

DERIVADOS DAS ENTIDADES PÚBLICAS

Apresentação para COFAP

15.05.2013

Índice

1. CONCEITOS
2. MILESTONES
3. ENQUADRAMENTO LEGAL
4. ESTATÍSTICAS
5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS OPERAÇÕES
6. ANÁLISE DAS CARTEIRAS
7. ABORDAGEM NEGOCIAL
8. RESULTADOS DAS NEGOCIAÇÕES
9. CONTRATAÇÃO DE ASSESSORIA FINANCEIRA

1. CONCEITOS

| | |
|---------------------------------------|---|
| Swap | Um <i>swap</i> de taxa de juro é um contrato mediante o qual duas entidades acordam trocar, para determinado montante e datas, pagamentos de juros baseados em formulas de cálculo pré-definidas |
| Vanilla Swap | Forma mais simples de um <i>swap</i> . No caso de um <i>swap</i> de taxa de juro, consiste na troca de taxa variável (baseada num indexante standard e.g. Euribor 3M) por uma taxa fixa, ou vice versa |
| Mark-to-Market (MtM) | Valor de mercado de uma operação de derivados, também conhecido como <i>Present Value</i> (PV). Corresponde ao valor total dos fluxos que, num determinado momento, em termos líquidos e atualizados a essa data, a empresa espera vir a pagar ou receber ao longo da vida do contrato. No momento em que é contratado, um derivado tem por definição um valor de mercado zero ou próximo de zero |
| Sensibilidade (à taxa de juro) | Impacto no valor de mercado de uma operação de derivados resultante da variação da taxa de juro |

1. CONCEITOS

| | |
|----------------|--|
| Cap | Limite máximo estabelecida contratualmente para um cupão. Por exemplo, se a taxa de juro indexante fixar acima do <i>cap</i> , será considerado o nível do <i>cap</i> e não o valor a que fixou o indexante |
| CVA | <i>Credit Value Adjustment</i> – reservas constituídas pelas que as instituições financeiras para fazer face à probabilidade de <i>default</i> da contraparte (empresa) numa operação ou carteira de derivados |
| FVA | <i>Funding Value Adjustment</i> – reservas constituídas pelas instituições financeiras para fazer face ao custo de financiamento de posições de derivados com valores a receber no futuro |
| Day1 PV | O preço teórico de um derivado é dado pela diferença entre o valor descontado de todos os montantes a receber e de todos os montantes a pagar até à maturidade do contrato. Na data de contratação de uma operação, este preço deverá ser zero ou próximo de zero. O Day1 PV resulta da diferença do valor de uma operação face a este preço teórico |

2. MILESTONES

2012

Ago

- Protocolo com RAM/PAEF

Set

- Novos estatutos do IGCP – gestão da carteira de derivados das EPR cometida ao IGCP
- Contratação consultor financeiro

Out

- Análise inicial das transações vivas de EPR, EPNR e RAM

Nov/
Dez

- Ronda negocial inicial com todos os bancos
- Análise das transações de reestruturação, cálculo do Day1 PV, *ranking* dos bancos

2013

Jan

- Relatório SET com conclusões da análise às carteiras e da ronda negocial inicial com os bancos. Definição de nova estratégia negocial

Mar/
Mai

- 2ª ronda negocial com os bancos liderada pela SET

3. ENQUADRAMENTO LEGAL

- No âmbito dos compromissos assumidos pelo Estado Português com o *Memorandum of Understanding* foi prevista a inclusão de uma análise detalhada de todas as responsabilidades das empresas públicas
- Nesse quadro, foram publicados os novos estatutos do IGCP (aprovados pelo Decreto-Lei n.º 200/2012, de 27 de agosto) que estabelecem no artigo 6º, número 1, alínea d) e número 2 ser da competência deste a gestão das operações de derivados das entidades públicas reclassificadas
- Revelando-se também crucial o conhecimento das características e dos riscos associados à carteira de gestão dos derivados das empresas públicas não reclassificadas, passaram as mesmas a ficar sujeitas a parecer prévio do IGCP
- Ao nível do Programa de Assistência Económica e Financeira da RAM, determinou-se ser da competência do IGCP a organização da emissão e acompanhamento da gestão da dívida pública e dos seus derivados assim como das empresas públicas regionais reclassificadas

4. ESTATÍSTICAS

Foram analisadas pelo IGCP:

- Mais de 250 transações/estruturas, entre versões atuais (150 transações vivas no início do processo) e versões anteriores das mesmas
- Envolvendo 23 entidades públicas EPR (4), EPNR (8), RAM (1) e SERAM (10)
- E 22 Instituições financeiras
- A 31.12.2012 estavam vivas 132 transações, com um valor de mercado negativo de 3.3 mil milhões de euros
- Esse valor estava essencialmente concentrado nas EPR (77%), seguidas das EPNR (18%), correspondendo às operações da RAM/SERAM apenas 5%
- Identificou-se um grupo de 8 bancos responsáveis pela grande maioria das operações complexas, pela quase totalidade de operações com Day1 PV excessivo, e por 88% das perdas potenciais apuradas

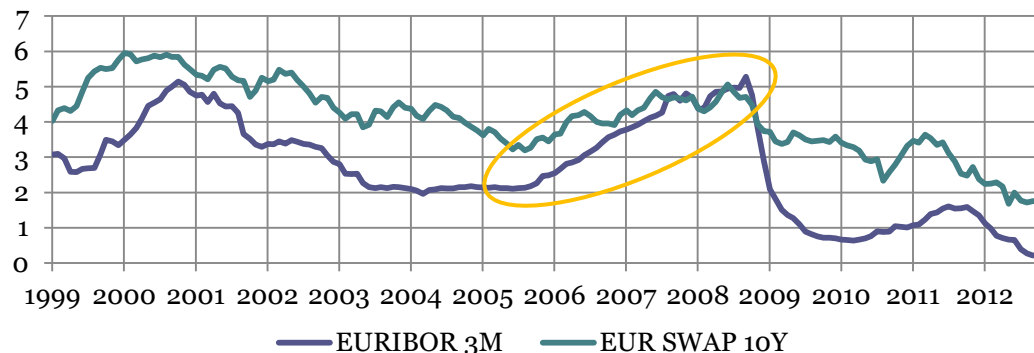
5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

As cerca de 150 transações de derivativos vivas no início deste processo, e as versões anteriores das mesmas, foram analisadas pelo IGCP e pelo assessor financeiro tendo por base os seguintes critérios:

- **Complexidade**
- **Opacidade**
- **Alavancagem/Toxicidade**
- **Day1 PV**

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

- A classificação de uma operação como problemática, não resulta do valor de mercado negativo da mesma
- Os derivados são um instrumento importante na gestão do risco associado a carteiras de financiamento, e seria normal que as empresas entre 2005 e 2008, com a subida acentuada das taxas de juro, tivessem coberto, pelo menos parcialmente, o risco associado aos financiamentos a taxa variável
- No caso dos instrumentos utilizados serem simples coberturas de risco (*swaps* de variável para fixo) estes também apresentariam um valor de mercado negativo, dada a descida acentuada das taxas de juro ocorridas desde esse período



5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Complexidade – Definição

- Operação dependente de uma multiplicidade de fatores de risco, em especial riscos inexistentes no passivo subjacente ou desconexos da atividade e objeto da empresa
- Cupões a receber e/ou a pagar normalmente expressos por fórmulas de difícil compreensão e avaliação
- A conjugação de fatores de risco diversos, torna difícil prever o impacto de variações de mercado na evolução do valor da operação

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Complexidade – Exemplo

| Empresa Recebe | Empresa Paga |
|--|--|
| <p>(Euribor 3M + Spread) x N/D</p> <p>N = número de dias em que GBP10y – EUR10y > - 0.5%</p> <p>D = número total de dias no período</p> | <p>PayIndex1 + PayIndex2 + PayIndex3</p> <p>PayIndex1 = se $\max(\text{Euribor12M}, \text{USD Libor12M}) < 8\%$ $2\% + \text{Spread1}$, sujeito ao máximo de AvgCap1 caso contrário $8\% + \text{Spread1}$, sujeito ao máximo de AvgCap1 $\text{Spread1} = \max(\text{Spread1 anterior} + \max(\text{Euribor12M}, \text{USD Libor12M} - 8\%), 0)$</p> <p>PayIndex2 = $\max(\text{PayIndex2 anterior} - 0.25\% - (\text{EUR10y} - \text{EUR2y}), 0)$, sujeito ao máximo de AvgCap2</p> <p>PayIndex3 = $\max(\text{PayIndex3 anterior} - 0.5\% - (\text{GBP10y} - \text{EUR10y}), 0)$, sujeito ao máximo de AvgCap3</p> <p>AvgCapX = cap dinâmico calculado tendo em conta os cupões passados para que o cupão médio seja 6.33% em cada um das 3 componentes (PayIndex1, PayIndex2 e PayIndex3)</p> |

Valores meramente ilustrativos

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Complexidade – Exemplo

- Valor de mercado do derivado sensível à variação de 4 indexantes diferentes (Euribor, USD Libor, EUR Swap e GBP Swap) em 3 moedas (EUR, USD e GBP)
- A quantidade de componentes diferentes neste derivado torna o seu valor extremamente sensível à evolução de diversos fatores (volatilidades, correlações, etc.)

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Opacidade – Definição

- Operação dependente de fatores de risco difíceis ou mesmo impossíveis de compreender e acompanhar
- Dependência face à contraparte com quem se contratou a operação para obtenção de valorizações e para proceder a eventuais reestruturações/saída da operação
- Exemplo típico deste tipo de operações são aquelas que se encontram dependentes da performance de índices proprietários dos bancos com os quais foram contratadas

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Opacidade – Exemplo

| Empresa Recebe | Empresa Paga |
|--|--|
| <p>4.1% x N/D</p> <p>N = número de dias em que EUR10y – EUR2y > 0%</p> <p>D = número total de dias no período</p> | <p>9% - Performance do índice no período – 50% Performance histórica</p> <p>Performance = (valor do índice para o período)/(valor do índice no início)-1</p> <p>Performance histórica = 1.5% x dias corridos desde a trade date</p> <p>Valor do Índice=</p> $IL(i,t) = IL(i,r) * (1 + wt(i,r) * (IL_{fbb}(i,t) / IL_{fbb}(i,r) - 1)) * (1 - flip_cost(r))$ <p>Where</p> <p>t : index business day, defined by a calendar EUR,LDN,NYC</p> <p>r : last rebalance date before t</p> <p>wt(i,r) : weight assigned, which is either (+/-)100% - defined in section titled “Weight Determination”</p> <p>IL(i,t) : Index level in currency ‘i’ on day t – currency being EUR or USD</p> <p>IL_{fbb}(i,t) : index in currency ‘i’ on day t</p> <p>flip_cost(r) : the cost associated with changing the assigned weight from the previous assignment</p> <p>=2 bps if $wt(i,r) <> wt(i,r')$</p> <p>=0 if $wt(i,r) = wt(i,r')$</p> <p>r' being the rebalance day previous to r</p> |

Valores meramente ilustrativos

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Opacidade – Exemplo

- Operação associada à performance de um índice proprietário que por sua vez depende da evolução de outro índice proprietário
- Este derivado apenas pode ser transacionado com a contraparte proprietária do índice, tornando impossível o *bid* competitivo quer para a contratação quer para o cancelamento da operação
- A própria valorização teórica do valor do derivado não será completamente consensual entre profissionais uma vez que existe opcionalidade sobre o índice, e não sendo este transacionado no mercado, a melhor estimativa para o preço da opcionalidade será a volatilidade histórica

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Alavancagem/Toxicidade – Definição

- A alavancagem e a toxicidade estão, no caso do portfolio de derivados analisado pelo IGCP, interligados
- A alavancagem resulta do facto da sensibilidade à variação da taxa de juro do valor de mercado do derivado ser superior à do passivo subjacente, ou seja o(s) fator(es) de risco do derivado estão sujeitos a um efeito multiplicador. De uma forma simplista, poder-se-á dizer que equivale à contratação de um derivado com um montante nocional superior ao do financiamento que lhe está subjacente
- A toxicidade refere-se à possibilidade do cupão a pagar atingir valores muito elevados, nalguns casos capazes de pôr em causa a própria viabilidade financeira da empresa

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Alavancagem/Toxicidade – Exemplo

| Empresa Recebe | Empresa Paga |
|----------------|---|
| Euribor 3M | 1.5% + Spread $\text{Spread} = \max [0, \text{Spread anterior} + 2 \times \max (E3M - 6.5\%, 0) + 2 \times \max (2\% - E3M, 0)]$ |

- O impacto da variação das taxas de juro sobre o valor do derivado não é linear e, no limite, pode ser 2x superior à sensibilidade de um derivado *vanilla*
- A existência deste grau de alavancagem com ausência de *cap* na taxa a pagar, significa que o valor do cupão poderá atingir valores elevados, em cenários possíveis

Valores meramente ilustrativos

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Day1 PV – Definição

- Desvio do valor de uma operação de derivativos face ao seu justo valor (*fair value*) no momento da sua contratação inicial e em eventuais reestruturações
- Representa o custo para a empresa de desfazer a operação no primeiro dia da mesma
- Este custo inclui o lucro do banco, o *bid-ask* de todos os instrumentos que o banco utiliza para cobrir o risco da operação e reservas mantidas para riscos não cobertos (tendem a aumentar com a complexidade) e para os riscos de contraparte e de financiamento de futuras variações de valor

5. CLASSIFICAÇÃO INDIVIDUAL DAS TRANSAÇÕES

Day1 PV

- Transações complexas e opacas estão normalmente associadas a valores de Day1 PV elevados. De notar que, não sendo na totalidade lucro do banco, este valor traduz-se necessariamente num custo acrescido para a empresa
- Consequentemente, verificam-se situações onde, apesar da estrutura contratada ter tido uma performance positiva, o MtM atual é negativo, em virtude dessa performance não ter sido suficiente para compensar o Day1 PV
- A relevância deste último fator não tinha sido detetada numa primeira fase, mas a análise aprofundada ao histórico das operações demonstrou ser este fator responsável por uma parte significativa do valor de mercado atual das transações, no caso de alguns bancos/empresas
- No universo de operações problemáticas, apuraram-se valores de Day1 PV considerados excessivos em 80% das transações, sendo que nestes casos o Day1 PV explica 81% do valor de mercado atual das operações

6. ANÁLISE DAS CARTEIRAS

Carteira por Empresa

A metodologia utilizada pelo IGCP na divisão das carteiras das empresas em problemáticas e não problemáticas, foi a seguinte:

- As operações (versão atual e reestruturações anteriores) foram classificadas individualmente de acordo com os critérios anteriormente definidos e exemplificados
- Numa segunda etapa, procedeu-se à classificação final das transações tendo por base, para além da classificação individual, a análise da carteira de cada empresa e o portfolio de transações de cada banco com todas as entidades públicas

6. ANÁLISE DAS CARTEIRAS

Carteira por Banco

Os bancos foram ordenados em função da complexidade e Day1 PV das suas carteiras. Para este efeito definiu-se, em conjunto com o assessor financeiro, uma metodologia para classificação relativa dos bancos segundo estes dois critérios, tendo os bancos sido numa primeira fase divididos em dois grupos:

- **Grupo 1** - constituído por bancos que têm maioritariamente operações *plain vanilla* ou com estruturas simples e com um Day1 PV reduzido
- **Grupo 2** - constituído pelos restantes bancos, que têm ou tiveram transações complexas e/ou Day1 PV elevado

6. ANÁLISE DAS CARTEIRAS

- No fim da análise Transação/Banco/Empresa foram classificadas como problemáticas 56 transações envolvendo 6 empresas (MdL, MdP, CARRIS, CP, EGREP e STCP) e 8 bancos, e que a 31.12.2012 tinham um valor de mercado negativo de 2.64 mil milhões de euros
- As operações não problemáticas ascendiam a um valor de negativo mercado de 0.66 mil milhões de euros, à mesma data

7. ABORDAGEM NEGOCIAL

- A fase negocial centrou-se preferencialmente nos bancos do grupo 2, tendo o objetivo da negociação sido a eliminação dos riscos e a redução dos encargos futuros das operações
- No decurso das negociações tornou-se claro que a forma mais eficaz de eliminar os riscos e reduzir os encargos futuros das operações seria via cancelamento das mesmas, com a obtenção de um desconto sobre o valor de mercado tanto maior quanto mais oneroso fosse o portfolio de transações do banco
- Para garantir que a postura negocial fosse equitativa entre os bancos, foi criado um ranking para os bancos do grupo 2, penalizando mais os que tinham as transações mais onerosas para as empresas
- Nas negociações foram igualmente tidos em consideração os fluxos passados das transações (*carry*)

8. RESULTADO DAS NEGOCIAÇÕES

- As negociações têm como um dos principais objetivos a diminuição dos encargos para o Estado decorrentes destas operações
- Para o efeito, procura-se negociar a redução das perdas potenciais por via da captação de reservas de CVA e FVA e da recuperação de parte do Day1 PV (sempre que relevante)
- Até à data, foram fechados acordos com 6 instituições financeiras, que levaram ao cancelamento antecipado de 36 derivados de EPR e EPNR (23 operações classificadas como problemáticas e 13 não problemáticas)
- As transações, à data do fecho das mesmas, tinham um valor de mercado negativo de 718 M EUR (dos quais 517 M EUR dizem respeito a operações problemáticas). O valor efetivamente pago pelas empresas foi de 513 M EUR (dos quais 371 M EUR referentes a operações problemáticas), o que representa uma poupança em termos do valor atualizado dos custos futuros estimados de 205 M EUR, ou seja quase 30% do valor de mercado das operações canceladas

8. RESULTADO DAS NEGOCIAÇÕES

- De um ponto de vista de gestão de risco de taxa de juro, e numa lógica das carteiras das empresas vistas isoladamente, este momento não seria o mais apropriado para se desfazer grande parte destas operações
- No entanto, numa lógica de gestão de taxa de juro macro (empresas + ROP), e tendo sido canceladas operações de taxa de juro da ROP de risco simétrico, o resultado final em termos de exposição à taxa de juro do universo empresas e ROP é praticamente neutro

9. CONTRATAÇÃO DE ASSESSORIA FINANCEIRA

Objetivo da contratação

- Calcular o valor de mercado dos derivados das EPR, nos momentos mais relevantes da vida dos mesmos
- Desagregar os vários riscos financeiros presentes em cada operação e analisar o impacto no seu valor de mercado das variações nas condições de mercado (taxa de juro, inclinação da curva de rendimentos e volatilidade)
- Assessorar o IGCP na delineação de uma estratégia de gestão para a carteira de derivados das EPR
- Determinar, para cada operação, o *Credit Value Adjustment* (CVA) e o *Funding Value Adjustment* (FVA) que deverão ser libertadas durante o processo negocial de reestruturação com as contrapartes

O prazo previsto para a prestação dos serviços a contratar era de 7 meses.

9. CONTRATAÇÃO DE ASSESSORIA FINANCEIRA

Escolha do Procedimento

- A escolha do assessor financeiro foi feita por um procedimento de ajuste direto
- O fundamento para este procedimento assentou na manifesta urgência do mesmo (ao abrigo art. 24, n.º1, alínea c) do Código dos Contratos Públicos-CCP), ponderada a impossibilidade de cumprimento dos prazos inerentes aos demais procedimentos e aos graves prejuízos decorrentes quer da tendência de agravamento do valor de mercado da carteira de derivados das empresas, quer da existência de cláusulas de vencimento antecipado em vários destes contratos, que a serem exercidas levariam à concretização de pagamentos avultados, imediatos e irreparáveis
- Apesar de legalmente o CCP a tal não obrigar, O IGCP optou, na salvaguarda do princípio da concorrência, convidar 5 entidades para apresentarem proposta

9. CONTRATAÇÃO DE ASSESSORIA FINANCEIRA

Operacionalização

- O convite às entidades consultadas foi feito a 3 de Setembro. O critério de adjudicação foi o do mais baixo preço
- Apresentaram proposta 3 entidades
- O relatório preliminar foi enviado aos concorrentes a 18 de Setembro
- Após decurso do prazo legal para audiência de interessados, foi elaborado o relatório final, para adjudicação da proposta que cumpria os requisitos do caderno de encargos ao melhor preço
- A adjudicação foi comunicada a 2 de Outubro
- O contrato assinado foi submetido a visto prévio do Tribunal de Contas, tendo o mesmo sido visado no dia 18 de Dezembro