo uma poupança em termos dos custos globais de emissão e estabelecendo uma presença em mercado, contribuindo para alargar o universo de tomadores de dívida.

Mantivemos uma gestão da liquidez e de confiança para com os investidores e agências de *rating* assegurando uma facilidade de crédito (*back-up facility*) de 500 milhões para uso apenas em situações de emergência.

Seguimos uma política de transparência e rigor de informação, de resto uma exigência para qualquer emitente de dívida em mercado, explicitando desde 2007 com efeitos reportados a 2006, nos relatórios e contas anuais elaborados de acordo com as normas internacionais, todas as responsabilidades incluindo as potenciais como é o caso do mark-to-market dos swaps.

Os relatórios e contas anuais foram desde 2007 publicados na CMVM tal como era exigido.

É neste contexto de gestão de carteira de dívida que se insere a contratação de swaps para cobertura do risco de taxa de juro e minimização do custo do financiamento nas operações de médio e longo prazo. Nas operações de curto prazo procurávamos a minimização dos spreads através da negociação com os bancos e instrumentos com um nível de fiscalidade mais favorável (papel comercial).

O custo dos *swaps* mais não é que o custo dos financiamentos obtidos e é desse modo que deve ser lido, no quadro de uma gestão de carteira. No final não existe custo ou ganho de *swaps* mas custo do capital tomado de empréstimo.

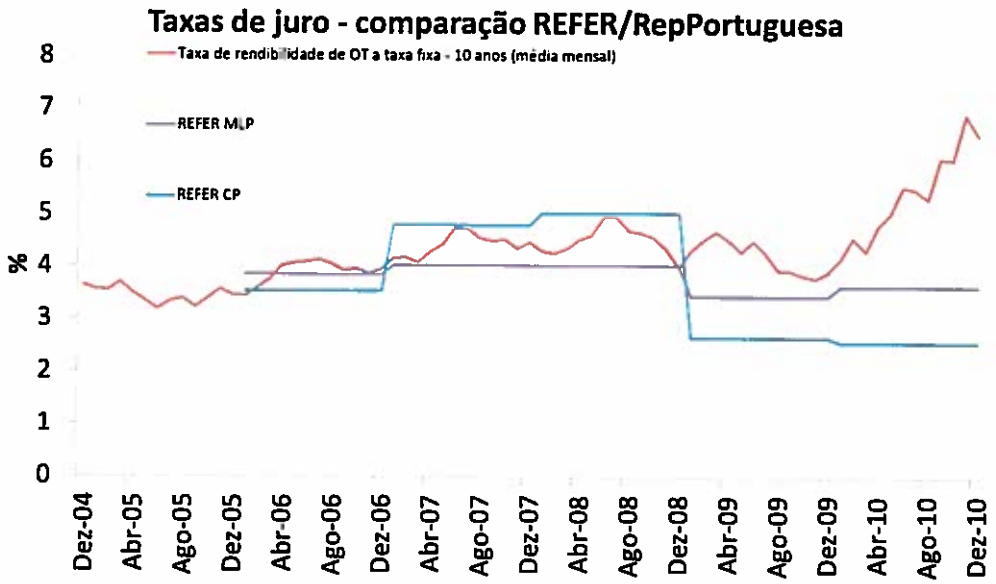
Importa analisar, para o período em referência, qual foi o custo de financiamento na REFER (incluindo ganhos e perdas de *swaps*):

Taxa média anual de financiamento (em %)	2010	2009	2008	2007	2006
MLP	3,644	3,451	4,042	4,043	3,857
CP	2,58	2,668	5,029	4,8	3,537

Apesar do significativo agravamento dos *spreads* ocorrido em 2009, conseguimos uma boa taxa média de custo do financiamento devido a gestão activa da carteira.

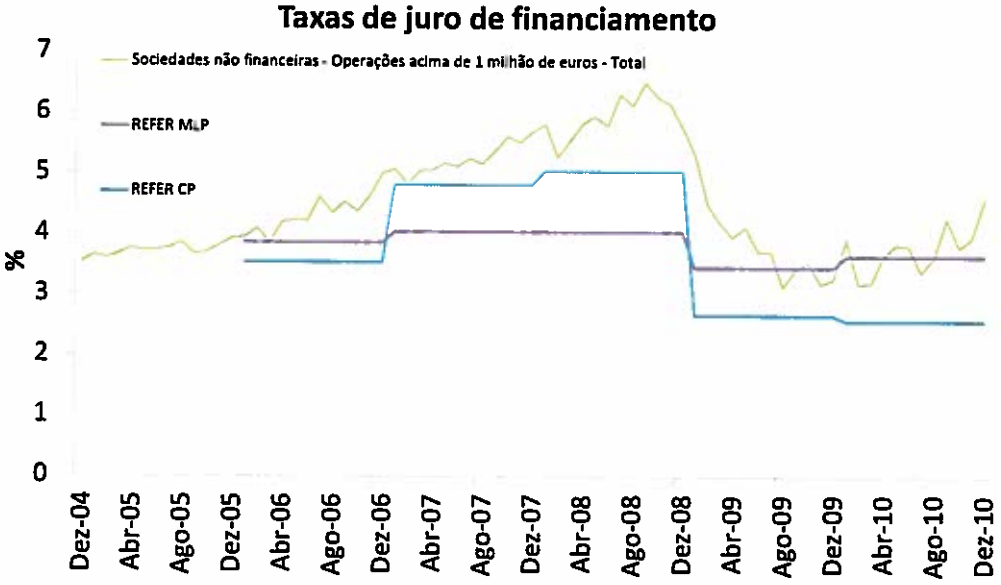
E o que significou esse custo quando comparado com a República Portuguesa, ou com outras empresas não financeiras.

Quando comparado com as obrigações do Tesouro (gráfico seguinte) verifica-se que a dívida da REFER pagou, regra geral, menos juro. Isto significa que se o financiamento da REFER tivesse sido realizado com recurso a dívida pública poderia ter ficado mais caro. E também que se não tivéssemos feito uma gestão dinâmica da carteira de dívida teríamos pago mais pelos financiamentos obtidos.



Fontes: Banco de Portugal e REFER

Se compararmos com o custo de financiamento através de empréstimos bancários incorrido pelas sociedades não financeiras em Portugal (gráfico seguinte) verificamos igualmente que o custo de financiamento da REFER foi menor.



Fontes: Banco de Portugal e REFER

Podemos ainda comparar o custo do financiamento obtido à luz da rentabilidade financeira e económica dos investimentos que a REFER fez e também nessa perspectiva, o custo de capital foi inferior a 5%, taxa de rentabilidade mínima exigida pela Comunidade Europeia para investimentos em infra-estruturas, aos quais a REFER se candidatou e obteve aprovação.

Podemos portanto concluir que a gestão activa da carteira de dívida da REFER foi positiva.

Tínhamos uma política conservadora visando o menor custo em toda a maturidade da dívida e não apenas no imediato. Não fazíamos *swaps* para obter ganhos mas para obter poupança no custo dos financiamentos.

Procedíamos a uma análise rigorosa das operações, considerando sempre mais que uma alternativa e todas as operações eram suportadas em referências de mercado observáveis.

A gestão do risco financeiro era conduzida pela Direcção Financeira com base em políticas aprovadas pela Administração.

A Administração definiu políticas de risco em particular para áreas específicas como o risco de taxa de juro e o risco de crédito. Para o risco de taxa de juro enquadrava-se o uso de derivados e de outros instrumentos financeiros.

Relativamente ao risco de crédito, a orientação da Administração era no sentido de celebrar as operações de gestão da carteira tendo como contrapartes instituições financeiras de *rating* e credibilidade elevadas e operações enquadradas em contractos ISDA de acordo com as normas internacionais.[1]

O princípio objectivo da gestão de risco de taxa de juro era a protecção relativamente a movimentos de subida de taxa de juro na medida em que as receitas da empresa eram, e são, imunes a essa variável inviabilizando uma cobertura natural.

A opção pelo tipo de instrumento resultava de uma análise custo/benefício realizada caso a caso. Eram utilizados instrumentos financeiros derivados (swaps) para **cobrir o risco de taxa de juro e reduzir os encargos financeiros** associados aos empréstimos. Pontualmente efectuávamos operações de reestruturação decorrentes da evolução do mercado.

Na gestão activa da carteira procurou-se a diversificação como forma de manter um portefólio equilibrado e de volatilidade reduzida, adoptando uma postura conservadora face ao risco quer em termos das características dos instrumentos quer em termos dos indexantes.

As operações financeiras eram estudadas e propostas pela Direcção Financeira ao Administrador Financeiro que por sua vez as colocava em Conselho de Administração. Todas as

[1] ISDA, anacrónimo para International Swaps and Derivatives Association.

operações financeiras foram aprovadas, na sua forma final, pelo Conselho de Administração por unanimidade.

O resultado desta gestão financeira rigorosa foi, em meu entendimento, muito positivo para a empresa e por conseguinte para o Estado Português.

Fico à disposição dos senhores deputados para os esclarecimentos que considerem necessário.

Lisboa, 15 de Outubro de 2013

Alfredo Vicente Pereira