

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

36.<sup>a</sup> Reunião  
(15 de outubro de 2013)

---

**SUMÁRIO**

O Sr. Presidente (Jorge Lacão) deu início à reunião às 17 horas e 14 minutos.

Após uma intervenção inicial, o Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo (ex-Diretor Financeiro da REFER, no período de 27 de outubro de 2003 e 30 de agosto de 2012) e a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira (Diretora Adjunta do Conselho de Administração da REFER) prestaram esclarecimentos aos Srs. Deputados Bruno Dias (PCP), Mariana Mortágua (BE), Carlos Santos Silva (PSD), João Galamba (PS) e Cecília Meireles e Hélder Amaral (CDS-PP).

O Sr. Presidente encerrou a reunião eram 19 horas e 35 minutos.

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

*Eram 17 horas e 14 minutos.*

Vamos recomeçar os nossos trabalhos com a audição do Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo, acompanhado pela Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

O Sr. Dr. Alberto de Almeida Diogo teve, desde outubro de 2003 a agosto de 2012, a responsabilidade pelo Departamento de Economia e Finanças da REFER, após o que foi nomeado Administrador, com o pelouro financeiro.

Por sua vez, a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira desempenha, interinamente, desde agosto de 2012 e posteriormente, a título integral, a função de Diretora de Gestão Financeira, funções que desempenha em acumulação com o cargo de Diretora-Adjunta do Departamento de Economia e Finanças.

Se tiver dito alguma coisa menos correta (parece-me que sim) farão o favor de corrigir.

Dou a palavra, para uma declaração inicial, ao Dr. Alberto de Almeida Diogo e peço-lhe já para aproveitar para corrigir o que eu disse de menos preciso.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo (ex-Administrador da REFER, no período de outubro de 2003 a agosto de 2012): — Sr. Presidente, Srs. Deputados: Antes de iniciar a minha declaração gostaria de me apresentar. Fui Diretor de Economia e Finanças da REFER desde outubro de 2003 a agosto de 2012, no período entre outubro de 2003 a

janeiro de 2007 fui superior hierárquico da Dr.<sup>a</sup> Maria Luís Albuquerque, enquanto Diretora do Departamento de Gestão Financeira.

A Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira, aqui presente, substituiu a Dr.<sup>a</sup> Maria Luís Albuquerque em março de 2007, acumulando com as funções de Diretora Adjunta de Economia e Finanças, sendo atualmente a Diretora em exercício.

A Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira foi admitida na empresa pelo seu *curriculum* e experiência acumulada na gestão de dívida e gestão de instrumentos de cobertura de risco, pelo que, nas perguntas de carácter mais técnico, com a permissão do Sr. Presidente, irei socorrer-me do seu auxílio, uma vez que não sou propriamente um especialista na matéria.

A REFER foi constituída em 1997, tendo por objeto duas grandes áreas de atuação: a gestão da infraestrutura ferroviária e o investimento de modernização e construção da Rede Ferroviária Nacional.

O financiamento destas duas missões era feito através de receita proveniente da taxa de utilização da infraestrutura cobrada aos operadores ferroviários e pelas indemnizações compensatórias atribuídas pelo Estado, no caso da gestão da infraestrutura, e por fundos comunitários e subsídios ao investimento no âmbito do PIDDAC, no caso dos investimentos de modernização da rede.

Em ambos os casos, estes montantes eram claramente insuficientes e obrigaram a empresa, com a aprovação do Estado, a entrar numa espiral de endividamento para suprir as elevadas necessidades de fundos e o consequente aumento dos encargos financeiros.

Assim, o endividamento da REFER passou de 194 milhões de euros em 1997 para: 1,3 mil milhões de euros em 2000; 2,7 mil milhões em 2003; 4,3 mil milhões de euros em 2006; 5,5 mil milhões em 2009; e 6,9 mil milhões em 2012.

Os cerca de 7 mil milhões de euros de dívida acumulada em 31 de dezembro de 2012 tiveram como origem a atividade de investimento de 55% (cerca de 3,9 mil milhões de euros); os encargos financeiros, 27% deste montante (1,9 mil milhões de euros); e, por último, a operação ferroviária, propriamente dita, 17% deste montante (1,2 mil milhões de euros).

Esta opção de financiamento da REFER, fora do quadro do Orçamento de Estado foi, claramente, uma opção do Estado.

Tendo em consideração este cenário de endividamento, a REFER foi obrigada a apetrechar-se dos meios humanos e técnicos que lhe permitissem uma gestão financeira de grande exigência, quer na área de captação de fontes de financiamento, quer na implementação de políticas de gestão de risco financeiro.

Assim, a REFER obteve, em 2004, as notações de *rating* de longo prazo da Moody's e da Standard & Poors, tendo por objetivo a diversificação dos financiamentos face à falta de profundidade do mercado doméstico para os montantes e prazos em causa.

A implementação, em 2008, de um programa de EMTN (Euro Medium Term Notes), o primeiro do género feito no quadro da legislação portuguesa, visava obter uma maior flexibilidade e diversificação no acesso ao mercado de capitais, possibilitando um rápido acesso para aproveitamento de condições vantajosas de mercado e baixando significativamente os custos administrativos das operações.

A gestão de risco financeiro da REFER orientava-se de acordo com três pilares: riscos de crédito, o risco de liquidez e o risco de taxa de juro associado aos fluxos de caixa provenientes de financiamentos obtidos.

Cabia à Direção de Economia e Finanças conduzir a gestão do risco financeiro com base nos princípios definidos pela Administração. A

Direção de Economia e Finanças identifica, avalia e realiza operações tendo por objetivo a minimização dos riscos financeiros.

No âmbito da gestão de risco de liquidez e compatibilização com os mecanismos de autorização tutelar, a monitorização regular da reserva de liquidez disponível para fazer face aos fluxos de tesouraria previsionais tendo em vista a realização de operações de financiamento de médio/longo prazos, mais compatíveis com os ativos ferroviários subjacentes, para refinanciamento das linhas de curto prazo, procurando sempre assegurar um nível de conforto de reserva de liquidez. Neste âmbito, é de salientar que o nível de linhas de curto prazo e papel comercial contratadas em 2010 ascendia a cerca de 1,5 mil milhões de euros, a que se somava, como medida de mitigação de risco, uma facilidade de crédito, uma *back-up facility*, no montante de 500 milhões de euros, contratada em 2005 e renovada em 2008 para uso exclusivo em situações de emergência, como a que veio a ocorrer em 2011 e que obrigou à sua utilização.

No que respeita à gestão do risco da taxa de juro, âmbito da presente Comissão, de referir que, desde 2003, a REFER gere ativamente a sua carteira de dívida, utilizando instrumentos financeiros derivados para a cobertura de risco de taxa de juro. O principal objetivo da gestão de risco de taxa de juro é a proteção relativamente a movimentos de subida de taxas, reduzindo assim a incerteza relativamente aos *cash-flows* associados à dívida e, igualmente, a otimização dos gastos de financiamento.

Como princípio fundamental, a REFER não assume qualquer posição especulativa, orientando-se por uma lógica de aversão ao risco, sendo que todas as operações em que se envolve têm como objetivo único a gestão dos riscos existentes ou dos riscos inerentes a futuros compromissos entretanto assumidos.

Todos os instrumentos derivados contratados têm, no máximo, a mesma maturidade dos passivos subjacentes.

No âmbito da gestão de risco de crédito, todas as contrapartes da REFER nos contratos derivados são instituições financeiras nacionais e internacionais de *rating* elevado e todas as operações são enquadradas em contratos ISDA (International Swaps and Derivatives Association) e negociados numa base de minimização ou inexistência de contingências futuras, quer para a empresa, quer para o Estado.

A opção por cada tipo de instrumento utilizado resultou sempre de uma análise custo/benefício aplicada a cada caso.

Na gestão da carteira procurou-se também a diversificação como forma de manter uma carteira equilibrada e de volatilidade reduzida, adotando sempre uma postura conservadora face aos riscos a assumir, quer em termos das características dos instrumentos, quer em termos dos indexantes.

Do ponto de vista contabilístico, esta estratégia determinou a decisão da empresa em relevar integralmente em resultados as variações de justo valor dos instrumentos derivados.

A este propósito, é importante salientar que a REFER apresentou, pela primeira vez, em 2007, com dados de 2006 e 2007, as contas da empresa elaboradas de acordo com os referenciais internacionais IAS (International Accounting Standards) e IFRS (International Financial Reporting Standards).

Esta apresentação decorreu do estipulado no Regulamento n.º 11/2005 da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), que obrigou os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados, a elaborar e a apresentar as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade.

Deste modo, a partir desta data, todo o detalhe sobre as operações de derivados contratadas, bem como os seus impactos financeiros, estão perfeitamente refletidos nas contas da REFER.

E porque estamos a falar de 10 anos de gestão de risco de taxa de juro, porque 10 anos é um prazo suficiente longo para se poderem avaliar resultados e porque esta avaliação é ainda de maior responsabilidade, tendo em conta a natureza de empresa pública da REFER, é de salientar que a poupança efetiva, ao longo de 10 anos, se saldou em 40,9 milhões de euros. Este resultado foi obtido com uma carteira de derivados cujo valor nominal em média se situou nos 48% do valor total do endividamento da empresa.

Os *mark-to-market* atingiram apenas um máximo negativo de 3,4% do valor nominal da carteira e uns marginais 0,8% se considerado o valor total do endividamento. Estas percentagens reduzem-se ainda mais — 0,5%, se considerarmos que os *mark-to-market* representam o valor presente descontado dos *cash-flows* futuros e que a maturidade média da dívida da REFER se situava nos sete anos.

Por último, uma referência ao facto de a taxa média de financiamento da REFER, desde 1997, se ter situado nos 3,65%, valor que compara com uma taxa média da Euribor a 6 meses, para o mesmo período, de 2,41% e uma taxa média a 10 anos de 3,57% (de considerar que deveríamos somar a estes valores os *spreads* de crédito e as comissões).

Penso que estes dados são a melhor ilustração de uma gestão ativa da carteira de dívida e de derivados e de uma abordagem conservadora e de aversão ao risco colocada pela gestão financeira da REFER.

Estou disponível para as perguntas dos Srs. Deputados.

O Sr. Presidente: — Muito obrigado.

Vamos, então, começar pelo Sr. Deputado Bruno Dias.

Tem a palavra, Sr. Deputado.

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

Começo por cumprimentar e agradecer a presença do Dr. Almeida Diogo e da Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

Acompanhámos a intervenção inicial que nos trouxe e fazemos esta reunião, como sabem, na sequência já da audição do Dr. Vicente Pereira, que acabou há momentos.

Destas discussões e desta análise há um elemento que surge e que tem a ver com a contingência da opção por estes instrumentos e pela respetiva contratação. É um elemento que, na análise que esta Comissão tem feito às várias empresas, é muito raro aparecer esta situação de ficarmos a saber que não estiveram na contingência de ter de contratar *swaps*, ou seja, que não houve condição *sine qua non*, por parte dos financiadores, especialmente naquela altura de maior dificuldade do acesso ao crédito, e que, portanto, no vosso caso não houve essa imposição ou, digamos, esse condicionamento: se tiverem *swaps* têm acesso ao financiamento; caso contrário, não há.

Gostava de vos perguntar se é assim e se sempre foi assim; se em todos os momentos e em todas as circunstâncias foi assim e porque é que os senhores acham que foi assim e porque é que só aconteceu praticamente à REFER e a pouco mais. Já está dito que não foi o único caso, mas parece que foi raríssimo, até agora, nas empresas com quem falaram.

O Sr. Presidente: — Queira responder, por favor, Sr. Doutor.



O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Penso que isso é devido ao facto de levarmos a gestão de risco nos três pilares, de que falei ainda há pouco, muito a sério.

Essencialmente, quando começou a haver problemas de liquidez no mercado, a REFER estava precavida, conforme disse, com montantes de linhas de curto prazo contratadas, firmes e, também como disse, desde 2005, que tínhamos um *backup* de 500 milhões de euros exatamente para esse fim. Ou seja, era uma proteção, foi uma medida de mitigação do risco contra eventos semelhantes ao que ocorreu em 2011. Eu diria que isso deixou-nos numa posição confortável face a esse problema.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Mencionou o ano de 2005 e é precisamente nessa altura que há um conjunto de contratos *swap* e um conjunto de situações novas, do ponto de vista da estrutura de financiamento da empresa que aparece nos documentos. Pergunto se houve alguma diretiva ou alguma decisão no Conselho, ou na tutela, ou em algum sítio que alterasse o panorama do ponto de vista da estrutura de financiamento para aquilo que veio a acontecer.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Não houve nenhuma orientação específica. A gestão do risco surgiu naturalmente, ou seja, quando os montantes de endividamento atingem estes valores elevados e os encargos financeiros pesam substancialmente nas contas da empresa... Recordo que a partir de determinada altura os encargos

financeiros eram superiores aos gastos totais na gestão da infraestrutura, isto é, tinham um peso muito grande, o risco associado quer à gestão da dívida, à captação de fundos, quer à gestão do risco de taxa de juro era uma obrigação. Isso surgiu naturalmente e a empresa apetrechou-se, tecnicamente, através de pessoas — que selecionou e que foi ao mercado escolher — que tivessem experiência na gestão de dívida e que possibilitassem o lançamento de emissões obrigacionistas, os derivados para cobertura de risco de taxa de juro.

Portanto, surgiu naturalmente e, no início, eu ainda não estava na empresa, mas penso que o percurso foi bem feito: houve um aconselhamento e houve uma pergunta à tutela no sentido de saber se, no caso de instrumentos derivados, haveria necessidade de autorização prévia à sua assinatura, ao estabelecimento desses contratos. A resposta foi negativa.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Em 2003?

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sim, em 2003.

Houve algumas trocas de informações não formais com o IGCP a este propósito. E a partir daí, a empresa fez o seu próprio caminho em termos daquilo que era a sua obrigação financeira de gestão da dívida.

Durante 2003, conforme referi há pouco, e até 2007, isto foi sempre assegurado na área da gestão financeira — uma área específica que, dentro da Direção de Economia e Finanças, tem quer a tesouraria propriamente dita quer uma área de gestão de dívida — pela Dr.<sup>a</sup> Maria Luís Albuquerque.

A partir de 2007, a empresa foi à procura de alguém compatível com os montantes que estavam em causa. É porque estamos a falar de uma

grande empresa e de montantes muito elevados, que nos colocavam numa fasquia muito elevada, pelo que fomos à procura de alguém que possibilitasse esse caminho.

Devo dizer que esta estratégia foi sempre corroborada por todos os conselhos de administração. De facto, houve muita estabilidade a esse nível ao longo dos vários conselhos de administração que passaram pela empresa desde que se iniciou este processo, e os princípios mantiveram-se. Portanto, nunca houve grandes alterações em relação a estes princípios. Era uma questão eminentemente técnica, o Conselho de Administração estabelecia as políticas e os princípios, como disse, sempre muito conservadores, até pela natureza da própria empresa, sendo que tínhamos um montante de dívida elevado, tínhamos um montante de encargos financeiros elevado e esses riscos tinham de ser geridos e otimizados, isto é, minimizados.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Nesse âmbito da gestão do risco, ou da lógica do risco controlado, ou até da aversão ao risco, como o Sr. Doutor mencionou, há uma situação que se passou, já há oito anos, mas que, por ser tão extraordinária, de certeza que há de ter sido marcante. Pergunto-lhe muito diretamente: como é que os senhores adivinharam, em 2005, que a taxa de juro vinha por aí abaixo?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Isto aqui não se trata de adivinhações...! A REFER sempre geriu a carteira numa lógica de carteira de equilíbrio e isto pressupõe uma gestão ativa de carteira. E a

gestão ativa de carteira (e como disse ainda há pouco o apetrechamento de meios humanos e meios técnicos é exatamente isso) é ter a capacidade de acompanhar o mercado, de verificar as tendências de mercado e de ajustar a carteira àquilo que são as tendências e a percepção de mercado.

Devo dizer que, apesar dos montantes, que são montantes elevados, e apesar de significarem apenas menos de metade daquilo que era o endividamento da REFER, em termos de quantidade de contratos, a REFER sempre teve aquela quantidade que era possível gerir. Nós estabelecemos, em 10 anos, cerca de, se não estou em erro, 34 contratos, mas simultaneamente «vivos», no final de cada ano, tivemos, no máximo, 15. Portanto, era aquilo para que havia capacidade humana para gerir.

E esse acompanhamento ativo e essas reestruturações que iam sendo feitas nos instrumentos derivados eram exatamente para acompanhar essas tendências do mercado. Portanto, não é propriamente um exercício de adivinhação, é um exercício de acompanhamento de mercado.

Não sei se a minha colega quererá acrescentar algo...

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira (Diretora de Gestão Financeira e Diretora-Adjunta do Conselho de Administração da REFER): — Muito boa tarde a todos.

Como nota complementar, gostaria de dizer o seguinte: efetivamente, o que a REFER começou a realizar com mais dinamismo a partir de 2005 (e respondendo um pouco à sua questão anterior) tem muito a ver com o contexto de volume de dívida que a REFER começava a ter naquela altura. Ou seja, já não existia uma profundidade no mercado bancário doméstico que permitisse o financiamento, a médio e a longo prazos (porque estamos

a falar de ativos de médio e longo prazos que estão sob a gestão da empresa), e, portanto, havia que adequar ao perfil temporal desses ativos também a sua dívida (para uma gestão equilibrada de ativos e passivos).

Assim, a REFER foi-se apetrechando dos meios para poder aceder ao mercado de capitais, mercado esse com uma profundidade para maturidades longas de dívida e, aí, surge a questão do *rating*, como referencial dos mercados de capitais para emissões. E é nessa perspetiva que, ao entrar em operações com uma maturidade mais longa, nasce a necessidade de olhar para a gestão do risco de uma forma cada vez mais dinâmica.

Era este o complemento que queria deixar.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Vou reformular a pergunta para ser mais rigoroso: como é que os senhores previram — e não digo «adivinharam», pois é um termo incorreto — que a taxa de juro havia de cair por aí abaixo?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Não consigo responder de outra maneira que não esta: para quem tem como sua responsabilidade o acompanhamento permanente das tendências do mercado, diria que essa previsão é natural. E, portanto, os ajustamentos que vão sendo feitos nos contratos de derivados, porque estamos a falar deles, vão exatamente nesse sentido. Ou seja, a partir de determinada altura, começa a ser previsível ou, pelo menos, começa a haver alguma antecipação de que vai haver algum movimento contrário àquele que era

expectável. Ora, a gestão ativa é isso mesmo, é ir adaptando e reestruturando os instrumentos em função dessa previsão.

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

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Com as devidas diferenças, obviamente, a situação que encontrei neste contrato *swap* de 2005 fez-me lembrar qualquer coisa como se fosse começar a investir em força na construção antissísmica cinco anos antes de um sismo acontecer — neste caso, três...!

É claro que nós devemos investir sempre na construção antissísmica, porque pode sempre acontecer. A questão é esta: se nós temos uma gestão do risco ou uma medida de proteção contra um risco previsível, é diferente de, a contraciclo, como durante a tarde se ouviu várias vezes, investir na proteção de um risco imprevisível, que, aliás, todos os indicadores disponíveis à data apontavam como altamente improvável, que era o que estava em cima da mesa em 2005.

Penso que não estou a ser injusto; aliás, penso que estou a ser o mais rigoroso possível. Todos os indicadores disponíveis fizeram com que a generalidade dos gestores financeiros das empresas se preparassem para uma subida da taxa de juro, que aconteceu durante três anos até ao «terramoto» de 2008.

Daí o meu interesse nesta situação concreta de uma medida de gestão do risco em contraciclo, o que não tem a ver com aquela ideia, de que há pouco também falávamos, de, por vezes, haver a especulação que corre bem e a proteção contra o risco que corre mal. Houve quem tivesse feito proteção contra o risco que perdeu muito dinheiro e houve quem tivesse feito especulação e ganho dinheiro, tudo correu bem e todos ficaram satisfeitos — faço-me entender?...

Gostava de colocar, nesta matéria (e, se calhar, vou ter de retomá-la nos dois minutos da segunda ronda), uma questão que tem a ver com esta lógica do mesmo contrato *swap*. Na REFER recebia-se sempre a Euribor mais 0,15 pontos percentuais. No primeiro ano, pagava, salvo erro, 1,9%; no segundo ano, 2,7%; do terceiro ao sexto anos, 3,7%; e a partir do sétimo ano até à maturidade, 4,2%. Gostaria de perguntar se um contrato desta natureza não é, na verdade, uma espécie de antecipação de ganhos — já sei que a palavra favorita é «poupanças», mas a poupança vem à frente e os custos maiores vêm depois, nomeadamente com este tipo de estrutura em termos de taxa de juro.

Termino, Sr. Presidente, com esta pergunta: estamos ou não perante uma espécie de diferimento de custos financeiros, num contrato em que, aproximando-se as maturidades do fim do prazo, o que a empresa paga é que vai aumentando cada vez mais? E pergunto ainda se isto é feito com algum objetivo em particular, que não conseguimos compreender da análise que fizemos.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Começava por dizer o seguinte: a cobertura do risco de taxa de juro tem duas componentes; uma, de cobertura e outra, de otimização dos encargos financeiros. Esse *swap* insere-se exatamente nesse regime de otimização dos encargos financeiros. E isto porquê? É porque se eu só tivesse instrumentos derivados de cobertura de risco, provavelmente só tinha *plains vanilla*. E, como sabem, um *plain vanilla* tem um custo de oportunidade.

Enfim, se contratarmos um empréstimo para a habitação a taxa variável e quisermos negociar com o banco uma taxa fixa, vamos pagar

mais, seguramente mais. E também sabemos que as taxas *forwards* sobreavaliam sempre aquilo que é a taxa de longo prazo — sobreavaliam sempre, é histórico. Portanto, na prática, estou a comprar um seguro, para uma eventualidade, mas estou a pagar um prémio, há aqui um custo de oportunidade. Por isso, tenho de ter a outra componente. E a outra componente é exatamente a minimização deste custo de oportunidade.

Ora, esse *swap* insere-se exatamente nessa estratégia, ou seja, é a minimização do custo de oportunidade em que incorro por me estar a cobrir face a riscos de subida de taxa de juro.

Não identifiquei claramente o *swap* em causa, pelo que pedia à Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira que o fizesse.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Já identifiquei o *swap*. É um *swap* contratado com a JP Morgan. Nesta altura, este *swap* veio acoplar-se a uma operação de dívida, à primeira emissão de *Eurobond* realizada pela REFER, uma emissão não garantida, de 600 milhões de euros, com uma maturidade de 10 anos.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — 10 anos?

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Sim, 10 anos. É o *Eurobond* 0515, JP Morgan 0515. Com um *step-up* e, depois, com a inclinação da curva do euro.

Efetivamente, essa operação, numa ótica de carteira, fazia sentido. E fazia sentido nesta lógica de minimização dos encargos financeiros. Vejamos que, para trás, estavam já realizadas operações de *plain vanilla* e



de fixação de taxa, com uma componente de opcionalidade muito reduzida, que fixavam a taxa — são os *schuldschein* que aqui estão para trás, as operações de dívida de *schuldschein* que tinham *swaps* que fixavam a taxa, os próprios *locked securities*, outras operações de dívida, também estavam «swapadas» para taxa fixa. Portanto, havia aqui o tal custo de oportunidade, de se fixar taxa fixa em regime de *plain vanilla*.

Assim sendo, como o Dr. Alberto Diogo referiu, a constatação empírica é a de que, sempre que se fixa uma taxa de juro de longo prazo, há uma sobrestimação das taxas *forwards* face às taxas Euribor que, depois, se vão realizar nesse futuro. Portanto, há este custo de oportunidade, que é elevado. É um seguro, de facto, que reduz a incerteza face aos *cash-flows* futuros, isso é inquestionável. Porém, tem esse custo, é como se fosse um prémio de seguro.

E na lógica de carteira, o que a REFER também preconizava, para além dessa eliminação e redução de incerteza face aos *cash-flows*, era minimizar encargos financeiros. E é nessa lógica que entra este tipo de operações, como mitigador desse custo de oportunidade tão mais elevado.

Como baias, até podemos pensar assim: se eu tivesse indexado toda a dívida à taxa variável, em média, eu tinha ficado com uma taxa média de 2,41%. A esta taxa média teria de acrescer o meu *spread* de crédito médio ao longo deste horizonte temporal, desde 1997 até 2013, e as comissões de ter o dinheiro disponível em taxa variável.

Eu diria que um *spread* médio andarà por volta dos *100 basis points* — e já estarei, penso, a ser bastante..., porque, depois, se formos ponderar pelos montantes de dívida temos de fazer essa conta e isso é que está correto... Por isso, 2,41% mais *100 basis points* daria 3,41%, o que iria comparar com os 3,60% da REFER — exposição a taxa variável... 2,41% mais *100 basis points* daria 3,41%.

Por sua vez, se fizemos o contraponto, como se tudo estivesse a uma taxa fixa a 10 anos, iríamos obter 3,57%. Ora, estes 3,57% mais os mesmos adicionais de encargos, como sejam os *spreads credits*, as comissões e mais os custos administrativos de montar as operações, que não são marginais, ficávamos com taxas acima dos 4,5%.

Portanto, isto é um intervalo, um referencial, para mostrar que, de facto, a REFER tinha aqui qualquer coisa ainda para fazer, porque não podia fazer tudo a taxa fixa nem fazer tudo a taxa variável, porque os instrumentos não estavam lá para que assim acontecesse.

Portanto, a REFER vai para esta forma de gestão da carteira de dívida, que, aliás, é comumente utilizada em diversas empresas de igual dimensão, e vai preconizar uma atuação sempre pautada pelo acompanhamento e pela monitorização constantes dos mercados e da sua carteira.

A carteira tinha uma volatilidade extremamente reduzida e as variações do *mark-to-market* ao longo do tempo são ilustrativas disso mesmo, quando comparadas com o montante nocional dessa mesma carteira, com o montante ativo, e podem fazer-se várias referências e ter vários indicadores que demonstram isto e que são comparáveis com outros *peer* internacionais, europeus, como se queira, sempre abaixo de 1%, o que é extraordinariamente interessante.

Portanto, era sempre esta a lógica, era um acompanhamento diário, monitorizado, relevado nas contas com toda a transparência, inclusivamente esta atividade de gestão de risco estava perfeitamente segregada nas contas, na demonstração de resultados, porque até tínhamos a possibilidade de, de acordo com as normas IAS, coberturas, por exemplo, de *plain vanilla*, que «swapavam» de uma taxa variável para fixa, poderem até ser contabilizadas em balanço e não serem relevadas em demonstração

de resultados, afetando a *performance* financeira da empresa, digamos assim. Mas a REFER, de facto, porque geria numa ótica de carteira, queria relevar todo esse efeito de carteira na própria demonstração de resultados, e assim o fez.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — E quanto ao diferimento?

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — O diferimento estava completamente espelhado na própria estrutura e era perfeitamente transparente. Efetivamente, no primeiro ano pagava uma taxa mais baixa e no segundo ano... São estruturas que são assim... Obviamente que o valor temporal do dinheiro estava também aqui refletido, portanto o facto de eu estar a pagar hoje menos obviamente que tinha de onerar a parte final.

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

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Mas no cômputo geral a operação era equilibrada, ou seja, o seu *mark-to-market*..., porque aqui é muito importante, porque o preço a que eu fecho a operação no momento inicial é que me dá a medida sobre se estou com um financiamento encapotado ou não, e não estava.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Apenas para complementar a resposta já dada.

Nós temos 10 anos de histórico e a prova de que não trabalhávamos para o resultado imediato é a de que, para já, houve uma estabilidade muito

grande ao nível da própria direção, o que nos leva a ter uma estabilidade muito grande na taxa de financiamento em cada um dos anos, ao longo destes 10 anos, que andou sempre na casa dos 3% ou 4%.

Portanto, não houve aqui um trabalhar para um resultado imediato; houve, sim, um trabalho sustentado e de nivelamento daquilo que era a carteira de dívida da REFER.

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

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

Em primeiro lugar, quero dar as boas-vindas ao Dr. Alberto Diogo e à Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira, pedir desculpa, porque estive noutra reunião e não consegui estar aqui a acompanhar o início desta reunião, e dizer-lhes que espero não repetir perguntas já feitas, mas peço-vos alguma tolerância se o fizer.

Penso que já terá sido abordada a questão dos contactos com a tutela, com o IGCP e os deveres de reporte, mas, mesmo assim, pergunto, e começo exatamente por aqui: como é que era feito o contacto com a tutela relativamente às questões financeiras da REFER?

A REFER começou a contratar derivados, nomeadamente *swaps* em 2003, e eu pergunto: alguma vez esta questão foi ou não abordada? Se foi abordada, como é que o foi e qual foi a resposta da tutela? De que forma é que a questão foi abordada? E pergunto isto para tentar perceber qual o nível de conhecimento da tutela relativamente à contratação de instrumentos de gestão de risco financeiro.

O Sr. Presidente:- Creio que essas perguntas já terão sido referidas,

de qualquer modo, podem ser melhor explicitadas.

Tem a palavra, Sr. Doutor.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, como eu disse ainda há pouco, quando a REFER começou a fazer gestão de risco de taxa de juro escreveu uma carta à tutela a perguntar se necessitava de autorização prévia e a resposta que recebeu foi a de que não necessitava de autorização prévia, sendo que esta situação só veio a ser alterada, posteriormente, com o despacho de 9 de junho de 2011, em que este tipo de contratos passou a carecer de autorização prévia da tutela — isto no que respeita a derivados.

No que respeita a dívida, toda a dívida de médio e longo prazos da REFER carecia sempre de autorização prévia da tutela, quer tivesse aval do Estado quer não tivesse aval do Estado, e apenas a dívida de curto prazo estava dentro daquelas que eram as competências de gestão da empresa.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Pergunto isto porque temos aqui uma carta da REFER que alude a essa primeira carta e à informação da tutela onde se diz que numa fase inicial a REFER consultou a DGT no sentido de saber se a realização de operações de cobertura de risco estaria sujeita a autorização prévia e a resposta que obteve, e resumo, para não estar a citar tudo, foi a de que a autorização prévia só era necessária nos casos em que se verificasse a necessidade de proceder a alterações em contratos garantidos pelo Estado, informando-se, ainda, que devia ser dado conhecimento à DGT das operações no âmbito das suas funções de acompanhamento financeiro do setor público.

Então, a minha pergunta é a seguinte: perante esta interpretação de que deve ser dado conhecimento à tutela — e este parágrafo refere-se a instrumentos de cobertura de risco taxa de juro e não às operações de financiamento em geral — alguma vez foi dado conhecimento dos contratos *swap*? E refiro-me a um despacho de 2009 do Sr. Secretário de Estado em que é pedida à REFER, tal como a outras empresas públicas, informação relativa à memória descritiva dos contratos já efetuados.

Há uma auditoria da DGTF que refere que não foi encontrada nenhuma informação de reporte da REFER no cumprimento deste despacho e eu gostaria de compreender se, de acordo com a vossa própria interpretação da carta de 2003, alguma vez informaram a DGT de operações deste género, porque é que não foi cumprido o despacho de 2009 e porque é que não foi enviada informação sobre a memória descritiva dos contratos.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, começo por dizer que não conheço essa carta; o que conheço é uma carta da Direção-Geral do Tesouro em que se diz que não há necessidade de autorização prévia, e foi isso que a REFER sempre fez.

Sobre a questão do reporte, ainda há pouco referi, a partir de 2007, e com dados de 2006, a REFER sempre publicou todo o detalhe relacionado com a gestão da dívida e a gestão da carteira de derivados e fazia refletir esses impactos nas contas da empresa.

Portanto, tudo isso e em detalhe fazia parte quer do relatório e contas quer das contas trimestrais que, obrigatoriamente, tinham de ter o parecer da Comissão de Fiscalização da REFER, do Revisor Oficial de Contas da

REFER e que eram enviadas trimestralmente à tutela.

Na verdade, desde 2007 que a REFER sempre fez isto sem estar propriamente obrigada pela tutela ou, melhor, era uma obrigação que decorria, como disse há pouco, de um regulamento da CMVM ao qual, uma vez que tínhamos obrigações admitidas à cotação, estávamos sujeitos.

No que respeita ao despacho de 2009, devo dizer que a nossa reação aquando da saída do mesmo foi a de que o despacho não nos era dirigido, porque tudo quanto estava a ser pedido em termos de reflexos nas contas nós já o fazíamos desde 2007 — aliás, tanto quanto era do nosso conhecimento éramos, talvez, a única das empresas públicas que o fazia.

De modo que o reporte *a posteriori*, conforme era solicitado... Bom, devo dizer que tenho aqui um [e-mail](#) de abril de 2009 dirigido ao Sr. Diretor-Geral, Dr. Durães da Conceição, da DGTF, a reportar dois *swaps* que a empresa tinha feito.

A partir daqui é verdade que não reportámos mais vez nenhuma, porque assumimos que toda essa informação já existia, era auditada e era transmitida à tutela permanente e trimestralmente com todo o detalhe.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, quero ainda colocar-lhe três questões: primeira, se pode divulgar e se há possibilidade de tirar cópia esse *e-mail*; segunda, uma vez que ainda não o vi, gostaria de saber a data desse *e-mail* e a que operações é que se refere; terceira, tendo em conta que o despacho pedia informação sobre a memória descritiva das operações, independentemente de estarem ou não refletidas nas contas da empresa, gostaria de saber porque é que não houve um reporte da memória descritiva das operações.

Portanto, em suma, gostaria de saber a que se refere esse *e-mail* e porque é que consideraram que era importante notificar a tutela relativamente a essa operação em particular.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, eu não disse que considerava importante; eu disse que os primeiros *swaps* que foram feitos após esse despacho foram reportados e, devo dizer que, sem qualquer *feedback*.

Portanto, eu não tenho outra resposta, como disse, a empresa assumiu que tudo o que lhe era pedido constava das contas trimestrais, com todo o detalhe e do relatório e contas. E, verdade seja dita, até hoje nunca nos foi feito qualquer reparo em relação à ausência de informação.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — O nosso propósito aqui não é só criticar os gestores públicos é também perceber até que ponto é que a tutela tinha responsabilidade de agir e não agiu e, portanto, é um propósito, digamos, duplo.

Exatamente por isso gostaria de perceber o seguinte: para além do reporte das operações pós-despacho de 2009 e pós-despacho de 2011, que veio exigir mais informação, nomeadamente informação trimestral que, depois, deu origem ao relatório da DGTF, além dessa informação trimestral que é requerida à REFER, houve algum pedido de informação específico relacionado com o problema dos *swaps*, uma vez que ele se tornou um problema tão grande a partir de 2011? Alguma vez houve um contacto



específico com a REFER para lidar com esta matéria? O que é que se passa de diferente a partir de 2011, quer em termos de informação que é requerida à REFER quer em termos de reuniões que a tutela possa ter tido com a REFER? Quem é que teve essas reuniões? Em que circunstâncias? Como?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr.<sup>a</sup> Deputada, eu diria que os contactos mais frequentes em relação a matéria começaram exatamente com o despacho de 2011 — aliás, o próprio despacho prevê a entrega de um relatório no prazo de 30 dias sobre a carteira de derivados de cada uma das empresas, relatório esse que foi entregue dentro do prazo e que contemplava toda a informação detalhada que tinha sido pedida.

Portanto, a partir daí — aliás, essa data é coincidente com, se não estou em erro, a primeira integração desses elementos no relatório do setor empresarial do Estado publicado pela DGTF — e numa base regular mediante uns ficheiros que eram regularmente preenchidos pela empresa e transmitidos para a DGTF, essas informações passaram a constar desse relatório.

Para além desse relatório — e, como digo, isso era feito numa base regular, trimestralmente —, desse pedido de informação, tentámos fazer um levantamento cronológico daquilo que nos foi solicitado:

Em setembro de 2011 — geralmente, os contactos eram sempre feitos através de *e-mail* —, a DGTF pede informação sobre financiamentos e sobre *swaps* associados, bem como sobre a existência ou não de *rating triggers*; em novembro de 2011, a DGTF pede uma atualização desta informação e volta a pedi-la 15 dias depois, ainda em novembro; em junho

de 2012, há uma solicitação direta do IGCP de informação sobre *swaps*; em agosto de 2012, há um *e-mail* da DGTF a pedir a documentação relativa às operações derivadas que estão vivas — e neste *e-mail* é feita uma referência a que a solicitação se deve a uma outra solicitação do IGCP; por último, em 24 de setembro de 2012, se não me falha a memória, o IGCP pede diretamente um conjunto vasto de documentação relacionada com os *swaps* e as respetivas reestruturações. A partir daí, durante algum período de tempo, seguem-se pedidos de esclarecimento, validações, enfim, durante algum tempo há uma troca de...

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Em setembro?

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sim, em setembro de 2012. Portanto, há trocas de informações e de validações através do IGCP.

Basicamente, é esta a cronologia dos pedidos de informação, sendo que, antes de 30 de junho, para além daquilo que era reportado nas contas, nunca nos foi solicitada qualquer informação específica sobre os *swaps* — pelo menos, não a conseguimos identificar.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Sr. Doutor, antes de 30 de junho havia um despacho de 2009 a solicitar informação de que, de facto, não temos reporte que tenha chegado à tutela.

Gostaria de perceber se há algum momento, em que há um contacto da tutela relativo ao problema dos *swaps*, no qual se assume que existe um

problema relativamente a estes contratos derivados. Se há esse momento, quando é que ele existe?

Não obstante a possibilidade de voltar a este ponto outra vez, relativamente à carteira de *swaps* da REFER... Na verdade, tenho, de facto, um problema metodológico relativamente aos *swaps*, que é o de que para que servem e de que forma são usados pelas empresas públicas. Foi-nos dito aqui, várias vezes, que os *swaps* serviam para proteger do risco, de variação de taxa de juro. Isso foi também assumido como a possibilidade pela qual se considerava que a utilização deste tipo de instrumentos era aceitável do ponto de vista das empresas públicas. Por isso, é que há uma regra, relativamente ao IGCP, muito clara na utilização destes instrumentos.

Quando lemos o relatório e contas da REFER de 2007, constatamos que há algumas análises de sensibilidade, quer da carteira de empréstimos, quer da carteira de *swaps*, a variações de taxa de juro. Tenho muita dificuldade em compreender como é que um instrumento que deve proteger de variações de taxa de juro varia na mesma medida, ou seja, tem a mesma sensibilidade ao risco de taxa de juro que a própria carteira de empréstimos. Se, neste caso, a taxa de juro subir, a REFER tem uma sensibilidade negativa por parte da carteira de empréstimos e tem a mesma sensibilidade, com o mesmo sinal, por parte da carteira de *swaps*. Portanto, o objetivo de proteger de variações de taxa de juro torna-se um pouco complicado neste contexto, para não dizer impossível, uma vez que varia no mesmo sentido.

A segunda pergunta tem a ver com o seguinte: em 2007, tendo em conta que isto reflete *swaps* passados e que foram contratados e reestruturados antes desse ano, o cenário era de subida de taxa de juro e não havia nenhuma indicação no sentido de que a taxa de juro pudesse vir a descer — era esse o passado que tinha.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Não percebo como é que, quando todos os indicadores de mercado — esse foi até o erro de vários gestores públicos — apontam para que a taxa de juro suba, na carteira da REFER os *swaps* estão a proteger contra uma descida de taxa de juro.

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

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Queria só tentar perceber estas contradições, porque, de facto, não me parece que configure uma proteção de variação de taxa de juro.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Colocou uma série de perguntas e não sei se tomei nota de todas.

Em relação a termos sido contactados pela tutela de que havia um problema, isso não aconteceu. Nunca nos foi dito que havia um problema com os *swaps*.

Quanto à bondade da existência de gestão de risco de taxa de juro em empresas públicas, permita-me discordar. Sou financeiro e quando tirei o curso — tirei o curso de Finanças — fui trabalhar para uma empresa pública. O problema talvez comece por uma empresa pública ter um montante de dívida como aquela que a REFER tem. A partir do momento em que tem aquele montante de dívida, é obrigação dos financeiros — foi isso que aprendi — gerir os riscos associados, e foi isso que nós fizemos.

Eu diria que a grande questão, pelo facto de ser empresa pública, é termos uma abordagem conservadora.

Não sei se haverá oportunidade... Nós tivemos o cuidado de, para cada um dos *swaps*, calcular o pior cenário para se tudo corresse mal. Não deixa de ser curioso que os riscos que foram assumidos — e estamos a falar do pior cenário — eram sempre muito, muito contidos, muito conservadores. Diria que essa é a grande diferença entre uma empresa normal e uma empresa pública. Os instrumentos de gestão são exatamente os mesmos... Inclusive, como disse ainda há pouco, a própria CMVM, sob a qual estávamos tutelados, obrigava-nos ao cumprimento de obrigações como acontecia com qualquer empresa privada. Em termos de gestão financeira, a diferença é muito pouca. Eu diria que é na abordagem. É mais conservadora, é certamente. Tem de ser, são dinheiros públicos.

Em relação à pergunta sobre o *swap* e ao exercício de adivinhação, penso que ainda há pouco fiz um esforço para tentar responder.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — *(Por não ter falado ao microfone, não foi possível registar as palavras da oradora).*

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Penso que a Sr.<sup>a</sup> Deputada não estava presente quando o Dr. Alberto Diogo fez a intervenção inicial, na qual explicou que, no âmbito da gestão de risco de taxa de juro, não só se realizavam operações de cobertura pura de taxa de juro, como operações que visavam a otimização dos encargos financeiros.

Também tive a oportunidade de complementar, dizendo que as operações puras de cobertura de taxa de juro, portanto, de eliminação total da incerteza face aos *cash-flows* futuros, têm um custo de oportunidade quando as celebramos. É porque, normalmente, quando a curva da taxa de juro é positivamente inclinada, as *forwards* sobrestimam — há uma demonstração empírica disso — aquilo que, depois, são as taxas reais que se vão realizar. Portanto, há um custo de oportunidade quando fixamos estas taxas e eliminamos por completo a incerteza.

Foi nesta perspetiva que a REFER, para além dessas operações de eliminação integral da incerteza, também complementou com operações que permitissem a redução dos encargos financeiros associados. Portanto, isso dá um portefólio que, em determinados momentos, poderá reagir de acordo com o que referiu e que está espelhado na nota da divulgação dos testes de sensibilidade da carteira.

Não sei se teve oportunidade de analisar outros anos e de verificar, portanto, que esses efeitos vão variando ao longo do tempo e que têm a ver, exatamente, com a composição da carteira, que se vai alterando. Coloca-se aqui não só a questão de operações efetivamente mitigadoras ou eliminadoras da incerteza, portanto *plains vanilla*, mas também há as outras operações com volatilidade, digamos assim, implícita, que fazem, de facto, em determinados momentos, ter esse tipo de comportamento por via da alteração das condições de mercado.

O Sr. Presidente: — Tem agora a palavra o Sr. Deputado Carlos Silva.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Começo por saudar o Sr. Dr. Alberto Diogo e a Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira pela informação que nos

trazem hoje, que é bastante importante para aquilo que são as nossas conclusões. De resto, há alguns dados que importa realçar relativamente a estas matérias.

Começaria por abordar um tema que foi recorrente durante algum tempo e que teve a ver com o posicionamento do supervisor nestas matérias. Pelos vistos, segundo a vossa informação, a CMVM, desde 2007, conhece com muita clareza as opções tomadas pelo setor empresarial do Estado relativamente à contratação de *swaps*, não só através desses relatórios de contas anuais, mas também através de relatórios de contas trimestrais. Penso que isso é importante, na medida em que, durante algum tempo, houve um alijar de responsabilidades relativamente à matéria de supervisão e, pelos vistos, a CMVM não se poderá queixar de falta de informação, uma vez que a tinha disponível. De resto, era sugerida pela própria CMVM e obrigou, segundo os senhores, a contabilização sobre as novas normas contabilísticas e sobre o modelo *mark-to-market* nos balanços das empresas.

Gostaria que comentassem esta situação.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Precisando, as contas não eram supervisionadas pela CMVM. Como tínhamos emissões obrigacionistas admitidas ao mercado regulamentado, caímos debaixo da tutela de supervisão da CMVM. Com o Regulamento n.º 11, de 2005, a REFER foi obrigada a adotar as IAS e IFRS, e uma das obrigações da adoção dessas normas é exatamente a contabilização dos instrumentos derivados. A REFER incorporou isso, pelo que a obrigação da CMVM foi apenas essa, ou seja, obrigou-nos, enquanto emitentes, a adotar as normas

internacionais de contabilidade, sendo que os derivados não pertencem ao mercado regulamentado pela CMVM. E apenas isso.

Portanto, a intervenção da CMVM aqui é apenas a de obrigar à adoção das IAS e também a de servir de veículo no qual eram publicitadas as contas da empresa. Portanto, a empresa estava obrigada a publicitar as suas contas no *site* da CMVM. Quero também referir que esta adoção das IAS tem muito a ver com o facto de as emissões obrigacionistas serem emissões geralmente europeias e, portanto, a adoção das IAS permitia a compreensão das contas por investidores não portugueses. Portanto, esse era o grande objetivo.

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

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Concluo, portanto, que toda a gente conhecia as contas, toda a gente conhecia o *tsunami* em termos de endividamento que tínhamos no País, pelos vistos só o Governo não o reconhecia, e só tardiamente, em 2009, resolveu emitir um despacho no sentido de conhecer com melhor profundidade estes dados.

De resto, também gostaria que comentasse a opção de financiamento — é uma afirmação vossa e penso que também do anterior vice-presidente do Conselho de Administração —, que não era uma opção da REFER, fora do Orçamento do Estado. Gostava que comentasse isso, ou seja, estavam obrigados a um contrato-programa, não tinham forma de financiar a operação e viam-se obrigados a recorrer ao mercado interno que, pelos vistos, também não dava resposta às vossas necessidades de financiamento e, nessa medida, viram-se obrigados a contratar vários modelos de financiamento que, alguns deles, passaram exatamente por *swaps*.

Gostaria que nos dessem a vossa opinião acerca dessa matéria.



O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Não posso fazer comentários a uma decisão legítima do Estado. O Estado tinha toda a legitimidade para tomar essa decisão e seguir essa política. Posso ter uma opinião pessoal, mas não vou comentar.

Obviamente que as necessidades da REFER, como referi na intervenção inicial, não eram tanto por via da operação, portanto, daquilo que era a gestão da infraestrutura ferroviária; eram, sim, em grande parte, por via do programa de modernização de investimentos e, conseqüentemente, por via dos encargos financeiros.

Portanto, aquilo que, desde 1997 — e agora vou falar de cor —, representa nos 7000 milhões de euros de dívida só a gestão da infraestrutura são 17%. Trata-se de 1,2 mil milhões de euros de défice acumulado ao longo dos anos, desde 1997.

A opção de financiamento, enfim, não posso comentar.

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

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Tomei também conhecimento de que, em 2008, produziram um programa de EMTN para emissão de dívida. A tutela teve conhecimento deste programa?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sim, teve conhecimento.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Complementaria, explicando o que é, de facto, um programa de EMTN, que envolveu, sem dúvida, a tutela.

Um programa de EMTN é um programa de *euro medium term notes*, portanto, é um programa de emissão global de dívida no mercado europeu. É um conjunto de documentação contratual, é um contrato-chapéu que vai enquadrar toda e qualquer operação de dívida que venha a ser celebrada no mercado de capitais.

Este programa exigia que houvesse um acordo prévio da tutela em relação àquele conjunto de documentação legal, porque antes de existir este programa na REFER — estes programas já existiam há muito tempo, os bancos funcionam com eles — toda a documentação de cada operação tinha de ir à tutela financeira para analisar e para depois dar a sua autorização àquela documentação contratual.

Com este exercício, com este programa, com este contrato-chapéu, de uma assentada, ficava a documentação pré-acordada e depois aquilo que era exigido posteriormente, quando se fizessem as emissões em concreto, era o conjunto dos *terms and conditions*, portanto, as condições e os termos de cada operação em concreto, as condições mais financeiras. Porquê? Porque todo o enquadramento mais legal e de infraestrutura do mercado de capitais já estava pré-acordado. Os investidores sabiam que era sempre aquela documentação.

Inclusivamente, este programa foi o único do género, totalmente estabelecido ao abrigo da lei portuguesa, portanto usando toda a

infraestrutura legal portuguesa e não recorrendo a assessores jurídicos estrangeiros — ingleses, porque normalmente isto é feito com legislação inglesa. E mais: tinha a possibilidade de emitir com garantia do Estado e sem garantia do Estado.

Portanto, este foi, de facto, um processo que demorou o seu tempo até ser totalmente aprovado, mas, uma vez implementado, permitiu reduzir substancialmente os tempos de aprovação de cada operação concreta que viemos a realizar posteriormente. Inclusive, em 2009, o nosso tempo de espera por uma autorização para uma emissão em concreto conseguiu ser apenas de quatro semanas, o que era inédito. Começámos com nove meses, na operação que foi realizada em 2005; depois, na primeira de 2009, julho que o tempo foi de seis semanas; e conseguimos chegar às quatro semanas na segunda operação feita ao abrigo do programa de EMTN.

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

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Notável...! Até porque, afinal, havia muita informação, ao contrário do que se fazia pairar sobre a Comissão, de que havia uma certa opacidade relativamente à informação que corria entre as empresas do setor empresarial do Estado e a tutela...

Pelos vistos, essa informação era assinalável e havia até programas que, a partir de 2008, tinham intervenção do próprio Governo nessa matéria!

É evidente que — agora em jeito de graça — não vou dizer que os senhores devem ler o *Borda d'Água* como o Deputado Bruno Dias sugeriu, ou que o leram para acertar exatamente nas taxas de juro que se previam para os próximos três anos, mas é evidente que a gestão dinâmica que os senhores fizeram representa aquilo que deve ser uma gestão correta de

qualquer instrumento que tem muita volatilidade. Ou seja, há duas formas de fazer face à volatilidade — corrijam-me se não estou certo: uma é ser o mais conservador possível, e essa, pelos vistos, tinha um custo exacerbado; outra era exatamente diversificar os investimentos. E os senhores, muito naturalmente, procuraram investimentos para todas as soluções. No conjunto da carteira conseguiram ter a mais-valia que foi demonstrada de cerca de 40 milhões.

Portanto, temos de elogiar isso, porque é um caso raro na gestão destas empresas públicas, cada uma pela sua especificidade. Mas o que é facto é que estamos confrontados com situações complicadíssimas para os portugueses. Naturalmente, o Estado vai ter de assumir alguns custos, e já assumiu.

Nessa circunstância, eu perguntaria — até porque o Sr. Presidente da REFER, a determinada altura, refere que tinham muitos bancos à porta a quererem oferecer dinheiro — se na vossa gestão, enquanto financeiros, alguma vez foram pressionados pela banca no sentido de só conseguirem financiamento na perspectiva de efetuarem *swaps*.

O Sr. Presidente: — Queira responder, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Não, nunca nos sentimos particularmente pressionados. O assédio era muito — aliás, não deixa de ser curioso que desapareceram todos nos últimos tempos —, mas durante uma altura... Penso que a nossa própria vivência particular é demonstrativa. Os bancos quase que nos entravam pela casa dentro. Portanto, a REFER não era diferente.

É, pois, verdade que éramos muito assediados pelos bancos, mas nunca nos sentimos particularmente pressionados a fazer uma operação de

financiamento, tendo por contrapartida um determinado instrumento derivado. Os instrumentos derivados que fizemos, fizemo-los porque quisemos, sem estar condicionados e nos exatos termos em que os quisemos fazer.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, começo por cumprimentar o Dr. Alberto Diogo e a Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

Queria tentar perceber um pouco melhor a questão da gestão de risco, dessa otimização dos custos de financiamento, porque no relatório do IGCP e da StormHarbour, que não conhecem, ou que presumo que não conheçam, uma das críticas que é feita a todo esse processo é a de, exatamente, algumas das empresas terem optado por estes instrumentos, não para gerir risco, mas para fazer aquilo que os senhores consideraram ter feito, e bem.

Portanto, a primeira pergunta que gostava de fazer era: como é que se otimiza o custo de financiamento? Se nós utilizamos um *swap* não para eliminar risco, mas para otimizar os custos de financiamento, nós só podemos reduzir o custo de financiamento em troca de mais risco. Ou estou enganado?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — É verdade. É mais risco.

O Sr. Presidente: — A resposta foi dada num tom baixinho, mas creio que ficou registada.

Tem a palavra, Sr. Deputado João Galamba.

O Sr. João Galamba (PS): — E esse risco era da exclusiva responsabilidade da REFER, definido e assumido internamente?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Correto.

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

O Sr. João Galamba (PS): — E considera isso um princípio são de gestão prudente de uma empresa pública?

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Os termos estavam perfeitamente balizados. E a prática estava perfeitamente balizada.

Portanto, obviamente — e voltamos à definição do que é a gestão do risco da taxa de juro... Se nós quiséssemos ser puramente conservadores, iríamos pagar um prémio, só faríamos *plains vanilla*, fixávamos tudo e certamente que saberíamos no longo prazo quanto é que iríamos pagar, mas também saberíamos que iríamos pagar aquilo mais... Ou seja, estávamos a maximizar aquilo que eram os encargos financeiros.

Portanto, o que nós tentámos fazer foi um *mix* entre a segurança de fixar taxas e reduzir o tal custo de oportunidade que existe pelo facto de eu

estar a fixar a taxa, sempre muito conscientes dos riscos que estávamos a assumir e limitando fortemente os riscos.

Como disse ainda há pouco, nós calculámos os piores cenários para cada um dos *swaps* que contratámos e mais uma vez chegámos à conclusão de que nunca assumimos riscos exagerados face àquilo que estava em causa.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Queria pedir à Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira se me pode dar um exemplo deste tipo de gestão, tendo em vista a otimização dos custos de financiamento, ou seja, partindo de um custo existente, perguntava-lhe se me podia retratar sem grandes detalhes que tipo de passo é que fazem, como é que escolhem os instrumentos, como é que avaliam o triplo de risco que estão dispostos a assumir. Pedia-lhe para descrever um pouco a natureza do processo de «vamos lá otimizar os custos de financiamento da REFER».

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Se tivessem um quadro, eu iria ao quadro explicar...

Existindo uma operação de dívida em concreto, olhamos para aquilo que é; se for taxa variável, olhamos para o que é taxa variável e para o horizonte temporal daquela dívida; se for taxa fixa, a mesma coisa — sabemos qual é a taxa fixa, sabemos qual é o horizonte temporal e vemos, em média, como é que achamos que aquela taxa, se for variável, se irá comportar, o que é que as *forwards* estão a esperar, qual é a taxa e qual é a

taxa fixa equivalente àquele prazo, àquela maturidade. Isto são, digamos, as balizas: a superior e a inferior.

Depois, o que é que acontece? Depois, quero, efetivamente, otimizar os meus encargos financeiros. Obviamente que o momento do mercado também é muito importante. Se eu tiver, num momento em que as taxas estão muito altas, uma curva de taxa de juro positivamente inclinada, obviamente que se eu for fixar taxa ainda vou fixar com uma inclinação muito superior e, portanto, vou ter uma taxa fixa brutal.

Se eu tiver taxas mais baixas, com uma curva não muito inclinada, com uma inclinação razoável, se calhar o prémio que eu pago para fixar a taxa já será mais aceitável e, portanto, eu posso até aceitar fazer essa operação muito simples.

Mas isto não está sempre para cima ou sempre para baixo, está sempre a mexer. Portanto, temos de acompanhar o mercado, olhar para as taxas de juro e perceber o que é que está ao alcance para poder retirar algum valor do mercado de maneira a reduzirmos, então, este custo de oportunidade. E aí surge a opcionalidade, que são as opções. E as opções são também instrumentos financeiros derivados que são embebidos nos próprios *swaps*. Não estou a dizer nada de novo, espero eu — não se assustem.

Efetivamente, todos os *swaps* das empresas públicas têm sido feitos com muita opcionalidade.

E o que é a opcionalidade? A opção é eu comprar um direito para que se determinado evento ocorrer eu poder exercer aquilo que foi o seguro que contratei. Vamos imaginar que eu compro uma opção. Portanto, se eu estou a comprar, tenho de pagar um prémio e vou exercer um direito, tenho um direito. E só exerço esse direito se o mercado for para o lado que não



me dá jeito. Aí exerço a opção e tenho essa poupança que me vai mitigar aquilo que eu paguei pelo prémio para comprar aquela opção.

Mas para extrair mais valor não posso comprar. Comprar é despende dinheiro. Portanto, para comprar eu tinha de aumentar a taxa. Então, eu vendo a opção. Ao vender a opção, estou a vender o direito à outra contraparte, mas estou a embeber dentro da estrutura, dentro do *swap* esse valor, esse prémio que recebo à cabeça. Esse prémio que recebo à cabeça está na própria estrutura diluído ao longo do tempo. Normalmente é assim.

Portanto, a taxa fixa do *plain vanilla* é subsidiada por via desta venda e, portanto, reduz-se um pouco a taxa do *plain vanilla*, incorporando esta opcionalidade. Obviamente que, ao ter vendido o direito, estou exposta a quem comprou o direito, não é?

Mas sobre que subjacentes é que fazíamos este tipo de operações? Direi que sobre os que estão na listagem que os Srs. Deputados têm e, como já foi referido, com risco extremamente controlado, sempre sabendo qual é o *worse case*, sempre sabendo qual é o pior cenário, e fazendo um acompanhamento permanente da carteira, saindo da posição quando consegue materializar poupanças, reestruturando quando a expectativa não está a corresponder àquilo que era a expectativa inicial. Esta é uma metodologia dinâmica.

Como é que as operações nasciam? Por vezes, por iniciativa da REFER, em termos de ideia concretamente, muitas vezes também porque os bancos nos batiam à porta com ideias e com propostas de *swap*, que nós analisávamos, digeríamos com muita calma e muita tranquilidade. Nós sabíamos exatamente o caminho que queríamos levar. Dizíamos muitas vezes aos bancos que o nosso negócio não era fazer *swaps* mas fazer andar os comboios.

Portanto, de certa forma, quanto à tal «sangria» que houve durante algum tempo por parte da comunidade financeira, que é legítima, faz parte da vida, não nos deixávamos desfocar por isso. Analisávamos as propostas, exigíamos sempre medidas de análise de risco, como seja o *delta* e o *vega*, portanto, medidas de sensibilidade à variação da taxa de juro e da volatilidade implícita. Por vezes, fazia-se *back testing*, portanto, simulações históricas, das operações, das propostas que estavam em cima da mesa para tentar perceber o nível de risco e probabilístico da ocorrência de determinados eventos. Agora, era sempre perfeitamente claro qual era o *worse case*.

Era sempre esta informação que era discutida com a administração e era com base nela que se tomavam as decisões. Uma vez tomadas as decisões, como é que isto se operacionalizava?

De um conjunto de propostas submetidas ao conselho, era escolhida uma ou várias dependendo do que estávamos naquele momento a trabalhar, pedíamos um *refresh* das cotações daquelas propostas em concreto aos bancos, este *refresh* era feito ou por telefone ou via *bloomberg* num determinado momento, igual para todos, e depois a melhor proposta de preço era aquela que era fechada. Muitas vezes, nós tínhamos as próprias cotações, nós próprios apreçávamos as operações, portanto tínhamos ali uma forma de estar sempre a minimizar aquilo que são os *fees* dos bancos.

Relativamente ao relatório da StromHarbour, desconheço, mas das audições que tive oportunidade de ouvir, fala-se no *day one PV*. Efetivamente, poderá ser por aí, mas, no caso da REFER, não foi com certeza e, portanto, com este mecanismo é infalível.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Resumindo a sua última intervenção, podemos dizer que há um *trade-off* de diminuição de custos de financiamento e de risco assumido.

Portanto, uma empresa que pretendesse baixar muito significativamente os seus custos de financiamento estaria necessariamente a assumir mais risco e, portanto, essa foi uma ponderação que fizeram de determinada maneira.

A pergunta que faço é se acham que essa responsabilidade é vossa, se acham que é princípio de boa gestão que esse tipo de decisões seja tomado pela direção financeira de uma empresa.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Eu não afirmei que a decisão foi da direção financeira.

O Sr. João Galamba (PS): — Pela empresa.

O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Pergunta-me se acho que a decisão devia ser da empresa. De acordo com os nossos estatutos, é da empresa. Aliás, deixe-me referir um pormenor.

Quando se colocou a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade... A REFER tem duas missões, como ainda há pouco referi: investimentos e gestão de infraestrutura. As contas da REFER refletem exatamente as duas missões. O endividamento da REFER está afetado às duas missões, ou seja, quem olhar para o balanço da empresa vê perfeitamente qual foi o endividamento gerado pelos investimentos e o endividamento gerado pela gestão de infraestrutura.

No caso dos *swaps*, a nossa honestidade foi a este ponto: assumiu-se que aquilo era uma decisão de gestão da empresa. Os custos financeiros do endividamento originado pelos investimentos eram capitalizados aos investimentos, à luz das normas contabilísticas.

Aquilo que eram os juros dos *swaps* nunca foram capitalizados ao investimento, estavam perfeitamente isolados, eram levados totalmente a resultados. Estavam perfeitamente isolados, era assumido que era uma responsabilidade da gestão da empresa e estavam, completa e integralmente, isolados, mesmo quando cobriam um financiamento, quando tinham um subjacente que fosse um empréstimo para financiar um investimento. Mesmo nesses casos, o resultado desse derivado impactava diretamente nos resultados, não era imputada a missão de investimento, não ficava em sede de balanço. Essa função de cobertura de gestão de risco de taxa de juro estava perfeitamente isolada naquilo que era a conta de exploração da empresa; era perfeitamente visível, perfeitamente separado e integral, não estava nada capitalizado. Isto porque a empresa sempre assumiu que a missão de investimento era uma missão que exercia por conta do Estado, em nome do Estado. Aí não há dúvida nenhuma de que a empresa assumiu — o conselho de administração definiu as políticas, as baias, digamos assim, o risco que devia ser assumido. Obviamente, volto a dizer, sempre houve uma consciência plena do tipo de empresa em que estávamos, das diferentes administrações e da direção financeira e sabíamos perfeitamente que os riscos, a assumir, tinham de ser sempre muito, muito contidos, obviamente por sermos empresa pública.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Portanto, a decisão de ponderação de risco, todas essas decisões eram tomadas autonomamente pela empresa, tendo em conta a sua estrutura interna.

A minha pergunta é: o Estado exercia a sua função de acionista e, portanto, a tutela financeira sobre a REFER através de informação pública? Ou, melhor, pergunto de outra maneira: exercia a sua função acionista exatamente como?

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Já ouvi algumas expressões nesta Comissão, tal como *Big Brother*, enfim...

Vamos lá ver: se o Estado não quer ter empresas, não as constitui. Elas são empresas. São empresas! Só que são públicas. Diria que aquilo que introduz é o cuidado, que tem de haver obrigatoriamente, com os dinheiros públicos. A liberdade de gestão... Um acionista de qualquer empresa privada não está permanentemente na empresa. Avalia os seus gestores pelos resultados, através de reporte, através dos resultados anuais, através dos resultados trimestrais... Eu tenho de transportar isto, obrigatoriamente, para uma empresa pública.

Portanto, os gestores deviam ser avaliados... Eu penso que os mecanismos de reporte que existem são os adequados. Aquilo que falta talvez seja a responsabilização da gestão das empresas, a definição de objetivos, a avaliação de resultados. A informação que existe é pública, é verdade — aliás, acho que, numa empresa pública, esse carácter público da informação ainda deve ser mais vinculativo —, mas também era enviado aos seus destinatários. Ou seja, a tutela não conhecia como conhecia qualquer cidadão pelo facto de estar publicado no *site* da REFER; conhecia

porque lhe era enviado, de acordo com os estatutos, formalmente, através de um ofício sujeito às suas aprovações.

Por outro lado, o Estado tem mecanismos de controlo. O Estado nomeia atualmente um conselho fiscal – é muito recente, na altura era uma comissão de fiscalização – que tem um revisor oficial de contas. Esses são órgãos que não dependem do conselho de administração, são nomeados pela tutela, teoricamente são órgãos técnicos, incluem revisores oficiais de contas, que auditam, estão na empresa, nalgumas situações quase diariamente, acompanham a atividade da empresa e certificam as contas.

Penso que estes mecanismos — e já não quero falar da IGF, da DGTF, enfim, dos planos de atividade e orçamentos onde todas estas coisas existem... Enfim, existe uma série de mecanismos... Costumo dizer que existem mecanismos demais, porque nós esgotamo-nos na transmissão de informação para os diferentes setores do Estado e cada um da sua maneira. Mas existem mecanismos.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Falou há pouco que, dentro do universo das empresas públicas, a REFER tinha uma situação de excecionalidade. Isto é confirmado pela auditoria da IGF, em que a REFER é a única empresa que reflete, por exemplo, o *mark-to-market* da carteira de derivados.

É correto eu dizer que, para termos um verdadeiro retrato do que se passa com os derivados de uma empresa, precisamos, por um lado, dos *cash-flows* recebidos e, por outro, do *mark-to-market*? Ou seja, sem o *mark-to-market* podemos ter uma redução dos custos de financiamento mas

não teremos a dimensão de risco e, portanto, não poderemos fazer uma avaliação adequada. O que estou a dizer faz algum sentido, ou não?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — De uma forma geral, é exatamente isso. Porquê? Se estou num derivado, efetivamente, aquilo que já passou desde que eu o contratei está refletido em termos de *cash*, em termos de fluxo e tem de estar registado nas contas, na demonstração de resultados.

O Sr. João Galamba (PS): — Esse sim, o outro está no balanço!

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — O *mark-to-market* é o valor presente dos *cash-flows* futuros, grosso modo, e, portanto, tem de estar refletido como um ativo ou um passivo financeiro, dependendo se o seu valor de mercado é positivo, se o seu valor de mercado é negativo. As variações período a período são refletidas também na demonstração de resultados. A variação que ocorre desde 31 de dezembro de um determinado ano para 31 de dezembro do ano seguinte, no seu valor de mercado, é sempre refletida em resultados. Isto dá, efetivamente, a dimensão daquele ativo ou passivo naquele momento. No dia a seguir ou no minuto a seguir a ter extraído aquela cotação, pode já ser completamente diferente.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.

O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Queria só complementar a resposta.

A lógica das normas internacionais de contabilidade que, depois, foi acompanhado com o novo normativo contabilístico — o SNC — em Portugal... Todos os ativos e passivos de uma empresa devem ser valorizados ao justo valor, seja um edifício, seja aquilo que for. Ora, aquilo que temos no ativo e no passivo da empresa é exatamente o justo valor deste *stock* de derivados que temos. No caso do justo valor positivo, temos no ativo; no caso do justo valor negativo, temos no passivo, e refletimos nos resultados as variações. Ou seja, o próprio resultado é em si mesmo afetado pelo justo valor destes ativos e destes passivos.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Em 2008, a IGF constata que a REFER, de facto, faz isso, mas que as outras empresas não fazem.

Os Deputados do PSD, sobretudo (não tanto os do CDS), têm tentado dizer que não, que cessaria tudo em todas as empresas, que não era só na REFER e que o Estado tinha obrigação de ter conhecimento e olhou para o lado.

Gostava que me confirmasse qual foi a data em que entrou o vigor o decreto-lei que institui o Sistema de Normalização Contabilística e se sabe a partir de que data é que aquilo que a REFER já fazia, por sua iniciativa própria ou por determinação da CMVM, passou a ser uma obrigação generalizada a todas as empresas.

O Sr. Presidente: — Faça favor, Sr. Dr. Almeida Diogo.



O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Foi aplicado ao exercício de 2010. Portanto, acabaria por ter reflexos aquando do relatório e contas...

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — 2010, com reflexos em 2009!

O Sr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — A 2009. Estava a dizer ao contrário.

O Sr. João Galamba (PS): — E até essa data só por adivinhação ou, então, por uma auditoria agressiva é que se podia ter essa informação.

O Sr. Presidente: — Suponho, todavia, que a resposta carece de mais rigor.

Sr. Dr. Almeida Diogo, faça favor.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Vou responder desta forma: antes de 2007, a REFER também não estava obrigada a refletir nas suas contas quer os *mark-to-market* quer os fluxos financeiros. Bem, os fluxos financeiros obviamente tinham de ser refletidos... Mas o facto de não refletir os *mark-to-market* nas contas não significa que, usando a faculdade de divulgação, importante que é, de um relatório e contas, não se faça referência à gestão de carteira. E nos relatórios, obviamente, sem a profundidade que a partir de 2007 a REFER colocou no tema, anteriormente a 2007 houve sempre referências à gestão ativa de uma carteira de derivados nos diversos relatórios da empresa.

Como é evidente, os próprios relatórios e contas da empresa também evoluíram ao longo de 2007 e, a pouco e pouco, fomos sempre acrescentando mais e mais informação. Até trouxe, eventualmente para deixar,... o relatório de 2007 era assim, o relatório de 2012 é assim. Portanto, obviamente, há sempre uma aprendizagem e vamos colocando mais informação disponível.

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

O Sr. João Galamba (PS): — O meu ponto é o seguinte: o decreto de lei do SNC (Sistema de Normalização Contabilística) entrou em vigor no dia 1 de janeiro de 2010 e, portanto, o primeiro relatório publicado que já o reflete é o de 2010, que foi publicado em 2011.

O Sr. Presidente: — O Sr. Doutor fez um comentário que não ficou registado. Importa-se de repetir?

*Pausa.*

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — As contas geralmente têm um comparativo. Portanto, quando fechámos o exercício de 2010, portanto, o relatório e contas eventualmente publicado em 2011, esse relatório e contas tinha os números de 2009, mas foi apresentado em 2011.

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

O Sr. João Galamba (PS): — O que se constata na auditoria da IGF de 2008 é que as contas públicas da REFER permitem fazer uma avaliação

quer dos *cash-flows* pagos ou recebidos e do *mark-to-market* e, portanto, ter uma visão global do que é a carteira de derivados em termos de ganhos ou custos imediatos e de riscos assumidos no futuro, mas nenhuma das outras empresas tem.

A pergunta com que termino a minha primeira intervenção é se consideram ou não positivo que, depois da auditoria da IGF de 2008, se tenha constatado essa lacuna nas restantes empresas, sobretudo em comparação com a REFER, se tenha emitido um despacho que obriga à inscrição do *mark-to-market* nas contas da empresa e que, mais tarde, se tenha publicado o decreto-lei que cria o SNC e que, aí, sim, permitiu, pela primeira vez, em todas as empresas públicas, ao contrário do que havia antes, a identificação dessas rubricas e, portanto, uma avaliação e um conhecimento que a tutela antes não tinha nem podia ter.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Digo.

O Sr. Dr. Alberto Almeida Diogo: — Obviamente que sim.

Considerei que esta obrigação da CMVM foi muito positiva para a REFER e, obviamente, só o posso considerar para as outras empresas, ao nível SNC.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — Sr. Presidente, em primeiro lugar, quero cumprimentar o Sr. Dr. Alberto Almeida Diogo e a Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira e agradecer-lhes estarem aqui hoje.

Já muitas perguntas foram feitas. Creio que o essencial acerca do que foi a gestão financeira da REFER e, mais concretamente, a política de aquisição de instrumentos de gestão e risco financeiro estará mais ou menos caracterizada e a maior parte das minhas dúvidas estão esclarecidas.

Porém, queria ainda fazer algumas perguntas.

Em primeiro lugar e porque esta Comissão aborda o que aconteceu e por que é que tivemos perdas tão anormalmente elevadas derivadas da aquisição de instrumentos de gestão de risco financeiro, designadamente de *swaps*, o que pergunto é se era possível fazer alguma contextualização da aquisição deste tipo de instrumentos.

Já explicaram que eles se tornaram uma necessidade para que houvesse uma boa gestão, face ao nível de endividamento da REFER a partir de determinado momento. Uma vez que tanto o acionista da REFER como o acionista de várias empresas de transporte, como é o caso das Metro, da CP, etc., era o Estado, pergunto se havia, o que é natural, algum tipo de contacto entre estas empresas, se havia um conhecimento de mercado das práticas das várias empresas de transportes e a partir de que momento se tornou usual a contratação de *swaps* e se, do vosso conhecimento, as outras empresas tinham uma política de gestão do risco financeiro semelhante à da REFER ou se a REFER era um caso único no panorama das empresas públicas de transportes.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Nesta como em muitas outras áreas, não há grande transmissão de informação entre as empresas públicas.

Portanto, era do nosso conhecimento que havia outras empresas a fazer operações de derivados – aliás, os próprios bancos o diziam –, mas não conhecíamos a natureza das operações. Enfim, não sabíamos mais do que isso.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — É que, de facto, tem sido mais ou menos unanime nesta Comissão que aquilo que determina e aquilo que foi incorreto na contratação dos *swaps* não tem apenas a ver como o resultado obtido mas, sobretudo, com o tipo de risco que era corrido, ou seja, com o facto de as empresas públicas terem corrido riscos que não era expetável nem era suposto terem corrido.

Mas, não sendo determinantes nesta matéria e na determinação da complexidade e da toxicidade dos *swaps*, a verdade é que os resultados também importam, porque grande parte do que motiva esta Comissão tem a ver com o nível de perdas que são, de facto, astronómicas.

O que lhe pergunto é por que é que a REFER, tendo um nível de endividamento também ele altíssimo, tem resultados tão diferentes de outras empresas também com níveis de endividamento extraordinariamente altos, como é o caso, por exemplo, das Metro? Por que é que num caso temos perdas elevadíssimas, astronómicas e noutro caso não aparecem perdas desse montante?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Almeida Digo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — É uma resposta difícil no sentido em que para nós isto foi natural, ou seja, sempre tivemos

uma postura muito conservadora em relação a este tipo de questões, desde logo, sobre os subjacentes que estavam por trás dos derivados.

Só para dar uma ideia, a REFER sempre privilegiou, em termos de financiamentos, o recurso ao Banco Europeu de Investimentos, obviamente porque o Banco Europeu de Investimentos oferece condições muito mais vantajosas no financiamento. Não existe um *swap* sobre uma operação BEI, porque a proteção já estava feita e a otimização já estava feita. Portanto, não fazia sentido. Da mesma maneira que nunca fizemos nenhuma operação de derivado sobre linhas de curto prazo, endividamento de curto de prazo. Não fazia sentido.

Portanto, essa proteção, sempre muito conservadora naquilo que era a exposição ao risco, reservávamos apenas para as emissões obrigacionistas que fazíamos em mercado. Essas, sim, tinham de ser protegidas e otimizadas; as outras estavam otimizadas por natureza, no caso do BEI.

Diria que aquilo que a REFER tinha era uma noção muito conservadora dos riscos e muito balizada nos riscos que estava disponível para assumir.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — Falou agora, mais uma vez, da abordagem muito balizada e há bocado utilizou a expressão abordagem conservadora e de aversão ao risco, de minimização do risco.

Gostava que nos explicasse um bocadinho melhor, até para ver se nós, *a contrario*, conseguimos perceber. Não lhe vou perguntar que tipo de *swaps* e com que critérios eram subscritos, vou perguntar-lhe ao contrário. Ou seja, o facto de a abordagem ser conservadora e adversa ao risco significa que havia determinados *swaps* que eram recusados, significa que

havia determinados contratos que a empresa não estava disposta a fazer, que implicavam determinados riscos que não estavam dispostos a correr. Importam-se de descrever esses contratos que foram recusados e se essa situação se verificou, alguma vez, nalgum caso concreto? Houve bancos a fazerem propostas dessa natureza que tenham sido recusadas?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Almeida Digo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — A título de exemplo, foram-nos oferecidos por diversas vezes derivados com indexantes proprietários, recusados, pura e simplesmente, porque não compreendíamos. Portanto, ou tínhamos capacidade de os acompanhar, de os compreender,... e também era importante que tivessem liquidez no mercado, ou seja, quando faço um *swap* que tenha indexantes de mercado tenho a capacidade de, porventura, desfazer aquele *swap* com outro banco qualquer, portanto, tenho liquidez, tenho mercado. Num *swap* proprietário não tenho. Não só não domino o indexante proprietário, como, depois, fico refém do banco que tem esse índice proprietário. É um exemplo.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — Já passaram aqui vários contratos dessa natureza. Volto a perguntar-lhe: consegue dar-me exemplos de situações concretas em que isso tenha sido proposto à REFER, ou seja, se era uma prática corrente os bancos fazerem esse tipo de proposta?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Almeida Digo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Este tipo de proposta, era, sim, aparecia com alguma frequência. Talvez numa determinada altura, que não consigo isolar, lembro-me que a determinada altura parecia que era moda este tipo de operações.

Aliás, o mercado financeiro tem muito de modas. Mas, é verdade, durante um período, este tipo de operações aparecia com alguma frequência.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — Só para finalizar, em relação à questão da tutela, já nos disse aqui que o tipo de gestão financeira que era feita e a gestão destes instrumentos estava na autonomia da empresa. Creio ter percebido corretamente.

O que pergunto é se havia indicações da tutela ou a tutela sabia que tipo de gestão financeira era feita, se era feita uma gestão financeira mais conservadora, mais arriscada, o que é que entendiam por gestão conservadora e o que é que entendiam por gestão menos conservadora. Havia alguma indicação nesse sentido? Havia alguma informação nesse sentido?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra o Sr. Dr. Alberto Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — A gestão financeira, a gestão do risco de taxa de juro na REFER começou antes do meu período, portanto, alguma informação que consegui recolher sugere-me que foi colocada alguma cautela devido ao contato com a DGTF, devido a alguns contatos que houve também com o IGCP nesta matéria. Sinceramente, não



sei se houve alguma comunicação formal à tutela no sentido de dizer que se iria fazer a gestão do risco financeiro e em que moldes é que ele iria ser feito.

Sei que, desde 2003, nos relatórios e contas, que é o meio por excelência de comunicação, achamos nós, com a tutela, é feita a referência aos termos e às políticas da gestão da carteira de risco pela REFER.

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

A Sr.<sup>a</sup> Cecília Meireles (CDS-PP): — Para finalizar, direi que, nestas matérias, como noutras, a tutela tem a informação que entende ter, tem a informação que a empresa entende prestar e tem a informação que ela, tutela, entende perguntar. Ou seja, a tutela, querendo a informação, a qualquer momento pode tê-la. Pergunto é se nalgum momento lhe disseram alguma pergunta ou fizeram alguma pergunta à REFER sobre o tipo de gestão que era feita e sobre o tipo de instrumentos que eram utilizados ou se, pelo contrário, a tutela entendeu que esta questão era da autonomia da empresa e, pura e simplesmente, não quis saber.

O Sr. Presidente: — A pergunta está colocada e quem deve responder vai responder.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Naquilo que diz respeito aos financiamentos de médio e longo prazo, conforme disse ainda há pouco, obrigatoriamente careciam de autorização tutelar. Era obrigatório, portanto, decorre dos próprios estatutos.

Naquilo que dizia respeito aos derivados, não, e tirando aquela cronologia de pedidos de informação de há pouco, que me recorde, nunca

foi pedia informação concreta destinada à questão dos *swaps* para além daquela que a empresa reportava nos seus relatórios.

O Sr. Presidente. — Vamos agora passar à segunda ronda, começando pelo Sr. Deputado Bruno Dias.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Coloco uma última pergunta, que tem a ver com uma questão crucial de toda esta discussão, a qual foi mencionada pelo Dr. Alberto Diogo na sua intervenção inicial e que não temos tratado com a profundidade que merece. Trata-se do subfinanciamento crónico da empresa, que é o problema de fundo que está na origem de tudo isto.

Difícilmente teríamos situações deste tipo, aliás, atrevo-me a dizer que dificilmente teríamos esta Comissão de Inquérito e esta discussão se o serviço público que é acometido a estas empresas fosse devidamente sustentado por um modelo de financiamento. Isto é um ferrete — desculpem-me a expressão —, ou melhor, é uma carapuça que serve a todos os governos das últimas décadas.

O problema é o endividamento da REFER, que dificilmente pode ter outra explicação que não esta do subfinanciamento, porque é impossível ter lucro com a taxa de uso, e não para de aumentar.

A receita dos últimos anos tem sido a de asfixiar o investimento do ponto de vista do desenvolvimento da rede ferroviária, tem sido o encerramento de centenas de quilómetros de via-férrea e tem sido, tal como em praticamente todas as outras empresas – a expressão é minha – o roubo dos salários, do décimo terceiro mês, do subsídio de férias e de natal, os cortes salariais, etc.

Todo este dinheiro que tem sido «poupado», tirando a quem mais precisa, que são os trabalhadores e os utentes, no caso do transporte direto,

como diria o povo, vai para a «cova de um dente» relativamente aos custos de financiamento, ao endividamento e à dívida histórica destas empresas. Já vamos em 6,9 mil milhões de euros no final do ano passado e este ano não será para melhor.

Pergunto-lhe se as opções que estão a ser levadas a cabo — porque é muito difícil ser bombeiro no inferno, de certeza —, se a estratégia e a opção do acionista e do Governo nesta matéria, estão a permitir ou a apontar para se resolver esta situação e a raiz do problema do que estamos aqui a discutir.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alberto Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Desde que me lembro que houve tentativas da REFER, naquilo que diz respeito à gestão da infraestrutura, principalmente, no sentido de assinar e contratualizar com o Estado aquilo que era o serviço público, sem sucesso. Desde que estou a na empresa, e já lá vão alguns anos, lembro-me disso. Os processos reiniciam-se. Neste momento estão a decorrer conversas com as tutelas no sentido de voltar a este tema, no sentido de definir um contrato-programa que enquadre as atividades desenvolvidas pela REFER e as financie.

Devo dizer que, nesta altura, o quadro da REFER é muito diferente do que era no passado, porque a REFER passou a integrar o perímetro de consolidação do Estado.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Já não vale a pena esconder!

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — É impossível!

O Estado colocar dinheiro como capital ou emprestar dinheiro como indemnização é igual, porque está dentro do perímetro do Estado.

A empresa tem feito um esforço e é um esforço que não começou agora. É um esforço consistente, que vem dos últimos anos, de redução de custos, não apenas redução de custos salariais mas de custos de operação, otimizações e investimentos que conduzam a poupanças. Ou seja, tem sido feito um esforço muito grande para uma maior racionalidade na escolha dos investimentos, e há resultados. A empresa tem vindo a diminuir consecutivamente os seus défices operacionais — não falo dos défices financeiros, porque esses, ... apesar dos cortes salariais.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Lá está a «cova do dente»!

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Para quem é da REFER, devo dizer que é muito importante este equilíbrio operacional. Obviamente que há uma responsabilidade do Estado e essa responsabilidade enquanto serviço público deve ser medida, deve ser controlada e deve ser rigorosa, evidentemente.

O Sr. Presidente: — Sr.<sup>a</sup> Deputada Mariana Mortágua, faça o favor.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — Uma das conclusões que temos tirado ao longo das várias audições é que há muitas diferenças ou algumas diferenças entre empresas públicas, há um ponto em comum que tem a ver com esta questão do subfinanciamento. Portanto, há a aprovação de investimentos que não têm um financiamento garantido a não ser a ida ao mercado e a dependência total da banca, nas circunstâncias em que isso é possível. Por outro lado, a falta de contratos-programa, de não saber quanto

é que se recebe para o ano e ser impossível fazer um planeamento de longo prazo, porque não há um financiamento plurianual estável, constante, etc. E é óbvio, e é uma das conclusões que temos tirado, que a falta de preocupação ao longo das várias tutelas e anos se prende unicamente com o facto de estas empresas não fazerem parte do perímetro de consolidação da dívida pública.

Portanto, aquilo passava-se «fora da vista, longe do coração», como se costuma dizer, ou seja, fora do perímetro de consolidação, e por alguma razão isto tornou-se um problema agora e não antes. É porque agora foi preciso consolidar!

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Pois claro!

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — E isto responsabiliza as várias tutelas que foram passando e foram fingindo que não conheciam o que conheciam, preferindo não ver o que estava à vista. Este é um dos problemas.

O segundo problema, que está ligado intimamente ao primeiro, tem a ver com a falta de orientações relativamente aos limites ao risco a tomar, e portanto deixa ao nível da gestão financeira discricionariedade na forma como se assumem os riscos ou não.

E já percebemos aqui, apesar de haver algumas opiniões que tentam provar o contrário, que há um *trade-off* entre risco e ganhos financeiros.

Portanto, há limites a este *trade-off*, há limites de risco a assumir e o que sabemos é que em grande parte das empresas públicas, quer por pouca prudência por parte da gestão, quer por uma situação de dependência e fragilidade por parte da situação financeira da empresa, esse risco foi demasiado e por isso as perdas são altíssimas.

Estas são duas conclusões que tiro.

Tenho uma última questão. A conclusão que tiro relativamente à REFER — e gostaria que me dissesse se estiver errada, mas não creio, neste caso — é que de facto houve uma gestão ativa da carteira de derivados da REFER. E é preciso assumi-lo: não foi para proteger o risco de variação de taxa de juro, foi uma gestão ativa da carteira para tentar de alguma forma minimizar custos de financiamento ou obter alguns ganhos financeiros através da gestão de derivados. Sobre isto tenho duas perguntas.

A primeira é a seguinte: na carteira de derivados da REFER há uma coisa que não encontramos noutras carteiras, que é *swaps sobre swaps*.

Há três *swaps* feitos em 2005 — Merrill Lynch, Barclays e BPI. Depois, exatamente na mesma data em que estes *swaps* são contratados, é contratado um *swap* com a JP Morgan, que visa fazer um *swap* sobre o *swap* do Barclays e do BPI. Este *swap* é reestruturado várias vezes. Dá-se a situação que o próprio *swap* do BPI, que é subjacente, é cancelado, mas mantém-se o *swap* sobre o *swap* de um *swap* que já foi cancelado e, em 2010, faz um novo *swap* sobre o *swap* do Barclays. Portanto, o *swap* do Barclays tem dois *swaps* sobre um *swap*. Se isto não é uma gestão muito ativa e muito criativa de uma carteira de derivados, não sei como é que hei de classificar.

Portanto, para além disto, que é um facto — há uma gestão ativa e *swaps sobre swaps* —, a minha pergunta é se alguma vez houve alguma instrução por parte da tutela para uma gestão ativa da carteira com vista à minimização de custos de financiamento ou à maximização de ganhos financeiros.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alberto Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Faço um comentário ao comentário. Não faço a apologia da integração das empresas no perímetro do Estado. Não faço! E não faço porque tenho tido a experiência de que a disciplina orçamental do Estado é incompatível com a vida de uma empresa. Tenho essa demonstração todos os dias. Já as regras de execução orçamental foram muito bem-vindas.

Nós, enquanto empresa, temos instrumentos e utilizamo-los todos os anos. Desde 93 que a empresa submete à aprovação das tutelas os instrumentos provisionais de gestão, que são plurianuais, e até hoje nunca vi um plano desses aprovado. E deve ser essa a base do controlo da gestão das empresas.

O controlo orçamental do Estado tem muita burocracia. Vou dar só um exemplo e passo a responder às perguntas.

Um processo de contratação pública demora, em média e a correr bem, nove meses. A disciplina orçamental do Estado obriga — e quero referir aqui que a atividade da REFER é uma atividade continuada, permanente, 24 horas sobre 24 horas — que os contratos plurianuais careçam de despachos conjuntos para poderem avançar com a contratação. Em média, esses despachos conjuntos estão a demorar nove meses. É impossível gerir uma empresa e um serviço continuado com nove meses de contratação e mais nove meses para obter despachos de aprovação.

Isto é um problema do Estado. As autorizações demoram o tempo que demoram, e isto não é compatível. Ou a gestão das empresas assume riscos na contratação, assume riscos, porque muitas vezes, se calhar, é obrigada, para manter o serviço, a fazer ilegalidades no sentido do cumprimento da contratação pública ou, então, para os serviços. Esta é a verdade.

Portanto, existem instrumentos para controlar as empresas e esses instrumentos são os planos de atividade e orçamentos.

Em relação às perguntas que fez, já me esqueci.

O Sr. Presidente: — Tinha a ver com os *swaps* sobre *swaps*.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Penso que a Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira poderá responder. Não é tão complicado como parece.

O Sr. Presidente: — Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira, tem a palavra.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — A Sr.<sup>a</sup> Deputada fez o mapa e isso é importante. Eu também fiz aqui uma cronologia dessas operações.

Temos de separar o que eram os 300 milhões, em que 50% desse *eurobond* sobre o qual estavam os *swaps*. Portanto, 300 milhões é uma operação de *pre-hedging* que foi celebrada antes da obtenção da autorização tutelar para a celebração da emissão, que, como referi anteriormente, demorava meses a ser obtida. Mas o mercado não se compadece desses *timings*, portanto as taxas vão variando constantemente e a empresa optou por fixar a taxa naquele momento prévio à celebração da emissão.

Essa operação só se tornava efetiva, só começava a contar a partir do momento em que se celebrava a emissão, que foi depois em março de 2005. Ou seja, foi contratada no final de 2004 e começou os seus efeitos a partir de março de 2005. Nessa mesma altura, então, são celebrados dois *swaps*, dois *plain vanilla*, que fazem o *swap* daquilo que resultou da emissão, que era uma taxa fixa a 4%, que faz o *swap* de fixa para variável, com 150



milhões com um *spread* de 151 sobre a Euribor e outro de 157. A média dá 154, que foi «casar» com a «perna» recebedora do *swap* de *pre-hedging* que entretanto já estava em vigor. Portanto, nessa perspectiva, não havia aqui o *swap* do *swap*, porque, sinteticamente, o que é que eu tinha? Tinha uma operação sobre 300 milhões de euros e estava a pagar naquele *eurobond* sobre 300 milhões de euros aquele *step-up* que está na «perna» pagadora do *swap* da JP Morgan. Ok?

Sinteticamente e com o horizonte temporal, é isto que resulta. Porque os fluxos vão-se anulando, ok?

Depois, sobre os outros 150 milhões, que são realizados com a Merrill Lynch, são exatamente 150 milhões. Portanto, o *eurobond* era de 600 milhões de euros, temos um conjunto de operações que sinteticamente cobrem 300 milhões de euros, portanto, 50% desse *eurobond* de 600 e mais 150 milhões, dando um total de 450 milhões sobre os tais 600 do *eurobond*. Portanto, nunca ultrapassando aquilo que era o subjacente. Ok?

Portanto, efetivamente houve *swaps* sobre *swaps*, mas que, sinteticamente, se anulavam.

Em 2008, com a evolução das taxas de juro, com a subida das taxas de juro no curto prazo — houve uma grande subida das taxas de juro no curto prazo —, começou a existir um movimento de *flattening* da curva, portanto, de diminuição da inclinação da curva da taxa de juro do euro.

Ora bem, tanto o *swap* da JP Morgan como o *swap* da Merrill Lynch tinham uma componente de risco associada à inclinação da curva, pelo que, quanto mais inclinada fosse a curva, o risco tinha maior probabilidade de não se materializar e, portanto, era melhor para a operação. Mas este movimento de *flattening* começava a ser posto em risco e a tornar possível a inversão da inclinação da curva. A empresa decidiu, então, fazer ajustes pontuais nestas operações, fazendo exatamente o quê? Passando para o ano

seguinte a observação dessas contingências. Portanto, logo a partir de 2007/2008 passou para 2009. Isto foi um momento, depois, em 2010 — e isto por contraponto, também para explicar, porque, já agora, explico tudo —, como é que conseguimos puxar a contingência para a frente? Tivemos de pagar. Obviamente, foi aumentando a taxa fixa associada a esses dois *swaps*. Não houve pagamentos a pronto, foi através da própria estrutura.

Em 2010, as taxas de juro do euro já estavam a cair muito e, portanto, os *plain vanilla*, os tais que faziam aquele movimento intermédio nos 300 milhões, tinham muito valor positivo, tinham, cada um deles, um valor positivo próximo, se não me engano, dos 11 ou 12 milhões de euros. E, obviamente, o facto de, em 2008, ter aumentado a taxa fixa também era bom, já que as taxas estavam a descer e queríamos reduzir este custo de oportunidade, queríamos fazer esta gestão ativa. Então, começámos a pensar como é que conseguiríamos monetizar aqueles ganhos nos tais dois *plain vanilla* e embebê-los na própria estrutura da JP Morgan. E, então, o que é que aconteceu? O do BPI monetizámo-lo; quanto ao do Barclays, as cotações que o Banco nos deu não eram muito adequadas àquilo que, entretanto, estava a ver ali à minha frente...

*Risos do Deputado do PCP Bruno Dias.*

... e, portanto, fomos tentar ver outras opções. E, então, qual era uma opção? Era exatamente fazer um espelho, um espelho com a JP Morgan, em que ela entrava nesse *swap* do Barclays, mas em espelho, e, depois, posteriormente, fazíamos a *novation* das duas operações, ou seja, os bancos passavam, entre eles, a ser contrapartes e, com isto, a JP Morgan baixava.

Infelizmente, não conseguimos fazer a *novation*. Estivemos em negociações para fazer a *novation*, mas não conseguimos fazer a *novation*

e, entretanto, entrámos em 150 milhões com o BNP Paribas. Entrámos, em 2009, com o BNP Paribas, que foi desfeito em 2011, com 7 milhões de euros positivos.

Penso que isto resume e sintetiza o que se passou. Não sei se fui clara... Efetivamente, houve *swaps* de *swaps*, tinham uma estratégia perfeitamente definida de redução de custos, mas não controlamos todas as variáveis.

Já agora, do cômputo geral, só para ter ideia, fizemos um exercício que me parece interessante mostrar, que é o seguinte: neste *eurobond* de 600 milhões de euros, todas as operações de *swap* que foram realizadas resultaram numa poupança, em encargos financeiros, de 5,2 milhões de euros. Isto representa 9 *basis point* ao ano e, portanto, meio milhão de euros por ano. E temos este exercício feito para cada um dos subjacentes que estavam a ser cobertos, em que é interessante constatar que, em todas aquelas operações de financiamento que estavam a taxa variável e que foram «swapadas» para fixa, em todas elas, o *swap* resultou num incremento da taxa de juro associada ao financiamento, exatamente pelo tal custo de oportunidade a eliminar a incerteza, aquelas que tinham um grau de risco associado permitiram baixar... Portanto, acho que isto é uma demonstração clara de que, de facto, há aqui uma... Cada operação subjacente tinha a sua história e, na carteira, tudo isto se equilibrava.

A Sr.<sup>a</sup> Mariana Mortágua (BE): — *Por não ter falado ao microfone, não foi possível registar as palavras da oradora.*

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Como?

O Sr. Presidente: — Peço desculpa, mas vou dar a palavra ao Sr. Deputado Carlos Santos Silva, que talvez queira prosseguir com este tema.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Sr. Presidente, quero pedir desculpa à Sr.<sup>a</sup> Doutora, na medida em que eu estava a dizer que, para explicar um *swap* de um *swap* de um *swap* só podia ser com esse grau de detalhe e, pelo meio, atrapalhei a sua intervenção.

O Sr. Presidente: — Não se notou, Sr. Deputado.

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Quero apenas deixar duas ou três notas finais.

O Deputado do Partido Socialista referiu que o PSD usa uma narrativa que tem em vista dizer que não se sabia de nada.

Ora, porque isso foi frisado, volto a referir o seguinte, em jeito de análise: o que dizer, então, das expressões do Sr. Presidente da CMVM, em 2007, quando dizia que as empresas públicas do setor empresarial do Estado deveriam ter o mesmo modelo de gestão que as empresas do setor privado?! Sobre isto, penso que o Governo não aprendeu nada, não verificou nada e não mudou nada.

O que dizer, também, da existência de um EMTN (*Euro Medium Term Note*), em 2008, que foi aqui explicado, e bem, por vós, há pouco, em que os senhores afirmaram perentoriamente a participação da tutela — neste caso, presumo ser o Governo — neste tipo de operação?!

O que dizer, também, da ausência de informação, de *mails*, da tutela para a empresa, como vocês, há pouco, expressaram, quando fizeram a cronologia da quantidade de *mails* que, entretanto, foram remetidos, a partir de 2012?!

Portanto, isto só prova que, na realidade, ninguém sabia de nada, que estava um *tsunami* à deriva no País, que era qualquer coisa como 30 000 milhões de euros em endividamento, e a tutela nada fez. Esta é que é a verdadeira questão!

Voltando, aqui, à questão dos *swaps*, que me parece bastante importante, sobre a gestão prudente, conservadora e diligente e sobre esta gestão ativa que os senhores fizeram, que, para mim, é muito relevante, ela só foi gestão ativa porque lhes foi permitido fazer essa gestão ativa, porque os senhores souberam escolher modelos de gestão ativa, porque outras empresas não o fizeram e amarraram-se, blindaram-se em contratos relativamente aos quais, ainda hoje, meu Deus, não se sabe como vão ser resolvidos. Aliás, de resto, alguns deles estão para ser resolvidos em tribunal.

Portanto, nesta situação, é de elogiar o facto de terem utilizado mecanismos para chegarem a esta gestão ativa. De resto, fizeram-no de tal forma com sucesso que conseguiram taxas de financiamento inferiores a 5%, que é aquilo que a Comissão Europeia requer como taxa de rentabilidade para os projetos que financia, o que é de relevar. Mas é de relevar também que o conseguiram fazer a custos muito mais baixos do que a própria República Portuguesa. Portanto, nesta circunstância, o sucesso que tiveram na obtenção de 40 milhões, em benefício e redução de custos de capital, é muito importante. O que vos pergunto é se isto se deve ao facto de terem *swaps* complexos, mas sem risco.

O Sr. Bruno Dias (PCP): — Têm de explicar tudo outra vez!...

O Sr. Carlos Santos Silva (PSD): — Friso este aspeto, porque é dito que, na REFER, há *swaps* especulativos, há *swaps* com muito risco e, por

isso, pergunto-lhes se são ou não ou se são *swaps* complexos, mas sem risco. E, já agora, se calhar, aproveitavam para explicar um bocadinho o que é um *swap* complexo e um *swap* especulativo, por forma a que nós, Deputados, possamos ficar mais bem informados.

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr. Deputado, devo dizer que me tenho feito a mesma pergunta e até fui ao dicionário e trouxe a definição de «complexo» e de «especulativo». «Complexo» é um adjetivo composto por diversos elementos interrelacionados, pelo que é verdade, a REFER tinha *swaps* complexos. Mas complexo não significa que não possa ser gerível e que seja opaco. Opacos não tínhamos.

Quanto ao «especulativo», também tirei a definição: é uma operação comercial — enfim, é uma definição — que visa obter lucros — eu acrescentaria perdas — exagerados ou pouco legítimos. Pois, lucros exagerados ou poupanças exageradas não tivemos e pouco legítimas, certamente, também não tivemos.

Portanto, especulação não fizemos, mas, obviamente, isto depende muito do sentido de especulação. Abrimos algum risco? Abrimos algum risco, mas foi um risco assumido, controlado e gerido.

É o que posso dizer.

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

O Sr. João Galamba (PS): — Sr. Presidente, em jeito de síntese, penso que podemos concluir que havia uma equipa profissional e com muito conhecimento da matéria instalada na REFER e que, no âmbito da sua autonomia de gestão, repito, autonomia de gestão, tomou as decisões que entendeu adequadas, contrabalançando custos de financiamento e risco, e tomou decisões no âmbito dessa autonomia de gestão. Outras empresas, com a mesma autonomia de gestão, tomaram decisões diferentes.

Ora, quando duas empresas que estão sujeitas à mesma tutela, nas mesmas condições de mercado, tomam decisões diferentes, a responsabilidade é das equipas de gestão e não da tutela.

O que a tutela devia ter feito era criar os instrumentos para que essas decisões de gestão autónomas pudessem ser avaliadas e, depois, se se chegasse à conclusão de que tinha havido equipas de gestão que tinham gerido mal, demiti-las ou responsabilizá-las.

Gostava de saber se consideram ou não que esses instrumentos foram sendo criados. Existiam na REFER, por determinação da CMVM, que obrigava a refletir o *mark-to-market* nas contas públicas das empresas, mas não havia noutras, passou a haver mais tarde, concretamente, como vimos há pouco, só com a publicação do decreto-lei do Sistema de Normalização Contabilística e, portanto, só no relatório e contas de 2010 e, conseqüentemente, só publicado em 2011.

Gostava que comentassem isto, se isto é ou não verdade e se consideram que é assim que deve ser, ou seja, as equipas de gestão e as administrações das empresas, todos os órgãos de supervisão e revisores oficiais de contas, tomam um conjunto de decisões e monitorizam se elas acontecem ou não, e isso tem de ser refletido nas contas. O Estado, depois, verificará se esses resultados correspondem ou não aos objetivos.

Agora, quero fazer uma pergunta à Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: como é que classifica uma responsável financeira que dá um parecer a um empréstimo que tem associado um *swap* e, portanto, o custo desse empréstimo depende, necessariamente, do *swap* que lhe está associado? Pensa que é possível dar um parecer financeiro definitivo sobre um empréstimo que tem, necessariamente, um *swap* associado, *swap*, esse, que vai alterar a estrutura de taxa de juro desse mesmo empréstimo? É possível dar um parecer financeiro olhando apenas para o empréstimo e ignorando se o *swap* é do tipo *a*, do tipo *b*, do tipo *c*, se tem risco *x* ou risco *y*? Considera possível dar um parecer desta natureza ou considera que, perante uma informação parcial, é melhor dizer «não tenho, neste momento, condições para dar um parecer positivo sobre esta matéria»?

O Sr. Presidente: — Tem a palavra, Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo.

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Em relação à primeira questão, Sr. Deputado, diria que esses mecanismos foram aparecendo. Atualmente, são celebrados contratos de gestão com as administrações e é fundamental haver contratos-programa, que ainda não existem. Mas, depois, há que ser consequente e, geralmente, é aí que as coisas começam a falhar, ou seja, implementam-se os mecanismos, implementam-se as coisas, mas, depois, tem de haver uma avaliação, tem de haver consequências.

É o que posso dizer.

O Sr. Presidente: — Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira, querendo, tem a palavra, para responder.



A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Sr. Deputado, relativamente à sua segunda questão, aquilo que lhe posso dizer é que depende de como a informação me chegasse. Portanto, só sabendo que tipo de informação me chegava é que consigo responder à sua questão. Se, eventualmente, me fizessem chegar uma operação de financiamento com todos os detalhes dessa operação de financiamento, com todos os detalhes da operação de derivado...

O Sr. João Galamba (PS): — Sem detalhes da operação.

A Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira: — Sem detalhes da operação, se tiver essa incumbência, se fizer parte das minhas funções, é uma coisa; se não tiver responsabilidade sobre a área de risco é outra coisa, não é? Não me vou pronunciar sobre uma coisa sobre a qual não tenho informação e que não é da minha área de atuação. Se a minha área de atuação for sobre dívida, muito bem; se for sobre dívida e risco já é diferente, não é? Dou um parecer de maneira diferente.

Sr. Deputado, nos organismos públicos e nas empresas temos de ser muito zelosos sobre qual é o nosso âmbito de intervenção.

Por exemplo, na REFER temos a área da contabilidade, que atesta sobre a contabilidade, e a área do orçamento, que atesta sobre a cabimentação orçamental. Quando pedem pareceres não é só à Direção de Economia e Finanças, é à Direção e aos seus vários departamentos e tem de ser o específico da fiscalidade que fala sobre a fiscalidade, o específico da área da tesouraria que fala sobre a tesouraria e sobre os prazos de pagamento, e depois, então, há um que congrega tudo, e damos um parecer único, porque somos uma única entidade.

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

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Sr. Presidente, aproveito para cumprimentar o Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo e a Sr.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira.

Queria fazer uma observação e terminar com uma pergunta, para que não perpassse aqui que tudo isto correu melhor na REFER por uma questão de sorte, pois ficou patente nesta audição que houve competência e a tal gestão prudencial que o Tribunal de Contas recomenda e que todos nós reivindicamos.

Tenho dito aqui que não é legítimo alguns administradores de empresas públicas terem feito alguns *swaps* que fizeram (não é o vosso caso), porque em 2006 houve um relatório sobre a situação do setor empresarial do Estado; em 2007 saiu uma resolução para o bom governo societário; em 2008, saiu a obrigação de reporte trimestral. Como dizia, e bem, preservou-se a manutenção da autonomia das empresas, mas deu-se à tutela capacidade para saber o que se passava. Ora, a tutela não quis saber e isso é uma responsabilidade da tutela!

Disse Teixeira dos Santos: «Metro do Porto e Metro de Lisboa não responderam, em 2009, à informação». Mas não demitiu as administrações!

Portanto, quando uma tutela obriga a tudo isso e vê que um administrador por ela nomeado não responde e não cumpre e o administrador ainda assim lá fica, isso só tem uma palavra: incompetência da tutela e incompetência dos administradores! Deveriam ter sido demitidos e isso não aconteceu.

Depois, queria dizer-lhe que a REFER, de facto, fez *swaps* complexos. Na escala do IGCP, de zero a cinco, pelo menos o do Barclays

tem classificação quatro, ou o da Merrill Lynch... É que eles são tantos e não fiz um mapa, portanto, perco-me no meio da documentação.

Mas pela explicação que deu percebeu-se que a REFER fez um acompanhamento contínuo da situação, usou do bom governo prudencial, ao ponto de ter recusado fazer *swaps* com índice proprietário, como aqui reconheceu. Houve bancos a propor, era até uma «moda», e VV. Ex.<sup>as</sup> disseram «isso não fazemos, porque nós não controlamos e não temos acesso à informação». Pois, houve administradores que fizeram, que assinaram vários «de cruz» e depois disseram «bom, nós não prevíamos um cataclismo» Nem nós prevíamos o cataclismo dessa gestão!..

Diz o IGCP — e termino com esta pergunta — que, de facto, se todos os *swaps* tivessem estruturas simples ou menos complexas, e vamos dar como bons não aqueles *swaps* com *day 1 PV* grave no próprio dia ou com estruturas que estão claramente a verter para o lado do banco, porque alguns administradores disseram...

Mas, depois, a pergunta que se coloca é: *ok*, ninguém previu o cataclismo. Então, o que é que fizeram a seguir? Tentaram reestruturar? Tentaram renegociar? Alguns disseram «sim, mas não tivemos sucesso», o que prova que os bancos estavam a ganhar e não quiseram perder e as empresas estavam a perder e continuaram a perder. Aliás, havia vários *swaps* com *caps* que não tinham retorno.

A minha pergunta é se concorda com esta afirmação (e acho que acabou por acontecer com a REFER, por isso, é importante percebermos isto para entendermos quem fez bem e quem fez mal) de que em *swaps* com estruturas menos complexas é mais fácil chegar a acordo com os bancos, é mais fácil reestruturar, é mais fácil fazer aquilo que a Sr.<sup>a</sup> Doutora disse, até pôr a banca a negociar entre si. Essa, sim, foi uma facilidade, porque, se tivessem outra estrutura, porventura estariam a dizer

aqui «fomos à banca e eles disseram-nos que não». Queria saber se foi, ou não, esse o cuidado que tiveram.

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

O Sr. Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo: — Sr. Deputado, sim, é exatamente isso. Ou seja, um *swap* com um índice proprietário colocamos reféns de um banco, obviamente.

Porém, ainda há pouco da Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira apontou aqui um exemplo de um *swap* muito simples, um *plain vanilla*, que não conseguimos desfazer com o banco com o qual o fizemos.

Depois, a capacidade que existe é a tal questão de poder negociar como outro banco um «espelho» e poder alcançar aquele que era o objetivo, que era anular.

Foi sempre esse o cuidado que houve na gestão de risco, foi exatamente o de compreendermos para podermos acompanhar, porque só se podia fazer gestão ativa se pudéssemos acompanhar, e tínhamos de compreender claramente os riscos que estávamos a assumir.

O Sr. Presidente: — Sr.<sup>as</sup> e Srs. Deputados, agradecendo mais uma vez ao Dr. Alberto Manuel de Almeida Diogo e à Dr.<sup>a</sup> Maria do Carmo Ferreira, dou por encerrados os nossos trabalhos de hoje.

Boa tarde a todos.

Está encerrada a reunião.

*Eram 19 horas e 35 minutos.*

A DIVISÃO DE REDAÇÃO E APOIO AUDIOVISUAL.