

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

35.^a Reunião
(15 de outubro de 2013)

SUMÁRIO

O Sr. Presidente (Jorge Lacão) deu início à reunião às 15 horas e 17 minutos.

Após uma intervenção inicial, o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira (ex-Vice-Presidente da REFER, no período de setembro de 2005 a junho de 2010) prestou esclarecimentos aos Srs. Deputados Hélder Amaral (CDS-PP), Bruno Dias (PCP), Mariana Mortágua (BE), Carlos Santos Silva (PSD), João Galamba (PS) e Afonso Oliveira (PSD).

O Sr. Presidente encerrou a reunião eram 16 horas e 59 minutos.

O Sr. Presidente (Jorge Lacão): — Srs. Deputados, está aberta a reunião.

Eram 15 horas e 17 minutos.

Como sabemos, na nossa reunião de hoje vão ter lugar duas audições em torno da REFER. A primeira é para ouvir o Dr. Alfredo Vicente Pereira, que já se encontra presente, e a quem saúdo em nome da Comissão, e a segunda é com o Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo.

O Dr. Alfredo Pereira deseja fazer uma comunicação inicial, pelo que vamos começar por ouvir essa declaração e depois passaremos às questões que os Srs. Deputados queiram colocar.

Tem a palavra, Sr. Dr. Alfredo Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira (ex-Vice Presidente da REFER, no período de setembro de 2005 a junho de 2010): — Muito boa tarde, Sr. Presidente e Srs. Deputados.

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

Reporto-me ao período em que exerci as funções de Vice-Presidente da REFER, de outubro de 2005 a junho de 2010 — creio não errar.

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

estabelecido o programa de financiamento e solicitado o aval do Estado a essas operações.

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

Quando iniciámos o mandato, a dívida financeira da REFER era aproximadamente de 3,5 mil milhões de euros, dos quais mais de 1000 milhões eram de curto prazo.

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

Nestas circunstâncias, era necessário ter uma equipa de gestão com capacidade e conhecimento para adotar rigorosos procedimentos de controlo da despesa e obter financiamento diretamente no mercado externo, uma vez que no mercado interno não havia capacidade para esse volume de financiamento. Uma equipa de gestão que assegurasse o relacionamento com as agências de *rating*, em particular com a Standard & Poor's e a Moody's, para a manutenção do *rating* que a empresa tinha acabado de obter bem como uma gestão de carteira de dívida adequada à sua dimensão e complexidade.

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

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

Mantivemos uma gestão de liquidez e de confiança para com os investidores e agências de *rating*, assegurando uma facilidade de crédito de 500 milhões de euros apenas para uso em situações de emergência.

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

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

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

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

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

Tenho aqui um pequeno quadro que apresenta as taxas entre 2006 e 2010, as taxas efetivamente suportadas pela REFER em médio a longo prazos e em curto prazo: em 2006, o médio a longo prazos ficou em 3,85; em 2008, ficou em 4,042; e, em 2010, estava de novo em 3,6. As taxas de curto prazo estavam ligeiramente abaixo em 2006, ligeiramente acima em 2007 (4,8), em 2008 (5,029) e em 2009 (2,6).

O quadro é o seguinte:

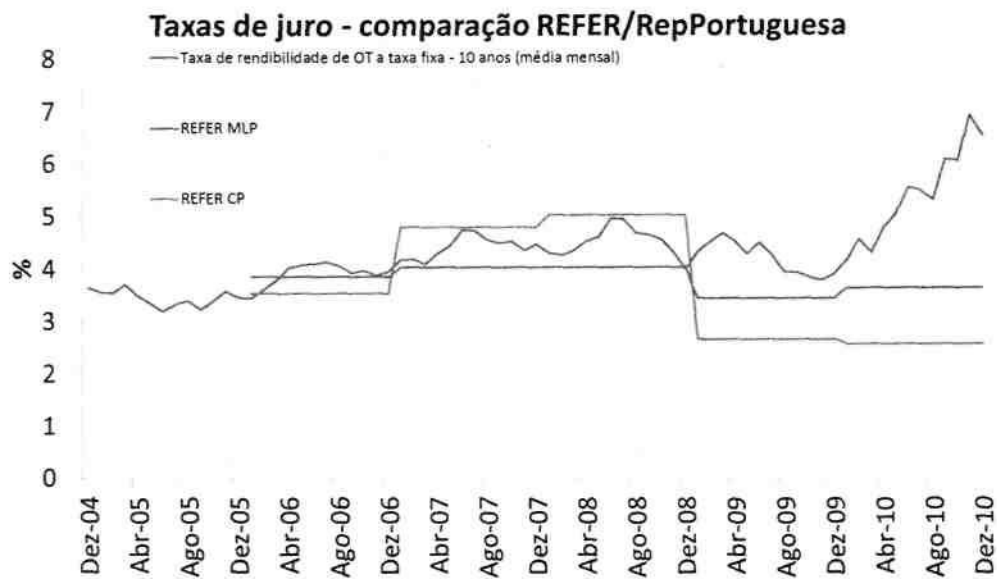
Taxa média anual de financiamento (em %)	2010	2009	2008	2007	2006
MLP	3,644	3,451	4,042	4,043	3,857
CP	2,58	2,668	5,029	4,8	3,537

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

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

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

O gráfico é o seguinte:

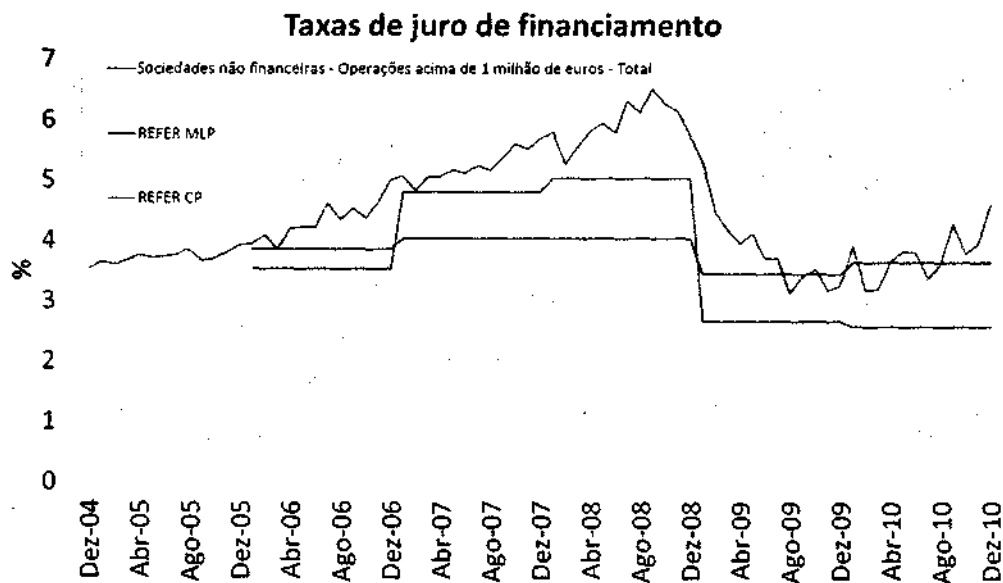


Fontes: Banco de Portugal e REFER

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

Apresento também um gráfico com as taxas de financiamento pagas pelas empresas não financeiras com operações acima de 1 milhão de euros no período considerado, ou seja, de dezembro de 2004 a dezembro de 2010.

O gráfico é o seguinte:



Fontes: Banco de Portugal e REFER

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

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

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

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

A gestão do risco financeiro era conduzida pela Direção Financeira com base em políticas aprovadas pela administração.

A administração definiu políticas de risco, em particular para áreas específicas, como o risco de taxa de juro e o risco de crédito. Para o risco de taxa de juro enquadrava-se o uso de derivados e de outros instrumentos financeiros. Relativamente ao risco de crédito, a orientação da administração era no sentido de celebrar as operações de gestão da carteira, tendo como contrapartes instituições financeiras de *rating* e credibilidade elevadas e operações enquadradas em contratos ISDA (International Swaps and Derivatives Association) de acordo com as normas internacionais.

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

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

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

As operações financeiras eram estudadas e propostas pela Direção Financeira ao administrador financeiro — no caso, eu — que, por sua vez, as colocava em Conselho de Administração. Todas as operações financeiras foram aprovadas, na sua forma final, pelo Conselho de Administração, por unanimidade.

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

Fico agora à disposição dos Srs. Deputados para os esclarecimentos que considerem necessários.

O Sr. Presidente: — Muito obrigado, Dr. Alfredo Pereira.

Vamos passar às questões que os Srs. Deputados entendam colocar.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Sr. Presidente, dá-me licença?

O Sr. Presidente: — Para que efeito pede a palavra?

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Para interpelar a mesa, Sr. Presidente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Sendo menos frequente a minha participação nos trabalhos da Comissão, jugo que isto não será contrário aos trâmites habituais.

Gostaria de solicitar ao Sr. Presidente, caso o Sr. Dr. Vicente Pereira não tenha objecções a colocar, o documento que inclui gráficos, elementos que citou e que não foi possível apresentar. Pergunto se poderíamos partilhar esse documento para que, a partir deste momento, durante a reunião, pudéssemos utilizar esses elementos.

O Sr. Presidente: — Sr. Deputado Bruno Dias, é uma interpelação pertinente, mas é exatamente assim que temos procedido. E é também exatamente assim que vamos proceder agora.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Perfeito, Sr. Presidente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Deputado Hélder Amaral para colocar perguntas.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Queria começar por cumprimentar o Dr. Alfredo Vicente Pereira e agradecer a sua exposição inicial.

No relatório do IGCP, que presumo que não conheça, consta a identificação de seis *swaps* contratados pela REFER. Queria, pois, perguntar-lhe se confirma que são de facto seis e, reforçando até aquilo que foi a sua declaração inicial, se estes instrumentos se cingiram apenas e só a proteger a empresa do risco de variação da taxa de juro ou se existem outras motivações. Esta é uma primeira pergunta.

A segunda pergunta — para pouparmos tempo, dado que hoje temos menos tempo atribuído — é a seguinte: identificámos que quatro desses *swaps* são *plain vanilla* e que os outros têm estruturas um pouco mais complexas. Queria perceber porque é que não se optou — se a resposta à primeira pergunta for sim, proteger apenas e só a variação da taxa de juro — por um plano simples, que garanta essa proteção, e porque é que se optou por *swaps* que, em vez de protegerem, introduzem em si mesmos mais algum risco.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, não conheço o relatório do IGCP, mas procurarei responder à questão que me colocou.

Todos os *swaps* que a REFER fazia — ou que fez, enquanto lá estive — foram sempre, como referi na minha intervenção inicial, propostas estudadas. Nunca fizemos um *swap* apenas com uma proposta em cima da mesa, estudámos sempre mais do que uma. E o objetivo desses contratos era, em primeiro lugar, reduzir o custo do financiamento que a REFER fazia.

Como referi, a REFER tinha um volume de dívida muito expressivo e, portanto, qualquer poupança em custo de financiamento era, naturalmente, sempre muito necessária. Esse era, estritamente, o objetivo de fazer contratos *swap*.

Nem sempre os contratos *plain vanilla* nos apresentavam as melhores alternativas de custo. Portanto, sempre que possível, tirávamos partido das oportunidades que o mercado nos apresentava. E foi sempre nesse quadro que analisámos.

Volto a insistir e a referir, por me parecer de absoluta importância para a transparência dos processos, que nós fazíamos sempre a análise de várias propostas, e sempre a indicadores observáveis por nós. A REFER tinha uma equipa preparada para fazer esse acompanhamento de mercado.

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

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Devo concluir, então, que terem feito opções por contratos *plain vanilla*, mais simples, decorreu dessa avaliação e que o facto de virem a fazer quatro *swaps* mais complexos, ou

seja, que aumentam mais o risco e protegem menos o risco, também foi uma opção consciente da própria empresa.

Mas queria ainda perguntar-lhe outra coisa. Disse, na sua intervenção inicial, que havia — e voltou a referi-lo agora — um grande endividamento da empresa. Temos dado conta que há uma relação entre o endividamento das empresas e a quantidade de *swaps* assinados. Há quase uma relação direta: mais endividamento, mais *swaps*. Daí a minha pergunta de há pouco sobre qual era a motivação, se era uma ligação direta apenas de endividamento, da necessidade de fazer *swaps*, ou se os *swaps* configuram em si mesmos financiamento.

Frisou várias vezes na sua intervenção que tinha um grande grupo de especialistas e que faziam análise caso a caso. Temos de perceber, como diz o banco que já tivemos oportunidade de ouvir, se são as empresas que procuram este tipo de produtos e, portanto, se o banco apenas dispõe aquilo que as empresas procuram, ou se há, em determinado momento, pressão da banca para que, ao mesmo tempo que dá o financiamento, dá também, como bónus — neste caso, alguns não são assim tão bónus quanto isso — um *swap*.

Gostaria de perceber se alguma vez a banca pôs como condição de financiamento a assinatura de *swaps* ou, se, pelo contrário, foi a empresa que solicitou este tipo de produtos, estando a empresa consciente e dentro de toda a informação, ou seja, não havia assimetria de informação, estavam todos em plano de igualdade, tendo referido agora várias vezes que tinham especialistas para analisar caso a caso, fazer projeções e cenários.

Gostaria, pois, de saber como era essa tomada de posições. Houve pressões? Não houve? Foi apenas vontade da empresa? Por que é que a empresa optou por dois modelos: um mais simples e outro mais complexo?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, deixe-me só referir-lhe que, infelizmente, eu não tinha uma numerosa equipa, tinha apenas uma pequena equipa.

Não é certo que haja uma relação entre dívida e *swaps*. Nós tínhamos uma parcela de dívida muito expressiva, uma parcela de dívida de longo prazo sobre a qual não fazíamos qualquer *swap*. Era a dívida BEI (Banco Europeu de Investimentos).

Relativamente a essa dívida, nós, com a entidade financiadora, geríamos diretamente a questão, porque poderíamos escolher a taxa fixa ou variável e, inclusivamente, escolher planos de revisão a prazo dessas taxas. Portanto, não fazíamos aí *swaps*.

Quando fizemos *swaps*... Claro que para fazer *swaps* é preciso haver da parte do sistema financeiro interesse e vontade em fazê-los e, por vezes, com certeza que haveria iniciativa das entidades financeiras de nos apresentarem propostas *swap*. Eu próprio participei em algumas exposições dessas em que a banca nos vinha expor essas possibilidades. Mas fazer as operações nunca foi para nós uma obrigação. Posso assumir a responsabilidade que todas as operações que fizemos foram da nossa vontade e foram-no porque considerámos oportuno fazê-las para a empresa e nunca para satisfazer qualquer interesse da outra parte.

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

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Não discordo. Se olhar para o endividamento da REFER, no 4.º trimestre possui um endividamento considerado.

A verdade é que — e isso também precisamos de perceber —, tendo a REFER um grande endividamento, tem, de facto, comparado com o Metro de Lisboa e com a Metro de Porto, muito menos *swaps*, e as necessidades de financiamento eram parecidas. Já agora, gostava de saber se tem alguma explicação para isto.

Ouvimos, nesta Comissão, o ex-Presidente da Carris, o Dr. José Manuel Rodrigues, que dizia: «Bom, percebo que a REFER só tomou boas decisões.» Mas a verdade é que, olhando para o endividamento de empresas similares, há uma relação diferente entre uns e outros.

Permita-me que faça uma outra pergunta: no contrato que tivemos oportunidade de avaliar, a REFER tinha a 31 de dezembro de 2012 um valor negativo de 28,7 milhões, quando em 2010 o valor negativo era de 59,3 milhões. Portanto, há aqui uma evolução.

A minha pergunta é esta: isso decorre daquilo que é a perceção da realidade e das condições que iam mudando e houve reestruturação? Se, sim, foi fácil fazê-la ou não? Ou eram os instrumentos em si que estavam bem desenhados e que levaram a esta poupança? É porque isto não acontece nas outras empresas, como, por exemplo, na Metro do Porto. Gostava de saber que razões tem para explicar esta poupança.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — A única questão que, creio, é observável em relação à diferença entre a REFER e outras empresas prende-se apenas com o facto de a REFER fazer emissões públicas. Essa é uma diferença significativa face às demais.

Depois, tirando o que li na imprensa, não conheço as razões da contratação das outras empresas ou as circunstâncias em que o negociaram. Conheço apenas esta, que, de facto, é uma diferença expressiva.

Respondendo à questão sobre as nossas preocupações, efetivamente, tínhamos essa pequena equipa, que tinha ferramentas e instrumentos de acompanhamento da dívida e também de acompanhamento da carteira. Portanto, fazíamos uma análise sempre que possível (e sempre!) muito cuidada e muito apertada, porque, de facto, tínhamos objetivos traçados de custo de capital e fazíamos todos os esforços para os alcançar. Esse foi sempre o nosso procedimento. Tivemos, eventualmente, sorte também...

A variação das taxas de juro não estava no nosso controlo, mas o acompanhamento, sim, e esse nós fazíamos-lo com toda a frequência. Permanentemente, nós acompanhávamos todos os indicadores que afetassem o custo dos nossos financiamentos.

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

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Todos os administradores têm dito que estes instrumentos precisam de um acompanhamento permanente. Nós não queremos, de todo, diabolizar os *swaps*, porque eles podem até ser complexos e ainda assim ser positivos.

Queria saber se confirma ou não que os conjuntos de *swaps* contratados pela REFER nos 10 anos, entre 2003 a 2013 — portanto, apanha alguma da sua responsabilidade —, resultaram num ganho, que temos aqui registado, de 31,1 milhões, à data de junho de 2013, ou seja, na altura em que eles terminam.

Gostava que pudesse confirmar isso e se, no fundo, pode corroborar a afirmação que é feita pela Ministra das Finanças, à data secretária de

Estado do Tesouro e Finanças, no seguinte sentido: «Bom, os *swaps* da REFER existem, mas eles não têm o grau de tóxico. E aqui, obviamente, vai dizer-me: «Não conheço a classificação, mas nós temos *day one PV*, tínhamos a opacidade e temos também, eventualmente, alguns elementos que compõem esta classificação». Os da REFER nunca foram classificados como tóxicos, foram como complexos. Os dados e o valor que dei há pouco confirmam que pelo simples facto de serem complexos foram positivos e trouxeram benefícios para a empresa.

Gostava que me confirmasse os valores, e termino cumprindo o nosso acordo.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, referindo-lhe de memória, sei que a carteira de *swaps* da REFER, no seu conjunto, apresentou, até ao encerramento final — e todo o período já não é da minha responsabilidade —, um valor acumulado positivo de poupança de 31 milhões.

Permita-me que diga, Sr. Deputado, que para mim é mais importante referir que houve uma poupança do que um ganho, porque o nosso objetivo era pagar menos juros. É importante que eu realce este ponto, porque nós tomávamos financiamento, portanto, só podíamos ter custo. E para nós o objetivo era ter o menor custo possível.

Portanto, posso, de facto, confirmar-lhe que alguns dos nossos *swaps* tinham estruturas, poderemos dizer, um pouco mais complexas do que a estrutura simples do *swap*, mas isso não invalidava que elas fossem feitas cuidadosamente, estudadas e acompanhadas de modo a que o nosso custo fosse o menor possível.

O Sr. Presidente: — Vamos agora passar ao Sr. Deputado Bruno Dias, a quem dou a palavra.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Sr. Presidente, Dr. Vicente Pereira, obrigado pelos seus esclarecimentos.

Devo dizer que já temos o documento que serviu de base à sua apresentação inicial. Queria ter a certeza de que as frases, da sua intervenção, que eu tinha registado não tinham sido mal entendidas e tem a ver com esta questão de nunca terem feito contratos *swaps* sem alternativas, havia sempre várias opções em cima da mesa.

O que eu gostaria de perceber melhor é se estava a referir-se a várias soluções e várias fórmulas de cálculo, digamos assim, a vários índices, vários derivados, etc., ou se havia opção entre um *swap* e outro mecanismo ou outro tipo de instrumento de gestão de risco da dívida — taxa de juro, etc. Estava referir-se a quê?

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Estava a referir-me exatamente aos *swaps*. Ou seja, as estruturas é que eram devidamente estudadas de modo a que optássemos por a melhor estrutura.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Portanto, simplificando — e desculpe-me o plebeísmo —, era escolher entre um «*swap* assim» e um «*swap* assado»?... Não estou a desvalorizar a explicação...

A pergunta é: nós estávamos perante situações em que o acesso ao crédito por parte da empresa, o acesso ao financiamento, tinha como condição *sine qua non* a contratação deste tipo de *swaps*? Isto é, tinham de escolher algum no meio daquelas opções, senão não havia financiamento? Faço-me entender, Sr. Doutor? É esta a minha pergunta.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Creio ter compreendido bem a pergunta e a resposta é «não»! Nós não tínhamos essa situação, não tivemos essa situação! Nunca tivemos a situação de ter de escolher um *swap*. Quando queríamos fazer *swaps*, estudávamos opções alternativas, mas não tivemos em circunstância alguma a obrigação de fazer *swaps*.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Então, foi, de facto, uma opção baseada na análise da própria empresa e uma iniciativa da própria empresa nesse sentido. É assim?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Exatamente!

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Gostaria de perguntar se aquilo que define como poupança no custo dos financiamentos, isto é, a relação entre a

perda e o ganho na concretização, depois, do valor *mark-to-market* admite, na sua avaliação e na estratégia da empresa, os tais *swaps* possivelmente considerados especulativos, isto é, de um grau de complexidade e risco tal que mais tarde até viria a ser recomendada a sua eliminação por parte de peritos a trabalhar para o Estado português.

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, deixe-me dizer que não conheço nenhuma opinião de peritos a sugerir a eliminação de *swaps* que eu tenha feito.

Em todo o caso, não faria nunca um *swap* se entendesse que estava a fazer um contrato com um nível de risco que me trouxesse custos adicionais maiores do que aqueles que eu admitia suportar no custo do financiamento, à luz das linhas que explicitiei na intervenção inicial, nomeadamente o custo de capital ser inferior à rentabilidade objetiva dos investimentos que a empresa fazia.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Já se mencionou aqui a existência de dois contratos particularmente complexos. Os consultores ao serviço do Estado português, recentemente, fizeram essa avaliação por parte da StormHarbour e classificavam, em grau 3 e em grau 4, numa escala de 1 a 5, de complexidade e risco. E estamos a falar de dois *swaps* de tipo *steepener range accrual* e *quanto range accrual*, em que a recomendação final, após essa avaliação, era no sentido da eliminação destes contratos, devido precisamente à sua complexidade e risco.

Ora, a questão que se coloca é se a evolução das variáveis que estavam na base destes contratos era ou não muitíssimo mais imprevisível do que a evolução da Euribor, por exemplo, com os *plain vanilla*, que já «deram água pela barba» nos últimos anos, olhando só para a Euribor. Se juntarmos outras variáveis de elevada complexidade nos tais índices destes *swaps*, a pergunta é: até que ponto era possível ter a convicção dessa opção em termos de financiamento? É a tal diferença entre a segurança, que pode correr mal, ou o especulativo, que pode correr bem.!?...

Não sei se me faço entender...!

O Sr. Presidente: — Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, faça favor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, procurando responder plenamente à questão, direi o seguinte: creio ter ouvido uma intervenção, no Parlamento, relacionada com esses estudos que o Estado mandou fazer e de ter ouvido que houve uma missão de propor simplificação.

Portanto, é normal que, se uma estrutura é complexa, se proponha a sua eliminação apenas por essa razão e não pelo facto de ela ser desadequada à circunstância.

Estou absolutamente convencido de que a estrutura era adequada à circunstância da REFER, e deixe-me dizer por que fundamentava essa convicção. Em relação a todas as operações que fazíamos, como referi, era não só ponderada mais do que uma solução como em todas elas avaliávamos o pior cenário possível, que consequências isso teria, caso ocorresse, para o custo de financiamento. Nessas circunstâncias, se dessa avaliação resultasse que, em relação ao nosso custo de capital, não eram atingidos os objetivos, evidentemente não se faria a operação.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Solicitava-lhe que nos ajudasse a compreender uma situação que tem a ver com o seguinte: o Sr. Doutor esteve em funções, salvo erro, até 2012, não é verdade?

O Sr. Presidente: — Até 2010.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Muito bem, 2010 e não 2012.

Há uma avaliação feita pela DGTF, em 2012, portanto, já posterior à sua saída, sobre a sensibilidade à variação Euribor, ou seja, o tal problema de fundo da cobertura relativamente ao risco da taxa de juro em que, com menos um ponto percentual na Euribor, a carteira da REFER perdia 4010 milhões e, com mais um ponto percentual, perdia 19 087 milhões. Ou seja, com a Euribor a subir perdia; com a Euribor a descer, perdia.

Pergunto como é que, à luz da explicação que nos está a proporcionar, enquadra esta informação, precisamente para termos em conta o grau de segurança e o carácter de proteção de gestão perante o risco de alteração da taxa de juro ou este carácter mais especulativo, que pode correr bem, e desse ganho resultar, depois, em termos líquidos, uma poupança no custo de financiamento. É a tal questão de irmos para a bolsa, ou para outra coisa qualquer, para o casino ou para as corridas, com o dinheiro da empresa e ganharmos, e se correr tudo bem toda a gente fica satisfeita...

Mas, se é isso, alguma coisa está errada...!

Terminei, Sr. Presidente.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Não, Sr. Deputado. Deixe-me dizer-lhe que jamais está na minha cabeça como gestor e nas atividades de gestor público fazer apostas!

Como aqui já referi, os *swaps* eram sempre considerados como um custo do financiamento e era sempre nessa perspetiva que eles eram considerados na minha gestão, e não na perspetiva de ganhos.

Não conheço as observações da Inspeção-Geral de Finanças ou da Direcção-Geral do Tesouro e Finanças de que quer as variações da taxa de juro fossem positivas quer fossem negativas haveria uma perda. Eu referiria que quando muito haveria uma menor poupança.

Volto a insistir nesta diferença que, para mim, é nuclear: o *swap* para nós não era um ganho, era uma poupança e por vezes não conseguíamos poupar tanto quanto o desejável, admito que assim fosse, mas chamo a atenção para o facto de nós nem sempre termos podido optar por taxas variáveis e fazíamo-lo no curto prazo. Tínhamos uma estrutura de carteira. É preciso também que isto seja claro.

Nós procurávamos distribuir o conjunto da dívida, a volumosa dívida entre curto e longo prazos, tal como referi na minha intervenção inicial, adequando-o à atividade da REFER. O desejável era que a nossa dívida fosse cerca de 80% a 90% de longo prazo — não conseguíamos isso, mas isso trazia menores custos.

Ora, nem por isso me dava por satisfeito, porque precisava de uma estrutura mais adequada. É porque o facto de pagar menos custos no curto prazo, por exemplo, poderia dar-me problemas de liquidez que me viessem a agravar o risco e, por consequência, vir a ter, futuramente, *spreads* mais elevados. Não podemos ater-nos apenas à taxa Euribor, temos de

considerar também os *spreads*, e o facto de eu fazer uma gestão prudente e de distribuição de dívida entre curto e longo prazos assegurava-me essa estabilidade de risco, essa estabilidade de *spreads* que era muito importante par nós, como creio ter deixado claro na minha intervenção inicial.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Sr. Presidente, antes de mais gostaria de dar as boas-vindas ao Sr. Dr. Alfredo Pereira.

Começo muito rapidamente (sei que já aludiu a isso) por tentar perceber como é que eram os procedimentos internos no que diz respeito à contratação de instrumentos de derivados financeiros. Portanto, gostaria que me esclarecesse relativamente a quem tomava a iniciativa, qual era o papel do diretor ou da diretora financeira da REFER, qual era o papel do administrador financeiro, quem propunha a quem este tipo de contratos e quem tomava a decisão, e se havia ou não a possibilidade de o diretor ou a diretora financeira da REFER ter autonomia para decidir sobre os *swaps*, fazer uma contratação com um banco e só depois levar a Conselho de Administração para ratificação da operação contratada.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — O modelo de financiamento era o seguinte: o Conselho de Administração definiu as políticas — fiz uma pequena referência a isso na minha intervenção inicial—, a Direção Financeira acompanhava a carteira da dívida, estudava todas as possibilidades de mercado, as melhores taxas, os melhores *spreads*, as

melhores coberturas de modo a termos custo. A Direção Financeira estudava e propunha ao administrador, no caso, a mim, por vezes discutia comigo... Participei em muitas discussões, inclusivamente com entidades financeiras, sobre essas possibilidades. Depois fazíamos exposições aos potenciais investidores — a REFER fez mais do que um *road show* na Europa para captar recursos externos e volto a referir que os volumes financeiros eram muito elevados e o mercado financeiro português não tinha capacidade de fazer esse financiamento.

Portanto, a Direção Financeira fazia esse acompanhamento, fazia essas análises e propunha as operações ao administrador financeiro, no caso, a mim. Eu analisava a operação — já referi que, quando me propunham e quando discutíamos, tínhamos sempre mais do que uma alternativa em cima da mesa — e levava-a a Conselho de Administração. Se o Conselho de Administração aprovasse, eu traria depois a aprovação para a Direção Financeira. A Direção Financeira não tinha competência para aprovar qualquer operação.

Acontecia, por vezes, que estas operações eram explicadas ao Conselho de Administração em termos genéricos; depois, eram aprovadas por mim em termos concretos no momento da transação e, posteriormente, eu levava a Conselho de Administração a ficha definitiva da operação para o Conselho a ratificar.

Portanto, nunca a Direção Financeira aprovava uma operação com uma entidade financeira, fosse ela qual fosse.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Podemos, então, concluir que cabia à Direção Financeira fazer uma seleção dos derivados, cabia ao administrador financeiro aprovar ou não e levar a Conselho de Administração, mesmo que ainda tivesse a informação completa.

Em 2003, há uma consulta da REFER à Direcção-Geral do Tesouro para saber se a reavaliação de operações de cobertura de risco estaria ou não sujeita a autorização prévia. A resposta da DGT foi que «sempre que se verificasse a necessidade de proceder à alteração de contratos com garantias do Estado, sim, era preciso autorização prévia; nos outros casos, devia ser dado conhecimento à própria Direcção sobre as operações.»

Tenho duas perguntas relativamente a isto.

Primeira: disse-nos aqui várias vezes que os *swaps* não podem ser analisados fora da globalidade e do custo de financiamento do contrato. Portanto, relativamente à renegociação de contratos de *swap* que tinham como ativos subjacentes empréstimos com garantia do Estado, se é que existiam, pergunto se houve essas reestruturações de contratos com ativos subjacentes com garantia do Estado, alguma vez foi pedida autorização prévia à Direcção-Geral do Tesouro?

A segunda pergunta é: entre 2003 e 2013 houve cerca de 33 contratos feitos de novo ou renegociados. Alguma vez foi dado conhecimento das operações realizadas à Direcção-Geral do Tesouro, tal como vinha na resposta à REFER?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr.^a Deputada, de 2003, não conheço essa correspondência. Em todo o caso, a minha atuação e a do Conselho a que pertencia rege-se por estatutos e pela observação de um

conjunto de normas legais que procuramos a todo o custo cumprir. Não significa isso que não possamos ter cometido alguma falha...!

Tanto como me é dado saber, não carecíamos de autorização prévia para fazer operações de cobertura de risco. Precisávamos de aprovação das operações financeiras e em todas as operações financeiras a aprovação de que precisávamos era no quadro do plano de atividades e orçamento. A REFER tinha um modelo de planeamento e todos os anos apresentávamos, pelo menos três anos para a frente, o planeamento das atividades, o planeamento de todos os encargos previsíveis, quer com o financiamento, quer com a operação, quer com o serviço da dívida, e o plano financeiro correspondente.

Pedíamos autorização ao Governo para fazer emissões, com ou sem aval, uma vez que nós próprios criámos um instrumento relativamente inovador, o EMTM (Euro Medium Term Note), que tem vantagens muito significativas para emissões de dívida, na medida em que reduz, de uma forma muito expressiva, os encargos da emissão.

Nesse quadro, pedíamos autorização para as operações, mas, depois, nas operações de cobertura de risco, não havia necessidade de pedir autorização prévia. Contudo, toda a nossa informação *a posteriori*, formal ou informalmente, era do conhecimento do Governo e, eu diria, do público em geral, uma vez que o nosso relatório e contas expressava integralmente as operações de *swap*, o *mark-to-market* dos *swaps* e era um relatório público na CMVM.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Portanto, nunca foi dada informação à tutela diretamente, a não ser pela publicação dos relatórios e contas, da contratação ou reestruturação de instrumentos de gestão de risco financeiro?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Gostava de dizer que não foi bem assim... Com certeza que foi dada informação. Para a tutela, não informávamos só com o relatório e contas anual. Nós tínhamos relatórios trimestrais da nossa atividade que chegavam à tutela. Inclusivamente, esses relatórios trimestrais continham também a análise do revisor oficial de contas (ROC), que, por sua vez, enviava esses relatórios à tutela. Portanto, a tutela conhecia a situação da nossa dívida e da nossa carteira de um modo formal e também informal.

Portanto, referi apenas a informação pública, o que não significava que não houvesse outra, nomeadamente esta, trimestral.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — O que estou a tentar perceber é a partir de que momento é que a tutela tem informação clara sobre os instrumentos de gestão de risco financeiro, ou seja, o valor de mercado dos *swaps*, quantos eram, quando é que foram contratados, quando é que isso foi reportado à tutela de forma clara, pela primeira vez.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Como eu há pouco referi, em 2007, a REFER passou a produzir contas de acordo com as normas internacionais e teve de reportar ao ano de 2006. Portanto, a partir do ano de 2006 as contas da REFER expressam de uma forma clara todas as responsabilidades em matéria de *swaps*, ou seja, a potencialidade de encargos futuros está devidamente expressa nas contas e isso foi informado à tutela.

Se me perguntar: e o envio da ficha da operação foi feito à tutela? Eventualmente, não, não terá sido assim, uma vez que essa formalidade não era considerada obrigatória. Mas o conhecimento da operação, com certeza. Admito até que, num caso ou noutro, também tivéssemos enviado as fichas da operação, mas não me recordo de isso ser uma obrigação e, portanto, eventualmente, nem sempre foi feito.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — No ano de 2009, há um despacho emitido pelo Sr. Secretário de Estado das Finanças que exige o envio de informação sobre os *swaps* contratados, nomeadamente a memória descritiva dos *swaps* contratados anteriormente.

O relatório que temos da DGTF deixa muito claro que não foi encontrada nenhuma informação enviada pela REFER relativamente à exigência deste despacho. Gostaria que me confirmasse, ou não, esta informação do relatório da DGTF e que me explicasse porque é que nunca foi cumprida a exigência que estava transposta neste despacho de 2009.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr.^a Deputada, queria dizer-lhe que, caso não tenha sido cumprido — o que, infelizmente, não posso confirmar-lhe —, isso só pode ter sido por uma enorme falha, porque jamais na gestão a que pertenci e no meu comportamento haveria qualquer ausência de resposta a um despacho do Sr. Secretário de Estado, ainda que essa informação pudesse ser redundante.

Portanto, a ter havido falta dessa informação, o que, infelizmente, não posso confirmar, terá sido uma falha.

Volto a dizer que para nós era claro que toda a informação estava disponível e, portanto, podemos ter cometido aí o lapso de pensar que já tínhamos dado toda a informação e de a final não a ter dado. Mas, mesmo assim, tenho a maior dúvida. Admito que a Direcção-Geral do Tesouro o refira dessa maneira — não o desminto —, mas tenho a maior das dúvidas de que não tenha informado, porque para mim era uma obrigação e, volto a insistir, mesmo que fosse redundante, eu tê-lo-ia feito.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Passando agora para a carteira de *swaps* da REFER, já referiu que o objetivo da carteira de *swaps* era cobrir o risco de taxa de juro e reduzir encargos financeiros.

Eu gostaria de saber se isso passava por assumir riscos da variação de variáveis às quais a carteira da própria REFER não estava indexada e com a qual não tinha qualquer tipo de relação.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — A Sr.^a Deputada pode fazer o favor de precisar qual o tipo de variáveis eram essas?

O Sr. Presidente: — Queira clarificar, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Eu gostaria, nomeadamente, de saber se a REFER alguma vez teve algum empréstimo em libra inglesa ou em coroa sueca.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Os tomadores da nossa dívida eram, de facto, na esmagadora maioria, de mercados externos, ingleses, alemães, etc. Muitos fundos ingleses compravam a nossa dívida, porque se adequavam as maturidades às suas necessidades de aplicação.

Mas não temos, nas nossas operações, nada indexado à coroa sueca. Deixe-me dizer-lhe que temos uma referência num *swap* à Stibor, que não é a mesma coisa, não é a taxa de juro; a Stibor ou a Euribor não são taxas de juro aplicáveis às empresas. A Stibor ou a Euribor são taxas de referência obtidas no mercado, por inquérito, não se verificam; são obtidas por inquérito e tenho a maior das dúvidas de que a Euribor tenha maior relação com as empresas portuguesas do que outra, como, por exemplo, a Stibor.

Refiro-lhe que na feitura da Euribor apenas entra em consideração a informação de um banco português, só um!! E é informação de taxas interbancárias e não informação de taxas de juro que as empresas apliquem.

Tenho inclusivamente aqui um [gráfico](#), que posso deixar-lhe, em que fiz a análise do comportamento da Euribor e da Stibor ao longo destes anos

todos e onde se pode verificar a sobreposição do comportamento destas duas referências da taxa de juro. Mas, volto a insistir, são taxas de juro interbancárias. Portanto, esse facto em nada agrava uma estrutura de um *swap*, porque são referências observáveis, nós tínhamos maneira de observá-las e acompanhá-las, e observando e acompanhando sempre podemos corrigir, se for necessário.

E devo dizer-lhe que sempre foi possível a REFER fazer correções. Isso derivava de quê? Derivava do facto de as entidades com que se relacionava serem entidades credíveis. Nós não fazíamos operações sem ser com entidades que tivessem um *rating* «A», pelo menos. Naturalmente que o desejável era o «AAA», o *triple A*, mas como toda a gente começou a perder o «AAA» não poderíamos continuar com essa exigência, não é?...

O Sr. Presidente: — Queira continuar, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — A Libor e a Stibor são observáveis; uma observável no mercado interbancário sueco e outra observável no mercado interbancário do Reino Unido. Portanto, por algum motivo os empréstimos na Europa estão indexados à Euribor e essa é a taxa de referência do mercado europeu. Isto não é uma questão de opinião, é um facto, que, aliás, foi confirmado por vários outros gestores financeiros que aqui estiveram e que disseram claramente que tinham simplesmente *swaps* indexados à taxa de juro da Europa, porque é essa que prevalece no mercado europeu.

Disse-nos também que o objetivo da careira de *swaps* era proteger a carteira da REFER de subidas de taxa de juro. Gostaria que me confirmasse esta informação, isto é, se o objetivo era proteger a carteira de empréstimos da REFER de potenciais subidas da taxa de juro.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Acima de tudo, a nossa proteção era no sentido de pagar menor taxa de juro.

Em relação à questão da proteção da subida: se tínhamos tomado empréstimos em taxa fixa, estávamos automaticamente protegidos; se tínhamos tomado empréstimos em taxa variável, aí podia colocar-se a questão da proteção.

Portanto, fazíamos essa diferenciação clara na gestão de dívida de BEI. Aí, escolhíamos as taxas em função desses aspetos. Mas o nosso objetivo era naturalmente o de controlar o custo do endividamento.

Volto a insistir que a Euribor não é controlada por nós, naturalmente, mas, para além da Euribor, existem os *spreads* e o *spread*, sim, esse tem a ver com o risco de financiamento à empresa, sendo que esse nós tínhamos muito cuidado em preservar. E uma maneira de preservar o risco da empresa era efetivamente ter uma estrutura de dívida adequada, como ter, por exemplo, uma *backup facility* de 500 milhões para uma emergência, como por hipótese uma operação que falhava ou uma qualquer situação dessas... Em suma, o objetivo é não ter riscos de liquidez e toda essa gestão permitiu-nos ter uma postura de mercado que nos conduziu a que tivéssemos um custo de financiamento perfeitamente aceitável dentro dos parâmetros com que nos comparámos.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Só posso pré-concluir que o único objetivo da carteira *swaps* da REFER era, de facto, fazer uma gestão ativa

do financiamento e ter alguns benefícios financeiros com isso mesmo. Isto porque, entre 2003 e 2007, as únicas perspetivas de mercado eram as de subida da taxa de juro, não é?, portanto, o normal seria proteger a carteira de subidas da taxa de juro, tentando evitar maiores perdas nesse caso.

No relatório e contas da REFER encontramos, no final de 2007, uma situação relativamente caricata, que é a seguinte: se a taxa de juro subir meio ponto percentual, a variação na carteira de empréstimos da REFER é uma variação (negativa) em cerca de —80 milhões de euros. Obviamente, a REFER perde dinheiro quando a taxa de juro sobe, porque o empréstimo fica mais caro, e os *swaps*, supostamente, servem para proteger desta subida de taxa de juro, contrariando este efeito. No entanto, em relação à variação da curva dos próprios *swaps*, sempre que a taxa de juro aumenta, os *swaps* perdem dinheiro...

Portanto, temos aqui um caso em que os *swaps* têm a mesma sensibilidade ao risco, vão na mesma direção que tem a própria carteira, ou seja, se a taxa de juro por acaso subir – e o que é estranho é que isto acontece num contexto em que a taxa de juro ia subir, quase de certeza... —, perdem os empréstimos e perdem os *swaps*, não têm proteção!

Assim, eu gostaria que me explicasse esta situação, que pode configurar muitas coisas, mas não configura certamente uma proteção da carteira da REFER relativamente a variações da taxa de juro.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr.^a Deputada, tanto quanto percebo, as variações a que está a referir-se são variações potenciais. É uma análise de sensibilidade, logo, são variações potenciais, não são variações que ocorreram; é uma análise de sensibilidade, caso ocorram variações.

Importa voltar a referir que não é só a taxa que se paga, também se pagam *spreads*. Portanto, não posso concordar que isso tenha uma tradução linear num maior custo do nosso financiamento. E não teve!!

Já agora, Sr.^a Deputada, deixe-me que lhe diga que estamos perante uma situação em que os resultados falam por si. Portanto, com toda a franqueza, não podemos ficar agarrados às análises de sensibilidade quando a realidade demonstrou que a nossa gestão foi uma gestão correta e uma gestão de controlo de custos do financiamento.

O Sr. Presidente: — Vamos agora passar ao Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Presidente, antes de mais, gostaria de cumprimentar o nosso convidado, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, e agradecer-lhe o contributo e a informação que nos trouxe e que é bastante importante para esta nossa análise.

De resto, vai ao encontro daquilo que já foi a audição ao Sr. Presidente da REFER, de onde se retiram algumas conclusões de que a REFER, durante todo este processo, apesar de tudo, tem um procedimento exemplar no que toca à contratação destes instrumentos que tanto atormentam neste momento o País.

Enquanto instrumentos mitigadores de risco, é-nos dado a conhecer, de acordo com o evoluir destas audições, que os *swaps* acabaram por funcionar como bons instrumentos.

Constatamos que a REFER efetuou uma gestão rigorosa, prudente, bastante diligente, de resto aqui provada pelas suas palavras e pelo documento que nos trouxe, mas por outro lado houve empresas que de alguma forma não tiveram essa mesma gestão rigorosa e prudente.

Pergunto-lhe: na sua opinião, o que é que poderá ter estado aqui em causa, nesta situação?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, muito obrigado. É sempre bom ouvir palavras de apreço ao nosso trabalho. Infelizmente, não se ouvem muitas, daí o agradecimento.

Como referi, apenas encontro esta diferença expressiva: a dívida da REFER era uma dívida mais volumosa do que as das outras empresas, tínhamos acesso direto aos mercados e, portanto, admito que essas nossas condições nos permitissem resultados diferentes.

Efetivamente, não posso dizer mais que isto, porque, daquilo que conheço dos outros colegas das empresas, também tenho respeito por eles e admito que tenham feito um esforço, tal como nós. Eventualmente, não tiveram a mesma sorte...

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

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Toca num ponto importante, quanto a mim: a questão da dívida, que era monstruosa e que no caso da REFER, à semelhança de outras empresas, do ponto de vista financeiro, provocava desequilíbrios financeiros brutais — é mesmo este o termo. Aliás, se bem me recordo, não chegariam dois anos de volume de negócio para acorrer apenas e só aos custos financeiros em que incorriam.

Portanto, foi através da contratação destes *swaps* que conseguiram evitar o colapso da empresa do ponto de vista financeiro. Parece-me que durante este processo continuaram a fazer todo um processo de

investimento que derivava do contrato-programa, mas, simultaneamente, os *swaps* terão contribuído para manter um baixo nível das taxas de juro, como aqui ficou demonstrado através do gráfico que nos trouxe e ao mesmo tempo, de alguma forma, conseguiram acautelar a questão operacional da empresa — embora não seja talvez essa a sua área, a operacional, era do ponto de vista financeiro a sua responsabilidade.

Como é que dormia descansado, com volumes de dívida daquele montante e com volumes de negócios que não faziam face ao montante de despesa permanente?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, como referi logo na intervenção inicial, quando iniciei as minhas funções na REFER, de facto, não foi agradável conhecer a dificuldade do problema que tinha pela frente, que era procurar financiar enormes necessidades de fundos. Essa foi sempre a nossa preocupação. Por isso, procurámos desde logo transformar o curto prazo em longo prazo, uma vez que a maioria da despesa da REFER era investimento, ou seja, despesa de longo prazo, e tínhamos naturalmente um problema que se prendia com o próprio custo do serviço da dívida. Só em juros, já pagávamos — não no início, mas mais tarde — na casa dos 200 milhões, ou mais, de juros anuais, o que é um fardo pesado.

Efetivamente, estas empresas não têm equilíbrio próprio. A REFER faz os seus investimentos a fundo perdido, ou seja, todo o investimento que a REFER faz fá-lo em nome do Estado, e o custo desse investimento não é sequer considerado para a determinação da tarifa de taxa de uso que os operadores ferroviários fazem da infraestrutura.

Por essa razão, trata-se de um custo de infraestruturas públicas que, mais tarde ou mais cedo, terá de ser pago por dívida pública, porque é um investimento de infraestrutura pública.

Tratava-se, pois, de financiar no longo prazo, porque estávamos a fazer infraestruturas de utilização durante muitos anos, cerca de 40, e infelizmente não conseguíamos financiamentos com essas maturidades.

Portanto, a nossa preocupação era a de não ter ruturas de liquidez, porque efetivamente o Estado português também não tinha modo de financiar aquela atividade. Tinha muitas solicitações de aplicar os recursos e não tinha modo de financiar aquela atividade.

A REFER estava a investir e, nesse período, foram mais de 350 milhões em média/ano só em investimentos.

Portanto, de facto, a infraestrutura ferroviária foi muito modernizada nestes anos, houve um enorme investimento, estávamos também a desenvolver o projeto de alta velocidade e, portanto, havia todo um esforço para modernizar a infraestrutura ferroviária que carecia de grandes investimentos.

A nossa preocupação era um problema de liquidez, e era uma grande preocupação, porque o mercado interno não tinha capacidade para financiar uma empresa como a REFER, daí a nossa necessidade de presença no mercado europeu, em particular, que era quem nos comprava a maioria da dívida.

Nessa medida, o contrato de *swap* é uma presença importante, porque é uma presença em mercado. Estas dívidas são pouco líquidas, são pouco transacionadas nos mercados secundários e a presença da empresa na contratação de *swaps* permitia, de algum modo, uma presença junto dos investidores e permitiria, naturalmente, que, em futuras necessidades, em futuras idas ao mercado, tivéssemos oportunidade de ter, novamente, os

investidores a investir. E, efetivamente, conseguimos isso. Fizemos um programa de emissão a 1,5 mil milhões de euros, com possibilidade de alargar e atualizar, o qual foi muito importante, porque foi um programa previamente aprovado nas bolsas de valores e, portanto, permitiu aos investidores uma confiança enorme. E toda esta presença nos mercados é muito importante, do ponto de vista da liquidez da empresa e, naturalmente, do ponto de vista do risco, que se traduz em menores *spreads* para a empresa. Essa era, efetivamente, a nossa preocupação. Certamente, criou-me mais uns cabelos brancos!...

Risos.

O Sr. Presidente: — Queira prosseguir, Sr. Deputado Carlos Santos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Doutor, agradeço-lhe, pois foi esclarecedor.

Aproveito, então, exatamente essa referência que fez ao encontrar de taxas mais favoráveis — e, neste aspeto, tenho de saudar a administração do Sr. Doutor, na medida em que verifico que as taxas a que a REFER se conseguiu financiar, a médio e a longo prazos e a curto prazo, eram substancialmente inferiores às taxas que o Estado português conseguia nos seus financiamentos —, para lhe perguntar, porque tem sido uma grande curiosidade nesta Comissão, como é que funcionava a Direção Financeira, já que, pelos vistos, era da Direção Financeira que partia boa parte das propostas que, depois, se guindavam exatamente na contratação de *swaps*. Era muito importante que, de uma vez por todas, ficasse esclarecido como é que a questão da Direção Financeira aqui entroncava, porque tem sido um

tema que, de alguma forma, tem assaltado a cabeça dos caros colegas Deputados que compõem esta Comissão.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Presidente, Sr. Deputado, de facto, tive a felicidade de ter uma Direção Financeira com competência, com muita dedicação e que, creio, trabalhou muito, e bem, neste período.

Como é que funcionava a Direção Financeira? Funcionava em permanente contacto com os mercados financeiros. Só um permanente contacto com os mercados financeiros e o estudo de todas as oportunidades permitiam que a Direção Financeira apresentasse boas propostas ao Conselho de Administração. Creio que, de uma forma muito simples, foi isso que aconteceu quer no tempo em que a atual Ministra das Finanças fazia parte dessa equipa, quer posteriormente, porque a equipa continua a ser boa e dedicada a esta missão.

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

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Doutor, no que toca à decisão, à tomada de decisão e preparação de toda a documentação para a tomada de decisão, gostaria também que nos desse nota, embora já o tenha referido em algumas intervenções anteriores, sobre os níveis de que era composta a gestão da REFER e que competências cabiam a cada um, para percebermos bem onde está a responsabilidade pela contratação destes *swaps*, relativamente aos quais sabemos, de antemão, que, no caso da REFER, muito particularmente, acabaram por se constituir num fenómeno com sucesso, na medida em que até redundaram em 31 milhões de euros de

benefício para a própria empresa. Há que assinalar isto, apesar de não ser um montante muito elevado de benefício, porque, se este montante se tivesse transformado em sentido contrário, naturalmente, seria alvo de bastantes críticas, pelo que também importa situar este aspeto.

Portanto, gostaria que nos desse nota desta situação.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, os níveis eram os seguintes: tínhamos uma Direção Financeira — na altura, a diretora era a Dr.^a Maria Luís Albuquerque —, tínhamos um diretor coordenador, o Dr. Alberto Diogo, que hoje é administrador, e tínhamos a Administração, em particular o administrador financeiro, que acompanhava, entre outras, esta direção e que era eu.

A Direção Financeira acompanhava os mercados, fazia todo o trabalho de análise da dívida e dos instrumentos disponíveis para os problemas que já aqui referi, e discutia com o diretor financeiro. Uma vez obtidas propostas com solidez, discutiam comigo e, por vezes, também eu próprio participava nas discussões que tínhamos com as entidades financeiras. Formuladas as propostas, iam a Conselho de Administração e, em Conselho de Administração, eram, novamente, discutidas. Naturalmente, os meus colegas também gostavam de estar devidamente informados sobre as opções e, por vezes, as operações eram aprovadas em termos genéricos, regressando à Direção Financeira, para operacionalizar, de modo a que, quando estivessem na forma final, fossem, novamente, a conselho. Caso não houvesse tempo, porque, por vezes, era preciso fechar operações *online*, acompanhávamos a negociação e não fechávamos a

operação de outro modo, ou seja, a operação fechava-se com comunicação permanente e *online* entre os diversos interventores do mercado.

Nessas circunstâncias, a Direção Financeira pedia o meu aval à operação e eu sempre que podia estava presente, em situação de *conference call*, para dar a minha concordância à operação, levando, nesse caso, posteriormente, a Conselho de Administração a ficha final das operações.

Era este, em termos muito largos, o procedimento, Sr. Deputado.

O Sr. Presidente: — Muito obrigado, Sr. Doutor.

Tem, agora, a palavra o Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, em primeiro lugar, quero cumprimentar o Sr. Dr. Alfredo Pereira.

Foi dito aqui, várias vezes, nesta audição, que um dos objetivos da contratação de *swaps*, enquanto estive na REFER, foi a redução de custos de financiamento. Sucede que, nomeadamente no despacho de 2009, a orientação que é dada é a de que os *swaps* devem ser usados para cobertura de taxa de risco. Considera que existe uma diferença entre esses dois conceitos?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Não, não considero que exista uma diferença. Efetivamente, um *swap* pode cobrir riscos de taxa de juro e, ao cobrir riscos de taxa de juro, cobre ou satisfaz o compromisso de reduzir custos, se conseguirmos menores taxas.

Quando refiro a redução de custos, refiro-me não só às operações que são objeto de *swap* — volto a dizer, aliás, acho que ainda não o referi, mas

apenas 52% ou 53% da dívida eram objeto de operações de cobertura — mas tínhamos outras operações, nomeadamente de curto prazo, em que fazíamos, naturalmente, a redução de *spreads* ou, melhor, pressionávamos para a redução de *spreads*, uma vez que não estava na nossa mão. E, de facto, as operações de *swap* são operações de cobertura de taxa de juro, como são operações, do meu ponto de vista, de redução dos custos de financiamento.

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

O Sr. João Galamba (PS): — É que, a mim, Sr. Doutor, parece-me que são dois conceitos não só diferentes, mas mutuamente exclusivos, porque, se partimos de um custo de financiamento de mercado e tentamos contratar um *swap* com o objetivo explícito de reduzir o custo de financiamento, de duas, uma: ou há almoços grátis, e conseguimos reduzir o custo de financiamento sem custos acrescidos, ou, então, essa redução do custo de financiamento implica uma tomada de risco adicional. Concorda com esta minha afirmação ou não?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, para além das afirmações, faz mais fé a demonstração do resultado. Se verificar, a taxa de financiamento da REFER, antes da cobertura e depois da cobertura, verificará que ela é menor após a cobertura.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Lamento discordar, mas o que interessa não é o resultado. Se há princípios de gestão que devem ser seguidos, esses princípios de gestão devem ser seguidos.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Exatamente!

O Sr. João Galamba (PS): — Há pouco fez um comentário sobre outras empresas e disse que «não tiveram a mesma sorte», mas os princípios da boa gestão do setor empresarial do Estado não têm como um dos seus pressupostos que os gestores financeiros assumam riscos e, depois, possam ou não ter sorte. Por isso é que estou a insistir nesta questão da diferença entre cobertura de taxa de risco e custo de financiamento, porque são, de facto, coisas diferentes.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — É especulação!

O Sr. João Galamba (PS): — Portanto, volto a fazer-lhe a pergunta: é ou não possível, partindo de um custo de financiamento de mercado, baixar esse mesmo custo, sem assumir riscos adicionais?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — É possível, Sr. Deputado, porque posso fazer uma emissão a taxa fixa, com um *spread* alto, e com um *swap* conseguir taxas variáveis menores. É perfeitamente possível.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sim, mas se, à partida, for contratar um *swap* e disser: «Olhe, quero contratar este *swap*, porque isto me permite poupar dinheiro», esse *swap* tem um custo e, portanto, se os mercados funcionarem de forma normal, é suposto que essa diferença, face à taxa de mercado, tenha de ser paga ou, então, não é paga, mas tem como contrapartida assumir riscos muito significativos no futuro.

Isto faz-me regressar, outra vez, à história dos custos de financiamento e da cobertura da taxa de risco, porque é com alguma estranheza, aliás, isso já foi aqui suscitado por vários Deputados, que, em contraciclo com as demais empresas públicas, a REFER, entre 2010 e 2012, ao contrário de todas as outras, tenha uma redução muito significativa do *mark-to-market* da sua carteira de derivados.

E a pergunta que lhe faço é esta: isto acontece porque a REFER fez uma aposta que correu bem ou porque, em relação à estrutura dos ativos para os quais os *swaps* foram contratados, para cobrir risco ou para reduzir o custo de financiamento dessa carteira, a REFER emitiu a taxa fixa e tentou contratar *swaps* que lhe garantissem pagamentos em taxa variável e, como a taxa de juro subiu, ganhou dinheiro?! O que é que aconteceu exatamente? Foi esta segunda hipótese que aqui adiantei? Tinham, de facto, dívida a taxa fixa e compraram *swaps* a taxa variável? O que é que se passou, exatamente, para esta aparente estranheza de contraciclo da REFER, quando comparada com as outras empresas?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, a palavra «aposta» assusta-me um pouco e, de facto, nunca era essa a palavra sobre a

mesa. Não há apostas; há, de facto, por vezes, sorte, o que é diferente de apostas.

A questão do contraciclo passou muito pela gestão que fazíamos da carteira. Efetivamente, ter oportunidade de fazer emissões públicas para captar recursos e ter, depois, oportunidade de negociar operações de cobertura a taxa de juro variável, controlado, trouxe-nos vantagens. E o acompanhamento permanente dessas operações, que, na eventualidade de se afastarem do nosso objetivo, podíamos corrigir, também ajudou, certamente, ao nosso resultado.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Doutor, vou fazer-lhe uma pergunta, por exemplo, sobre um *swap* contratado ao Barclays, em 2005, que tinha um valor *mark-to-market* positivo e que foi cancelado por necessidades de liquidez da REFER. Ora, num contexto de descida muito significativa da taxa de juro, a REFER tinha um *swap* que variava de forma inversa a todos os outros *swaps* das outras empresas. Porquê? Porque tinha um valor positivo. Ora, se tinha um valor positivo, volto a repetir, de duas, uma: ou transformou taxa fixa em variável ou, então, contratou um *swap* que não tinha como objetivo cobrir risco de taxa de juro? Qual destas duas situações é que, verdadeiramente, se verificou?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — O Sr. Deputado refere que liquidámos um *swap* e encaixámos recursos. Bom, em primeiro lugar, para desfazer um *swap* é preciso o acordo das partes e, como o nosso objetivo é

ter o menor custo possível, se a outra parte concorda e tenho uma oportunidade de encaixe, faço o encaixe, ou seja, se eu atingi o meu objetivo de reduzir o custo do financiamento, faço esse encaixe, não propriamente por uma necessidade de tesouraria, embora, naturalmente, isso não deva ser ignorado, porque tínhamos necessidades, mas essa não pode ser a finalidade, porque isso é inverter as coisas. O objetivo é reduzir o custo do financiamento, ele foi alcançado... Repare que, se a outra parte aceita — não havia, certamente, cláusula de rescisão antecipada e, por isso, as partes aceitam — e se, depois, faço outra cobertura, faço cobertura sempre com as mesmas finalidades, não são finalidades diferentes. Não me parece; desculpe que lhe diga, mas não vi a contradição.

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

O Sr. João Galamba (PS): — A contradição é esta e parece-me simples: a REFER cancelou pelo menos dois *swaps* e fê-lo por necessidades de tesouraria — temos os *e-mails*, os quais, aliás, foram enviados a esta Comissão.

Num contexto de redução muito significativa da taxa de juro, a REFER ter dois *swaps* que têm um *mark-to-market* positivo significa que apostou, e ganhou, na descida das taxas de juro, porque todas as outras empresas perderam. Porquê? Porque essas empresas, efetivamente contrataram *swaps* para cobrir taxas de juro prevendo um cenário que não se realizou. A REFER, aparentemente, fez uma coisa inteiramente distinta, porque é a única empresa que tem, nesta altura, *swaps* com valor positivo.

E a questão que se coloca não é se o banco aceita ou não, ou se interessa a ambas as partes; a questão que se coloca é a de saber o que explica que, tratando-se de uma empresa que, segundo palavras suas,

recorreu a instrumentos derivados desta natureza para cobrir risco de taxa de juro, a taxa de juro desça e a REFER ganhe dinheiro. Esta é que é a estranheza que ainda não foi capaz de nos explicar.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Admito que seja difícil convencer o Sr. Deputado de que o nosso objetivo não era ganhar dinheiro, era reduzir o custo do financiamento. E, se temos oportunidade de reduzir o custo do financiamento, nós reduzimo-lo.

Admito que o Sr. Deputado tenha lido *e-mails* a dizer «Por razões de tesouraria»... Naturalmente, precisamos sempre de usar algum argumento para a outra parte não achar desproporcionado o nosso pedido de denúncia de um contrato e seria sempre fácil dizer que a REFER tinha necessidades de tesouraria. Mas quanto ao objetivo, volto a dizer, se temos oportunidade de fazer uma poupança, concretizamo-la. Não vejo nisso nenhum jogo, Sr. Deputado. De jeito nenhum! O objetivo é estritamente este.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Pois, vejo, porque se uma empresa tem em carteira de *swaps*, esses *swaps* desempenham uma função, que é a de cobrir risco do ativo subjacente. Ora, se a REFER perante um ganho — um valor positivo — desse *swap* o liquida, porque permite realizar um ganho, o que isso significa é que a REFER trata esses *swaps* não como cobertura risco mas, sim, como ativos financeiros que permitem...

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, creio que não é bem uma discordância, é apenas outra maneira de ver o problema.

Nós não estamos a fazer a tal política do jogo, estamos a fazer uma política de custo de financiamento: se tenho a oportunidade de reduzir o custo reduzo-o, porque estou a gerir uma carteira. Não olho para esse *swap* de uma forma desligada do meu custo de financiamento.

Não sei se nesse ano concreto já estava com uma taxa de custo de financiamento acima dos meus objetivos, portanto, essa operação permitia-me de novo voltar aos objetivos.

Volto a insistir: nós tínhamos políticas muito claras de estrutura da dívida e de custo da dívida. Portanto, se tínhamos essa oportunidade, acho que a devíamos concretizar. É apenas uma maneira diferente de ver o problema.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, vou terminar agora, porque não tenho mais tempo.

Continuo sem perceber como é possível que uma empresa que contrata um conjunto de instrumentos para se proteger da subida da taxa de juro num cenário de descida de taxa de juro ganhe dinheiro e possa realizar oportunidades lucrativas com a venda, com o desfazer ou com o encerramento de instrumentos desta natureza.

Parece-me uma evidente contradição, aliás, confirmada pelo facto de em todas as outras empresas, independentemente de terem maiores ou menores perdas, terem uma correlação total, que é a de, num cenário de descida de taxa de juro, todas perderem, exceto a REFER, o que parece

indiciar que o objetivo na contratação destes instrumentos por parte da REFER teve uma natureza diferente da das demais empresas.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Vou terminar, Sr. Presidente.

Tenho ainda alguma dificuldade em perceber *swaps* aqui referidos — já não sei se pelo Deputado do BE ou se pelo Deputado do PCP — em que, estando os ativos e os custos de financiamento de REFER íntima ou exclusivamente ligados a taxas de juro e a variáveis da zona euro, se decide optar por instrumentos que incluem outras variáveis.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Um dos critérios do IGCP para classificar negativamente os *swaps* é exatamente esse: *swaps* que, aparentemente, não estão relacionais com a atividade normal da empresa e que recorrem a indicadores extra zona euro, cuja finalidade, tendo em conta o objeto social da empresa, se torna difícil de descortinar.

O Sr. Presidente: — Ó Sr. Deputado, queira concluir.

O Sr. João Galamba (PS): — Esta é a dúvida que também tenho — não a têm só os Deputados do PCP e do BE — e que ainda não vi esclarecida, independentemente de os gráficos mostrarem se há ou não correlação. A correlação verifica-se ser perfeita *a posteriori*, mas quando se contrata não sabemos se a evolução vai ser assim ou não!! Esse é um risco que assumiu por muito que tenha corrido bem.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, começando pelo fim, permita-me discordar, porque o gráfico que mostrei é relativo ao período em que exerci funções, mas quando tomamos as decisões analisamos períodos anteriores. Portanto, nessa medida permita-me essa pequena divergência, se assim lhe podemos chamar.

Não, não podemos prever o futuro, infelizmente! Se pudéssemos prever o futuro com esse rigor talvez estivéssemos melhor.

Deixe-me voltar a dizer-lhe que não vejo na questão da atividade da empresa e no uso destes indicadores do mercado qualquer correlação. A nossa necessidade era financiar a empresa, e a atividade da empresa está caracterizada. Não é opção nossa financiar a empresa por este processo, isso é uma opção do Estado.

O Estado decidiu que a REFER deveria procurar financiamento no mercado — felizmente, conseguiu e conseguiu bem!

Ó Sr. Deputado, não tenho nenhuma aversão ao ganho, mas permita-me que continue a dizer que aqui o objetivo não era ganhar, mas era pagar menos, porque nós tomamos dinheiro e, ao tomar dinheiro, temos sempre de pagar, temos sempre um custo. Portanto, só posso encarar esses pequenos ganhos como uma redução do custo e não encará-los de outro modo, porque essa é a finalidade.

O Sr. Presidente: — Vamos, agora, passar a uma segunda ronda. Se algum dos Srs. Deputados quiser usar da palavra, agradeço que me informe.

Pausa.

Tem a palavra, Sr. Deputado Bruno Dias. Informo-o de que tem 2 minutos.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Sr. Presidente, Dr. Alfredo Vicente Pereira, há aqui uma questão que tem a ver precisamente com o conceito do *swap* como mecanismo de proteção ao risco de variação da taxa de juro e do controlo relativamente às variáveis.

Gostava de colocar-lhe uma pergunta em relação a um dos *swaps* mais complexos da sua gestão.

Há uma renegociação realizada em 2006, a qual presumo que terá acompanhado e conhecido, que tem a ver com um contrato em que a REFER recebe 4% e paga o *euro swap rate* a dois anos com um mínimo de 2,55% e um máximo de 5,5% (com estas balizas inferior e superior), e que com essa renegociação, com essa reestruturação, passa a receber menor ou igual a 4%, até 4%, e paga dependendo da emissão da taxa de câmbio do franco suíço, ou seja, da Libor indexada ao franco suíço e desaparecem os limites superiores.

Gostava de perguntar-lhe se, tratando-se de uma reestruturação desta natureza, em que desaparecem os limites máximos de pagamento por parte da REFER num contrato *swap*, não estamos precisamente perante a situação, que já foi aqui mencionada, de agravamento da exposição perante o risco e não contrário.

Faço-me entender, Sr. Doutor?...

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Creio que percebi a sua questão, Sr. Deputado. A questão é se não estou a subir o risco não tendo um limite ao pagamento. O que o Sr. Deputado me está a dizer é que eu troquei receber 4% e pagar 2,55%...

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Até 5,5%, só que os 5,5% desaparecem como limite máximo.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sim, ter um limite máximo significa um custo. Se abdiquei do limite máximo nesse momento, foi porque considerei que as situações de mercado eram relativamente estáveis, o que me permitia não correr esse risco, seguramente. É porque eu não abdicaria de uma garantia...

Ao abdicar de uma garantia poupo dinheiro — uma garantia custa sempre dinheiro —, portanto, poupei dinheiro e não assumi riscos na avaliação que fiz no momento, com certeza, porque de contrário não abdicaria desse limite.

Certamente que essa abdicação levou a que tivéssemos muita atenção a esse problema para que no futuro, quando se verificasse qualquer variação que pudesse pôr em causa essa operação, pudéssemos intervir atempadamente. Creio que não foi o caso e a operação correu bem.

O Sr. Presidente: — Agora, dou a palavra à Sr.^a Deputada Mariana Mortágua.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Sr. Presidente, Sr. Doutor, quando falámos, há pouco, sobre a variação da carteira ou sobre a sensibilidade da carteira a taxas de juro não dizia respeito a resultados.

Aliás, um dos critérios que temos tido nesta Comissão — embora pense que não é partilhado, mas em relação ao qual julgo que há até relativo consenso social — é o de que o que importa na gestão financeira das empresas públicas não é apenas uma questão de resultados, porque esses dependem em larga medida da sorte, é uma questão de processos: é saber o que é que é ou não aceitável para um gestor público que gere, obviamente, propriedade pública e que deve ter critérios diferentes dos da gestão privada. Por algum motivo o IGCP tem regras muito limitadas relativamente aos *swaps* que pode fazer no que diz respeito à dívida pública. Esses critérios e essas limitações existem por algum motivo.

Quando olhamos (e isto passa-se em 2007) para as carteiras de empréstimos e de *swaps* da REFER e vemos que ambas têm exatamente a mesma sensibilidade à variação da taxa de juro, ou seja, se a taxa de juro subir a REFER perde, e perde nos empréstimos e nos *swaps*, isso quer dizer os *swaps* tinham outro objetivo qualquer que não proteger de uma variação da taxa de juro. É porque, se se der o caso de a taxa de juro subir, a REFER perde; e perde por via dos empréstimos que estão indexados a uma taxa de juro e perde por via dos *swaps*, que variam negativamente perante um aumento da taxa de juro.

Portanto, podemos encontrar aqui muitas justificações para a existência destes *swaps*, mas não certamente uma justificação de proteção de variação de taxa de juros. E esta é a primeira questão que coloco: isto não é proteção de variação da taxa de juro, é uma questão de gestão de instrumentos derivados para obter ganhos financeiros — acho que há que assumir este objetivo de utilização de derivados.

A segunda pergunta é a seguinte: como é que, num momento em que só se podia prever aumentos de taxa de juro, uma carteira perde quando a taxa de juro aumenta e, portanto, está a apostar contra o mercado?...

Também não compreendo muito bem como é que esta proteção foi feita ao contrário.

O Sr. Presidente: — Faça favor de concluir, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Por último, gostaria que me explicasse uma questão.

Disse aqui, várias vezes, que só admitia a venda de opções em *swap*, portanto, perder garantias — porque essas garantias custam dinheiro, obviamente, é por isso que um *plain vanilla* é muito mais caro do que um *swap* mais simples ou com menos opções —, se tivesse a certeza do que poderia vir a acontecer.

A minha pergunta é sobre o que aconteceu ao *swap* da JP Morgan de 300 milhões, que às tantas passou a ter um valor de mercado de —44 milhões de euros.

Gostaria de perguntar, em primeiro lugar, qual era o ativo subjacente deste *swap* da JP Morgan e, em segundo lugar, de que garantias é que a REFER abdicou para ter uma perda de valor mercado (não estou a falar em custo efetivo; este *swap*, de facto, foi cancelado com uma perda para o Estado), para atingir um valor de mercado de —44 milhões de euros.

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr.^a Deputada, concordo inteiramente em que a gestão pública está sujeita a critérios de procedimento bem definidos que admito que sejam diferentes dos critérios de gestão privada.

Na gestão pública que fiz em 10 anos de gestor público sempre adotei esses critérios de rigor, por isso, não aceito a expressão que utiliza referindo que fiz «aposta», porque nunca apostei em coisa nenhuma; fiz sempre uma gestão cuidadosa de modo a proteger os interesses públicos, no caso os da REFER!

Referindo-me, então, à questão das valorizações e aos critérios para gerir a dívida, o problema essencial é termos a capacidade de valorizar as operações. Esta é uma questão nuclear para se poder gerir estas operações e para se poder gerir dívida. A REFER tinha essa capacidade, tinha instrumentos e tinha uma equipa com conhecimento que fazia essas valorizações, e, portanto, eu sentia-me confortado — creio que esse será um dos critérios que o IGCP considera necessário as empresas terem para poderem fazer estas operações.

O facto de, num determinado momento, um *swap* poder ter uma cotação potencial negativa alerta-nos para reformular as suas estruturas, não deixando que isso ocorra. E, de facto, nunca tivemos uma situação em que isso ocorresse, o que está intrinsecamente ligado ao que acabo de referir, aos procedimentos e à capacidade de intervir sobre os *swaps*.

Espero ter respondido à sua questão, Sr.^a Deputada.

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

O Sr. Afonso Oliveira (PSD): — Sr. Presidente, Sr. Dr. Vicente Pereira, na apresentação inicial que fez a esta Comissão e nas respostas que foi dando foram suscitadas algumas questões que me parecem da maior relevância e que eu queria referenciar na fase final da audição.

O Sr. Doutor confirmou aquilo que já foi dito pelo Sr. Presidente da REFER nesta Comissão, o Sr. Eng.º Luís Pardal, ou seja, que a opção de

financiar a REFER fora do Orçamento do Estado não era da REFER, era dos Governos.

Assim sendo, e de acordo com o que disse o Sr. Eng.º Luís Pardal nesta Comissão, a REFER teve de gerir uma situação, que foi a duplicação da dívida durante o período em que ele esteve na gestão da empresa. Portanto, a REFER está perante uma situação de um volume de dívida enorme — é a empresa com maior volume de crédito, que duplicou, tendo 7000 milhões de euros de gestão de dívida. E mesmo perante uma empresa com este volume de dívida — isto é muito claro —, que tem necessidade de uma gestão mais ativa, mais prudente e mais cuidadosa, o que verificamos (aliás, a minha questão prende-se com este aspeto) é que, como já foi referenciado pela Sr.^a Ministra das Finanças e, hoje, pelo Sr. Doutor, a empresa tem um ganho com a contratação dos *swaps* de cerca de 31 milhões de euros em 10 anos, de 2003 a 2013. Portanto, neste período de 10 anos há um ganho.

O Sr. Doutor referiu aqui um dado que é fundamental percebermos (quem está na Comissão e quem está a ouvir-nos), isto é, que a taxa média de financiamento da REFER, com a gestão ativa destas operações, conseguiu manter-se a níveis muito baixos, abaixo daquilo que o Estado português e as empresas públicas e privadas portuguesas estavam a contratar junto da banca comercial e mesmo em termos de financiamento internacional. Falamos, em 2006, de uma taxa média de médio e longo prazos de 3,857% e, em 2010, de uma taxa de 3,644%, de acordo com o que disse no início desta audição.

Portanto, estamos perante uma gestão ativa destas operações, a qual permite manter níveis de financiamento muito baixos, e foi esse o objetivo. Durante toda a audição, foi a isso que fez referência.

Também é claro — e termino com esta consideração antes de colocar uma outra pergunta — que o IGCP, no trabalho que desenvolveu, em que analisou a REFER e várias outras empresas públicas, considerou que seis empresas públicas tinham contratos problemáticos, concretamente 56 contratos problemáticos em seis empresas públicas, e nenhuma destas empresas é a REFER! É bom que este aspeto fique claro, por muito que haja aqui uma tentativa de tentar perceber um ou outro contrato que foi considerado complexo, como já foi referenciado, mas sem risco em termos de perdas muito elevadas, sendo que quando introduzem risco elevado podem potenciar perdas a níveis completamente insustentáveis.

Para terminar, coloco-lhe a seguinte pergunta: perante as questões finais que lhe foram colocadas, como é que comenta a questão da complexidade e do risco das operações?

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

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, em primeiro lugar, volto a referir que àquilo a que chama um ganho de 31 milhões de euros eu continuo a chamar uma redução do custo. Perdoem-me insistir nesta questão, mas se eu tomava dinheiro só podia ter custo; o que aconteceu foi que tive um menor custo, fazendo as operações de cobertura.

Quanto à questão de algumas estruturas de derivados serem consideradas complexas, evidentemente que isso não traz em si risco, porque a estrutura pode ser complexa e ser uma estrutura perfeitamente balizada e limitada.

Volto a insistir que estas estruturas eram analisadas pela nossa Direção Financeira e era estudada a situação limite, de pior cenário. E se alguma dessas situações viesse a colidir de forma clara com o custo do

nosso financiamento não faríamos essas operações. Face aos *swaps* da REFER, não conheço nenhuma classificação de nenhuma entidade que diga que são *swaps* de risco. Não temos nenhuma situação de...

Vozes do PS, do PCP e do BE: — Mas conhecemos nós!

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Perdoem-me, mas eu não conheço!... E da estrutura dos *swaps* que fiz, não conheço nenhuma situação de descontrolo ou de crescimento continuado tipo *snowball*! Não conheço nenhuma situação dessas!!

Outra coisa é a complexidade!... Mas a complexidade em si não é um problema, volto a dizer, desde que o risco seja controlado. Qualquer *swap*, por mais simples que seja, é um sempre um problema complexo, mas só o facto de ser complexo não nos dá o direito de o condenarmos, digamos assim, ou de o pôr de lado.

Do meu ponto de vista, a gestão que fizemos foi muito séria, muito trabalhada e com muita dedicação. Fico muito satisfeito que se tenham alcançado bons resultados. E os bons resultados, volto a dizer, foram o controlo do custo do financiamento e não os ganhos, porque esse não era o nosso objetivo.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, Sr. Doutor, das duas, uma: ou a REFER tem dívida a taxa fixa ou a taxa variável. Se tiver dívida a taxa fixa e comprar *swaps* não está a fazer gestão de risco, está a fazer outra coisa; se tiver dívida a taxa variável, o normal é receber variável do banco e pagar fixo ao banco para fixar a taxa de juro.

Em qualquer um destes cenários, emitindo a taxa fixa, emitindo a taxa variável e contratando *swaps* para uma ou para outra, a estranheza mantém-se, ou seja, num cenário de subida de taxa de juro, como é que a REFER tem um ganho financeiro?! Só pode ter um ganho financeiro se o objetivo inicial que presidiu à contratação não foi o da gestão de risco mas, sim, de outra natureza...! E a esta questão ainda não conseguiu dar uma resposta.

É indiferente que acabe por ter ganhos, é uma questão conceptual!... Se, à partida, tenho taxa variável e quero cobrir o risco da variação da taxa de juro, por definição não posso ter um ganho no caso de subida da taxa de juro, a não ser que o meu objetivo não tenha sido o de cobrir o risco!... Acho que ainda não conseguiu explicar como é que isto é possível, independentemente dos resultados!... A sua resposta não pode ser: mas tivemos ganhos!...

A minha pergunta é outra: na altura da contratação, como é que isto pode ser possível?!...

Uma outra afirmação que também proferiu no início desta audição foi a de que nenhum banco lhe exigiu fazer um *swap*, que os *swaps* foram sempre contratados por iniciativa da REFER. Isto é muito estranho tendo em conta as necessidades de financiamento da REFER, o seu volume de dívida e afirmações feitas por responsáveis de outras empresas públicas noutras audições. É porque um dos retratos que nos fizeram, sobretudo sobre o período pós 2008, foi este: não conseguimos financiamento sem *swap* associado. Como é que comenta esta afirmação feita por «colegas» seus?

Como é que explica a aparente excecionalidade da REFER? Terá enfrentado condições de mercado diferentes de todas as outras empresas?

Ou será que responsáveis das outras empresas faltaram à verdade quando disseram que era impossível obter financiamentos sem *swaps*?

Há aqui uma aparente divergência entre o que se passou com a REFER e o que se passou com um conjunto de outras empresas, o que, tendo todas dívidas elevadas, estando no mesmo País e teoricamente enfrentando riscos semelhantes, é difícil de entender...!

Sr. Doutor, pedia-lhe um comentário a estas questões.

O Sr. Presidente: — Sr. Doutor, antes de lhe dar a palavra, e porque tenho sempre a preocupação de não deixar induzir os nossos interlocutores em erro fático, quero dizer que nem todos os gestores aqui assumiram que contrataram *swaps* dependentes dos financiamentos que fizeram; houve respostas variadas para situações variadas.

Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Sr. Deputado, vou fazer um esforço para tentar responder à questão.

Em geral, as emissões eram a taxa fixa. Imagine que estou a emitir a uma taxa fixa de 4% e qualquer coisa e tenho uma expectativa de que a taxa a curto prazo está menor, contrato um *swap* com curto prazo, recebo o fixo e pago o variável. Estou claramente a fazer uma operação de poupança e não uma operação de cobertura de risco. Estou a fazer uma operação de poupança de juro efetiva.

A Sr.^a Mariana Mortágua (BE): — Por estas e por outras é que agora estamos a pagar o que estamos a pagar!

O Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira: — Assumindo uma variabilidade da taxa, mas, como lhe digo, com o devido acompanhamento do mercado. É porque só posso considerar que o risco é descontrolado, primeiro, se não ponho limites e, segundo, se não tenho maneira de o gerir. Eu confiei sempre que tínhamos maneira de o gerir, e gerimos.

Esta questão relaciona-se com a segunda questão que coloca, e bem. Também compreendo a estranheza que manifestou e devo dizer-lhe que posso corroborar — porque saí da REFER e fui para a CP — que na CP houve financiamento com essa exigência de *swap* associado. Na REFER isso não aconteceu. Perguntar-me-á: mas não aconteceu porquê? Vocês eram diferentes? Bom..., não lhe sei dizer porquê, mas não aconteceu efetivamente!... Ninguém nos impôs um *swap*!

Porém, se me perguntar se a banca pressionou, como um vendedor faz, para colocar os seus produtos, dir-lhe-ei que sim, que a banca fazia por colocar produtos no mercado, mas competia-nos analisar se isso era útil e interessante para nós.

É nesse sentido que digo que a REFER nunca teve a obrigação de fazer *swaps*, e quando os fez analisou sempre mais do que uma opção. Nessa medida, digo que fomos um pouco afortunados, o que talvez tenha a ver com a dimensão da dívida e com o modo como a dívida era assumida em particular, diretamente no mercado.

O Sr. Presidente: — Sr.^{as} e Srs. Deputados, dou por concluída a audição do Sr. Dr. Alfredo Vicente Pereira, a quem agradeço a disponibilidade para prestar o seu depoimento.

Srs. Deputados, está encerrada a reunião.

Eram 16 horas e 59 minutos.

A DIVISÃO DE REDAÇÃO E APOIO AUDIOVISUAL.