

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

30.<sup>a</sup> Reunião  
(2 de outubro de 2013)

---

**SUMÁRIO**

O Sr. Presidente (Jorge Lacão) deu início à reunião às 10 horas e 17 minutos.

O Sr. Dr. Paulo Gray (Diretor da StormHarbour Portugal (desde setembro de 2011) prestou esclarecimentos aos Srs. Deputados Hélder Amaral (CDS-PP), Paulo Sá (PCP), Mariana Mortágua (BE), Afonso Oliveira (PSD) e João Galamba (PS).

O Sr. Presidente encerrou a reunião eram 13 horas e 50 minutos.

O Sr. Presidente (Jorge Lacão): — Está aberta a reunião.

*Eram 10 horas e 17 minutos.*

Srs. Deputados, temos hoje connosco o Dr. Paulo Gray, diretor da StormHarbour, a quem saúdo em nome de todos os Srs. Deputados, agradecendo-lhe a disponibilidade para estar connosco na Comissão de Inquérito, fazendo-se acompanhar pela Dr.<sup>a</sup> Margarida Couto, advogada da instituição.

Estou também informado de que o Dr. Paulo Gray não deseja fazer nenhuma intervenção inicial, pelo que passaremos de imediato às perguntas que os Srs. Deputados queiram colocar.

Confirma que assim é, Sr. Doutor?

O Sr. Dr. Paulo Gray (Diretor do Conselho de Administração da REFER): — Confirmo, Sr. Presidente.

O Sr. Presidente: — Nesse sentido, dou a palavra ao Sr. Deputado Hélder Amaral, a quem cabe iniciar a primeira ronda.

Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Presidente, queria começar por cumprimentar o Dr. Paulo Gray e a equipa que o acompanha, bem como os colegas.

Sr. Doutor, o relatório da StormHarbour tem sido para nós o documento base a partir do qual temos feito as nossas audições. Obviamente, há um conjunto de entidades que, não conhecendo o relatório do IGCP — é confidencial —, muitos deles põem em causa aquilo que é a

classificação de problemáticos, tóxicos, menos tóxicos, mais problemáticos, mais complexos, menos complexos — utilizamos várias terminologias.

A minha primeira pergunta é, pois, no sentido de lhe pedir se nos pode explicar um pouco melhor, de forma rápida, os critérios para terem classificado e graduado estes *swaps*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, o trabalho da StormHarbour desenvolvido para o IGCP é eminentemente técnico, em que o relatório assume uma parte fundamental do trabalho, mas apenas uma parte do trabalho.

Relativamente à questão da classificação das operações, que é uma componente que está no relatório, foi feita por grau de complexidade. Portanto, nós olhámos para todas as operações, não só as que estavam no seu estado final, mas também todas as reestruturações a que qualquer uma das operações foi sujeita e classificámo-las por complexidade no momento em que foram realizadas e nas várias reestruturações. E classificámo-las com grau de complexidade de 1 a 5, sendo 1 o menos complexo e 5 o mais complexo.

A classificação obedeceu sempre a critérios tendo em conta o pagamento esperado do *swap* e a fórmula que existia no *swap*. Portanto, tem sempre a ver com características idiossincráticas de cada uma das operações, sendo que, obviamente, um *swap* de taxa de juro perfeitamente normal — em que se paga taxa fixa e recebe taxa variável — seria 1.

No caso de uma operação conhecida agora como *snowball*, em que a sua variação, os seus pagamentos iriam depender do movimento das taxas

de juro, em que havia uma componente de memória, ou seja, se o mercado recuperasse para níveis fora do nível que estava a causar o pagamento de um cupão maior iríamos estar presos ao passado, isto é, a pagar as taxas de juro e os cupões passados e, portanto, não sairíamos disso.

Em termos genéricos, os nossos técnicos olharam para cada uma das operações no momento em que foram contratadas e nas suas reestruturações e, classificando o tipo de operação que era, criaram-se cinco cabazes: se fosse um plano *vanilla swap* ou um *swap* de taxa de juro normal enquadrava-se no 1; se fosse uma operação de *swap* que tivesse uma característica de opção de taxa de juro normal não digital, então enquadrava-se no 2. Tínhamos uma definição para cada tipo de *swap* e depois isso ir-se-ia enquadrar nessas classificações, sempre considerando o grau de complexidade.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Hélder Amaral.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Doutor, então, eu queria falar em concreto de alguns.

No relatório refere, por exemplo, um caso de *swap* da Metro do Porto de 11 de janeiro, que é um *snowball* de risco 7. No início de vida esse *swap* tinha um *mark-to-market* negativo de 100 milhões. Eu gostava que me pudesse explicar o que tornava este *swap* tão problemático e o que é que o distingue, por exemplo, de um *plain vanilla* em concreto. Mas poderei dar-lhe o exemplo de um outro *swap* (página 7), em que há também na Metro do Porto, com a *Goldman Sachs*, um *swap* que tinha um *mark-to-market* de 67 milhões para o *notional* de 126, ou seja, tinha um *day one PV* gravíssimo.

As minhas perguntas são duas: em primeiro lugar, peço-lhe a explicação da diferença entre *swaps* e, em segundo lugar, pergunto-lhe se havia legitimidade da parte do administrador de uma empresa para assinar um *swap* destes.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, a StormHarbour elaborou o seu relatório e, mais uma vez, refiro que é ele apenas uma parte do seu trabalho, a primeira fase contratualizada com a IGCP.

Penso que o Sr. Deputado se referiu ao relatório do IGCP e a StormHarbour não tem conhecimento do relatório do IGCP. O trabalho que a StormHarbour realizou e o relatório da StormHarbour será um *input* importante para o relatório do IGCP, predominantemente, penso eu, quantitativo, numérico. Ou seja: o contributo da StormHarbour é numérico, quantitativo, tem uma componente de classificação das operações pela sua complexidade, mas, relativamente à classificação - e penso que o Sr. Deputado refere uma classificação 7 - a classificação que a StormHarbour realizou em termos de complexidade vai de 1 a 5.

Tenho a maior disponibilidade e, obviamente, o maior interesse em esclarecer questões que estejam no relatório da StormHarbour, mas, por desconhecimento do relatório do IGCP, não poderei comentar especificamente questões que dele constem, porque não o conheço.

A segunda pergunta do Sr. Deputado tem a ver com legitimidade. Não quero ser fastidioso, mas o nosso *input* para esta matéria foi feito com base nas nossas capacidades analíticas e experiência de mercado. A consideração da legitimidade para realizar uma operação não está dentro do perímetro de atuação da StormHarbour, que é uma empresa de serviços

financeiros e que, neste caso específico, contribuiu com o seu conhecimento analítico e com a sua experiência de mercado para analisar as operações muito aprofundadamente mas do ponto de vista da desagregação de todos os seus riscos, desde a sua génese, as várias reestruturações, até ao seu estado final, quantificação das variáveis métricas desses *swaps* — e muitas dessas métricas estão aqui vertidas no relatório.

Portanto, desse ponto de vista, esse foi o nosso contributo para o contrato de assessoria que tivemos com o Estado. Também do âmbito do contrato de assessoria que temos com o Estado consta a avaliação da reestruturação e simplificação de um *portfolio* de *swaps*, que são instrumentos financeiros derivados contratados pelas empresas públicas reclassificadas.

Não sei se respondi à pergunta, Sr. Deputado...

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Hélder Amaral.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Doutor, de qualquer forma, esquecendo os bancos em concreto... Eu não referi sequer os bancos envolvidos, há um que é com a Goldman Sachs e outro com o Santander..., um deles até foi reestruturado e passou depois para nível 1...

O que eu pretendia da parte de quem é especialista na matéria e foi contratado para ajudar era, de facto, em termos genéricos, perceber o que é que distingue um *snowball* de risco 7, que é o primeiro caso de um *swap* da Metro do Porto, de um *plain vanilla*, por exemplo, que é considerado pela StormHarbour de nível 1, para percebermos do que estamos a falar, o que é que um *snowball* inclui, o que é que está lá dentro que o torna tão complexo.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, um *snowball* — e não o vamos classificar por nível — é um *swap* no qual há uma componente de somatório face à observação anterior.

Por exemplo, num *swap* normal de grau 1 há um pagamento de uma taxa fixa e recebe-se uma taxa variável e, portanto, paga-se (a 5 anos) 5 %; mas as taxas vão para 3% e, obviamente, a perda a cada momento dessa decisão ou custo de oportunidade dessa decisão é «estar a pagar 5» *versus* «estar a pagar 3» e, assim, 2% será o custo de oportunidade.

No *snowball* acontece que o cupão vai ser sempre adicionado, ou seja, se há uma observação, se se acredita que a Euribor não vá abaixo dos 2%, contrata-se um *swap* no qual se paga um cupão mais baixo, mas, no caso de a Euribor estar abaixo dos 2%, pagamos o cupão anterior mais um determinado acrescento, sendo que, a partir do momento em que a taxa está abaixo dos 2%, se vai sempre acrescentar ao cupão anterior; se esse somatório for 2% e o cupão anterior for 4, passa a 6; se, quando se faz a observação seguinte, se se mantiver, passa a 8; se na observação seguinte também se se mantiver a Euribor, passa a 10; se as taxas de juro voltem para cima de 2%, estaremos ainda a pagar os 10.

Do ponto de vista da sensibilidade ao risco da taxa de juro — e aí nós medimos qual o impacto no justo valor de mercado da mexida de um *basis point* nas taxas de juro —, essa sensibilidade é muito maior num *snowball* do que num *plain vanilla*.

No exemplo que dei, o pior cenário num *plain vanilla* ou num *swap* de taxa de juro de grau 1 é pagarmos 5%, mas o pior cenário num *snowball* é pagar uma taxa de juro que vai aumentando e que, em muitos casos, pode ser um múltiplo de uma taxa de juro normal.

O Sr. Deputado, relativamente ao nosso relatório, desse ponto de vista pegou nos dois extremos, ou seja, numa operação que é um *swap* de taxa de juro normal e numa operação que é um *snowball*, no qual o pior cenário é sempre cumulativo e que tem aqui um efeito progressivo e de acumulação. Nós classificámo-lo como tal dado o facto de a sensibilidade à taxa de juro ser bastante elevada, ou seja, se houver um movimento adverso nas taxas de juro num grau 5 - e neste caso específico - o impacto é muito maior no valor justo de mercado do que no grau 1.

Se não tiver um *cap*... Em algumas operações há *snowballs* que têm um *cap*, ou seja, se tudo correr mal tenho as minhas perdas limitadas. Voltando ao exemplo que dei, se o cupão começar a subir tenho um *cap* 8, portanto, independentemente de, depois, a Euribor não regressar acima dos 2%, tenho sempre essa limitação do cupão, logo não vou para cupões de 10, de 12 ou de 14.

Na nossa classificação, o maior grau de complexidade seria o *snowball* sem *cap*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Hélder Amaral.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Doutor, deduzo que foi esse o critério utilizado para que na tabela 12, nas páginas 32 e 33 do relatório, em relação ao *snowball* da Metro de Lisboa, feito com o Santander a 30 de maio, que tinha, segundo a vossa classificação, complexidade de grau 5, tenham recomendado a sua eliminação.

Como diz que faz apenas uma avaliação técnica, mas aqui recomenda a sua eliminação, a minha pergunta é: que danos é que este *snowball* representava, isto é, se a assinatura deste contrato *snowball* foi avisada, porque na mesma empresa com outro banco, o Barclays, havia um

*plain vanilla* e a vossa recomendação é de manter esse *snowball*. Há aqui, no fundo, para leigos, «dois pesos e duas medidas» que eu gostava de perceber. E, voltando um pouco à minha ideia, pergunto se é uma gestão prudencial assinar *snowballs* com esta complexidade, uma vez que os próprios avaliadores consideram uns tão graves que recomendam a sua eliminação e em relação a outros recomendam a sua manutenção.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, o mandato da StormHarbour é de avaliação, reestruturação e simplificação das carteiras de instrumentos financeiros derivados.

Dentro desse mandato, procedemos à avaliação profunda de cada um desses contratos, à sua classificação por grau de complexidade e, na recomendação, seguindo e sendo fiéis ao nosso mandato, que esteve subjacente à nossa contratação, recomendámos eliminar todos aqueles que eram complexos.

Portanto, sendo esse o objeto do nosso contrato, ao analisarmos profundamente todos os contratos e ao classificá-los, recomendámos a eliminação de todos aqueles que eram complexos e a manutenção daqueles contratos que eram considerados de grau de complexidade mais reduzido. Por isso, desse ponto de vista, a nossa recomendação espelha o objeto do nosso contrato.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Doutor, em termos de critérios classificativos, falou-se aqui muito do caso concreto da REFER.

A minha pergunta é se fizeram também essa avaliação dos *swaps* considerados complexos e se me pode explicar exatamente, em termos de grau de complexidade, em que é que os contratos da REFER diferem dos outros.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, a nossa classificação é idiossincrática à operação contratada, às características do instrumento financeiro derivado contratado; é independente de quem o contrata, quer seja a instituição financeira, quer seja a empresa. Portanto, na classificação das operações, o que tivemos em conta foram as características específicas da operação: qual é o perfil esperado de pagamentos e *cash-flow* decorrente do *swap*; qual é a sua indexação, se é indexação a fatores da zona euro ou fora da zona euro, se é uma indexação a outros índices de mercado.

Portanto, desse ponto de vista, aquilo em que o *swap* da REFER difere dos outros está patente no nosso relatório, ou seja, nós classificámos as operações, em primeiro lugar, pela sua complexidade e, em segundo lugar, pelas características do *swap* e não dependente de quem o contratou, quer seja a instituição financeira, quer seja a empresa pública.

Por isso, o que poderá ver é que os *swaps* da empresa que o Sr. Deputado referiu foram classificados utilizando exatamente a mesma metodologia com que foram classificados os outros *swaps*..., porque não era relevante para a nossa metodologia quem os contratou.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Obviamente, como deve calcular, e presumo que tenha acompanhado os trabalhos da nossa Comissão, temos de fazer sempre uma avaliação e, no fundo, o que queremos é encontrar remédios seguros e eficazes para que situações destas não voltem a acontecer e queremos também perceber como é que a tomada de decisão foi feita.

Por exemplo, tivemos um conjunto de administradores que disseram que os contratos apenas deram perdas efetivamente por causa de uma conjuntura adversa - aliás, falou-se em «terramoto», «hecatombe», «algo impercetível», «algo impensável», como seja o cenário impensável de taxas de juro a zero.

O que eu gostaria de perceber, de um especialista como V. Ex.<sup>a</sup>, é o seguinte: daquilo que conhece dos contratos, o que é que teria acontecido se as taxas de juro tivessem seguido um perfil mais normal?

Depois, gostaria de saber se era ou não normal a utilização de *stress tests*, ou seja, se consideravam os piores cenários por parte das entidades e se nesses piores cenários caberiam ou não as situações que aqui encontramos, tudo isto para podermos perceber se os administradores postos naquela situação (como um bom *pater familias* posto naquela situação) podiam ou não ter tomado outra decisão.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, no nosso mandato, o que analisámos foi qual é que era a sensibilidade ao movimento da taxa de juro de cada uma das operações e a sensibilidade a todos os fatores de mercado, sendo as taxas de juro apenas um dos fatores de mercado que determinam o justo valor.

Portanto, não fizemos uma análise de qual é que seria o impacto do justo valor se tivéssemos um outro ambiente de taxas de juro. Penso, aliás, que isso é relativamente direto, isto é, ao ter uma sensibilidade do movimento de uma taxa de juro de uma determinada transação, saber se as taxas de juro variam, que é o chamado *DV one*, isto é, saber qual é que será o impacto, se as taxas de juro variam um *basis point* para cima ou um *basis point* para baixo.

O que sabemos é que este *portfolio*, como está expresso no nosso relatório, tem uma sensibilidade ao movimento das taxas de juro, mas tem sensibilidade a muitos outros fatores de mercado. Esse não é o único nem é exclusivo. Provavelmente é o maior, uma vez que é a taxa de juro do euro, mas dentro da taxa de juro do euro vários pontos da curva do euro. Portanto, o que poderá ver pelo nosso relatório é que, ao descerem as taxas de juro, o *mark-to-market* aumentou. Mas essa é apenas uma característica.

O Sr. Deputado referiu o perfil normal das taxas de juro. Devo dizer-lhe que, na minha experiência, não existe um perfil normal. Todos os dias somos defrontados perante novos acontecimentos, sejam económicos sejam de política monetária, que fazem impactar as taxas de juro.

Portanto, desse ponto de vista, o que analisámos aqui foi qual é que era a sensibilidade de cada transação e do *portfolio* em si à variação dos fatores de mercado, onde se inclui a taxa de juro.

Relativamente aos *stress tests*, há medidas utilizadas hoje em dia, como o chamado VaR, que são medidas para medir o risco em cenários adversos e que são utilizados. No nosso caso, utilizámos a sensibilidade ao movimento de taxas de juro.

No que toca a questões que têm a ver com a contratação das operações, o que analisámos foram as operações depois de serem contratadas e depois de serem reestruturadas. Não temos elementos para

comentar sobre a contratação das operações, porque não dispomos desses elementos. Aquilo de que dispomos é de todos os elementos para avaliar de uma forma bastante aprofundada as operações constantes deste *portfolio* das empresas públicas reclassificadas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Certo! Mas, ainda assim, temos afirmações de alguns responsáveis e de alguns especialistas que dizem que as empresas, nalguns momentos, seguiram outra motivação que não o seguro de risco. Aliás, já descobrimos que há *swaps* que procuram segurar um risco e que aumentam exponencialmente esse mesmo risco. Portanto, seguramente que, da avaliação técnica que fez e que faz, consegue responder-me a esta pergunta, porque, de facto, em alguns *swaps* há uma ligação direta entre o *swap* e o financiamento. Basta olharmos para o *cash-flow* para ver que se traduz claramente num financiamento das empresas, que têm pagamentos muito reduzidos no primeiro ano e que transferem para o futuro quer o risco, quer pagamentos muito elevados. De resto, isso perpassa na vossa avaliação. E eu pergunto se isso configura ou não uma outra motivação, que não é a de segurar o risco, mas, essencialmente, conseguir financiamento. Essa avaliação, consegue fazê-la certamente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, nós analisámos as operações de *swap per se*, ou seja, não analisámos situações de financiamentos associados aos *swaps*, mas se um *swap* contém uma componente de financiamento, essa também terá sido analisada.

Portanto, como está indicado no nosso relatório, o justo valor das operações depende predominantemente da variação dos fatores do mercado, onde, repito, a taxa de juro do euro é apenas um; depende também, obviamente, da configuração das operações..., se estamos a olhar para uma operação que foi configurada, em que até num *swap* normal de taxa de juro com uma curva de rendimentos positivamente inclinada, a partir do momento em que se paga uma taxa fixa, esse custo de mercado vai estar repercutido lá.

Outro exemplo: pode haver situações de operações que tinham cupões diferentes para os primeiros anos e para os últimos anos. Portanto, se estamos a analisar, se os cupões seriam mais baixos para os primeiros anos do que nos últimos anos e estamos a analisar no meio da operação, há aí uma componente como se fosse de financiamento, portanto, essa também é uma fonte do justo valor das operações.

Assim, do ponto de vista da sua questão, Sr. Deputado, as operações tinham características muito diferentes entre si: tinham indexações a fatores de mercado que tiveram impacto no justo valor, tinham componentes, talvez, de financiamento, em que existe uma expectativa de pagamento nos primeiros anos das instituições financeiras às entidades contratantes maior do que nos últimos anos e outros fatores, e nós analisámo-las, mas analisámos, como lhe disse, as operações de *per si* e não o financiamento contratado e não outras operações associadas, mas apenas aquelas, obviamente, que eram produtos derivados e constavam da carteira que a StormHarbour analisou.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Mudando um pouco a agulha, eu gostaria de saber a avaliação que fez a StormHarbour no tempo que se levou a resolver esse problema..., em particular, se a informação que vos foi dada era clara e suficiente e quão detalhada era ela.

Isto pelo seguinte: julgo que concordam com a negociação «musculada», concordam até com a seriação e a diferenciação que se fez de alguns bancos... Nós tivemos aqui um conjunto de entidades que supervisionam os bancos e não encontramos, à partida, nenhum problema comportamental dos bancos - embora um ou outro administrador tenha dito que foi «obrigado» a fazer *swaps*, outros disseram que os fizeram de livre e espontânea vontade.

Portanto, no fundo, a minha pergunta é se, da informação que tiveram para o trabalho, era possível ou não ser previdente do ponto de vista da administração das empresas, mas essencialmente da tutela, com a informação disponível à data, ou se era impossível fazer mais do que o que foi feito e se concorda com a metodologia que o Governo acabou por adotar para a resolução destes problemas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Relativamente à informação detalhada, foi providenciada à StormHarbour toda a informação necessária para realizar o seu trabalho. Essa informação, obviamente, é uma informação muito vasta. As operações foram contratadas desde a década de 90, foram objeto de várias reestruturações e foram contratadas por muitas instituições financeiras e pelas quatro empresas que analisámos.

Portanto, obtivemos a informação e foi um trabalho bastante laborioso, porque essa informação era de muitas operações, durante muitos

anos e de muitas reestruturações. Por isso, foi uma informação muito extensa. Desse ponto de vista, tivemos a informação necessária para o nosso trabalho, sendo que o nosso trabalho era um trabalho de avaliação quantitativa das operações.

No que toca a considerações sobre a contratação ou não das empresas e dos gestores, Sr. Deputado, nós não temos elementos, como lhe disse, para fazer qualquer tipo de consideração sobre essa questão que coloca.

Quanto à metodologia utilizada pelo IGCP, tal como está vertido no nosso relatório, o que recomendámos ao IGCP foi que tivesse uma metodologia de abordagem aos bancos que contemplasse, em parte, os elementos que calculámos.

Portanto, desse ponto de vista, o nosso contributo foi analisar, até a detalhe, qualquer operação, extrair através de número todas aquelas reservas que considerávamos que os bancos tinham, o chamado *Credit Value Adjustment*, ou seja, as provisões para o risco de incumprimento de crédito que os bancos têm, o *Funding Value Adjustment*, as provisões ou o custo de financiamento que os bancos têm nas operações, os riscos de modelo... Portanto, a nossa preocupação, o nosso foco foi analisar detalhadamente as operações em todas as métricas que eram relevantes para uma negociação com o sucesso do IGCP, ou seja, munir o IGCP das mesmas ferramentas analíticas que tinham as instituições financeiras.

Portanto, era muito importante, julgamos nós e penso que se revelou também importante, o IGCP — que já tinha um conhecimento considerável de mercados financeiros e de produtos derivados -, com a ajuda da StormHarbour, porque as operações eram claramente bastante complexas, ter um nível de conhecimento que fosse equiparado, se não superior, a quem estava do outro lado da mesa, ou seja, as instituições financeiras.

O nosso contributo é esse contributo analítico e o apoiar também o IGCP para conduzir a melhor negociação para o Estado português no que diz respeito a esse *portfolio* de derivados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Dr. Paulo Gray, acaba de nos dizer que há claramente uma informação desproporcionada, ou seja, que há uma assimetria de informação, sendo que da parte dos bancos há toda a informação e da parte de quem assina estes contratos a informação é quase nula.

Com base nisso, na diferente informação, com base na classificação que fazem dos *swaps*, considerando alguns altamente complexos e, logo, concluo eu, altamente especulativos, porque os resultados finais assim o demonstram, tendo eu até - e presumo que tenha lido - pareceres da Cardigos que referem vários problemas, quer das empresas da Região Autónoma da Madeira, quer das empresas públicas não financeiras, a minha pergunta é a seguinte: é legítimo ou não considerar estes contratos nulos e se essa recomendação foi feita - e não estou a referir-me ao que diz a Cardigos sobre a falta ou não do visto prévio do Tribunal de Contas, porque essa é matéria que, porventura, teremos de analisar melhor.

E pergunto isto porque, com a vossa classificação e com o que me acaba de dizer sobre informação desproporcionada, gostaria de saber se era legítimo ou não considerar que as empresas tinham conhecimento do que estavam a assinar e se é legítimo ou não considerar alguns destes contratos nulos.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, o papel da StormHarbour neste contrato de assessoria com o Estado português e com o IGCP, especificamente, foi, como eu já referi, o de auxiliar o ICGP na negociação, por forma a, através da decomposição das operações, o IGCP ter todas as ferramentas analíticas - e já dispunha muitas delas *in house* e para outras a StormHarbour contribuiu - para poder avaliar, negociar e discutir com os bancos com o mesmo grau de conhecimento do produto e de conhecimento intrínseco das operações que os bancos tinham.

Portanto, esse foi um dos papéis da StormHarbour.

Relativamente à questão do Sr. Deputado sobre a nulidade dos contratos, remeto a resposta para o que é a StormHarbour e para o nosso trabalho: nós somos uma empresa de serviços financeiros e o nosso mandato é o de assessorar o Estado em questões quantitativas neste *portfolio*, sendo que não temos qualquer capacidade de determinar se um contrato é nulo ou se não é nulo - aliás, acho que essa matéria reside noutras áreas de conhecimento e de experiência que não são da StormHarbour.

Portanto, Sr. Deputado, não tenho capacidade de responder à sua pergunta, porque essa não é a nossa competência e esse não é o nosso trabalho.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra o Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Sr. Presidente, começo por cumprimentar o Dr. Paulo Gray e dar-lhe as boas-vindas a esta Comissão de Inquérito.

A StormHarbour foi contratada pelo IGCP para o assessorar na gestão da carteira de derivados das empresas públicas.

Assim, a primeira pergunta que lhe faço é a seguinte: em que data é que começou esse trabalho de assessoria?

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, se não estou em erro, o contrato foi assinado a 6 de outubro de 2012.

Relativamente ao início do trabalho da StormHarbour, nós respondemos ao pedido de consulta do IGCP, assinámos o contrato no princípio de outubro de 2012 e iniciámos os trabalhos pouco depois.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Podia informar-nos, por favor, sobre que tipo de documentação foi colocada à disposição da StormHarbour por parte do IGCP?

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, foi colocada à disposição da StormHarbour a documentação necessária para avaliar do ponto de vista quantitativo as operações, isto é, estamos a falar de fichas técnicas das operações contratadas e das reestruturações efetuadas... Muitas vezes, tínhamos de assegurar que uma ficha técnica depois coincidia com outros documentos.

Portanto, a informação que foi prestada à StormHarbour foi a julgada suficiente para o nosso trabalho, que, repito, era um trabalho de avaliação das operações por si, da avaliação do *portfolio* e da classificação das

operações.

Portanto, tínhamos as fichas técnicas das operações.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Portanto, quando uma empresa pública celebra um contrato de *swap* com um banco fica com uma cópia desse contrato, nessa cópia de contrato estão as condições a que esse *swap* obedece e esse foi o único material que a StormHarbour utilizou para fazer a análise dos *swaps*, ou seja, foi a cópia dos contratos e de todas as reestruturações. Confirma isto?

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sim, Sr. Deputado.

A partir do momento em que o nosso mandato é de análise das operações em si, o que analisámos foi toda a informação que é relevante para a análise dessa operação - e estamos a falar, predominantemente, de fichas técnicas.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - O Sr. Doutor disse: «toda a informação que é relevante» e «fichas técnicas, predominantemente».

Bom, para além das fichas técnicas foi necessário algum outro tipo de documentação para a elaboração do relatório da StormHarbour?

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Penso que tivemos toda a informação que era necessária para avaliar as operações.

Sr. Deputado, estou a falar-lhe de fichas técnicas, mas estou a tentar recordar-me de outros elementos que possam ser relevantes... É porque, por exemplo, em alguns casos poderíamos estar a falar de índices, cuja constituição não constava da ficha técnica e o IGCP podia providenciar a descrição do índice contratado...

Mas penso que, predominantemente, era essa a informação que respeitava à análise da operação e à determinação do seu justo valor, das provisões de crédito, das provisões de financiamento, da sensibilidade ao risco de taxa de juro, da sensibilidade a todos os fatores de mercado...

Portanto, desse ponto de vista, era a informação necessária para fazermos o nosso trabalho, que era de análise destas operações e de classificação das mesmas por grau de complexidade.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Bem, o que acaba de nos dizer é extremamente relevante, porque a Sr.<sup>a</sup> Ministra das Finanças informou esta Comissão de Inquérito de que, após a sua tomada de posse, não dispunha de informação suficiente para analisar a carteira de *swaps* e que precisou de um ano e meio para recolher essa informação.

Ora, o senhor acaba de nos dizer que o trabalho da StormHarbour, essencial para toda a análise e negociação da carteira de *swaps* das empresas públicas, se baseou «predominantemente» - e utilizou esta expressão várias vezes - nas fichas técnicas dos contratos que podem ser obtidas de um dia para o outro, ou seja, o Governo solicita à empresa

pública cópia do contrato, a empresa pública, na volta do correio, envia o contrato e isto faz-se em 15 dias...

Portanto, a informação que nos deu é muito relevante.

Assim, pergunto-lhe, para tornar isto ainda mais claro, se, durante o processo de análise, a StormHarbour precisou de algum documento adicional por parte das empresas que tenha requerido ao IGCP.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, o nosso trabalho, como referi, iniciou-se em outubro de 2012, os elementos que obtivemos foram os necessários para conduzir o nosso trabalho e para chegarmos às nossas conclusões, que, mais uma vez digo, eram de quantificação das operações.

Creio que o nosso trabalho foi bastante laborioso, até porque quando a StormHarbour recebeu essa informação, penso que já algum trabalho tinha sido feito, mas isso não é relevante; o que é relevante para a StormHarbour é se teve ou não os elementos para avaliar as operações quando iniciou o trabalho, e isso teve.

É porque o trabalho tem de ser rigoroso e eu lembro-me de que tínhamos de nos assegurar de que o que estava nas fichas técnicas era exatamente o que tinha sido contratado, ou seja, tínhamos de ter a certeza - e essa era uma função de quem recolhia a informação - de que, se numa ficha técnica havia, por exemplo, um pagamento no início, esse pagamento existiu... Muitos dos *swaps* eram feitos com..., era o que chamávamos «*swap* espelho», em que uma das «pernas» espelhava a anterior para dar origem ao novo perfil de pagamento...

Portanto, poder-se-á fazer uma primeira avaliação com base numa ficha técnica, mas para fazer uma avaliação rigorosa penso que serão

necessários outros elementos, para além da ficha técnica, e, principalmente, é necessário assegurar que tudo o que está na ficha técnica depois aconteceu...

Do ponto de vista da StormHarbour, contámos com a total colaboração do IGCP, do GA-Der (Gabinete de Apoio aos Derivados), que já tinha efetuado uma recolha de informação, mas durante o nosso mandato, que foi de sete meses, foi feita uma recolha permanente de informação.

Recebemos as fichas técnicas, fizemos uma primeira avaliação, mas, depois, tínhamos de aferir... É porque não podemos esquecer que a ficha técnica que recebemos é da operação que está viva, mas como o mandato da StormHarbour era um mandato de regresso ao passado, ou seja, era olhar para todas as operações que tinham sido feitas e que tinham conduzido a determinada operação - e, às vezes, a última operação que se tem e, muitas vezes, o que consta do relatório e contas não é a ficha técnica, mas são as consequências do *portfolio* - e analisar o *portfolio* desde a sua génese, passando pelas várias mutações que sofreu, à situação em que estava, então, desse ponto de vista, até no decorrer do nosso trabalho foi necessário analisar todas as reestruturações e ter a certeza de que nas reestruturações tínhamos essas 88 fichas técnicas - que acabavam por ser 200 fichas técnicas -, cada uma dessas fichas técnicas e cada uma dessas reestruturações teria pagamentos e, obviamente, era muito importante, até para tornar totalmente credível e «à prova de bala» o diálogo do IGCP com as instituições, que todos os elementos que tínhamos fossem consubstanciados não só em fichas técnicas como também nos reflexos todos dessas fichas técnicas.

Não sei se respondi à sua pergunta, Sr. Deputado...

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Respondeu e a conclusão que eu tiro é a de que quando iniciou os seus trabalhos, em outubro de 2012, a StormHarbour precisava, para fazer a tal avaliação rigorosa que referiu, das fichas técnicas de todos os contratos envolvidos - das tais 88 -, essas fichas técnicas estavam disponibilizadas, mas, mesmo assim, precisou de, durante o processo de avaliação, recolher fichas técnicas adicionais de operações que antecederam essas. Ou seja: o trabalho de recolha integral das fichas técnicas dos *swaps* e das suas reestruturações ainda não estava concluído na altura em que a StormHarbour iniciou este trabalho. Confirma isto? Confirma que teve de, posteriormente a outubro de 2012, pedir fichas técnicas de contratos que tinham sido celebrados anteriormente aos contratos de *swap* que estavam em análise?

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, posso referir que durante o nosso mandato obtivemos toda a informação... Todavia, toda a informação relevante não foi obtida num primeiro momento... Na verdade, num primeiro momento - e não quero cometer aqui nenhuma imprecisão -, recebemos as fichas técnicas das operações vivas e, depois, era necessário receber todas as informações respeitantes às operações que tinham sido reestruturadas e aos pagamentos associados.

Portanto, durante o período de análise da StormHarbour também fomos recebendo bastante informação relativa, principalmente, ao histórico das operações e às reestruturações que tinham sido efetuadas e aos reflexos que essas reestruturações tinham tido.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Muito relevante nas suas respostas é que o relatório da StormHarbour e o trabalho feito se basearam na análise das fichas técnicas e que o Governo, desde a tomada de posse até ao início do trabalho da StormHarbour - e mediaram 15 meses! -, não conseguiu sequer fazer esse simples trabalho de recolha de fichas técnicas e que, posteriormente a outubro de 2012, a StormHarbour ainda teve de pedir a recolha de elementos adicionais, de fichas técnicas adicionais, para fazer o seu trabalho.

Esta é uma informação muito relevante e eu agradeço-lha.

Passemos, agora, à questão do risco. A StormHarbour fez uma avaliação dos riscos envolvidos nestas operações e o que lhe peço é que identifique os principais riscos presentes nos 88 contratos e suas reestruturações que resultam da análise que a StormHarbour fez.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, a StormHarbour fez uma análise da sensibilidade à variação de fatores de mercado, ou seja, da sensibilidade à variação do justo valor, ou *mark-to-market* aqui referido, aos fatores de mercado.

Portanto, o que a StormHarbour fez foi uma análise em que determinou para cada contrato em si qual a variação do justo valor de mercado, ou *mark-to-market*, consoante a variação de determinadas variáveis, sendo as variáveis observáveis de mercado: a curva da taxa de juro do euro; outras curvas de taxas de juro; os *spreads* entre outras curvas

de taxas de juro e a curva da taxa de juro do euro; índices dos bancos, ou seja, fatores observáveis de mercado.

Assim, a análise que foi feita foi a de tentar saber, quando varia um fator observável de mercado numa determinada medida, um *basis point*, em volatilidade, quanto é que varia o justo valor dessa operação.

Portanto, foi essa desagregação dos riscos que fizemos e que estão patentes no nosso relatório.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Muito obrigado pela sua resposta.

Peço-lhe se pode ser mais preciso e indicar se estes riscos que referiu, todos ou em parte, estão presentes, por exemplo, num *steepner range accrual*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Em qualquer operação, e isso está no nosso relatório, há um conjunto de riscos que determinam o *mark-to-market* ou o justo valor de cada operação e o justo valor das operações. Cada operação de *per si* tem um conjunto de riscos associados ou uma sensibilidade associada à taxa de mercado, ou seja, quanto é que varia o justo valor de mercado quando varia a taxa de juro de uma divisa e quando a forma da curva de uma determinada taxa de juro se altera.

Portanto, o que analisámos foi a sensibilidade dos fatores de mercado a cada uma das operações e fizemos essa análise independentemente de uma operação ser contratada por um determinado banco ou por outro, ou de uma operação ser contratada por uma determinada empresa ou outra, salvo

no que diz respeito ao CVA (*Credit Value Adjustment*) e ao FVA (*Funding Value Adjustment*) onde entram características como o risco de crédito da contraparte, quer seja banco quer seja empresa pública, ou o custo de financiamento (no caso do FVA) da contraparte ou do financiamento.

Mas, relativamente à sensibilidade ao movimento de taxas de juro, ela está patente no nosso relatório e também a calculámos operação a operação. Se não estiver patente no nosso relatório especificamente uma operação, temos obviamente a capacidade de providenciar essa informação por escrito.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, queira continuar.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Mas no relatório da StormHarbour, que analisámos com toda a atenção, os *swaps* deste tipo *steepener range accrual* foram, na escala de 1 a 5 que a StormHarbour criou, classificados com um valor elevado de 3, 4. Inclusivamente, no seu relatório, a StormHarbour propõe a eliminação deste tipo de *swaps* - presumo que era pelo facto de os riscos serem demasiado elevados. Confirma isso?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, nós fizemos uma análise de complexidade e uma análise de sensibilidade, ou seja, fizemos uma análise de sensibilidade do justo valor de uma determinada operação e do *portfolio* aos fatores de mercado ao qual está indexado e fizemos uma análise de complexidade, numa escala de 1 a 5, sendo o valor 1 para o menos complexo e o valor 5 para o mais complexo, e entraram aqui fatores que determinavam essa complexidade.

O nosso mandato era um mandato de análise e de simplificação de um *portfolio*, como tal, nós vertemos no nosso relatório o que era o objeto do nosso mandato. Se uma operação era complexa - e essa complexidade não dependia de quem tinha contratado, quer fosse banco, quer fosse empresa pública -, se era uma operação mais complexa, essa operação então foi indicada para ser eliminada no nosso relatório, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Permita-me só corrigir algo que disse. A escala de 1 a 5 não era só de complexidade, era complexidade/risco - é o que está aí escrito no relatório da StormHarbour.

Analisaram complexidade e risco e, em função dessa análise, resultava uma classificação de 1 para pouco complexo ou simples, com pouco risco, e 5 para muito complexa, com risco elevado. É isso que aparece no relatório da StormHarbour.

Pergunto-lhe, em particular: um dos *swaps* analisados, da REFER, um *quantum range accrual* recebeu, nessa escala de 1 a 5, a classificação 4 de complexidade de risco e a StormHarbour propõe a sua eliminação. Porquê? Considerou que este *swap* era problemático ou era um *swap* perfeitamente normal, natural, que podia permanecer vivo? Porque é que propôs a eliminação deste? Era problemático?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — No relatório da StormHarbour propomos a eliminação de todas as operações que são complexas, isto é, acima de um determinado grau de complexidade. Foi isso que presidiu à escolha. Todas

as operações que tinham sido classificadas dentro do grau de complexidade acima de um determinado nível estavam no nosso relatório para serem canceladas.

Mais uma vez recordo que o critério de classificação de complexidade obedeceu à análise da operação e à designação da operação. No nosso relatório está bem expresso quais são as classificações numa escala de 1 a 5, quais são os tipos de *swap* que caem dentro de cada uma das classificações e foi isso que fizemos.

O nosso mandato é um mandato de avaliação e simplificação. Relativamente às operações acima de um determinado grau de complexidade, fomos fiéis ao nosso mandato e recomendámos o seu cancelamento.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Dr. Paulo Gray, o senhor continua a falar de complexidade sem referir o risco e eu chamo-lhe a atenção para o que está escrito na página 30 do seu relatório, que fala de uma tabela, de uma taxa, uma classificação risco/complexidade. Depois, na página 32, fala de uma estratégia para reestruturar a carteira e o título é: «Riscos a eliminar».

Portanto, não estamos só a falar de complexidade, estamos a falar de riscos a eliminar! Ora, é exatamente nesta secção dos riscos a eliminar que propõe a eliminação deste *quantum range accrual* da REFER, por ter classificação 4.

Insisto na minha pergunta: propõe a eliminação deste *swap quantum range accrual* da REFER por ele ser de elevada complexidade e risco? Por ser problemático ou não?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — A razão por que recomendamos a eliminação desse *swap*, como de todos os *swaps* classificados em grau de complexidade, pelo critério que nós utilizámos, é que acima de um determinado grau de complexidade deveria ser eliminado.

Quero apenas referir que complexidade não é a mesma coisa que sensibilidade ao movimento de taxas de juro. Num *collar*, uma transação em que se paga o máximo de taxa de juro, em que se tem uma proteção à subida da Euribor em troca de uma limitação da sua descida à Euribor, é uma operação que, se as taxas de juro acabarem por descer, vai ter um impacto no *mark-to-market* menor do que se for um *swap* de taxas de juro, se a volatilidade não se alterar, no entanto, ela é uma operação mais complexa e classificada como grau 2 *versus* grau 1.

Portanto, o que nós aqui classificámos foram as operações pelo seu grau de complexidade. Tivemos em consideração o perfil esperado de pagamento desses *swaps*, qual era, obviamente, a sua sensibilidade a fatores de mercado — taxas de juro ou outros fatores de mercado — da zona euro ou fora da zona euro.

Assim, a nossa equipa técnica congregou essa informação e fez uma classificação baseada no grau de complexidade. Grau de complexidade esse que nos conduziu a classificar as operações: definimos o que era grau 1, grau 2 e grau 3; classificámos quais eram as operações; e, fiéis ao nosso mandato de simplificação, a nossa recomendação foi no sentido eliminar as operações que tinham um grau de complexidade acima de um determinado nível.

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Dr. Paulo Gray, o senhor continua a falar de complexidade e recusa-se a admitir que analisou com base no risco.

Então, peço-lhe que leia, no relatório da StormHarbour, a primeira linha da página 32, que está no Capítulo III, Secção A, que diz «Riscos a eliminar»... Começa: «IGCP should remove (...)»...

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, está a pedir que seja feita a leitura expressa, aqui e agora?

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Peço-lhe que faça a leitura, porque o Sr. Dr. Paulo Gray recusa-se a admitir que tenha feito uma proposta de eliminação de *swaps* com base no risco. No entanto, o que está escrito aqui é que o IGCP «deve remover todos os riscos», a seguir aparece uma lista de *swaps* a eliminar e entre esses constam aqueles que eu referi.

É verdade isto que estou a dizer ou estou a ler mal o que está aqui escrito?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, é verdade que o nosso mandato era um mandato de simplificação de um *portfolio* complexo. Nós determinámos qual era o grau de complexidade de cada uma das operações. Nesse grau de complexidade também entrámos com considerações à variação de sensibilidades dos fatores de mercado e propusemos a eliminação das operações que tinham um grau de complexidade acima de um determinado nível.

Portanto, nós tivemos de utilizar uma metodologia e um critério e foi nessa metodologia e nesse critério que nós nos baseámos: classificação das operações, o que é um grau 1, 2, 3 e 4, em termos de complexidade; qual é que é a classificação de cada operação; e depois, se a operação tem um grau de complexidade de 3 ou acima, é para eliminar. Foi isso que nós fizemos, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado Paulo Sá, tem a palavra.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Então, pode explicar-me a primeira frase deste capítulo que acabei de referir?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — A primeira frase está a remeter para a metodologia que utilizámos que é perfeitamente clara. A metodologia é: classificação das operações pela sua complexidade e eliminação das que são mais complexas.

O Sr. Deputado quer discutir aqui riscos... Eu estava a tentar explicar que temos de ser fiéis a uma metodologia e é muito difícil dizermos se a operação tem risco ou não tem risco... Já lhe dei um exemplo de uma operação que é mais complexa, mas que tem uma menor sensibilidade ao movimento das taxas de juro, que era o fator predominante.

Portanto, tentámos ser rigorosos nas conclusões que fizemos e ter uma metodologia que utilizássemos e que fosse objetiva. Esse foi — perdoe-me a redundância — o nosso objetivo.

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — O Dr. Paulo Gray recusa-se a admitir o óbvio, isto é, que fizeram uma análise com base na complexidade e risco dos *swaps*, que é o que está dito por todo o lado aqui, no relatório que apresentaram.

Muito bem, passemos adiante!

Como deve saber, terá ouvido, o IGCP, depois da elaboração deste relatório pela StormHarbour, alterou os critérios ou considerou um conjunto de três critérios para definir *swaps* que eram problemáticos e *swaps* que não eram problemáticos.

Em resultado disso, um conjunto de *swaps*, que foram considerados pela StormHarbour de elevada complexidade e risco, e cuja eliminação a StormHarbour propunha, foram considerados não problemáticos.

Tem conhecimento desta alteração de critérios feita posteriormente pelo IGCP?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O IGCP incorporou no seu relatório — e já tive oportunidade de dizer que não tivemos conhecimento do relatório do IGCP — a análise da StormHarbour. Julgo que a análise da StormHarbour constitui um *input* para o relatório final do IGCP e também para a estratégia final adotada pelo IGCP e pelo Estado português relativamente a esta matéria.

Portanto, o nosso *input* foi um *input* analítico, foi um *input* quantitativo e foi o *input* da nossa experiência de mercado. Foi isso que demos.

Relativamente ao relatório do IGCP, penso que terá incorporado as nossas conclusões, mas acima de tudo as nossas observações, sendo obviamente da responsabilidade do IGCP, depois, a definição da estratégia final.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, faça favor de continuar.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Mas, como sabe, Dr. Paulo Gray, o IGCP reconheceu em determinados momentos que não tinha as competências necessárias para analisar a carteira de *swaps* das empresas públicas e por isso decidiu recorrer à contratação de uma assessoria especializada.

Não acha estranho que, tendo sido contratada essa assessoria especializada que definiu um conjunto de *swaps* como problemáticos e propôs a sua eliminação, posteriormente, aquela entidade, que não tinha a competência e que, por isso, necessitou de contratar a StormHarbour, tenha ela própria alterado os critérios ou mudado o universo daquilo que era problemático e não problemático?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — A StormHarbour foi contratada pelo IGCP pelas suas competências técnicas e pela sua capacidade de análise das operações. O que reside, o que conta numa decisão final de negociação de uma operação de derivados financeiros, seja na sua contratação seja na sua eliminação - essa é apenas uma componente, mas uma componente importante, como já foi dito nesta Comissão -, foram também outros fatores, outros fatores terão contado..., foram análises legais, foram análises orçamentais, foram análises de relacionamento...

O que a StormHarbour fez foi contribuir — e estamos orgulhosos do trabalho que fizemos — com o seu *input*, que é um *input* analítico de desagregar as operações, de desagregar os riscos e de dotar o IGCP, do ponto de vista analítico, das mesmas ferramentas que têm as instituições financeiras.

E fizemo-lo não só para este projeto, mas também dotando para futuro o IGCP dos recursos para poder analisar estas operações, inclusivamente sem recurso à StormHarbour, porque foi importante essa transferência de conhecimento.

Essa transferência de conhecimento foi baseada nas operações em si e na componente analítica, quantitativa e em análises de mercado das operações. E esta componente analítica foi um *apport* que a StormHarbour deu ao IGCP.

O IGCP, ao definir a sua estratégia final, certamente, levou em conta outras questões e, do ponto de vista analítico, foi um trabalho conjunto do GA-Der, a equipa de derivados do IGCP, que tinha competências e ainda as ganhou, e da equipa técnica da StormHarbour, que esteve dedicada a este mandato. Portanto, nós fomos um contributo para essa decisão.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Sr. Doutor, de qualquer maneira, tenho de insistir nesta questão, porque é muito relevante, já que disponho de diversos documentos e esta Comissão teve diversos depoimentos, incluindo o do Presidente do IGCP, no sentido de que o IGCP não dispunha de conhecimentos técnicos, de especialistas suficientemente conhecedores da matéria dos *swaps*, nomeadamente daqueles mais complexos, que lhe permitisse elaborar uma estratégia para a gestão desta carteira e, por isso,

decidiu contratar a StormHarbour, pagando até um valor significativo por um serviço especializado de consultoria...!

Essa empresa especializada contratada para o efeito faz uma avaliação com base no grau de complexidade de risco, que já debatemos aqui anteriormente, e, depois, o IGCP, pegando nesses resultados, resolve introduzir, como critério, além desse grau de complexidade de risco, dois outros critérios, concretamente, ligações a financiamento e o valor do *day one PV*. E, com base nestes novos critérios, o IGCP «baralha e dá de novo» e, surpresa das surpresas, os *swaps* que a tal empresa especializada contratada para assessorar o IGCP tinha identificado como altamente complexos e de risco, propondo, por isso, a sua eliminação, de repente, aparecem na categoria dos não problemáticos, em particular, dois da REFER que a StormHarbour identificou claramente como de elevado risco e complexidade, os quais, de repente, com estes dois novos critérios, passam do lado mau para o lado bom.

Insisto nesta questão: o Dr. Paulo Gray e a StormHarbour, como empresa especializada contratada para assessorar o IGCP naquilo que o IGCP não sabia...

O Sr. Presidente: — Queira concluir, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Vou concluir, Sr. Presidente.

Como eu estava a dizer, como é que o Dr. Paulo Gray e a StormHarbour, como empresa especializada contratada para assessorar o IGCP naquilo que o IGCP não sabia, e reconheceu que não sabia, encaram o facto de que o vosso trabalho técnico, especializado, com conhecimento dos mercados e dos *swaps* e com uma análise, como disse aqui, muito laboriosa, tenha sido, posteriormente, alterado por quem não conhecia, em

detalhe, essa matéria?! A concluir, como é que a StormHarbour se sente perante isto?

Agradeço a sua tolerância, Sr. Presidente.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, sentimos que demos todo o contributo para a tomada de decisão do IGCP, mas o nosso contributo é um contributo analítico e também de classificação das operações pela sua complexidade.

Todo o nosso contributo de desagregação das operações, dos seus vários riscos, de quantificação das reservas das instituições financeiras foi incorporado pelo IGCP, mas, Sr. Deputado, acima de tudo, o que me parece ter sido mais importante para a StormHarbour foi poder dar este *input* para a decisão do IGCP. Compreendemos que o IGCP, como qualquer outro cliente, quando toma uma decisão, incorpore várias componentes. No caso desta decisão do IGCP, incorporou uma componente analítica importante da StormHarbour, mas, certamente, terá também incorporado outras questões e, também, certamente, qualquer cliente tem o direito de divergir da opinião do seu consultor, porque tem outros elementos...

Do nosso ponto de vista, o que para nós foi importante foi o trabalho de campo, que foi a desagregação das operações — um trabalho analítico —, e dotar o IGCP das mesmas ferramentas analíticas de que dispõem as entidades com as quais estava a negociar.

O Sr. Presidente: — Tem, agora, a palavra, para formular as suas perguntas, a Sr.<sup>a</sup> Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Presidente, antes de mais, quero agradecer a presença do Dr. Paulo Gray e a sua disponibilidade para responder às nossas questões nesta matéria tão importante.

Começo por falar acerca das informações que foram prestadas à StormHarbour para começar os seus trabalhos. Sabemos, pelo menos, de um conhecimento formal deste problema dos *swaps*, em junho de 2011; sabemos que o início dos trabalhos da StormHarbour se dá em outubro de 2012 - portanto, há aqui um ano de intervalo que foi justificado como uma tentativa de recolher informação; e, assim, o que começo por lhe perguntar é exatamente não só que documentos foram disponibilizados — sei que isto já foi tratado —, mas também que análise estava feita pelo IGCP, se é que estava feita alguma análise, quando iniciaram funções.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, os documentos que foram providenciados à StormHarbour foram os documentos necessários para fazermos o nosso trabalho e, como tive oportunidade de referir aqui, foram sendo providenciados ao longo dos nossos trabalhos, sendo que fichas técnicas das operações existentes eram, obviamente, as que mais se conseguiam obter e, depois, toda a reestruturação que tinha existido.

Portanto, obtivemos esses elementos a partir de outubro e foi um trabalho bastante exaustivo, mas foi o trabalho suficiente para desenvolvermos a nossa análise.

Não sei se respondi à pergunta da Sr.<sup>a</sup> Deputada...

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, disse que obtiveram esses elementos a partir de outubro, mas a minha pergunta é esta: para além das fichas técnicas dos contratos que estavam ativos e que já percebemos que estavam disponíveis — gostava que me confirmasse se já estavam disponíveis ou não —, havia qualquer outra análise efetuada, qualquer outro levantamento de dados, de valores de mercado, de informações sobre os vários *swaps* fechados ou em ativo, antes de outubro, ou seja, no momento em que a StormHarbour inicia os seus trabalhos?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, a partir do momento em que iniciámos os trabalhos, começámos a receber a informação do IGCP. Se o IGCP já detinha alguma informação ou não, penso que já foi aqui dito, na Comissão, que o IGCP contratou um assessor financeiro, iniciou a consulta ao mercado com a contratação de um assessor financeiro, quando já tinha capacidade para lidar com as operações de derivados das empresas públicas reclassificadas.

Portanto, o que lhe posso afirmar é que recebemos a informação suficiente para fazer o nosso trabalho, mas que essa informação, especialmente no que dizia respeito às reestruturações, que estavam no âmbito do nosso mandato — e, relativamente a muitas dessas reestruturações, as operações originais tinham sido feitas há mais de uma década —, exigiu um trabalho de levantamento bastante exaustivo. Mas posso reportar-me, obviamente, a partir de outubro de 2012.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Peço desculpa pela insistência, mas apenas para clarificar: em outubro, no momento em que inicia funções, não existia mais informação disponível para trabalho imediato, que não exigisse nova pesquisa e novo pedido de informação, a não ser as fichas técnicas?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Do ponto de vista do IGCP, se existia ou não informação, não sei, mas, do ponto de vista do nosso mandato, a partir do momento em que iniciámos o mandato com o IGCP, começámos a receber a informação necessária para proceder à avaliação de todas as operações, desde a sua génese até ao seu estado atual.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Confesso que tenho muita dificuldade em concluir que informação é que estava disponível em outubro, mas vou concluir que havia pouca e que toda a que foi recebida foi recebida numa fase posterior a outubro, porque, de facto, tenho poucos elementos que me permitam tirar uma conclusão mais concreta.

Falámos aqui sobre classificação de complexidade, sei que já deu algumas respostas relativamente a isto e, sem querer repetir, já percebemos que há *swaps* mais complexos do que outros e já percebemos que um *plain vanilla* é menos complexo do que um *snowball*. A minha pergunta é esta: por que razão é menos complexo? O que é que torna um *snowball* ou uma

outra estrutura classificada como 3 ou 4 num contrato mais complexo do que um *plain vanilla*?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, é a forma dos seus pagamentos, ou seja, qualquer *swap* tem sempre cada um dos lados, isto é, há sempre um lado recebedor e um lado pagador e, enquanto num *swap plain vanilla* está perfeitamente claro que se paga uma taxa fixa e se recebe uma taxa variável, num *swap* como o *snowball 1*, se for apenas em uma das «pernas», ou seja, num dos lados do *swap* for simples e no outro for complexo, a fórmula associada é mais complexa e, portanto, dependerá de um ou de vários fatores de mercado - e, depois, obviamente, tem uma progressão e, portanto, tem uma situação na qual se está sempre a pagar o cupão anterior mais qualquer coisa; e, sempre que o cupão anterior subir, estamos a pagar mais.

Obviamente, como tive oportunidade de explicar aqui, o pior cenário, quando se faz um *swap* de taxa fixa para taxa variável, no caso de pagar, pagamos 3%, as taxas vão para zero, e o pior cenário é um custo de oportunidade de 3%, neste caso, do *snowball*, esse cupão pode subir e pode estar a pagar uma taxa que seja um múltiplo desses 3%.

Respondendo à pergunta da Sr.<sup>a</sup> Deputada, os fatores específicos que a nossa área técnica levou em consideração foram qual a fórmula desse pagamento, se era uma fórmula relativamente simples ou não, ou seja, se a própria fórmula que condicionava esse pagamento tinha uma ou várias variáveis; e, depois, quais eram as variáveis de mercado, se era uma inclinação ou se eram os 10 anos contra os 2 anos da curva euro ou se eram

os 2 anos da curva euro contra os 2 anos da curva dólar, se tinha memória, se tinha um índice proprietário de um banco...

Portanto, o que se considerou foi um conjunto de fatores... A nossa área técnica tentou ser o mais metódica possível e criar um processo pelo qual os *swaps* eram classificados, caíam numa grelha de complexidade e isso seria relativamente evidente, embora, obviamente, haja *swaps* muito diversos e, por isso, depois, a nossa área técnica teve de analisar também *swap a swap*.

Portanto, (a classificação) tem muito a ver com o perfil de pagamento ou de recebimento dos chamados cupões nos *swaps*, a que é que estão indexados, qual a progressão dessa indexação, se se esquece o que está para trás e se reinicia de novo, se estamos sempre a voltar ao cupão anterior... Portanto, foram todos esses aspetos que a nossa área técnica tomou em consideração para fazer a classificação.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, com base nesta classificação de complexidade, e agora, que percebemos um bocadinho melhor o que é que torna uns *swaps* mais complexos do que outros, a minha pergunta é esta: porque é que a StormHarbour recomenda a eliminação de todos os *swaps* mais complexos, independentemente do seu valor de mercado? Há *swaps* que têm um valor de mercado que não é negativo por aí além e, ainda assim, têm uma recomendação de eliminação. Porque é que os *swaps* mais complexos têm uma recomendação de eliminação?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, foi a metodologia que foi escolhida, foi uma classificação das operações pela sua complexidade e, recordando o que era o objeto do nosso mandato, que era a simplificação de um *portfolio* de operações de derivados contratados com empresas públicas recapitalizadas, que todas aquelas operações com um grau de complexidade 3 ou acima tinham de ser eliminadas, não olhando para o justo valor, mas para a classificação das operações, porque, na realidade, tínhamos de ser fiéis ao nosso mandato, que era um mandato de avaliação, de classificação das operações e de recomendar uma metodologia ou uma ação baseada na simplificação de um *portfolio* de operações de produtos derivados contratados com empresas públicas reclassificadas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, o que quero perceber é o seguinte: porque é que faz sentido propor uma metodologia que elimine os *swaps* complexos? Porque é que não faz sentido propor uma metodologia que elimine os mais simples e deixe os mais complexos? Porque é que a metodologia escolhida, para simplificação, para proteção, para minimização de custos, é de eliminação dos mais complexos? Não é aleatório, suponho que não seja uma escolha ao acaso...

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Não, nós quisemos eliminar qualquer questão aleatória ou discricionária.

Portanto, desse ponto de vista repito o que já tinha referido: o nosso mandato era de avaliação e de simplificação e, num mandato desses, preocupámo-nos em avaliar as operações em todas as suas componentes, em classificar no seu grau de complexidade e, depois, também, obviamente, ter uma medida inquestionável de todas as operações com um grau de complexidade acima de 3 serem reestruturadas. Nós fomos fiéis a uma metodologia e também ao objeto do contrato.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

O Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — A metodologia foi recomendada pela StormHarbour ou foi decidida pelo IGCP sem nenhuma participação da StormHarbour?

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — A metodologia utilizada pela StormHarbour foi decidida pela StormHarbour.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — E porque é que a metodologia decide eliminar os *swaps* mais complexos? Essa é a minha pergunta, a qual até agora não foi respondida. Porque é que manter estes *swaps* complexos em carteira tem problemas?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, o nosso mandato era de avaliação e de simplificação e, se nós recomendámos a eliminação, foi porque eram complexos. Se o mandato era de simplificação, se eram complexos, recomendámos a sua eliminação.

Esse era o nosso mandato: o nosso mandato era de análise, de avaliação de todas as operações, de classificação e fomos fiéis ao mesmo. Portanto, fizemos uma apreciação da complexidade das operações, independentemente das entidades com quem tinham sido contratadas — os bancos ou as empresas públicas reclassificadas. Os nossos técnicos utilizaram uma metodologia e nas recomendações relativamente ao *portfolio* fomos fiéis ao objeto do nosso contrato.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Peço desculpa por insistir, mas diz-me que elimina porque são complexos, e continuo sem perceber porque é que a opção metodológica — se me diz que foi tomada pela própria StormHarbour e se acredito que é tomada em consciência e com conhecimento técnico — é eliminar os complexos...

Há bocado dizia-me que a diferença entre complexidade e não complexidade era a «perna» a pagar e a «perna» a receber: no caso de um *plain vanilla*, a «perna» a pagar ou a «perna» a receber era fixa, portanto, limitava os valores a pagar ou os valores a receber, consoante a «perna»; no caso de um *snowball*, essa «perna» a pagar ou essa «perna» a receber poderia evoluir sistematicamente.

Gostava que me explicasse, novamente, qual é a diferença entre uma estrutura de pagamentos fixa e uma estrutura de pagamentos que pode não ser fixa e ter características de memória e de *snowball*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Começo por responder à sua segunda questão, relativamente à diferença...

Num *swap* de taxa de juro normal temos uma taxa fixa contra uma taxa variável, logo, há sempre esse pagamento de 6 em 6 meses, se houver uma subida ou uma descida das taxas de juro; se houver uma descida das taxas de juro, o custo de oportunidade está perfeitamente pré-determinado, portanto, se contratámos a 3% e se tivermos um cenário de taxas de juro a zero, o custo de oportunidade foi de 3%.

Se tivermos o que se chama uma operação com memória ou *path dependent*, ou seja, em que a determinação do seu cupão vai depender de outras variáveis e do caminho que se vai percorrer até essas variáveis, mas em que não nos esquecemos também do caminho já percorrido, isso vai ter uma sensibilidade maior ao movimento de taxas de juro, e desse ponto de vista classificamo-lo como mais complexo.

Sr.<sup>a</sup> Deputada, o nosso mandato não foi para adivinhar se as taxas de juro iam subir ou descer, ou se o valor de mercado iria subir ou descer!... Se fosse esse o nosso mandato, não o teríamos aceitado, porque não temos capacidade, como muito pouca gente tem, para prever exatamente qual é o movimento das taxas de juro.

O nosso mandato foi de avaliação, de reestruturação e de simplificação das carteiras e dos instrumentos derivados. Por muitas opiniões e visões que as pessoas tenham - e a nossa equipa também comunga de muitas visões e opiniões, mas técnicas e de avaliação... -, nós aí (e mais uma vez corro o risco de me repetir, Sr.<sup>a</sup> Deputada) fomos fiéis ao nosso mandato e, portanto, classificámos as operações segundo o grau

de complexidade e, depois, quando elaborámos o relatório, propusemos a eliminação das operações pelo seu grau de complexidade.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Pela explicação que me deu há pouco sobre as características das «pernas» a pagar num *snowball* e num *plain vanilla*, posso concluir que no caso de um *snowball* o risco de eu vir a pagar muito mais no futuro, caso alguma coisa mal (não estou a falar de perdas certas, estou a falar do risco, o qual tem sempre perdas potenciais), é muito maior do que o risco de vir a pagar num *plain vanilla*? Ou seja, partindo do princípio que alguma coisa corre mal, num *plain vanilla* o risco de pagar é ou não é menor do que num *snowball*?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Num *snowball* a probabilidade de ter um impacto do movimento de taxas de juros *versus mark-to-market* ou valor justo é maior do que num *plain vanilla*.

Dei-lhe um outro exemplo contrário: um *collar* é uma operação, portanto, um cilindro, em que me protejo de subidas da Euribor acima de um determinado limite em troca de abdicar de descidas abaixo de um determinado limite. Essa é uma operação mais complexa, mas o meu custo de oportunidades face a um *plain vanilla* é menor.

Numa operação de *snowball* a sensibilidade ao risco taxas de juro é muito maior do que num *plain vanilla*. Portanto, é o contrário do exemplo que eu tinha dado. E, obviamente, isso não é indiferente na nossa avaliação, ou seja, na nossa avaliação incorporamos a forma, a indexação e também,

obviamente, a sensibilidade destas operações aos movimentos das taxas de juro ou de qualquer fator que esteja a determinar qual é o valor de mercado.

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Foi-nos dito aqui, várias vezes, que as perdas que decorreram destes *swaps* estão relacionadas com o momento adverso que se viveu.

No relatório da StormHarbour há uma análise dessas perdas e são apontados três fatores: um é o momento adverso — é, de facto, o risco da taxa de juro; outro tem que ver com valores de *day one PV* negativos — valores de mercado que à partida já são negativos; e o outro tem que ver com o perfil de pagamentos, ou seja, *swaps* que tinham um *upfront payment*, um pagamento inicial, que era muito superior e que, depois, seria compensado com pagamentos superiores em taxas de juro ao longo dos anos.

Há casos em que isso é óbvio. Por exemplo, há *swaps* do BNP que têm taxas fixas, sendo que no primeiro ano a taxa é de 1% e vai subindo até aos 5% nos 10 anos seguintes. Portanto, há um — passo a expressão — «chutar para a frente» dos juros.

A minha pergunta é esta: nos casos em que isso é claro (e eles existem e nem sempre estão ligados a *swaps* mais complexos), esses *swaps* foram ou não usados para servir de financiamento às empresas?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — No que respeita à definição de financiamento, se há um *swap* que face a um *swap* normal... Portanto,

imagine um *plain vanilla*, de que já aqui falámos, em que pagamos 3% a 5 anos, e imagine um outro *swap* em que pagamos 2% nos primeiros dois anos e meio, e 4% nos outros dois anos e meio, quando o vamos avaliar ao final dos dois anos e meio, claramente, há aqui uma componente de financiamento, que é o que se chama, quando se avaliam os *swaps*, «custo de financiamento».

As instituições financeiras, quando estão a avaliar um *swap* têm em linha de conta se isso tem uma componente de financiamento, ou seja, isso é incorporado na nossa avaliação, mas também no *pricing*, quando se faz uma operação.

Em muitos casos, nestas operações também havia cupões mais baixos no início, financiados em troca para nos momentos posteriores haver uma indexação, uma opção. Portanto, o perfil dos *swaps* muitas vezes difere e, ao diferir, é tomado em linha de conta se nos primeiros anos a expectativa é de receber mais ou de pagar mais. Se for um *swap* normal de taxa de juro, se a taxa de juro é de 3% e ele é contratado a 3%, aí não tem impacto de financiamento; se for um *swap* que tem nos primeiros dois anos e meio uma taxa de juro de 2% e nos outros dois anos e meio uma taxa de juro de 4%, obviamente tem uma componente de financiamento, porque a instituição financeira está a financiar, uma vez que no mercado só irá ter aquela taxa dos 3%.

Logo, há aí uma componente de financiamento, ou seja, o que chamamos muitas vezes um *funding greg*, ou seja, qual é o impacto no *pricing* de uma estrutura, quando se calcula qual é o justo valor no custo de financiamento. Portanto, obviamente que se mede também aqui num *swap* o desajustamento em termos de *cash-flows*.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Portanto, podemos concluir que em certos casos houve *swaps* que foram contratados não para pura proteção de variação de taxa de juro mas como forma de financiamento das empresas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Não disse isso, Sr.<sup>a</sup> Deputada. O que disse foi que há *swaps* que têm um componente de financiamento, ou seja, *swaps* em que o *cash-flow* esperado é tal que o banco em determinada altura vai, se as condições de mercado não se alterarem, pagar mais do que receber e vai incorporar isso também nos seus cálculos. Portanto, estes *swaps* tinham bastantes — dependendo, obviamente, de *swap* a *swap* — características; a característica de desfasamento de fluxos de caixa esperado, chamado financiamento incorporado num *swap*, era uma delas.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Essa componente de financiamento, ou esse desfasamento de *cash-flows*, é essencial para a proteção de risco de taxa de juro?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — É uma característica da operação, tal como a sensibilidade ao movimento de taxas de juro é outra característica. Portanto, quando se está a fazer a análise de uma operação, há uma sensibilidade ao

movimento de taxas de juros e também há um desfasamento de *cash-flows*, se os houver, mas é apenas uma componente de um instrumento financeiro derivado.

O Sr. Presidente: — Faça favor. Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Mas é um componente essencial para fazer uma proteção de variação de taxa de juro, que era o aparente objetivo destes *swaps*?

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr. Doutor.

A Sr.<sup>a</sup> Dr. Paulo Gray: — O que lhe posso dizer é que a componente de financiamento, ou a componente de desfasamento esperado de *cash-flows*, é diferente da componente de sensibilidade ao movimento de taxas de juro.

Portanto, a proteção ao movimento de taxas de juro ou de qualquer outro fator de mercado pode ser feita com ou sem financiamento — são duas características diferentes de um *swap*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Portanto, *swaps* com estas estruturas não tinham como única função proteger de variações de taxas de juro, mas também conseguir outras formas de financiamento. Esta informação já nos foi aqui confirmada por alguns gestores públicos.

No entanto, houve outros gestores que nos disseram não ter contratado *swaps* como forma de financiamento, não o ter feito com

nenhum outro objetivo, e ainda assim contrataram *swaps* que tinham *day one PV* negativo. Ou seja, um valor de mercado inicial negativo, com *swaps* muito assimétricos, com estruturas de risco — ou perdas potenciais, se quisermos eufemismos para a palavra «risco» — muito acima daquilo que seria normal.

A minha pergunta é a seguinte: nas fichas técnicas que avaliaram esses riscos estavam patentes? Era fácil perceber que estavam a ser corridos estes riscos? As empresas e os gestores estavam perfeitamente informados dos riscos que estavam a correr? O que é que pode justificar a contratação destes *swaps* com estas estruturas e tão negativos?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Relativamente ao justo valor de mercado de cada uma das operações, o *portfolio* na sua totalidade, está indicado no nosso relatório que tal se deve a vários fatores, predominantemente à variação dos fatores de mercado, onde se incluem as taxas de juros mas também muitos outros fatores. Portanto, essa é uma das causas do *mark-to-market* negativo, sendo as outras as componentes de financiamento e do *day one PV*.

Analisámos as fichas técnicas no sentido de retirar daí todos os dados que permitiam fazer uma avaliação das operações e de todas as métricas associadas às mesmas — *Credit Value Adjustment (CVA)*, *Funding Value Adjustment (FVA)*, sensibilidade ao movimento de taxas de juro ou outras. Portanto, foi nessa ótica que examinámos as fichas técnicas como instrumento de trabalho, ou um dos instrumentos de trabalho, para poder proceder ao nosso trabalho, que foi uma avaliação do *portfolio*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, gostaria que comentasse e explicasse uma das frases que está escrita num relatório que elaborou. É a seguinte: «A magnitude, mas acima de tudo a natureza complexa destes riscos, não é consistente com o perfil económico das Entidades Públicas Reclassificadas (EPR)».

Portanto, gostaria que me explicasse o que quer dizer que «a natureza complexa destes riscos não é consistente com o perfil económico das EPR». Que natureza de riscos é esta? E porque é que não é consistente com o perfil económico das EPR?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O que temos no relatório, e no nosso trabalho, é uma análise do *portfolio* tal como ele estava, tal como nos foi entregue, após termos sido mandatados.

Portanto, olhámos para o *portfolio* na sua forma final e, como já referi aqui, olhámos para o *portfolio* em todas as suas estruturações. E vimos no *portfolio* uma indexação a muitos fatores de mercado, alguns observáveis, outros não observáveis. Os fatores observáveis eram, por exemplo, as taxas de juro do euro, a forma da curva do euro, a taxa de juro do dólar, os índices proprietários dos bancos; os fatores não observáveis eram, por exemplo, a volatilidade, portanto, o justo valor de mercado da volatilidade, das correlações entre as curvas..., portanto, todo um conjunto de fatores que determinam o justo valor de mercado.

Desse ponto de vista, analisámos essas operações e determinámos qual era a sua sensibilidade ao movimento de taxas de juros a todos estes

fatores de mercado e qual era o seu justo valor de mercado naquele momento e em todos os momentos anteriores. Desta forma, analisámos claramente as operações e retirámos daí que o seu justo valor de mercado dependia de muitas variáveis — da taxa de juro do euro, da taxa de juro do dólar, com menos magnitude, e índices. Desse ponto de vista, reparámos e salientámos no relatório que essas variáveis eram várias.

Não sei se terei respondido à sua pergunta, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

O Sr. Presidente: — Veremos se respondeu num outro momento, Sr. Doutor.

Agora, tem a palavra o Sr. Deputado Afonso Oliveira.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Presidente, Sr. Dr. Paulo Gray, muito bom-dia. Antes de mais, quero agradecer a sua presença nesta Comissão.

Durante esta audição já foram dados muitos esclarecimentos e, julgo, grande parte das perguntas já foi feita, mas há algumas questões adicionais que eu gostaria de colocar-lhe.

Há um aspeto que ninguém focou, mas que eu gostaria que ficasse muito claro. Pedia-lhe que confirmasse esta minha afirmação: a StormHarbour foi escolhida por uma consulta alargada a várias entidades, o critério de adjudicação foi o preço mais baixo, foram seguidos os procedimentos da contratação pública, o contrato foi visado pelo Tribunal de Contas, é público no *Portal Base*, tudo é conhecido e transparente e o critério foi o preço mais baixo. Confirma esta minha afirmação? É apenas para que fique registado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sim, a StormHarbour concorreu a um processo lançado pelo IGCP a um preço abaixo do preço-base, do preço máximo que o IGCP iria pagar, e reuniu os requisitos técnicos que faziam parte do caderno de encargos para ser seleccionada com base nesses critérios.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — O processo iniciou-se no princípio de setembro de 2012 e o contrato foi efetuado em outubro de 2012. É assim rigorosamente, Sr. Doutor?

O Sr. Dr. Paulo Gray: — É. Houve uma consulta à StormHarbour, e a outras entidades, penso, o processo ficou decidido em princípio de outubro e iniciámos os trabalhos em outubro.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, já agora, gostava que me esclarecesse também um outro aspeto.

Analisando todo o processo contratual, percebe-se que havia da parte do Governo uma grande preocupação em relação a este processo — isto é clarinho e, aliás, já foi transmitido aqui pela Sr.<sup>a</sup> Ministra das Finanças em dois momentos diferentes. Essa grande preocupação foi expressa à StormHarbour com o *timing*, o tempo, que tinha definido para a conclusão do trabalho? Ou seja, havia uma grande preocupação do Governo e do IGCP em relação a este processo?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sim, penso... Claro que se tratava de uma responsabilidade de que tinha sido incumbido o IGCP. O IGCP, pelo que me é dado a entender, encarou essa responsabilidade e, não tendo na sua totalidade, a capacidade para, do ponto de vista analítico, desagregar todas estas operações, iniciou uma consulta ao mercado para a escolha de um consultor financeiro e com um *timing* relativamente apertado. Lembro que tínhamos 30 dias até à produção do primeiro relatório e, depois, o nosso mandato estendia-se por mais seis meses, após a conclusão do primeiro relatório. Portanto, tínhamos um período relativamente curto para fazer essa análise, como tive oportunidade de dizer aqui na Comissão, com um levantamento da documentação muito, muito exaustivo.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, já agora, em relação à documentação, e já que falou nessa questão, gostava que ficasse muito claro também um ponto.

Disse-nos aqui que tinha já a informação necessária para iniciar a análise das operações. A pergunta que quero fazer-lhe é exatamente sobre isso: como é que classifica a quantidade, a qualidade da informação e a preocupação que existia? Gostava que esta questão ficasse clara, porque ela é sistematicamente levantada, parecendo que não havia da parte do Governo ou do IGCP uma preocupação, que, aliás, é clara para todas, mas enfim...

Gostava, portanto, que nos explicasse qual era a qualidade da informação, até porque está a ser referido na imprensa que não tinha toda a informação. Portanto, gostava que fossem muito claras as questões da qualidade da informação dos contratos que ia analisar e da intensidade que tinha de imprimir na consultora para trabalhar neste processo.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — A informação necessária para o nosso trabalho era muito vasta, alguma estaria disponível no início dos trabalhos, outra não, porque, como sabem, estas operações são contabilizadas ao justo valor e, portanto, fazem parte integrante da contabilidade das empresas.

No entanto, o nosso trabalho não era o *photo finish*, não era analisar a operação como ela estava. O nosso trabalho era muito mais extenso, nesse sentido; era o de percorrer toda a trajetória da operação para determinar quais eram todas as métricas, desde o momento da sua contratação e também, depois, na fase final.

Portanto, encontrámos sempre da parte da equipa do GA-Der uma grande capacidade de resposta face às nossas solicitações de informações, e havia também solicitações deles, porque o interesse era o mesmo. Obviamente, vamos sempre embater nas questões: estamos à procura de uma confirmação de uma reestruturação feita há 8, 9 ou 10 anos; estamos à procura de uma confirmação de um pagamento feito por baixo dessa reestruturação, tendo a certeza sobre se há um cupão ou se esse cupão inicial foi pago... Portanto, era necessário também dotar este trabalho da maior credibilidade e do maior rigor.

O rigor e a credibilidade também passam muito pelo levantamento da informação, por isso era necessário que o IGCP, quando iniciasse as

discussões com as instituições financeiras, os chamados contrapartes, detivesse toda a informação, perfeitamente suportada pela documentação histórica.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, a sua resposta leva-me a uma pergunta que também me parece relevante, muito importante, para percebermos o que está aqui em causa.

Na sua opinião, pelo conhecimento que tem, pelo trabalho que foi desenvolvido pela StormHarbour e pela conclusão a que chegaram, era possível ao Governo, ao IGCP, sem este nível de informação, sem um relatório desta natureza, da StormHarbour ou de outra empresa, atuar de forma eficiente e eficaz, com capacidade negocial junto das contrapartes, junto dos bancos, por forma a obter uma negociação assertiva e o mais adequada para o Governo português e para o País?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Acho que é relativamente conhecida a capacidade do IGCP, desde a sua génese, de gerir a dívida pública portuguesa.

A incumbência dada ao IGCP, neste caso específico, passava por um conjunto de operações derivadas com algum grau de complexidade e que diferiam, como penso que já foi aqui dito, da experiência do IGCP, que dispunha experiência na utilização de produtos derivados para ajustamento da *duration* face à sua dívida, mas não neste grau de indexação a outros fatores de mercado.

Realço que para um trabalho desta magnitude é necessário ter uma análise o mais profunda, o mais informada e o mais robusta possível para providenciar todas as ferramentas a quem está a negociar, neste caso o IGCP e o Estado português, para que negocie da melhor forma. Isto faz-se ou através da utilização de recursos internos, que o GA-Der, o IGCP, detinha, ou, para matérias em que não se tem experiência, recorrendo a entidades que tenham essa experiência.

Julgo que a StormHarbour tinha toda a capacidade analítica para, do ponto de vista das métricas de risco, poder desagregar toda essa informação e, repito, dotar o IGCP — através das competências que ele já tinha e do auxílio, da assessoria que lhe foi prestada pela StormHarbour, portanto, com essa combinação — para ter claramente a capacidade de defender da melhor forma os seus interesses.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, o que diz aqui hoje é relevante, porque permite perceber que se não houvesse um trabalho aturado, profundo e analítico em cada um dos contratos para perceber o que estava em causa... E o que já foi dito várias vezes nesta Comissão, pela Sr.<sup>a</sup> Ministra das Finanças e também pelo representante do IGCP, foi que havia necessidade de analisar globalmente toda a carteira de derivados existentes nas empresas para perceber o que estava em causa, para atuar de forma concertada junto dos bancos e para tomar uma decisão global em relação à carteira.

De alguma maneira já respondeu à pergunta que lhe vou fazer, mas gostava que confirmasse o seguinte: na sua opinião, pela experiência que tem e pelo trabalho que desenvolveu, se, porventura, o trabalho de

negociação com os bancos fosse feito em cada uma das empresas, o que é que teria acontecido?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, acho que qualquer instituição financeira olha sempre para um risco de um País de uma forma agregada. Portanto, estou a dar-lhe a minha visão, com alguma experiência de mercado.

Quando qualquer instituição financeira olha para o risco do setor empresarial do Estado, quando olha para o risco das empresas públicas reclassificadas, olha para um risco... Todos nós sabemos que essas empresas, infelizmente, não dependiam de si próprias, mas do suporte do Estado.

Em primeiro lugar, eu queria realçar esse aspeto, isto é, que uma instituição financeira muitas vezes olha de uma forma agregada para um risco de crédito, independentemente de ser uma empresa que atua no setor dos transportes metropolitanos de Lisboa ou do Porto.

Segundo ponto: as negociações são sempre, por natureza, nestas matérias, difíceis e - como acho que dizemos no nosso relatório - é preciso uma articulação e uma unificação muito importantes das partes negociais, porque, obviamente, se tiver com uma parte no outro lado da mesa — são três ou quatro entidades a negociar entre si — quem está deste lado, que é apenas uma entidade, muitas vezes poderá, nessa negociação, tirar partido da desagregação na negociação.

Como observador, entendemos que há questões negociais importantes e, depois, também há questões analíticas, porque é importante que em matérias como o CVA, para determinar as provisões que as

instituições financeiras têm nas empresas, é importante, dizia, que haja uniformidade também na determinação de qual é o risco de uma empresa face à outra - e aqui tínhamos quatro empresas públicas reclassificadas.

Do nosso ponto de vista, numa negociação é sempre melhor se o outro lado olha, numa perspetiva de risco, de uma forma única para quem está deste lado; é bom que haja uma capacidade também de se unir e de haver um único interlocutor e penso que nós, nas nossas recomendações, fazemos igualmente nota relativamente a isso.

Não sei se respondi à sua pergunta, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, faça favor.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Dr. Paulo Gray, disse aqui também que o mandato da StormHarbour foi avaliação de contratos, digamos, avaliar as características de cada um dos contratos, analisar a sensibilidade desses contratos a movimentos de taxas de juro no mercado..., estas foram referências que foi fazendo para percebermos o que estava em causa no contrato estabelecido da StormHarbour com o IGCP e todos os fatores do mercado que também incluem taxas de juro e não só. Portanto, foi aqui referenciado isso.

Disse ainda que a recomendação foi a eliminação dos contratos complexos. Fica muito claro nesta audição (para não haver dúvidas, digo que a conclusão é minha) que a StormHarbour, consultor financeiro do IGCP, que foi contratado para analisar as operações, recomendou claramente, repito, claramente, a eliminação dos contratos complexos.

A pergunta que lhe faço é: o que poderia acontecer se não tivesse sido encetado o processo de eliminação dos contratos? É uma pergunta ligeiramente diferente da anterior, é uma pergunta *a contrario*, digamos

assim: o que aconteceria se não fosse encetado o processo de eliminação desses contratos, na sua opinião?

O Sr. Presidente: — Sr. Doutor, tem a palavra.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Posso falar-lhe um pouco sobre quais eram as contingências do que se poderia passar, mas não temos capacidade para ver quais são as atitudes de um conjunto...

O que penso é que, por um lado, havia uma preocupação das instituições financeiras relativamente ao risco de Portugal, isso acho que era notório; havia uma preocupação também, penso eu, manifestada relativamente à exposição de crédito destas operações; e havia a possibilidade, também, em grande parte das operações, de um cancelamento antecipado por parte das instituições financeiras — os *early termination options*, os *rating triggers*, etc.

Portanto, ao serem exercidos esses *early termination options* e os *rating triggers*, essa é uma determinação legal, cuja exequibilidade nós, obviamente, não temos a capacidade de aferir, não é? Mas, nesse cenário, ao avançar, as instituições iriam fazê-lo de uma forma, penso eu, desagregada e também provavelmente perder-se-ia a capacidade de controlar este processo. O que acho - e penso que deve ser aqui salientado, é que este era um *portfolio* vasto que tinha um valor justo de mercado elevado, valor esse que dependia de variadíssimas variáveis, que era contratado com um conjunto de instituições e que tinha também contidas nesses contratos cláusulas de vencimento antecipado. E se essas cláusulas lá estão cumprem ou deverão cumprir uma finalidade e há também evidência de que os reguladores também estavam a olhar para um *enforceability*, ou seja, para a utilização dessas cláusulas.

E, portanto, é-me difícil, obviamente, é-me impossível dizer o que teria acontecido. O que lhe posso dizer é quais são os riscos de uma inação, ou seja, quando temos um conjunto de quatro empresas, com múltiplas instituições financeiras com cláusulas de vencimento antecipado, poderia dar-se o caso de se perder aqui o controlo do processo e de o Estado ser forçado — era uma contingência que poderia acontecer, não lhe vou avaliar qual é o grau de probabilidade dessa contingência.

Como já tive aqui também oportunidade de afirmar na Comissão, não temos a capacidade para aferir de questões que saiam da nossa matéria, mas, respondendo à sua pergunta, essa era uma contingência que eu via como possível. Não sei se era...

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Afonso Oliveira.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, muito obrigado pela sua resposta, porque corresponde àquilo que temos ouvido ao longo destas audições. Penso que esta será a 28.<sup>a</sup> audição nesta Comissão, portanto, ouvimos já, em muitas horas, muitas pessoas, muitos intervenientes, muitos gestores das empresas públicas, algumas pessoas ligadas a todo o processo, a tutela financeira das empresas..., enfim, ouvimos muita gente e já percebemos que se não houvesse uma atuação sobre estes contratos, se não houvesse uma atuação do Governo, que pegasse no processo todo e atuasse sobre esses contratos, o que aconteceria? Teríamos aqui um processo como agora acabou de referenciar, que era um potencial de risco acrescido, a possibilidade de cancelamento antecipado de contratos pelas contrapartes, enfim, um potencial de risco que não faz nenhum sentido.

A pergunta que lhe faço e que tem a ver também com esta questão é (e admito que a pergunta que vou fazer seja de difícil resposta, mas, para

mim é importante saber qual a resposta que poderá dar a esta pergunta) se no momento da contratação dessas operações por parte das empresas, pela análise que fez agora, com todos os pressupostos que existiam na altura, nomeadamente perspectivas de evolução de taxas de juro, dificuldades na captação de novos empréstimos junto da banca, que já foi aqui referenciado também, a conjuntura internacional... A pergunta é: os contratos com as características dos que agora se conhecem e que foram classificados como problemáticos, naquele momento e naquelas circunstâncias, com tudo o que podemos acrescentar aos momentos em que as questões são as tomadas de decisões, que são em momentos reais, em que a avaliação não é feita mais tarde, se havia uma gestão prudente por parte das empresas. Ou seja: faz sentido empresas públicas, que fazem gestão dos dinheiros públicos, fazerem contratos com este tipo de natureza, na sua opinião?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, tive também ocasião de responder a essa questão já em resposta a perguntas anteriores.

Aquilo para que a StormHarbour olhou — e o nosso mandato é de analisar as operações do ponto de vista quantitativo, propor a reestruturação ou a eliminação quando são complexos e, portanto, também, parte do nosso trabalho foi a complexidade —, nas suas várias avaliações, o âmbito do nosso trabalho foi analisar um conjunto de contratos e retirar essas métricas, que são relevantes para o Estado na análise, no diagnóstico e na resolução dessa questão.

Essa análise é independente, a não ser nas questões analíticas que já lhe disse e que têm a ver com o CVA de quem contrata, qual é o risco de

crédito que se utiliza, e no FVA, também, qual é o custo de financiamento – portanto, não tem nenhuma relação com as empresas em si.

Portanto, não tenho elementos para responder à sua pergunta. Tenho os elementos sobre as transações que foram contratadas e as respetivas características, mas esse não é, certamente, o elemento suficiente para responder à sua pergunta: se era preciso ter um conhecimento das empresas e, para além de ter um conhecimento, era preciso também ter a capacidade de o interpretar. Portanto, há questões que extravasam as matérias financeiras, que extravasam matérias analíticas e que têm outras matérias, sobre as quais nem a StormHarbour, nem eu temos competências para opinar.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, compreendo perfeitamente a sua resposta e faço-lhe uma pergunta muito direta: como é que decidiram sobre um contrato efetuado numa das empresas públicas, em que para a assinatura do contrato derivado, ou *swap*, a empresa recebeu 30 milhões de euros à cabeça, na assinatura? Como é que classificaria este contrato?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Essa é uma característica da operação como são outras características da operação, tais como pagamentos de cupões mais baixos no primeiro período da operação... Essa é uma característica da operação que foi incorporada por nós na avaliação que fizemos. Muitas vezes, esses pagamentos, à cabeça, têm a ver com montantes que são

necessários para eliminar operações com outras contrapartes e todos nós sabemos que, para eliminar uma operação com um valor justo de mercado negativo com contraparte, teremos de proceder a um pagamento, à cabeça.

Portanto, os *swaps* com essas características, provavelmente, teriam esse fim, mas para nós, técnicos, esse é um elemento que entra para avaliar o justo valor de mercado e para avaliar todas aquelas outras métricas que considerámos relevantes. Essa é uma característica de alguns destes contratos, mas que, do nosso ponto de vista, é um *input* para a nossa avaliação dessas operações.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado, tem a palavra.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, mas posso concluir que uma operação desta natureza pretende, no mínimo, antecipar fluxos financeiros (não é só fluxos financeiros, é uma «receita», digamos assim) e permite, também, de alguma maneira, resolver problemas de curto prazo da empresa, potenciando os riscos futuros. Isso é, pelo menos, uma possibilidade de análise.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, quando há, por exemplo, uma compra ou uma venda de uma opção, nós, também, se vendermos uma opção, recebemos um prémio, à cabeça. Em contrapartida, temos a possibilidade de essa opção vir a ser exercida contra nós. Portanto, isso utiliza-se muitas vezes em instituições que têm um determinado ativo e fazem uma venda de uma opção e encaixam logo o prémio, que é ao que chamamos um *covered call*. Desse ponto de vista, essa é uma característica da

operação e que irá estar sempre refletida, penso eu, nos termos da operação em si e também no registo da operação, onde quer que tenha de ser registada.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, ainda do ponto de vista do seu conhecimento, e em termos técnicos, não como um trabalho desenvolvido pela StormHarbour, mas não acha que faria sentido (o que está a acontecer agora, após a tomada de posse deste Governo) que haja obrigatoriedade de as empresas obterem parecer prévio do IGCP para essas operações? E também qual é, na sua opinião, o papel das autoridades de supervisão neste processo?

Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, a minha experiência é a de que estas operações, como qualquer operação financeira ou não financeira, mas uma operação que poderá ter uma magnitude dependendo de determinadas observações no mercado tem de ser sempre analisada com a maior cautela, dentro das instituições contratantes e, obviamente, como qualquer operação financeira que, pelas suas características, pode ter consequências na vida das empresas ou não, tem de ser devidamente escrutinada por quem tem responsabilidade para escutinar. Esse não é o âmbito do nosso trabalho, pois, digo-o mais uma vez, o nosso trabalho tem um âmbito puramente técnico.

O que posso dizer-lhe é que, obviamente, tem de ser dada a maior importância a esta como a outras operações financeiras, ou seja, a qualquer

operação financeira, seja a emissão de uma obrigação seja a contratação de um produto derivado. E quanto maiores forem as possíveis consequências dessa operação na vida das empresas, mais escrutínio essa operação deve ter, quer interno quer externo.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Doutor, a conclusão é minha e não tem a ver com a sua audição aqui, hoje, mas a verdade é que, durante este período, fica muito claro que não houve controlo das operações. Desde 2008 que o Governo anterior tinha conhecimento destas operações; em 2009 fez um despacho sobre estas mesmas operações e não se percebe qual foi o trabalho desenvolvido após o despacho. Enfim, há aqui uma série de situações que, durante as próximas audições nesta Comissão, iremos esclarecer, mas a verdade é que não houve controlo, não houve atuação atempada sobre estas operações, e chegámos ao ponto a que chegámos.

Para finalizar, eu gostaria de fazer uma outra pergunta que tem a ver a questão suscitada sobre a complexidade das operações, no relatório da StormHarbour.

Referiu aqui que a complexidade não é a mesma coisa que sensibilidade à taxa de juro e isso é claro, não precisamos sequer de referenciá-lo. Referiu ainda que a classificação das operações foi feita relativamente ao grau de complexidade, o que não é a mesma coisa que risco. Isto ficou claro para mim, até porque também fica claro pelo relatório, mas gostava que voltasse a explicar bem, para que não haja dúvidas sobre esta matéria, o que o vosso relatório, a págs. 30, na tabela 10, refere como «*Complexity Score Metrics*». Parece-me ser esta a referência que aqui surge relativamente à complexidade das operações. Portanto, pode

haver uma operação complexa sem que ela tenha um risco elevado — gostaria que isso ficasse esclarecido.

Uma outra questão — e, com isto, termino, Sr. Presidente — tem a ver com o seguinte: a análise da StormHarbour a estas operações, o trabalho por ela desenvolvido, fez análise em relação, por exemplo, à REFER e à Estradas de Portugal, tal como consta do vosso relatório. E devo dizer, para que não haja a tentativa de, nesta Comissão, só falar de algumas empresas (e percebe-se qual é o objetivo), que o relatório do IGCP, a págs. 22, refere que há 56 transações problemáticas em seis empresas (e não se fala nem da REFER, nem da Estradas de Portugal), a saber, na Metro de Lisboa, na Metro do Porto, na Carris, na CP, na EGREP e na STCP. Isto fica muito claro, pelo que me parece não valer a pena estarmos aqui sempre a «chover no molhado».

Mas gostava que esclarecesse muito bem esta questão da complexidade para que não haja mais nenhuma dúvida, Sr. Doutor.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, relativamente à complexidade, refiro-o mais uma vez, o que quisemos foi que a nossa área técnica elaborasse uma metodologia que fosse, por definição, uma metodologia consistente e também independente — isto era muito importante. E essa era uma metodologia que, na classificação de complexidade, iria incorporar muitos fatores, a saber, os fatores que tinham a ver com qual é o *pay-off*, ou seja, qual era a estrutura dos *cash-flows* esperados do *swap*, e a que é que era indexado.

Também tivemos o cuidado de olhar sempre para a complexidade tal como aparece agora e a complexidade histórica, pois acho que isso é

importante. E o meu colega que elaborou esta parte foi um pouco mais além e cuidou de que operações que tivessem um perfil de pagamento relativamente simples, mas que pudessem ter associadas variabilidades de fator de mercado também bastante significativas, ficassem aqui bem expressas. E dei um exemplo.

E o que tentámos, nesta nossa apreciação e nesta nossa classificação de produtos complexos, foi incorporar todas essas questões que têm a ver com o perfil esperado de pagamento, com sensibilidade aos vários fatores de mercado, índices proprietários das instituições, e ainda a questão de saber se os índices podem ser facilmente observáveis ou se as variáveis de mercado podem ser facilmente observáveis ou não, e se podem ser transacionáveis ou não.

Foi um trabalho de alguma forma exaustivo, mas chegámos a uma metodologia com a qual nos sentimos confortáveis em termos da complexidade das transações.

O Sr. Presidente: — Vamos, agora, passar ao Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, quero cumprimentar o Sr. Dr. Paulo Gray e a sua equipa.

A minha primeira pergunta prende-se com a delimitação do vosso mandato e com o universo escolhido. Sabemos que a StormHarbour não analisou todo o *portfolio* de derivados, nomeadamente, analisou apenas empresas públicas reclassificadas. E a pergunta que gostava de fazer era esta: porquê?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, a sua pergunta também me dá a oportunidade de esclarecer. A consulta que foi feita à StormHarbour era para a avaliação e análise de um *portfolio* de instrumentos financeiros derivados contratados com empresas públicas reclassificadas. Portanto, só aquelas empresas públicas reclassificadas é que entraram na nossa análise. Por isso, o âmbito do mandato, o âmbito do nosso contrato com o IGCP foi esse. Penso que isso se prenderá com os poderes do IGCP de poder atribuir esse mandato dentro das empresas públicas reclassificadas.

Agora, a nossa consulta, o nosso contrato e a nossa análise recaíram sobre as empresas públicas reclassificadas, ou seja, aquelas que estão integradas no Orçamento do Estado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Portanto, confirma que se estimava que as perdas potenciais, as últimas conhecidas, eram cerca de 3300 milhões de euros e que a vossa análise deixou de fora cerca de 800 milhões de euros de perdas potenciais.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Confirmo que a nossa análise apenas recaiu nas empresas públicas reclassificadas e, portanto, desse ponto de vista, incluiu todas aquelas operações que estavam «por baixo» das empresas públicas reclassificadas. Esse foi o nosso mandato e foi o objeto da nossa análise, as empresas públicas reclassificadas.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Mas, sendo reclassificadas ou não, abrangendo a Região Autónoma da Madeira ou não, todas elas afetam os interesses patrimoniais do Estado e, assim, podemos dizer que estamos perante uma análise incompleta do ponto de vista da defesa dos interesses patrimoniais do Estado e da minimização do risco e simplificação da totalidade da carteira de derivados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O que posso responder-lhe, Sr. Deputado, é que o que competiu à StormHarbour foi analisar o *portfolio* de derivados das empresas públicas reclassificadas e foi dessa maneira que procedeu. Portanto, o âmbito da consulta, o âmbito do contrato, o âmbito do nosso trabalho foi esse: as empresas públicas reclassificadas.

Mas quero sublinhar uma nota que creio ser importante. O trabalho da StormHarbour recaiu obviamente sobre estas empresas públicas reclassificadas, mas nós deixámos não só este relatório, não só todo o trabalho que foi feito durante meses para acompanhar o IGCP nas suas negociações, mas também ferramentas, conhecimento e experiência dentro da equipa do IGCP e, nomeadamente, do GA-Der, que, na nossa conceção, lhe permitem avaliar, provavelmente sem necessidade de consultor externo, no futuro, estas operações. Portanto, o que deixámos foi um relatório, foi um trabalho, mas também deixámos um legado que permite ao IGCP lidar com as operações deste grau de complexidade, no futuro. Pelo menos, é este o meu entendimento.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Mas confirma que uma parte foi deixada de fora e que a entidade que foi contratada por alegadamente ter uma competência técnica que não existia dentro do IGCP deixou de fora, à data, cerca de 800 milhões de euros de perdas potenciais?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O que posso confirmar, Sr. Deputado, é que a StormHarbour foi contactada e contratada para analisar o *portfolio* das empresas públicas reclassificadas e foi isso que a StormHarbour fez.

Considerações que vão além do *portfolio* que analisámos não conseguirei fazer.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Quem delimitou o objeto foi o IGCP, não conhece os fundamentos dessa delimitação e limitou-se basicamente a cumprir aquilo que foi determinado por quem contratou os seus serviços. Foi apenas isso que fez? Faço-lhe esta pergunta porque referiu agora que foi abordado... De que forma foi abordado nesta contratação? Conhecia pessoalmente Maria Luís Albuquerque? Conhecia João Moreira Rato, no passado? Sim? Esteve com eles em *roadshows* internacionais? Que tipo de conhecimento tinha e como é que foi abordado?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, acho que o meu percurso profissional é conhecido, até porque é público, e há um grande compromisso e experiência com o mercado português. E qualquer uma das duas pessoas que referiu tiveram experiência no mercado português.

O que quero realçar é que a StormHarbour respondeu ao desafio do IGCP através de uma consulta, apresentou uma proposta baseada em preços e em requisitos técnicos e aceitou este desafio para auxiliar o Estado português, especificamente o IGCP, nesta questão.

A escolha da StormHarbour é baseada na sua experiência, na sua capacidade técnica, nos fatores que referi. Não sei se respondi à sua questão, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Não. A minha pergunta foi se conhecia ou não Maria Luís Albuquerque e João Moreira Rato, se teve ou não contactos com essas duas pessoas antes dos contactos mais formais para a adjudicação deste contrato, e se esta problemática foi abordada previamente à contratação da StormHarbour.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sim, Sr. Deputado, conheço qualquer uma das duas pessoas de que falou. São pessoas que têm um percurso em Portugal e, portanto, conheço-as, cruzei-me com elas na minha atividade profissional, como me cruzei com muitas outras pessoas. A StormHarbour foi contactada para prestar assessoria ao Estado neste projeto e assim o fez.

Quanto a contactos com Maria Luís Albuquerque e João Moreira Rato, devo dizer que a StormHarbour tem um forte compromisso com Portugal, está presente em alguns países, mas tem um «DNA» muito português e tem no seu «DNA» o assistir os seus clientes em matérias complexas, em Portugal e noutros países.

E, estando Portugal a atravessar uma situação complicada, do ponto de vista do Estado central, do ponto de vista das empresas e do ponto de vista das instituições financeiras, desenvolvemos a nossa atividade e temos muitos contactos.

Portanto, faz parte do nosso trabalho ter esses contactos com as entidades. E penso que ter um contacto com o presidente do IGCP e ter um contacto com a Secretaria de Estado faz parte do trabalho não só da StormHarbour como de qualquer instituição financeira que tenha um comprometimento e uma preocupação com Portugal e com o desenvolvimento do seu negócio em Portugal.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Já agora, podia elaborar um pouco sobre a natureza desses contactos? E, uma vez que diz que contactou muitas vezes com essas pessoas, sobretudo num período particularmente difícil do ponto de vista financeiro, agradecia que pudesse precisar um pouco a natureza desses contactos e que tipo de serviços prestou, formal ou informalmente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Acho que é público que, antes do regresso de Portugal aos mercados, no ano passado, aquando da primeira emissão a cinco anos, a StormHarbour ajudou o IGCP num *roadshow*, em Nova Iorque. É porque um dos trabalhos que a StormHarbour também desenvolve é o de dar o máximo de informação, o máximo de conhecimento à sua base de clientes investidores sobre as características, as idiossincrasias, o estado de ativos, de empresas, de instituições financeiras e também de Estados soberanos. Portanto, consideramos que foi também uma parte importante do nosso trabalho ter esse relacionamento com os investidores estrangeiros e obviamente também participar na divulgação do trajeto que Portugal estava a fazer no processo de ajustamento económico e, com isso, permitir o seu regresso aos mercados.

Portanto, esse foi um dos contactos que fizemos e que organizámos para o IGCP, conjuntamente com outras instituições financeiras, e que se destinava não só a dar mais conhecimento aos nossos clientes investidores sobre o progresso e as características do plano de ajustamento, em Portugal, mas também muitas vezes a providenciar ao Estado português a oportunidade para partilhar, mas também para recolher dos investidores esse *feedback*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — À luz desse tipo de aconselhamento prestado, sobretudo no regresso aos mercados e em contacto com investidores, nessa qualidade, alguma vez disse a Moreira Rato ou a Maria Luís Albuquerque, ao Estado português que excluir uma parte significativa dos *swaps* da análise técnica que posteriormente a StormHarbour veio a desempenhar não era prudente do ponto de vista financeiro e era até um

pouco estranho? É porque se o objetivo for o de proteger os interesses patrimoniais do Estado, continuo a não perceber o que é que leva a deixar de fora, por exemplo, a Madeira e um conjunto de empresas públicas que, do ponto de vista do risco do País, obviamente que têm um peso muito significativo.

Enquanto consultor financeiro, considera esta uma atitude prudente?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, nós na StormHarbour aceitámos este desafio do Estado português e, como lhe disse, no perímetro que nos foi confiado, nós não definimos o perímetro do mandato — e no perímetro que nos foi confiado, que, segundo as palavras do Sr. Deputado, é um perímetro significativo. Portanto, foi dentro desse perímetro que fizemos todo o nosso trabalho. Mas não é só dentro desse perímetro que o nosso trabalho vai estar refletido — já tive ocasião de referir aqui esse ponto. Ou seja, as ferramentas, os processos, o entendimento, o conhecimento que deixámos no IGCP poderá ter ou já teve impacto também na capacidade de o IGCP analisar e determinar métricas fora desse perímetro.

Portanto, o que posso responder é o seguinte: nós não definimos o perímetro, nós trabalhámos com base no mandato que nos foi dado. Era um mandato muito extenso, era um perímetro muito vasto, e cronologicamente também vasto, e foi aí que nos dedicámos.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Fiz-lhe esta pergunta porque, segundo declarações suas, exerceu mais do que um mandato, ou seja, não exerceu apenas o mandato de avaliação e simplificação da carteira de derivados mas tem também auxiliado no regresso de Portugal aos mercados e no contacto com investidores. Já agora, pergunto-lhe de que forma, se há algum contrato onde conste esse auxílio no regresso aos mercados e no contacto com investidores. Existe esse contrato? Quais os termos desse contrato?

Ora, foi nessa qualidade que lhe perguntei se considera prudente, do ponto de vista financeiro, reduzir o âmbito de avaliação dos riscos financeiros apenas a um subgrupo da totalidade da carteira de derivados do Estado. Referiu aqui que fazia *roadshows* e que tentava «vender» Portugal ao estrangeiro. É possível «vender» Portugal ao estrangeiro, sem dizer simultaneamente ao Ministério das Finanças «atenção que, dentro ou fora do perímetro, tudo isto constitui um risco para o País!»?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Relativamente à existência ou não de um outro contrato para esse fim, devo dizer que não, não existe. Nós fizemos esse trabalho, como fazem outras instituições financeiras, no sentido de providenciar aos nossos investidores maior conhecimento sobre Portugal e de providenciar a Portugal como emitente, como outros emitentes, maior conhecimento sobre os investidores, a saber: quais são as suas preocupações, quais são os seus limites de atuação. Portanto, fazemo-lo como forma de providenciar mais informação a um lado e a outro. Assim sendo, não há outro contrato.

Relativamente às considerações sobre olhar... Sr. Deputado, acho que o que é relevante é o que nós olhámos, e é para isso que a

StormHarbour está aqui, para falar. Portanto, do ponto de vista do nosso trabalho, ele centrou-se no que nos foi confiado. E, se nos foi confiado este perímetro, foi porque alguém decidiu confiar este perímetro apenas à StormHarbour. Poderá haver questões regulamentares ou outras questões às quais não lhe posso responder, Sr. Deputado, porque não fomos nós, StormHarbour, que definimos o perímetro. O perímetro foi definido pelo nosso cliente, neste caso, o IGCP.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Confirma que a StormHarbour teve de fazer um investimento muito significativo na compra de modelos de *pricing* para abordar este caso em concreto?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, nós fizemos todos os investimentos necessários para poder prestar da melhor forma o serviço ao nosso cliente. Esses investimentos são meios humanos que têm a capacidade de analisar, de uma forma aprofundada, estes instrumentos financeiros, têm também a capacidade de conhecer os instrumentos financeiros em si, a forma como são valorizados, a forma como são olhados. Portanto, desse ponto de vista, fizemos todos os investimentos necessários para cumprir, da melhor forma, os requisitos do caderno de encargos e do nosso contrato com o IGCP.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Não respondeu à minha pergunta. Tenho a informação de que os investimentos feitos perfizeram quase os 500 000 € do vosso contrato. Confirma esta informação, ou não?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Não, não confirmo, de forma nenhuma, Sr. Deputado. Este é um mandato que, para nós, teve um investimento significativo, em termos de pessoas, de capital humano, que é o nosso grande capital. Nós somos uma empresa de capital humano e somos também uma empresa de sistemas — esse foi o nosso grande investimento. E tivemos, associado a isso, uma grande responsabilidade, custos associados obviamente a este mandato, mas fizemos todos os investimentos necessários para conseguir executar este mandato da melhor forma para o nosso cliente e para o Estado português.

Relativamente à pergunta específica que me colocou, respondo-lhe que não, não tenho conhecimento de que tenhamos investido esse montante.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Uma vez que o objeto do vosso contrato estava limitado a um conjunto de empresas e que fez vários investimentos para concretizar este vosso mandato, porque é que deixou conhecimentos técnicos, modelos e instrumentos para que o IGCP pudesse utilizar em algo que não constava do vosso contrato? Foi *pro bono*? Foi por simpatia? É porque isso não consta do vosso contrato. O vosso contrato é para analisar esta carteira. Diz que deixou um conjunto de instrumentos e

de conhecimentos para avaliar o resto. É porque a StormHarbour é «generosa» para com o Estado português? Podia explicar melhor como é que isto aconteceu?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, quando uma equipa técnica da StormHarbour e uma equipa técnica do IGCP, o GA-Der, passam um vasto tempo a analisar um conjunto alargado de operações, a desagregá-las, há uma partilha constante. E também fazia parte do nosso compromisso com o IGCP partilhar na totalidade toda a análise que fazíamos das operações em si, a metodologia que utilizávamos, os modelos que utilizávamos. Portanto, essa partilha de conhecimento, essa partilha de experiência foi claramente um valor acrescentado para o IGCP e estou seguro de que terá aí ficado.

Portanto, fizemo-lo porque também fazia parte do nosso mandato e da nossa colaboração partilhar com o IGCP a metodologia, os resultados finais, como é que tínhamos chegado aos resultados finais. Assim sendo, desse ponto de vista, sentimos claramente que o GA-Der, hoje, tem um conhecimento mais alargado, uma maior experiência neste tipo de instrumentos financeiros do que tinha antes.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Dr. Paulo Gray, um dos objetivos para que a StormHarbour foi contratada foi, por exemplo, o de definir uma estratégia, mas estranhamente essa não foi a estratégia seguida pelo Governo. O Governo não simplificou, o Governo encerrou.

Quero perguntar-lhe se concorda com essa estratégia, por que é que as vossas propostas não foram seguidas e qual o impacto financeiro de uma opção que o Estado acabou por tomar e que não parece ter sido fundamentada em qualquer parecer técnico, uma vez que não é recomendada pela StormHarbour.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, qualquer decisão de um cliente ao qual a StormHarbour presta um serviço de assessoria, como prestou ao Estado português, cabe a esse próprio cliente.

Portanto, o serviço prestado pela StormHarbour de acordo com o contrato foi um elemento, pensamos, importante para a determinação da estratégia do IGCP, mas não foi o único. Assim, o IGCP, como outro cliente, quando tem de tomar uma decisão face a um *portfolio*, seja de dívida seja de outro tipo de ativos ou, neste caso, de derivados, vai ter em conta outras considerações que não sejam as do seu consultor financeiro. Deste modo, pode ter em conta considerações de ordem orçamental, de ordem legal, de ordem de relacionamento, de estratégia de empresa.

Portanto, o que entregámos ao IGCP foi o que estava dentro do nosso mandato e que o IGCP, como qualquer cliente, incorpora ou não incorpora na sua decisão final.

Desse ponto de vista, nós contribuímos com o que tinha sido contratado com a StormHarbour, que foi providenciar todas as ferramentas e toda a análise para que o IGCP pudesse fazer a sua melhor análise e a sua melhor negociação. De acordo com as nossas recomendações, o nosso mandato é um mandato de simplificação e as nossas recomendações são também de simplificação das operações.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Mas já vimos aqui (no decorrer das perguntas feitas pelo Deputado Paulo Sá) que, no que diz respeito à avaliação, a avaliação foi alterada pelo IGCP. Portanto, ficamos sem perceber muito bem qual foi o papel determinante da StormHarbour na avaliação, uma vez que ela não foi tida em conta na decisão tomada pelo IGCP e que aquilo que consta do relatório do IGCP é, de facto, uma avaliação diferente.

E também sabemos que a estratégia proposta pela StormHarbour não foi seguida pelo IGCP.

Considera, do ponto de vista da estrita gestão da carteira de derivados, que esta é uma decisão prudente? Ou seja, tomar decisões com base em avaliações que não são as do consultor especializado e seguir uma estratégia de negociação que não é aquela proposta pelo consultor especializado.

Com que fundamento é que acha que foram tomadas estas opções? Se não foi com fundamento numa recomendação da StormHarbour, a StormHarbour certamente avaliou e não defendeu essas opções. Portanto, eu gostaria de saber a opinião da StormHarbour sobre a avaliação seguida pelo IGCP, que é diferente da vossa, mas em particular sobre a estratégia que é recomendada pela StormHarbour e que não é seguida pelo Estado português.

Consideram que esta foi a melhor opção? Se sim, porquê? E se não, porquê?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, o nosso mandato era um mandato de simplificação e as nossas recomendações vão no sentido de simplificar — e simplificar pode ser eliminar.

O Sr. Deputado está a dizer que não foram seguidas as nossas recomendações. No entanto, se eu tenho um *portfolio* complexo e quero torná-lo simples, eu elimino as operações complexas. Portanto, desse ponto de vista, a divergência que o Sr. Deputado está a referir entre o que é a nossa recomendação e o que o Estado fez ao fazer o cancelamento antecipado das operações, não sei se será a mais correta.

De qualquer forma, nós cingimo-nos ao nosso mandato e consideramos valiosos a avaliação e os instrumentos analíticos que demos ao IGCP. E o IGCP certamente utilizou-os e fê-los refletir nas suas negociações com as instituições financeiras.

Portanto, o nosso contributo foi dentro do nosso mandato. E o IGCP, ao cancelar antecipadamente operações complexas num *portfolio*, penso que estará a simplificar.

Portanto, essa divergência que existe entre o que é o nosso mandato de simplificação e o cancelamento das operações, não concordo com ela, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. João Galamba (PS): — Pode não concordar comigo, mas o facto é que o relatório da StormHarbour diz que o cancelamento é uma decisão de último recurso, pelo que há outras anteriores.

Assim, se é uma decisão de último recurso, não é certamente a melhor ou, pelo menos, na ótica da StormHarbour, consultora

especializada, contratada pelo Estado para esse efeito, essa não era a melhor opção.

O que é que, na opinião da StormHarbour, pode ter inviabilizado as recomendações da StormHarbour? O que é que terá levado o Estado a seguir aquilo que para a StormHarbour era uma solução de último recurso?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, referi aqui que havia uma preocupação de qualquer investidor estrangeiro com a exposição de Portugal e, portanto, os bancos também não eram exceção.

Como consta do relatório, há várias alternativas de simplificação, as quais passavam por deixar as operações e o custo de valor nas empresas públicas portuguesas, passavam por colateralizar com bilhetes de tesouro essas operações, passavam por transferir para o IGCP.

Essas alternativas iriam sempre deixar, do ponto de vista das instituições financeiras, essa exposição de Portugal e a iminência de exercer as cláusulas. Essas cláusulas, ao serem exercidas, sê-lo-iam provavelmente ao justo valor de mercado naquele momento, portanto, sem qualquer tipo de incorporação de provisões de crédito até à maturidade, provisões de financiamento até à maturidade e riscos de modelo.

Fazemos um conjunto de recomendações que depois serão ou não seguidas conforme os condicionalismos do cliente, como em qualquer recomendação de um consultor. Desse ponto de vista, a decisão final irá sempre recair sobre quem tem noção e capacidade de avaliar e decidir tomando em consideração todos os condicionalismos e portanto, neste caso, sobre o IGCP.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Sim, mas é um facto que a StormHarbour faz uma recomendação que não é seguida. A minha pergunta é muito clara: porque é considera o cancelamento apenas uma solução de último recurso e em que medida é que as propostas feitas pela StormHarbour são melhores do que esse cancelamento?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Dentro do que era um mandato de simplificação, uma simplificação com as entidades contratantes era sempre o primeiro passo, mas essa contratação não iria libertar provisões de crédito. Essa solução, provavelmente, não iria libertar a exposição das instituições financeiras às empresas.

Portanto, o Estado português, o IGCP, ponderou todas estas alternativas como ponderou e recebeu de nós este *input*, do ponto de vista analítico, técnico e de experiência de mercado; terá feito outras análises, considerando outras vertentes e outros vetores de decisão que também são importantes e chegou à sua conclusão final.

Do nosso ponto de vista, o que está vertido no nosso relatório é que, primeiro, as operações são para reestruturar ou para eliminar e, segundo, que a eliminação será feita, obviamente, com todas as traduções económicas de todas as provisões que estavam contidas nas instituições financeiras que eram contraparte desses instrumentos de risco financeiro.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Consegue dizer-me quais os *rating triggers* que constam da carteira analisada e qual a data em que esses *rating triggers* foram acionados?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, no relatório da StormHarbour está explanado um conjunto de eventualidades de cancelamento antecipado, por opção da parte das instituições financeiras, que lhe é dada numa determinada data, ou por eventos externos, como o *rating trigger*.

Uma grande parte do *portfolio* analisado tinha associadas possibilidades de cancelamento antecipado por parte das instituições financeiras no ano de 2013 e, portanto, desse ponto de vista, o relatório tem os *rating triggers*. Podemos enviar-lhe mais informação que não esteja contida no relatório relativamente às possibilidades de cancelamento antecipado por parte das instituições financeiras contratantes deste *portfolio*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — O Sr. Doutor disse 2013, mas temos registos, por exemplo, de *swaps* que estavam na vossa carteira cujos *triggers* foram acionados em março de 2011, portanto, essa data é-me desconhecida...

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O nosso mandato iniciou-se em outubro de 2012 e, portanto, olhámos para a frente e analisámos, conforme as confirmações e as condições contratuais entre as instituições financeiras e as empresas públicas, quais eram as possibilidades de cancelamento antecipado por parte das instituições financeiras contratantes. Essa informação consta do nosso relatório e é uma parte significativa do *portfolio* de 2013, porque olhámos para a frente no sentido de ver quais eram os *rating triggers* que poderiam ser acionados a partir do momento em que começámos a olhar para este *portfolio*.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Mas olho para a página 22 do vosso relatório e parece-me claro que é março ou abril de 2011...

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — O que fazemos é uma análise histórica do *rating* da República portuguesa para evidenciar claramente como é que a deterioração do crédito se reflete na notação das agências de *rating*, obviamente, porque é um facto relevante para a análise dos contratos, pois permite essa cláusula de vencimento antecipado.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Mas confirma a data que eu referi ou não?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Confirmo que temos uma análise no nosso relatório de comportamento ou da evolução das notações de *rating* para a República portuguesa e também temos no nosso relatório uma análise das condições de cancelamento antecipado por contraparte e específicas operações.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Volto a repetir a pergunta: em relação às *rating triggers*, confirma que é março ou abril de 2011?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sim, confirmo que fizemos uma análise exaustiva das *rating triggers*. E se há uma notação de *rating* da República portuguesa que determine que a partir de uma determinada data esse *rating trigger* está ativo, portanto, a possibilidade de cancelamento antecipado pode ser exercida, sim, claro.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Confirma a data que eu referi ou não?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, confirmo que estão contidas no nosso relatório todas as possibilidades de cancelamento antecipado por parte das contrapartes das operações de *swaps*. Se existem possibilidades de cancelamento antecipado em 2011, certamente, estarão lá.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — A atual Ministra das Finanças tem alegado que ter perdido dois anos ou um ano e meio para tratar deste problema — ou seja, não se cancelou logo em 2011, quando as perdas potenciais eram de cerca de metade do que são agora — não teve quaisquer custos porque havia outra carteira de *swaps* do IGCP que funcionava como espelho, ou seja, para cada euro perdido na carteira das empresas públicas ganhava-se um euro na carteira do IGCP.

Ora, segundo declarações suas no início desta audição, isso é uma impossibilidade. Vou citá-lo: «a sensibilidade é muito maior para *swaps* mais complexos». Ora, uma carteira constituída apenas por *plains vanilla* e outra que tem *snowballs* e etc. não poderão ter evoluções simétricas ao longo de dois anos.

Eu gostava que o Dr. Paulo Gray comentasse isto e confirmasse se isto é ou não verdade, e que nos dissesse também se, qualquer que seja a estratégia, de simplificação ou cancelamento, adiar dois anos teve ou não custos financeiros para o Estado português.

Para terminar, faço só mais uma pergunta: tem-se falado de poupanças no cancelamento e eu gostava de saber se é possível falar em poupanças se o desconto face ao *mark-to-market* é inferior ao valor do CVA e do FVA.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Dr. Paulo Gray.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, em primeiro lugar, relativamente a uma referência a uma afirmação que proferi, fiz uma afirmação quanto a uma operação em si, não fiz quanto a uma carteira.

A sensibilidade aos movimentos de taxas de juro, a sensibilidade a fatores de mercado ou às taxas de juro é determinada, numa carteira, pelo somatório, pela conjugação da sensibilidade aos riscos de mercado de várias operações. Portanto, o que acho que é relevante quando se estão a comparar dois *portfolios* é se um *portfolio* tem uma determinada sensibilidade a um fator de mercado, nomeadamente taxa de juro, e se outro *portfolio* tem uma determinada sensibilidade ao fator de mercado taxa de juro.

E o que nós sabemos é que duas operações podem ter sensibilidades completamente diferentes, mas, quando estamos a analisar dois *portfolios*, estamos a analisar dois conjuntos de operações e, portanto, o que temos de comparar é a sensibilidade de um *portfolio*, que constitui várias operações, com a sensibilidade de outro *portfolio*, que constitui várias operações.

Mais uma vez refiro que o que analisámos foi a sensibilidade ao movimento de taxas de juro das operações constantes do nosso mandato e, portanto, das operações públicas reclassificadas.

Relativamente a outra questão que o Sr. Deputado me colocou, relativa a poupanças, a StormHarbour calculou, para cada operação, qual era o valor de mercado, qual era o CVA, ou seja, as provisões de risco de crédito que antecipávamos que cada empresa tinha, calculávamo-las até à maturidade, não as calculámos até à próxima data potencial de exercício.

Calculámos também qual era a libertação de *funding* que existiria para as instituições financeiras e partilhámos esses números no relatório, os quais foram atualizados com o IGCP ao longo do processo.

Portanto, o nosso mandato era o de providenciar ao IGCP todas as ferramentas para ter uma negociação com as contrapartes.

Não me consigo pronunciar sobre poupanças. A matéria das poupanças face a valor de mercado, a variação de taxas de juro, é uma matéria demasiadamente subjetiva para poder pronunciar-me.

Posso dizer é que, relativamente ao cálculo que foi feito, calculámos o CVA e o FVA para a maturidade das operações. Não considerámos que grande parte delas pudesse ser cancelada dentro de um curto espaço de tempo. Se fossem canceladas seria utilizado o mecanismo *early termination* provavelmente ao justo valor de mercado. Portanto, o que lhe posso dizer é que calculámos o CVA e o FVA como se as operações estivessem vivas até à maturidade, como se não fossem exercidas cláusulas de vencimento antecipado e, como poderá ver, esses são números relevantes e a diferença entre um número e outro número é relevante.

Portanto, esse foi o trabalho da StormHarbour: o de providenciar ferramentas analíticas para dotar o IGCP e o Estado da capacidade, do ponto de vista analítico, de negociar com as instituições financeiras da melhor forma.

O Sr. Presidente: — Vamos agora passar à segunda ronda.

Tem a palavra o Sr. Deputado Hélder Amaral.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Presidente, queria agradecer as respostas do Dr. Paulo Gray e, tendo em conta o que acabou de dizer, fazer uma pergunta.

Ficou claro nesta audição que há uma diferença abismal de informação entre empresas que contratam este tipo de produtos e a banca ao ponto de o senhor ter dito que esta é matéria muito complexa, de difícil perceção e, portanto, que o Estado fez bem não só em recorrer a um especialista da matéria, como também em proibir as empresas públicas de assinarem este tipo de contratos.

Portanto, chegamos rapidamente à conclusão, por tudo o que ouvimos, de que, de facto, não há *expertise* nas empresas para, sem risco nenhum, assinarem este tipo de contratos.

Mas, de acordo com a vossa avaliação, de acordo com os riscos a eliminar, que estão aqui elencados, de acordo com a análise *swap a swap* e de acordo com as sugestões de soluções feitas, eu gostava de perguntar se considera ou não que o modelo utilizado pelo Governo português - que, no fundo, não criou o problema mas, sim, resolveu o problema da parte das empresas que, agora, têm melhores condições para quando quiserem assinar este tipo de produtos, com um *haircut* médio de 30% - é ou não positivo, ou era possível ir mais longe, ou, de facto, não havia outra solução a não ser esta e se esta é, de facto, a melhor solução.

Queria ainda saber - e esta pergunta é quase sempre feita a *contrario sensu* - se é verdade que assinar contratos *swaps* quando as taxas estão nos máximos não revela lá muita sensibilidade, pode parecer que fechar contratos quando essas taxas estão nos mínimos também não parece ser lá muito sensato, que perceção tem sobre esta matéria.

Ainda assim - e eu percebo que só deu aconselhamento técnico e analisou apenas e só aquilo que constava do contrato - tem de nos ajudar a perceber o contexto em que tudo isto se fez.

Se é verdade que as empresas precisavam de financiamento, se é verdade que era difícil prever alguns acontecimentos de mercado, é verdade

também que há, pelo menos, dois *snowballs*, feitos um a 15 de março de 2010 e outro a 15 de junho de 2010, em que as taxas de juro já estavam praticamente em baixa.

E aqui a pergunta é - e eu julgo que fizeram também a avaliação destes *swaps*: consegue encontrar uma explicação para isto? É porque aqui já não há fatores de mercado, continua a haver assimetria de informação, mas, partindo do princípio de que não há um comportamento abusivo por parte dos bancos - e alguns administradores disseram «eu fui obrigado e eles disseram que não...», e não vamos conseguir chegar a essa conclusão - , mas o que é que explica, numa altura em que as taxas de juro já estão nos mínimos, que se assinem *snowballs* alguns deles com *cap*?

Portanto, gostaria que nos pudesse ajudar a encontrar aqui soluções para este problema intrincado, uma vez que, mesmo para um entendedor, não foi muito esclarecedor para os nossos trabalhos.

Mas a pergunta essencial é saber se, de facto, o que o Estado fez bem ou se era possível fazer de outra maneira.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, eu acho que o Estado dotou-se dos meios para endereçar, de uma forma global, não de empresa a empresa, o *portfolio* de derivados contratados, neste caso, as *EPR*.

O objetivo do nosso mandato era de simplificação, havia formas de simplificar mantendo nas empresas, havia formas de simplificar colateralizando... Nós sabemos que quando colateralizamos com o nosso próprio papel, às vezes, não temos o justo valor, ou seja, eu vou colateralizar uma operação que tenho com o Sr. Deputado com um ativo que é meu e isso, muitas vezes, não tem o menor valor e, portanto, com a

colateralização de operações, através de ativos que são indexados ao Estado português e que têm uma correlação muito forte, às vezes, não se consegue a libertação que se pode em termos de reservas de crédito... Mas, obviamente, vai-se sempre olhar para a correlação que existe entre a exposição e a graduação de crédito do contratante do outro lado e o colateral que eu tenho e se há uma relação esse colateral acaba por não ter muito efeito.

Portanto, acho que dentro do nosso mandato, que é de simplificação - e é sobre isso que a StormHarbour pode comentar -, há várias alternativas em termos de simplificação e, obviamente, que uma das alternativas era a simplificação através da eliminação das operações, refletida nessa eliminação a libertação de reservas de crédito e de *funding*, independentemente de as reservas serem para daqui a seis meses ou até a maturidade.

Assim, deste ponto de vista, o que lhe posso dizer, Sr. Deputado, é que o *portfolio* foi simplificado através da eliminação e esta foi conseguida - e penso que isto é público - com incorporação de CVA e de FVA até à maturidade e de outras reservas.

Relativamente ao melhor momento, mais uma vez, quero dizer que o nosso mandato era de simplificação e não de adivinhar se as taxas de juros iam subir ou se iam descer... E também lhe digo uma coisa, Sr. Deputado: tenho mais de 25 anos de mercados e não tenho a capacidade de lhe dizer qual é o melhor momento; tenho a capacidade de lhe dizer que hoje foi melhor do que ontem, mas não tenho a capacidade de lhe dizer que amanhã as taxas vão estar mais baixas...!

Recordo que este ano entrámos com uma expectativa de descida de taxas de juro e as taxas de juro estiveram a descer até maio e em maio houve um *statement* da Reserva Federal a dizer que afinal ia abrandar o

*quantaty vising*... O mundo mudou e, portanto, os maiores fundos de investimento, *red funds*, que apostam em taxas de juro, falharam, muitos fecharam e iniciámos um novo ciclo de taxas de juro. Aliás, há cerca de uma semana vieram dizer que o *quantaty vising* já não vamos deixar de recomprar este mês... As taxas de juro voltaram a baixar.

Portanto, acho que um contributo que podemos dar a esta Comissão é o seguinte: se o que estamos aqui a decidir é sobre qual é o melhor ou o pior momento, isso é impossível. O que vamos sempre é tomar uma decisão com base onde estamos: se somos um fundo de investimento; se somos uma empresa; qual é o nosso *cash-flow* e adequamos a contratação de produtos financeiros a esse *cash-flow* e nunca vamos decidir no melhor momento, nunca vamos decidir quando contratamos as operações, nunca vamos decidir quando eliminamos as operações... Temos é de ter certo qual o motivo que nos levou a fazer isso; se foi para simplificar, se foi para ajustar os *cash-flows*, se foi para reduzir a variabilidade dos nossos encargos financeiros. Isto é o que temos de ter!

Relativamente ao melhor momento ou ao pior momento, do meu ponto de vista, o contributo que eu posso dar e que a StormHarbour pode dar não é nesse campo, porque não temos a capacidade de olhar para a frente e prever o futuro - se tivéssemos essas capacidades estaríamos a decidir com base nisso, mas acho que ninguém tem a capacidade de prever o futuro.

Mas queria só fazer mais estes dois comentários em resposta à sua pergunta: o método que utilizámos foi um método que eliminou e simplificou um *portfolio* complexo, incorporou o CVA e FVA até à maturidade e poderá ter incorporado outros aspetos; relativamente ao melhor ou ao pior momento o nosso mandato era para simplificar e simplificar é por eliminação. Portanto, o risco de taxa de juro era apenas

um desses riscos e é impossível, para mim e para qualquer pessoa nesta sala, conseguir saber exatamente onde é que vai estar a taxa a 10 anos daqui a duas horas, ou dois meses ou dois anos.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra o Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): - Sr. Dr. Paulo Gray, a StormHarbour iniciou a sua atividade como consultora do IGCP em outubro de 2012, trabalhou neste *dossier* durante sete meses e o que o Sr. Paulo Gray nos revelou aqui foi que a matéria-prima que lhes foi fornecida pelo IGCP foram as fichas técnicas dos *swaps* e que nos meses seguintes foram necessárias outras fichas técnicas, nomeadamente dos *swaps* reestruturados que o IGCP forneceu à StormHarbour para que esta pudesse fazer o seu trabalho.

Mas o Sr. Doutor também deixou claro que foi necessário que o IGCP fornecesse outro tipo de documentação, mas baseou-se essencialmente nas fichas técnicas.

E levanta-se aqui uma questão: o que é que a então secretária de Estado do Tesouro, atualmente Ministra das Finanças, andou a fazer desde que tomou posse, em junho de 2011, até outubro de 2012?... É porque, obviamente, recolher as fichas técnicas não é uma tarefa que demore 15 meses...! Isso faz-se numa semana. Envia-se uma comunicação às empresas a pedir os contratos e, «na volta do correio», as empresas enviam as fichas técnicas.

Portanto, fica aqui esta grande questão e não sei se o Sr. Dr. Paulo Gray terá alguma ideia do que é que andou a Secretária de Estado do Tesouro a fazer relativamente à matéria dos *swap* durante estes 15 meses, de junho de 2011 a outubro de 2012.

Um segundo aspeto que queria colocar-lhe tem a ver com a análise

que a StormHarbour fez.

Baseada no critério de complexidade de risco a StormHarbour dividiu os *swaps* em dois grupos: um primeiro grupo de *swaps* simples, com reduzido risco e que a StormHarbour considerava que podiam ser mantidos; e um segundo grupo de *swaps* complexos, de risco elevado para os quais a StormHarbour aconselhava, com base no seu conhecimento profundo destas matérias, a eliminação.

Posteriormente, com base nesta análise, o IGCP resolveu acrescentar dois novos critérios àquele critério que tinha sido utilizado pela StormHarbour e, desta forma, alterou o universo dos *swaps* complexos, nomeadamente *swaps* que na classificação e análise da StormHarbour eram de elevada complexidade e risco e que, portanto, deviam ser eliminados, de repente, deixaram de ser problemáticos e passaram a ser *swaps* bonzinhos... Falo, por exemplo, de dois *swaps* da REFER que estão classificados, claramente e de forma inequívoca pela StormHarbour, como de risco e de complexidade elevada e que deveriam ser eliminados, «abatidos», de repente passam para o universo dos *swaps* que não tinham problema nenhum e que podiam ser mantidos.

Assim, a pergunta que queira colocar-lhe é se a StormHarbour, após a realização do relatório, do trabalho que aqui apresentou, participou com o IGCP ou assessorou, de alguma forma, o IGCP em alguma alteração dos critérios, acrescentando estes dois novos critérios e alterando o universo daquilo que era ou não era problemático.

Portanto, pergunto-lhe se a StormHarbour teve alguma participação e se teve qual e de que forma.

Para terminar, nas suas respostas, Dr. Paulo Gray, foi notório o esforço para desligar «complexidade» de «risco», nomeadamente quando foi questionado por vários Deputados sobre se complexo significava risco,

o Sr. Dr. Paulo Gray evitou pronunciar a palavra risco, tentando desligar «complexidade» de «risco» - e lá saberá os motivos...

Mas isso não é suportado pelo que está no relatório que a StormHarbour apresentou e eu queria chamar-lhe a atenção para a pág. 7 onde é feita uma ligação clara entre complexidade e risco.

É que na página 7, onde se definem a estratégia e os objetivos, a seguir no âmbito dessa estratégia, diz-se como primeiro objetivo: «eliminação do risco das transações». E, logo a seguir, diz-se: «isto é alcançado através da simplificação das transações.»

Ora, há aqui, claramente, uma ligação entre complexidade e risco. Risco elevado, elimina-se como? Reduzindo a complexidade.

Portanto, o que a StormHarbour fez foi uma análise baseada na complexidade/risco e ao diminuir a complexidade estava a diminuir o risco e eu pedia-lhe que confirmasse esta conclusão que eu retido da leitura do relatório que a StormHarbour apresentou.

O Sr. Presidente: - Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Sr. Deputado, relativamente à documentação sei que documentação é que o IGCP providenciou à StormHarbour, mas não tenho capacidade de saber o que é que houve anteriormente ao nosso mandato e qual é que foi o processo de angariação de documentação de uma entidade terceira.

Mas o que lhe posso dizer é que temos de procurar a documentação, temos de ter poder para pedi-la, temos de recebê-la, temos de pedir a documentação adequada, temos de receber e tratar a documentação e a minha experiência e de acordo com informação que também troquei com os técnicos da StormHarbour foi a de que o processo de documentação no

nosso trabalho não foi um processo simples, foi um processo bastante exaustivo e tivemos de percorrer, como já tive oportunidade de dizer, várias operações que tiveram lugar durante muitos anos e, depois, tivemos de ter a certeza de que a confirmação era refletida noutros registos.

Relativamente ao facto de o IGCP ter modificado os nossos critérios, eu já tive aqui oportunidade de dizer, de forma categórica, que o mandato da StormHarbour e o nosso trabalho é um *input* para o IGCP. A StormHarbour não conhece o relatório do IGCP, a StormHarbour não falou com o IGCP relativamente à alteração de critérios, a StormHarbour produziu os seus critérios, de forma totalmente independente, nomeadamente os critérios de complexidade; o IGCP terá incorporado ou não esses critérios no seu relatório. Portanto, não me posso pronunciar sobre um relatório que não conheço, o que lhe posso dizer é que se houve uma alteração, ela foi da autoria do IGCP e não da StormHarbour.

Relativamente ao risco e à complexidade, o que tentei explicar à Comissão foi que a nossa classificação foi baseada em complexidade. O Sr. Deputado pode querer afirmar que foi baseada em risco, mas o que lhe estou a dizer é que foi baseada em complexidade, a qual incorpora muitas questões, entre as quais a sensibilidade ao movimento de taxas de juro, o que por uma pessoa pode ser encarado como um risco, para outra pessoa esse risco pode ser o risco de crédito... Para uma instituição o risco pode ser o risco do *mark-to-market* de a sensibilidade das taxas de juro ser «x», mas é a segunda derivada...! Eu explico: para muitas instituições às vezes o risco é o risco de crédito. Porquê? Porque o risco de mercado é logo eliminado.

Portanto, quando estamos a falar de risco é uma matéria muito diferente o conceito varia de quem é que está a observar e se está a observar..., se é a instituição financeira e qual é a questão mais sensível

para a instituição financeira... É porque o que para muitas instituições financeiras era sensível era a possibilidade de o *mark-to-market* evoluir negativamente e isso ia criar uma exposição à República portuguesa ou a empresas do setor público e, como tal, eu tinha de fazer a avaliação.

O que nos pediram foi para classificar as operações e nós fomos pelo critério da complexidade, na qual incorporámos a natureza esperada dos pagamentos dos *cash-flows*; incorporámos a sensibilidade aos movimentos de taxas de juro ou a outros fatores de mercado; incorporámos muitas, muitas coisas... Portanto, na nossa metodologia, dizer que 1 é o grau de complexidade mais baixo e que 5 é o grau de complexidade mais elevado. Já dei aqui exemplos de que o grau 2 de complexidade pode ter menos sensibilidade ao movimento de taxas de juro do que um grau 1 e já dei aqui exemplos em que o grau 5 de complexidade tem uma sensibilidade ao movimento de taxas de juro muito elevado. Ao que nos ativemos sempre na nossa metodologia foi a critérios objetivos; a nossa metodologia era por complexidade e o objetivo era simplificar e, portanto, indicámos os instrumentos financeiros que deviam ser eliminados.

O Sr. Presidente: — Muito obrigado.

Vamos, agora, passar a palavra à Sr.<sup>a</sup> Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Muito obrigada, Sr. Presidente.

Nesta segunda ronda, eu gostaria de poder tirar algumas conclusões e de esclarecer alguns pontos, os quais não me parece que tenham ficado perfeitamente esclarecidos nas rondas anteriores.

A primeira — e aqui vou concluir e gostaria, se achar que esta conclusão não deve ficar em ata, porque não é correta, que me corrigisse, mas não consegui tirar outras ilações da resposta que deu anteriormente —

é que há um momento em que a StormHarbour começa a trabalhar, em outubro de 2012, em que não existe outra informação (não estou a falar de momentos posteriores) — no momento em que começam os trabalhos não é disponibilizada, à cabeça, outra informação a não ser as fichas técnicas, os contratos ativos na posse de empresas reclassificadas, as empresas no perímetro de análise da StormHarbour. Esta é uma conclusão que tiro a partir da nossa conversa e das respostas de há pouco.

A minha segunda pergunta — e volto a uma questão colocada na primeira ronda — diz respeito... E repare que não lhe estou a perguntar sobre o relatório IGCP, mas sobre o relatório que foi escrito pela StormHarbour, pela sua empresa, em consciência e com responsabilidade... Portanto, o que lhe pergunto é: quando afirma, diz e escreve que a magnitude, mas, acima de tudo, a natureza complexa destes riscos não é consistente com o perfil económico das EPR (empresas públicas reclassificadas), o que quero saber é o que o leva a..., o que está por detrás, o que é que justifica, qual é a natureza complexa dos riscos. Que riscos são estes? Existem ou não? E porque é que a natureza complexa está ligada à questão riscos nesta frase e, em segundo lugar, o que é o perfil económico das EPR? Porque é que a natureza complexa dos riscos não se adequa ao perfil económico das EPR? Qual é o perfil económico, qual é o perfil dos riscos e porque é que não é adequado?

Não me respondeu há pouco, mas isto está bem escrito aqui. Por isso, não percebo como é que, de repente, a palavra risco desaparece do seu vocabulário quando ela inunda o relatório que foi escrito pela sua própria empresa. Portanto, há aqui qualquer coisa que não está a bater certo...

Ainda relativamente à natureza de complexidade e risco, gostaria de abordar uma outra questão — é verdade que muitos destes termos são relativos, mas complexidade não é um termo relativo, porque há estruturas

mais ou menos complexas —; falar em risco também é menos relativo do que aquilo que quer fazer parecer, porque há um risco de perdas ou não há um risco de perdas, independentemente das várias características desse risco. Percebo que falar em «produtos tóxicos» é bem mais relativo, mas há uma outra característica que não é tão relativa assim e que tem a ver com contratos especulativos, com especulação.

Eu gostava que, acerca disto, nos explicasse a diferença entre um *plain vanilla* que troca uma taxa simples por uma taxa variável ou mesmo a estrutura um pouco mais complexa que possa ter um *cap* e em que varie o risco, ou seja, em que o *swap* precise de ser indexado a uma taxa de juro que é a mesma taxa de juro a que está indexado, subjacente o crédito contratado pela empresa, com as mesmas maturidades e as mesmas características... Este é um tipo de produto.

Um outro produto em que o *swap* está indexado à Stibor, que é uma taxa de juro sueca, ou em que o *swap* está indexado a índices de propriedade que apostam na diferença entre as taxas *forward* e as taxas a três meses, a índices de propriedade que apostam que o mercado falha, ou seja, que apostam em que o mercado vai falhar, estes são ou não contratos especulativos? E especulação não é uma avaliação subjetiva, há uma definição de especulação: é tentar obter ganhos com diferenças de mercado, nomeadamente porque as taxas *forward* são diferentes...

O Sr. Presidente: — Queira concluir, Sr.<sup>a</sup> Deputada.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Termino, Sr. Presidente.

O relatório do IGCP, relativamente aos contratos do Santander, diz que há motivo para avançar para tribunal com estes contratos, porque eles têm uma natureza especulativa.

Sei que não conhece nem tem nada a ver com os relatórios do IGCP, mas conhece os contratos do Santander e, portanto, eu gostaria de saber se acompanha a conclusão do IGCP de que estes contratos, nomeadamente os do Santander, têm uma natureza especulativa.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, vou tentar responder às suas questões.

Relativamente à informação que a StormHarbour recebeu para fazer a análise, eu referi que era exaustiva e completa, eram fichas técnicas que recebemos das operações, das que estavam vivas, das que tinham sido (e como) reestruturadas, outros pagamentos...

Mas penso que poderemos disponibilizar à Comissão a informação que recebemos do IGCP. Não tenho capacidade, aqui, para, de uma forma exaustiva, lhe responder exatamente e, acima de tudo, não quero ser impreciso. O que lhe posso dizer é que recebemos toda a informação necessária para chegarmos às nossas conclusões e ao que estava vertido no relatório — sei que foi um processo exaustivo e duro, mas relativamente a toda à informação e ao respetivo processo não queria cometer nenhuma imprecisão.

Relativamente à frase do nosso relatório que diz do perfil económico, da magnitude, nós olhámos para este *portfolio* de operações tal como ele estava naquela altura e, portanto, fizemos esta consideração aqui, num parágrafo, em que em outubro de 2012, olhando para o *portfolio* de operações que tinham indexações e cujo valor dependia de vários fatores de mercado, era um *portfolio* complexo e os técnicos também tinham conhecimento da natureza das empresas, que eram predominantemente de

serviço público, um negócio em Portugal, e decidiram, e esta afirmação foi aqui posta.

Isto é, pois, relativo ao momento em que a StormHarbour tem acesso e que olha para o *portfolio*, que é complexo ou que inclui operações complexas, que têm riscos financeiros (e não fujo à palavra «risco»...), que têm consequências financeiras e que, olhando para as empresas tal como elas estavam (a sua natureza e o seu negócio)... Foi isso, mas não teço considerações sobre o passado e, portanto, sobre isso.

Relativamente ao risco complexo, decidimos classificar por complexidade e por isso é que insistimos na complexidade, porque foi esse o critério que nós utilizámos e, portanto, o que avaliámos foi o grau de complexidade. Não decidimos fazer a classificação por «grau de risco», mas decidimos fazer por «grau de complexidade». É porque, como eu já tive aqui oportunidade de dizer, o risco tem variadíssimas manifestações para ambas as instituições contratantes, para ambas: tem risco de crédito, risco de sensibilidade ao movimento de taxas de juro, risco protecional, tem muitos, muitos... Portanto, nós decidimos fazer por complexidade e é por isso que eu... E, Sr.<sup>a</sup> Deputada, peço desculpa se tenho sido teimoso nesta questão da complexidade, mas foi o que utilizámos e, portanto, utilizando como critério a complexidade eu também não tinha capacidade de fugir muito, porque foi a complexidade que nós utilizámos.

Mas incorporámos, como já tive aqui oportunidade de dizer, as sensibilidades ao movimento de taxa de juro; se essa sensibilidade era um múltiplo de uma sensibilidade de taxa de juro de uma operação *plain vanilla*, incorporámo-la na nossa análise.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Afonso Oliveira.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Muito obrigado, Sr. Presidente.

Penso que há aqui dois factos, desde logo, importantes de referenciar: há um dado importante nesta audição que é a importância do relatório. Penso que ninguém aqui — pelo menos durante todo o tempo da audição — duvida, ou põs em causa, da importância que este relatório tem para a conclusão a que se chegou. Ou seja: sem este relatório, sem esta informação que foi trabalhada e que foi contratada pelo atual Governo para analisar este relatório, não era possível tirar conclusões sobre o que estava a acontecer nas empresas públicas nesta matéria e, portanto, não era possível trabalhar sobre este processo.

Há um segundo facto relevante nesta audição - que não tem nada a ver com o nosso convidado - que foi o esforço que alguns Deputados fizeram sobre o relatório e sobre a audição em tirar conclusões do que não estava no relatório, houve aqui um esforço permanente de o fazerem. E dou um exemplo concreto, que tem a ver com a questão da informação.

Várias vezes, sobre esta questão, o Sr. Doutor acabou de explicar — pelo menos eu ouvi e tomei nota do que acabou de dizer - que «recebemos toda a informação necessária para chegarmos às nossas conclusões». O Sr. Doutor acabou de dizer isto!

Portanto, acho que não vale a pena (penso eu, não sei...) voltarmos à carga sobre esta matéria, porque ficou muito claro na sua explicação que a informação que a empresa recebeu - e que, aliás, tinha de receber, senão não era possível trabalhar sobre este processo... - era uma informação que era preciso recolher junto das empresas... E imagino que é um processo muito complexo - esse, sim, é um processo complexo... -, a essência dos contratos também é um processo complexo e, portanto, só com informação detalhada de todo o processo é que era possível trabalhar.

Mas, no final desta audição, que consideramos da maior importância, porque é importante para a Comissão perceber que este Governo atuou com a celeridade possível e de acordo com a informação que recolheu sobre os contratos, fica claro que o atual Governo atuou com esta celeridade na contratação de uma empresa, de um consultor financeiro; o Governo, tendo iniciado o processo em setembro, em outubro contratou, num processo que tinha de ser rápido, tão rápido quanto possível, e percebeu-se que foi na celeridade e na qualidade do trabalho que era importante fazer-se.

O relatório identifica o risco assumido, claramente, pelas empresas públicas, excessivo (fica também muito claro), e contratos com elevada complexidade. Diria que foram assumidos riscos incomportáveis e que, claramente, não deviam ter sido assumidos. Isto resulta não desta audição, mas resulta das várias audições que tivemos nesta Comissão. No entanto, desta audição teria de resultar necessariamente, porque é o relatório substancial, talvez o mais relevante, para a constituição desta Comissão de Inquérito.

Podemos concluir, ainda, que foi o atual Governo/IGCP que, com a contratação da StormHarbour, identificou com profundidade as operações e que atuou sobre um problema que existia e do qual havia conhecimento desde, pelo menos, finais de 2008 e que o anterior Governo nada fez, quando já tinha conhecimento de que havia um problema aqui, identificado em 2008, em 2009 e em 2010 (já agora, faço referência a isto, tal como o Deputado João Galamba também gosta de fazer referência em relação à atual Ministra das Finanças...). A verdade é que em 2010 há uma explicação dada ao Ministério das Finanças sobre um problema que havia nestes contratos e nada foi feito. Aliás, a existência desta Comissão de

Inquérito traduz, claramente, a necessidade de atuar sobre um problema gravíssimo que aqui tínhamos.

Mas vou fazer uma pergunta que me parece importante fazer-se, até porque, às vezes, algumas pessoas, mesmo nesta Comissão de Inquérito, fazem referência ao facto de que não deveria haver o cancelamento de contratos. Não deveria haver!

O Sr. Presidente: — Queira concluir, Sr. Deputado.

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Vou terminar, Sr. Presidente.

O momento não seria bom, o momento seria mau, enfim, às vezes, de acordo com a pessoa que está a ser ouvida, fazem perguntas diferentes.

A pergunta que lhe faço é a seguinte: qual era, digamos, o custo de oportunidade para o País e para os portugueses de não termos feito nada, após termos tomado conhecimento deste relatório e deste problema?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, só me posso pronunciar sobre os riscos contingentes que foram identificados e que já tive oportunidade de referir aqui. Estas operações estão sempre sujeitas a vários fatores de mercado, na sua variabilidade, e estavam sujeitas a cláusulas contratuais de vencimento antecipado que poderiam ser exercidas pelas entidades financeiras. Portanto, ao eliminar uma operação, eliminam-se os riscos, a variabilidade do valor de mercado aos fatores de mercado e, também, riscos de vencimento antecipado, que têm eventos de liquidez, que também tem uma eliminação de um contrato de um evento de liquidez.

O cancelamento antecipado tem de se fazer face ao *mark-to-market*, por opção de uma instituição financeira e, também, por acordo voluntário, a diferença entre um e outro é que um é feito nas condições de quem pede esse cancelamento antecipado, o outro é feito por mútuo acordo. E o que a StormHarbour sempre tentou foi dar as ferramentas e, neste caso, o CVA e o FVA, ou seja, quantificar todas as provisões que os bancos poderiam ter e que poderiam libertar num cancelamento antecipado, sendo que essas provisões, quando calculadas até à maturidade, são um múltiplo do que quando são calculadas até à data potencial de exercício.

Portanto, as contingências sobre as quais me posso pronunciar são as de que, pela eliminação de uma operação, se eliminam todas as sensibilidades e todas as variabilidades que essa operação pode ter em termos de mercado e todas essas contingências.

O Sr. Presidente: — Tem, agora, a palavra, para formular as suas perguntas, o Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, Sr. Doutor, não posso deixar de fazer um comentário: um relatório cuja metodologia de avaliação é alterada pelo IGCP, um relatório que recomenda uma estratégia que não é seguida é um relatório central, de acordo com o PSD. Central para quê? Não consigo perceber!!

Quero voltar aqui à questão da sensibilidade de uma carteira a vários riscos de mercado ou a vários fatores de mercado, como lhe quiser chamar.

Tendo em conta a evolução de todos os riscos de mercado nos últimos dois anos, é possível que, relativamente a duas carteiras (uma, esta, que avaliou, e outra, com um *mark-to-market* igual, num determinado período, mas constituída apenas por *plain vanilla*), o *mark-to-market* das

duas tenha evoluído de forma simétrica, ou seja, por cada euro de aumento de perda na carteira das empresas públicas avaliadas pela StormHarbour, ganhar-se-ia 1 € numa carteira constituída apenas por *plain vanilla*. Por exemplo, o *mark-to-market* das empresas avaliadas pela StormHarbour passou de cerca de 1500 para 2000 e tal milhões de euros e a carteira de *plain vanilla* simples poderia ter a evolução simétrica, anulando, por isso, a perda decorrente da passagem temporal.

A minha pergunta é no sentido de saber se uma carteira apenas de *plain vanilla* pode ter a mesma evolução que uma carteira igual àquela que foi avaliada pela StormHarbour. É porque várias afirmações feitas aqui pelo Ministério das Finanças, apontam nesse sentido, aliás, isso foi dito pela Sr.<sup>a</sup> Ministra, que afirmou que negociar hoje, daqui a seis meses ou daqui a um ano era indiferente, porque as carteiras eram simétricas. Não percebo como é que uma carteira com um perfil de risco e de complexidade radicalmente diferente pode ter evoluções simétricas e, por isso, gostava de uma resposta sua a esta questão.

Outra questão prende-se com a negociação. Não percebi se a StormHarbour participou ou não, assessorou ou não, efetivamente, na negociação com os bancos.

Uma outra questão ainda prende-se com o CVA e o FVA. No relatório do IGCP está escrito que a remoção das operações dos seus livros traz os seguintes benefícios: liberta CVA e FVA. Tendo em conta que o valor do CVA mais o FVA da carteira que foi cancelada era superior ao valor que o Governo diz ter sido descontado, uma vez que o Governo diz que poupou 500 milhões de euros, é possível poupar um valor inferior ao CVA e ao FVA que se liberta? É porque, quando estas operações saem dos balanços do banco, libertando CVA e FVA, e o Estado cancela essas operações, ou o desconto é maior do que essas duas componentes ou, na

realidade, não estamos perante qualquer desconto, antes, pelo contrário. Portanto, também gostava que explicasse melhor o que é este CVA/FVA, em que medida é que terminar uma operação, tirá-la do balanço do banco, liberta estes valores, sendo, portanto, um «ganho» para o banco, e como é que isto se relaciona com o processo de negociação e os descontos que o Estado acabou por ter.

Para terminar, uma última pergunta. Tem-se falado muito aqui sobre a natureza económica das empresas públicas. Pergunto: contratar um *swap* que especula na diferença entre uma taxa de juro do euro e uma taxa de juro sueca protege que risco? Qual é o risco coberto por este *swap*? Independentemente do seu grau de complexidade, de pagar Euribor e receber uma taxa de juro sueca, para uma empresa que, nas suas operações, não está exposta a qualquer risco sueco nem tem nenhum financiamento a essa taxa de juro, que risco, se é que há algum, é que está coberto por este tipo de derivado?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Sr. Deputado, relativamente à possibilidade de variações simétricas, sim, é possível. É possível... É possível termos dois *portfolios* e eles terem o mesmo valor de mercado ou um valor simétrico num determinado momento. Acho que a medida mais importante ou mais dominante aqui é o que chamamos o DV01 euro, isto é, qual é a sensibilidade do *portfolio* à variação das taxas de juro do euro, ou seja, quando a taxa de juro do euro varia 1 *basis point* para baixo, quanto é que se valoriza ou desvaloriza esse *portfolio*. Portanto, é perfeitamente possível que haja um *portfolio* que tenha um DV01 negativo, ou seja, que esse *portfolio*, quando as taxas de juro descem, desvalorize, e que haja um outro

*portfolio* com um DV01 simétrico e, portanto, beneficia de subidas de taxa de juro, sendo prejudicado por descidas de taxa de juro. Isto significa que é possível que isso aconteça.

Em muitos casos, começa também a analisar-se esse risco individualmente, porque são entidades diferentes e *portfolios* diferentes, mas, muitas vezes, há correlações entre os *portfolios*. Tive oportunidade de afirmar aqui que os investidores estrangeiros ou os credores olham para o Estado português nas suas várias manifestações e, portanto, olham como se fosse uma empresa pública, como se fosse um derivado, um empréstimo, uma OT, pelo que, desse ponto de vista, quando se vai analisar qual é a sensibilidade ao risco de taxa de juro de uma determinada situação podem ter-se dois *portfolios* e eles podem ser simétricos.

Relativamente à participação da StormHarbour nas negociações, a StormHarbour apoiou o IGCP nas negociações, no sentido de o dotar dos meios analíticos para suportar as suas discussões com os bancos, na preparação dessas reuniões e também no *debrief*. Obviamente, apoiámos o IGCP, no sentido de o dotar de todas as ferramentas para poder ter uma negociação clara com as instituições financeiras, e apoiámo-lo nos bastidores, ao dar as ferramentas para o IGCP negociar da melhor forma com as instituições financeiras. Portanto, atuámos nos bastidores. Foi pedida a nossa presença em duas reuniões e disponibilizámo-nos para estar presentes em duas reuniões, mas o nosso apoio foi, acima de tudo, um apoio nos bastidores, porque, como foi aqui referido, a decisão final e os termos finais da negociação recaem sobre o cliente, a StormHarbour é um *input* para essa decisão final.

Quanto à sua questão sobre o CVA e o FVA, penso que é uma questão relevante. Se estivermos perante a possibilidade de, daqui a seis meses, termos de cancelar uma operação de um derivado financeiro que

tem um *mark-to-market* negativo para o Estado português e essa opção for determinada pelo contraparte, quer pelo exercício de uma cláusula opcional, que lhe dá esse direito, quer pelo exercício de um *rating trigger*, isso irá ser feito nos termos de quem aciona essa cláusula. E, nesse caso, a forma como as empresas registam estas operações, a forma como os bancos, também, de alguma forma, registam estas operações, é baseada no *mark-to-market*. E, portanto, dando esse exemplo, o *mark-to-market* é 100, o CVA, até essa data, ou seja, a provisão de crédito que a instituição tem para fazer face ao risco de crédito durante mais seis meses — imagine que é esta data —, é 10, mas a provisão que a instituição terá de ter até ao final da maturidade é 30, pelo que, se conseguirmos desfazer a operação em que se captura um CVA que é superior a esse CVA calculado até à próxima data de exercício, temos um CVA superior, provisões de crédito superior.

Desse ponto de vista, também é importante salientar que a metodologia utilizada pela StormHarbour foi o cálculo do CVA e também do FVA para a maturidade das operações, partindo do princípio de que se consegue extrair todo esse provisionamento até ao final das operações, pese embora em uma grande parte do *portfolio* as instituições terem a capacidade de pedir já o cancelamento antecipado.

Portanto, do ponto de vista do resultado final das negociações, a única coisa que lhe posso dizer é que a StormHarbour calculou e dotou o IGCP de todos os elementos para proceder a essa negociação, onde se incluíam o CVA e o FVA calculados até à maturidade, tendo recomendado ao IGCP, obviamente, uma metodologia para negociar com essas instituições financeiras.

Sr. Deputado, não sei se me falta... Quanto ao risco de taxa de juro...

O Sr. João Galamba (PS): — A taxa sueca.

O Sr. Dr. Paulo Gray: — Desculpe, Sr. Deputado, tinha aqui a indicação de risco de taxa de juro.

A nossa classificação desse tipo de operações é clara. Classificámos todas as operações pelo seu grau de complexidade, sendo as operações *plain vanilla* classificadas com 1, as *snowball* sem *cap* com 5, as *snowball* com *cap* com 4, índices proprietários com 3 ou 4 e também tomámos em consideração as operações que tivessem uma indexação a uma taxa de juro fora da zona euro, pelo que, obviamente, um *swap* de taxa de juro que tenha uma indexação a uma taxa de juro fora da zona euro tem um grau de complexidade superior.

A StormHarbour classificou todas as operações pela sua complexidade, de uma forma clara e independente, e olhando para as características da operação em si.

Não me recordo se a coroa sueca está no *portfolio* final, mas, se esteve numa das reestruturações, classificámos todas as operações não só no seu formato final, mas também no seu formato intermédio, porque, obviamente, fazia parte do nosso mandato ver não só como é que as operações eram na sua forma final, mas também na sua forma intermédia.

O Sr. Presidente: — Gostava de saber se algum dos Srs. Deputados pretende ainda usar da palavra, mas não creio, e pergunto, antes de mais,...

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Sr. Presidente, se me permite...

O Sr. Presidente: — Só um momento, Sr. Deputado.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Não é para usar da palavra, Sr. Presidente, é para fazer uma interpelação à mesa.

O Sr. Presidente: — Então, se é para uma interpelação à mesa, tem a palavra, Sr. Deputado Paulo Sá.

O Sr. Paulo Sá (PCP): — Sr. Presidente, o Dr. Paulo Gray disponibilizou-se, durante a audição, a remeter à Comissão a documentação que havia recebido, do IGCP, no instante em que iniciou os seus trabalhos de consultoria especializada. O que pretendo é relembrar isso e pedir, então, ao Dr. Paulo Gray e à StormHarbour que façam chegar à Comissão a documentação que lhes foi cedida pelo IGCP na data do início dos trabalhos.

Na nossa opinião, não é necessário (não sei se outro grupo parlamentar o requererá) que seja enviada a documentação posterior mas, sim, uma cópia da documentação que foi disponibilizada à StormHarbour à data do início dos trabalhos, até porque gostaríamos de verificar se além das fichas técnicas haverá alguma outra informação que lhe tenha sido disponibilizada.

O Sr. Presidente: - Sr. Deputado, pode ser um equívoco meu, mas não tenho a noção de que tenha sido esse exatamente o compromisso. Porém, o Sr. Dr. Paulo Gray poderá clarificar.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Eu não quis cometer nenhum tipo de imprecisão. O Sr. Deputado Paulo Sá insistiu muito na ficha técnica. Muitas vezes, como suporte documental para a avaliação de uma operação pode haver um documento que não seja classificado como uma ficha

técnica, portanto, não quis ser impreciso e dizer «não, a StormHarbour só recebeu a ficha técnica», quando poderá ter recebido outros elementos.

Essa troca de informação foi entre o GA-Der e a nossa equipa técnica, portanto, como não recebia essa informação e não a tratava especificamente, não quis ser impreciso dizendo que era só uma ficha técnica, pois podia haver mais informação.

O Sr. Presidente: - Mas, de alguma maneira, a questão não ficou clarificada, quer dizer, a questão é saber se o Sr. Dr. Paulo Gray há pouco terá assumido o compromisso de enviar toda essa documentação - o conjunto da documentação - para a Comissão. Eu não fiquei ciente disso, por isso peço-lhe um esclarecimento.

O Sr. Dr. Paulo Gray: - Acho que a StormHarbour está disposta a colaborar com esta Comissão em todas as questões que a Comissão entender.

Portanto, o que quero manifestar é a total disponibilidade da StormHarbour para colaborar com esta Comissão através da minha presença hoje, aqui, quando fui notificado, sem alteração de data. É essa disponibilidade que quero manifestar à Comissão, sendo que a Comissão entenderá como irá utilizar essa disponibilidade da StormHarbour para a ajudar nos seus trabalhos.

O Sr. Presidente: - Srs. Deputados, esta questão será vista em coordenação e, se a Comissão entender requerer alguma documentação à StormHarbour, a mesma será oportunamente notificada para esse efeito.

Sr.<sup>as</sup> e Srs. Deputados e Sr. Dr. Paulo Gray, muito obrigado pela vossa colaboração.

Está encerrada a reunião.

*Eram 13 horas e 50 minutos.*

A DIVISÃO DE REDAÇÃO E APOIO AUDIOVISUAL.