

(B) 553

IGCP
Instituto de Gestão do Crédito Público

Av. da República, 57 - 6.º
1050 -189 Lisboa - PORTUGAL
Tel. 351 21 792 33 00
Fax 351 21 799 37 95

Email: info@igcp.pt

30 AGO 2005

A Sua Excelência o
Secretário de Estado do Tesouro e das Finanças
Ministério das Finanças

N/ Ofício nº 3810
Lisboa, 29 de Agosto de 2005

Assunto : Propostas de realização de operações estruturadas com derivados financeiros

Exmo. Senhor, *John Hui de Bar,*

Junto anexamos a avaliação das propostas apresentadas pelo Barclays e Citigroup ao Gabinete do Senhor Primeiro Ministro.

Os documentos anexos decompõem-se da seguinte forma:

1. Análise síntese das propostas
2. Análise técnica das propostas
3. Avaliação técnica das propostas

Ficamos ao dispor para quaisquer elementos adicionais que julgar necessários sobre este assunto.

Com os melhores cumprimentos, *[Signature]*

[Signature]

Franquelim Alves
Presidente do Conselho de Administração

Anexo: os referidos

Análise das propostas de contratação de operações financeiras apresentadas pelo Barclays e Citi Group apresentadas ao Gabinete do Primeiro Ministro

1. Descrição sintética das propostas

1.1 Proposta do Barclays Bank

Termos da proposta

O Barclays propõe a contratação de um “constant maturity swap” a 30 anos nos seguintes termos:

- ✓ República paga a taxa Euribor a 6 meses e recebe o equivalente à taxa swap a dez anos, verificada em cada ano ao longo do prazo da operação, deduzida de 0,56% (56 b.p.)
- ✓ A partir do terceiro mês a República pode, se o diferencial entre as taxas de curto prazo e as taxas swap a 10 anos for superior a 56 bp receber antecipadamente o valor presente desse diferencial até à maturidade da operação
- ✓ Se exercer a opção após decorridos três meses, a República receberá um valor equivalente a 12,5% do capital subjacente ao swap e passará a receber um valor inferior até à maturidade (no exemplo, passaria a receber apenas a taxa swap a 10 anos menos 129 bps em vez de menos 56 bps). Aquele valor só se verificará se a inclinação da curva entre o curto prazo e dez anos for de 1,29%.

Racional da proposta

Entende o Barclays que a probabilidade de o diferencial de taxas de juro entre os dez anos e o curto prazo se reduzir é relativamente baixa e, por conseguinte, a República beneficiaria de uma eventual tendência para uma maior inclinação da curva de rendimentos.

Riscos associados

Se o diferencial entre as taxas de curto prazo e de médio e longo prazo se estreitar ou mesmo passar a ser negativo (não é a situação dominante em mercados financeiros mas acontece e já aconteceu no passado), a República portuguesa corre o risco de ter custos financeiros acrescidos com a contratação desta operação. Nos termos da proposta esse risco é quase ilimitado.

A operação só pode reverter, eventualmente, num encaixe “up front” se se verificar uma maior inclinação da curva. Contudo esse encaixe terá como consequência um custo maior nos anos subsequentes até à maturidade da operação (ver acima).

O prazo da operação – 30 anos – é muito elevado se considerarmos que a mesma se encontra associada à formulação de uma “view” sobre o comportamento das taxas de juro, na base da qual se alicerça uma expectativa de ganho financeiro.

1.2 Proposta do Citi

Termos da proposta

O Citi propõe a realização de três “swaps” tendo como títulos subjacentes as OT9,5% Fev 2006, OT 6,625% Fev 2007 e OT 5,85% Mai 2010, com as seguintes características:

- ✓ No vencimento do primeiro cupão o Citi paga o cupão e a República paga Euribor-200 bps;
- ✓ Durante dez anos Citi recebe taxa fixa e República recebe Euribor 6m com um cap de 3,75% até ao 10º ano;
- ✓ A partir do 10º ano o Citi tem uma opção de converter o recebimento a taxa fixa em Euribor 6m-100 bps.

Racional da proposta

O Citi alavanca a existência de Ot's com cupões elevados, pagando á república o valor desses cupões (com taxas fora de mercado) e montando subsequentemente uma operação de financiamento que, em última instância prolonga o financiamento dos cupões ainda por vencer daquelas obrigações por um período de 30 anos.

Riscos associados

O risco da operação é a criação de uma exposição à evolução das taxas de juro de curto prazo por um período de trinta anos para operações de dívida que têm maturidades residuais substancialmente inferiores (sempre inferiores a cinco anos).

2. **Análise destas propostas à luz da missão e do estatuto do IGCP**

O IGCP, á luz dos seus estatutos e da legislação enquadradora da gestão da dívida pública, tem acometida a responsabilidade de gerir a dívida pública directa na base de princípios de “.. rigor e eficiência...” com o objectivo de, nomeadamente “... a) Minimização dos custos directos e indirectos numa perspectiva de longo prazo; b) Garantia de distribuição equilibrada de custos pelos vários orçamentos anuais....” (Art. 2º, nº 2 da Lei Quadro da Dívida Pública.

O cumprimento daquela missão está enquadrado por um conjunto de documentos e normas internas aprovadas superiormente pelo Ministro das Finanças e que, do ponto de vista da gestão do IGCP, se materializam na existência de uma carteira de dívida “benchmark” que é estabelecida de acordo com uma estratégia previamente aprovada pelo Ministro das Finanças.

Nessa estratégia são definidos, entre outros, os seguintes parâmetros de gestão de risco da dívida pública:

- ✓ Perfil de risco de refinanciamento – limites máximos de dívida “outstanding” com maturidades a vários prazos;
- ✓ Perfil de risco de taxa de juro (refixing) – limites máximos de dívida “outstanding” com cupões de taxa de juro a fixar nas diversas maturidades;
- ✓ Duração da carteira – níveis de exposição ao risco de variação de taxas de juro.

O benchmark é, como o nome indica, a referência que guia a gestão activa da carteira real de dívida pública sendo também estabelecidos, superiormente, os desvios máximos que esta pode observar em relação àquele.

A estratégia de benchmark escolhida resulta do recurso a modelos de simulação bastante sofisticados que já incorporam as melhoras estimativas para:

- ✓ Evolução das taxas de juro e curto médio e longo prazo
- ✓ Risco de taxa de juro reflectivo no rácio juros de dívida pública/PIB.

Para efeitos de gestão activa da carteira de dívida, a Lei Quadro já referida permite ao IGCP a realização de “.. operações envolvendo derivados financeiros tendo por base as responsabilidades decorrentes da dívida pública...” (art. 12º nº 2).

O recurso a derivados financeiros permite aumentar a flexibilidade de gestão da carteira de dívida ao assegurar que, por um lado, as emissões de dívida pública sejam efectuadas nas melhores condições de mercado e de acordo com as expectativas dos investidores, e por outro que sejam contratadas operações de derivados que permitam adaptar as condições objectivas da carteira de dívida colocada no mercado à regras de gestão de risco estabelecidas nomeadamente no que respeita aos riscos de “refixing” e aos objectivos de duração.

Em complemento dos princípios atrás referidos, o IGCP, aprovou normas internas que estabelecem que “.... todos os contratos de swap terão de estar associados a um passivo existente na carteira de dívida directa do Estado.”

O IGCP contrata regularmente, com os OEVT's, operações de derivados de taxas de juro (swaps) para efectuar a gestão activa da carteira, mas sempre no quadro dos princípios atrás enunciados e tendo um passivo subjacente, o que não aconteceria nas operações propostas.

3. Conclusão

Tomando em consideração o atrás exposto o IGCP entende que as propostas apresentadas devem ser rejeitadas pelos seguintes motivos:

- a) A contratação destas operações violaria os princípios de gestão de dívida pública estabelecidos

~~Como atrás ficou referido só é possível contratar operações de derivados com a existência de activos subjacentes de maturidade equivalente.~~

~~Por outro lado, a maturidade das operações propostas implicaria a contratação de operações de horizonte totalmente fora dos objectivos de duração e risco estabelecidos no benchmark aprovado.~~

Acresce que os ganhos de curto prazo (ainda assim incertos) significariam onerar anos futuros com custos acrescidos e riscos de dimensão desconhecida, violando o princípio do equilíbrio intertemporal das responsabilidades financeiras do Estado.

- b) Do ponto de vista da natureza das operações, entendemos igualmente não serem operações aconselháveis

Ainda que com características diferentes ambas as operações têm implícito a obtenção de um encaixe inicial tendo por contrapartida uma exposição ao risco de taxa de juro durante trinta anos e em que o nível de prejuízos potencial pode ser muito elevado.

A assunção de um risco de taxas de juro por um período tão longo (30 anos) com o objectivo de antecipar um encaixe financeiro não nos parece ser de adequada prudência.

Lisboa, 29 de Agosto de 2005

Propostas de operações estruturadas com derivados financeiros
pelo Citigroup e o Barclays à República

O Citigroup e o Barclays apresentaram ao Gabinete do 1º Ministro propostas para a realização de operações estruturadas com derivados financeiros (*swaps* e opções) ¹ com o objectivo de criar receitas “extraordinárias” para o Orçamento do Estado, com possível impacto já em 2005.

Proposta do Citigroup

Através da contratação de operações de *swap* com *cash flows* não *standard*, o Citigroup prevê pagar à República um montante correspondente ao juro corrido de OT de cupão elevado (muito acima das actuais taxas de rendibilidade de mercado), nas respectivas datas de pagamento de cupão em 2006, por contrapartida do recebimento de uma taxa de curto prazo pela República sobre o(s) respectivo(s) valores(es) nominal(ais) dessas OT deduzida de um *spread* significativo. Este pagamento líquido à República por parte do Citigroup, que na prática corresponde a um pagamento “*up-front*”, não seria efectuado aquando da contratação da operação, mas apenas na primeira data de cupão daquelas OT, como forma de “ultrapassar” as convenções do Eurostat que tratam este tipo de pagamento como receitas de capital.

Este “ganho líquido” em 2006 seria suportado pela República, a partir de 2007, através de pagamentos de cupões a taxa fixa acima das taxas de mercado, e por períodos muito para além do reembolso do capital das OT subjacentes às transacções propostas, e pela venda de opções ao Citigroup. Com efeito, após as datas de maturidade das OT subjacentes (em 2006, 2007 e

¹ As propostas apresentadas pelo Citigroup à República, em 1 de Julho de 2005, correspondem, quase integralmente (há ligeiras nuances no momento da ocorrência dos *cash flows*, embora os objectivos e os instrumentos sejam exactamente os mesmos), às que tinham sido apresentadas a 13 de Agosto e a 27 de Setembro de 2004 e que tinham tido parecer negativo por parte da AGD por não se enquadrarem nas Normas de Procedimentos para a contratação de derivados financeiros em vigor no IGCP.

2010, respectivamente), a República entrará em operações de pura troca de *cash flows* sem passivos subjacentes.

Proposta do Barclays

O Barclays propõe a contratação de um CMS (*Constant Maturity Swap*) com uma maturidade de 30 anos e a compra de uma opção, com o objectivo da República assumir uma determinada perspectiva sobre a evolução futura das taxas de juro. Em particular, a operação visa tirar partido de uma perspectiva sobre a evolução do *spread* entre a taxa Euribor a 6 meses e a taxa *swap* a 10 anos – que este se iria manter a níveis acima dos 0,56% (o *break-even spread*) – não tendo, assim, por objectivo a gestão activa de responsabilidades decorrentes da dívida pública contratada, nem visando a melhoria das condições finais de um financiamento. A referida opção permite à República, ao fim de 3 meses do início do CMS e, se e só se a *Euribor* estiver abaixo da taxa a 10 anos², obter um eventual encaixe financeiro ainda em 2005, por contrapartida da renegociação do contrato CMS, com a subida do *break-even spread* de 0,56% para 1,29%. Ou seja, só para *spreads* entre a *Euribor* a 6 meses e a taxa *swap* a 10 anos superiores a 129 pontos base é que a República obterá um ganho líquido. Neste momento, aquela inclinação é de 113 pontos base na sequência de um movimento de descida que já vem de 2004.

(Em anexo, apresenta-se uma análise detalhada das propostas apresentadas pelo Barclays, e pelo Citigroup, a 23 de Junho e a 1 de Julho passado, respectivamente).

Parecer

O IGCP, cumprindo o estabelecido na Lei quadro da Dívida Pública, há muito que recorre à contratação de operações de derivados (...) visando uma eficiente gestão da dívida pública e a melhoria das condições finais dos

² Situação com uma probabilidade de ocorrência bastante elevada.

financiamentos (...). (Artigo 12º). Tomando como referência a carteira benchmark, aprovada pelo Ministro das Finanças (que estabelece o risco vs custo superiormente aceite para a carteira “passiva” de dívida), o Instituto reajusta o risco de taxa de juro da carteira que resulta da estratégia de financiamento, subordinada a objectivos de liquidez e eficiência do mercado das Obrigações do Tesouro, procedendo à sua gestão activa em função de expectativas de evolução futura das taxas de mercado, em consonância com as restrições em termos de risco impostas superiormente.

Na realização destas operações, e ainda de acordo com o referido no Artigo 12º nº2 da referida Lei, que estabelece que o IGCP pode (...) *realizar operações envolvendo derivados financeiros tendo por base as responsabilidades decorrentes da dívida pública (...)*, o Instituto estabeleceu nas suas normas internas sobre os procedimentos a seguir nestes casos (NP – 808, de 27 de Março de 2003) um conjunto de regras a que estas operações terão de obedecer, sendo de destacar, nomeadamente, (ponto 2.1.) que (...) *todos os contratos de swap terão de estar associados a um passivo existente na carteira de dívida directa do Estado.* Assim sendo, quando se trate de *swaps* de taxa de juro em euros (ainda no ponto 2.1.) estes deverão ser contratados numa (...) *base de cobertura perfeita ou e cobertura macro (...)*, sendo que (...) *no primeiro caso a data de vencimento do swap deverá coincidir com a data de vencimento do passivo subjacente e as datas de vencimento de juros do contrato de swap deverão estar alinhadas com as desse passivo. No segundo caso, os fluxos de juro do swap não têm de coincidir com as datas de pagamento de juros do passivo subjacente, no entanto, a data de vencimento do swap não pode exceder a do subjacente em mais de um ano (...).*

Estas regras de gestão da dívida pública directa decorrem dos princípios definidos na referida Lei quadro da Dívida Pública (Artigo 2º, nº2) que estabelece que (...) a gestão da dívida pública directa deverá orientar-se por princípios de rigor e eficiência (...) prosseguindo entre outros os seguintes objectivos: (...) a) *Minimização de custos directos e indirectos numa*

perspectiva de longo prazo; b) Garantia de uma distribuição equilibrada de custos pelos vários orçamentos anuais (...).

Em nosso entender, as operações propostas pelo Citigroup e pelo Barclays não obedecem, nem aos princípios atrás definidos nem se enquadram nas referidas Normas de Procedimentos internas em vigor³.

Face ao que precede, considera-se que deverão ser recusadas as propostas apresentadas pelo Citigroup e pelo Barclays, reiterando-se, assim, a posição já no passado superiormente transmitida.

Refira-se que propostas deste tipo são só muito esporadicamente apresentadas à República, dado ser do conhecimento dos intermediários financeiros, em particular dos OEVT, os princípios de rigor que o IGCP segue no âmbito da gestão da dívida pública directa portuguesa.

À consideração superior,

AGD/NEM/NSM, 25 de Agosto de 2004

³ Disposições que regem a auditoria externa à actuação do IGCP (Tribunal de Contas).

Proposta de realização de operações estruturadas com derivados financeiros

Nos documentos entregues pelo BARCLAYS, a 23 de Junho de 2005, e pelo CITIGROUP, a 1 de Julho de 2005, são apresentadas 2 propostas de operações estruturadas com derivados, prevendo ambas um encaixe significativo aquando do pagamento do primeiro cupão¹.

Segue-se uma análise detalhada das mesmas:

Proposta Barclays – Constant Maturity Swap + Option

Esta proposta propõe uma combinação de um CMS com uma maturidade de 30 anos² e a compra de uma opção. Esta opção permite à República, ao fim de 3 meses do início do CMS e, se e só se a *Euribor* estiver abaixo da taxa a 10 anos³, obter um eventual encaixe financeiro ainda em 2005, por contrapartida de uma renegociação do contrato CMS. Caso a República optasse por entrar numa transacção deste género, tal pressuporia a sua forte convicção de que a curva de taxas de juro não iria reduzir mais do que o actual declive pressuposto na curva das taxas *forward* e de que o *spread* entre a taxa *swap* a 10 anos e a taxa *Euribor* a 6 meses se iria manter a níveis acima dos 0,56% (taxa *breakeven* e declive da curva *forward* à data da proposta). Assim, no CMS, o Barclays pagaria um primeiro *cash flow* à taxa de 2,85%⁴ (3,41% - 0,56%), sendo que a República pagaria 2,12%⁴, durante o mesmo período – resultando num encaixe de aproximadamente 0,73% do nominal subjacente à transacção, caso a República optasse por não exercer a sua opção, na primeira data de pagamento de cupão. Em contrapartida, no caso da República optar por exercer o direito à opção (se e só se a *Euribor* estiver abaixo da taxa a 10 anos), a partir do 3º mês de vigência do contrato, o CMS seria renegociado dando origem a um encaixe/pagamento por parte da República por forma a 'neutralizar' a posição de *carry* do contrato, isto é, assumindo que as taxas se mantêm constantes desde o início do contrato e a data de exercício da opção (3 meses depois), os termos do contrato seriam alterados, durante o prazo remanescente

¹ No caso da proposta do Barclays o pagamento poderá ocorrer 3 meses após da contratação da operação.

² De notar que a República não tem emissões superiores a um- prazo de 15 anos, dada a obrigatoriedade da existência de passivos subjacentes nas operações com derivados, contemplada nas Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública, esta operação não poderia ser contratada pelo IGCP.

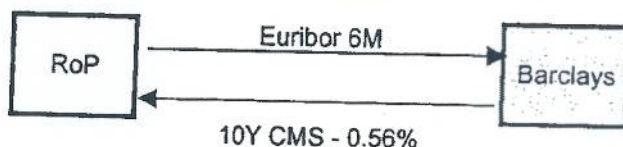
³ Situação com uma probabilidade de ocorrência bastante elevada. O valor de uma *call* sobre a *Euribor* a 6 meses, a 3 meses, com um *strike* igual a taxa *swap spot* a 10 anos (de notar que a curva de taxas de juro é positivamente inclinada e a taxa *swap forward* a 10 anos é superior à actual) é nulo.

⁴ Pressupondo as referências de mercado constantes na proposta: Taxa 10Y CMS – 3,41% e *Euribor* 6 meses – 2,12%

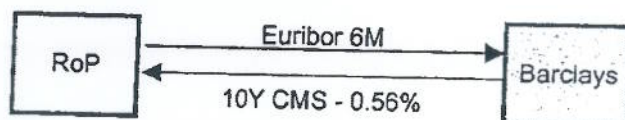
do mesmo – 29,75 anos: a República passaria a pagar *Euribor* e o Barclays passaria a pagar CMS 10Y deduzido de 1,29% (0,56% + 0,73%). No entanto, esta alteração dos termos da operação permitiria um encaixe para a República de 12,5%⁵ do nominal negociado.

Valor Nominal: TBD

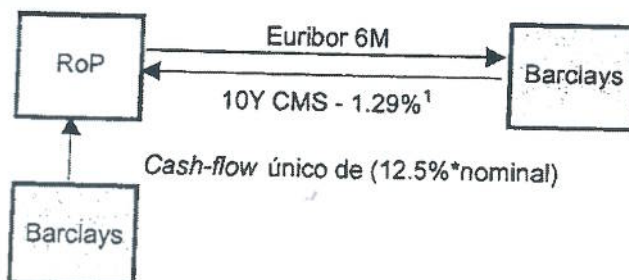
De Hoje a 2035 - maturidade de 30 anos



Daqui a 3 meses (sem exercer direito de opção) - maturidade de 29,75 anos



Daqui a 3 meses (exercendo o direito de opção) - maturidade de 29,75 anos



¹ Pressupondo as taxas constantes desde do início da transacção até hoje (3 meses depois)

⁵ Este valor corresponde ao valor actualizado de 0,73% ao longo de 29,75 anos.

Propostas Citigroup –Extendable Swap + Option

Proposta 1 – OT 9,5% 23 de Fevereiro 2006

Tomando como referência o fluxo associado ao pagamento do cupão desta OT em Fevereiro 2006, data da respectiva amortização, o Citigroup propõe uma operação que permite à República obter um encaixe financeiro em 2005, por contrapartida do pagamento até 2036⁶ de *cash-flows*, tomando como nocional o *outstanding* desta OT. Assim, o Citigroup paga um primeiro *cash flow*, desde 23 de Fevereiro de 2005 (*Retroactive Start*) até 23 de Fevereiro de 2006, à taxa de 9,5%, sendo que a República apenas paga a taxa de *Euribor* a 6 meses deduzida de 200 pontos base. De notar que esta obrigação apenas tem pendente o pagamento de um cupão, visto ter vencimento em 23 de Fevereiro de 2006. Assim sendo, a República, a partir de 23/02/06 – vencimento da OT 9,5% 2006 – entrará numa pura operação de troca de *cash-flows*, em que pagará ao Citigroup 3,70% recebendo *Euribor* 6 meses *flat* sujeita a um *cap* de 3.75%. A partir de 23 de Fevereiro de 2011 (e em cada ano após esta data) o Citigroup dispõe da opção – venda de uma opção⁷ pela República, de fazer o *switch* da taxa fixa (que recebe) para a taxa de *Euribor* 6 meses menos 100 pontos base. A taxa de 3,70% compara às taxas *forward* actuais⁸ com 3,38% (taxa de mercado para um *forward starting swap* a 10 anos com início a 23 de Fevereiro de 2006).

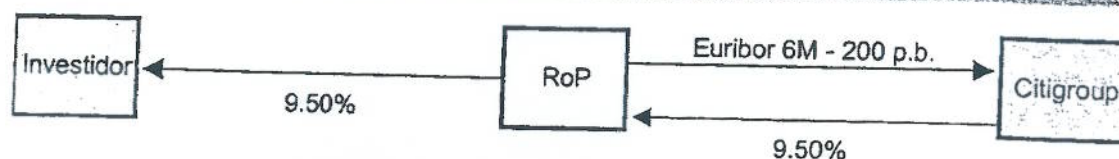
⁶ De notar que a República não tem emissões superiores a um prazo de 15 anos, dada a obrigatoriedade da existência de passivos subjacentes nas operações com derivados, contemplada nas Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública, esta operação não poderia ser contratada pelo IGCP.

⁷ A venda de uma opção tem geralmente associado o recebimento de uma contrapartida financeira para a assunção de um determinado risco. Contudo, é criada uma responsabilidade contratual que poderá acarretar, no futuro, um *payout* potencialmente ilimitado; por este motivo a República tem optado por não contratar este tipo de operações.

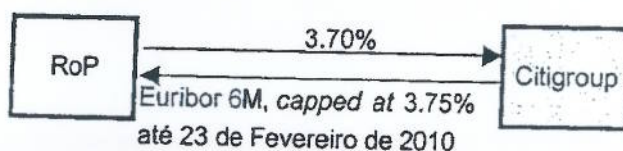
⁸ Cotações de mercado a 23 de Agosto de 2005.

Valor Nominal: Eur 816 Mln

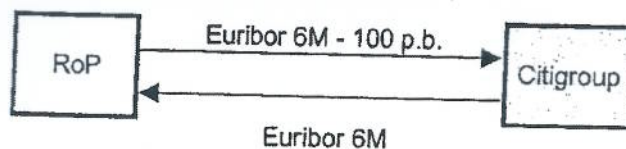
De 23 de Fevereiro de 2005 a 23 de Fevereiro de 2006



De 23 de Fevereiro de 2006 a 23 de Fevereiro de 2036 (sem exercer direito de opção)



De 23 de Fevereiro de 2011 a 23 de Fevereiro de 2036 (exercendo direito de opção)

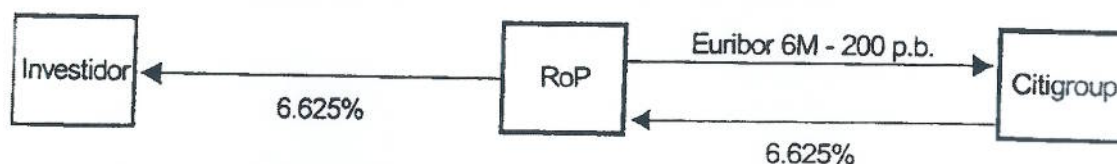


Proposta 2 – OT 6,625% Fevereiro 2007

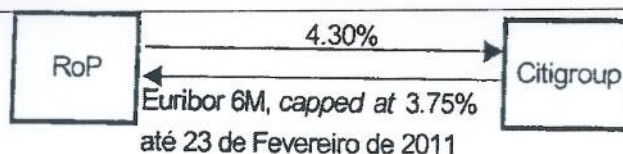
Esta operação, idêntica à anterior, tem apenas os *cash-flows* ajustados ao cupão desta OT e ao facto do seu vencimento ocorrer em Fevereiro de 2007, como podemos verificar:

Valor Nominal: Eur 2,086 Mln

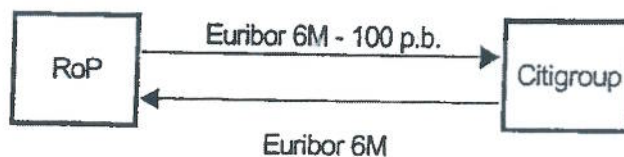
De 23 de Fevereiro de 2005 a 23 de Fevereiro de 2007



De 23 de Fevereiro de 2007 a 23 de Fevereiro de 2037 (sem exercer direito de opção)



De 23 de Fevereiro de 2012 a 23 de Fevereiro de 2037 (exercendo direito de opção)

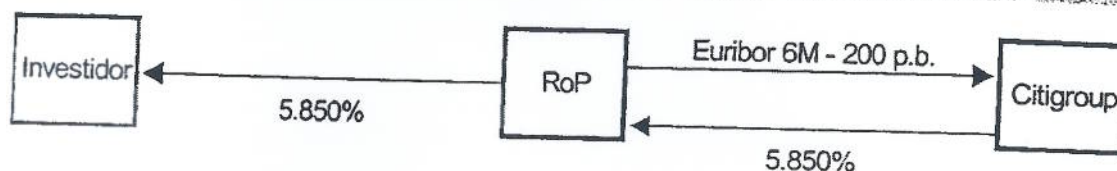


Proposta 3 – OT 5,85% Maio 2010

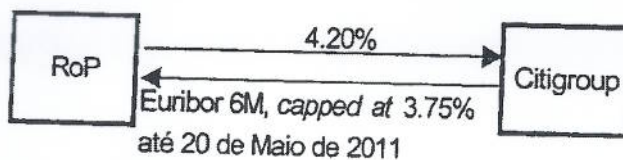
Esta estrutura é semelhante às duas anteriormente descritas, sendo devidamente ajustada pelos cupões da OT e pela maturidade desta, conforme se pode ver de seguida:

Valor Nominal: Eur 5,217 Mln

De 20 de Maio de 2005 a 20 de Maio de 2010



De 20 de Maio de 2010 a 20 de Maio de 2037 (sem exercer direito de opção)



De 20 de Maio de 2012 a 20 de Maio de 2037 (exercendo direito de opção)

