

# Os piores trades do Mundo

## Investimento em valor



### EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração  
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA  
www.casadeinvestimentos.com

#### 1. Swaps “bola de neve”

Na semana passada, foi julgado em Londres o caso dos swaps que envolvem o Banco Santander Totta e as empresas de transportes públicos portuguesas. Matt Levine, da agência noticiosa Bloomberg, escreve mais uma vez sobre o assunto:

“Um dos principais objetivos de um banco de investimento é tirar o risco financeiro das mãos dos clientes. Um determinado cliente tem um risco que não o deixa dormir, dirige-se a um banco de investimento e o banco vende-lhe um produto que lhe retira o risco em troca de uma comissão choruda.

Mas não é possível fazer desaparecer este risco. Quando o banco se responsabiliza pelo risco, para onde é que ele vai? Para os credores do banco? Para os depositantes ou contribuintes? Isso não seria o ideal. A melhor resposta, do ponto de vista do banco, é encontrar outro cliente a quem possa passar o risco. Frequentemente, isto encaixa na perfeição, uma vez que o risco de um cliente pode ser uma oportunidade para outro e assim o banco pode intermediar a compra e a venda do risco (o exemplo clássico são as companhias aéreas que fixam os preços do combustível com as empresas petrolíferas). Às vezes, conseguem encontrar-se clientes que gostam de risco e querem mais: hedge funds agressivos ou fundos de pensões com horizontes de investimento mais longos poderão querer ser portadores de riscos de vários tipos e se um banco consegue tirar risco a outros clientes e transferi-lo para estes fundos, pode ganhar dinheiro e ao mesmo tempo fazer do mundo um sítio melhor.

Mas o mundo não é um paraíso e outra coisa que os bancos de investimento fazem é procurar clientes que não querem mais risco financeiro mas que podem ser convencidos a aceitá-lo mediante uma comissão. Às vezes, isto funciona muito bem mas quando não funciona – quando o risco se materializa – é sempre um pouco embaraçoso. Porque motivo, poderemos interrogar-nos, anda um sofisticado banco de investimento a vender risco financeiro a uma empresa de, por exemplo, transportes públicos?

Se o banco está a retirar risco dos clientes, eles pagam-lhe. Na realidade, pagam a mais. O banco cobra mais do que o valor justo do risco porque é assim que os bancos ganham dinheiro. Se são os clientes a tirar risco ao banco, o banco paga-lhes mas abaixo do valor justo.”

A Metro do Porto e mais três empresas portuguesas de transporte públicos contrataram junto do banco Santander uns swaps “bola de neve”, já conhecidos como o pior trade do mundo. As empresas deixaram de pagar em 2013 e devem já ao banco 1,3 mil milhões de euros.

Apesar deste ser um negócio absolutamente ruinoso, o tribunal decidiu

a favor do Santander e de que as empresas devem pagar. No acordão, o negócio e a sua motivação são explicados: estas empresas, com um endividamento para além do razoável, tinham encargos com juros muito elevados que pretendiam reduzir. Entre 2005 e 2007, foram ao mercado financeiro à procura de uma solução que lhes permitisse baixar esse custo. Eis o que acordaram com o Santander:

1. O Santander pagaria às empresas uma taxa variável;
2. As empresas pagariam ao Santander uma taxa fixa;
3. As empresas pagariam também um spread extra se a taxa variável estivesse acima de 6% ou abaixo de 2%;
4. O spread de cada trimestre seria somado ao spread do trimestre anterior: se a taxa variável em determinado trimestre fosse 6,25%, o spread para esse trimestre seria de 0,25%; se no trimestre seguinte fosse de 6,50%, o spread seria 0,75% (0,25+0,50) e assim por diante. Esta é a “bola de neve”.

O swap “bola de neve”, em circunstâncias normais, seria muito mais barato que um swap de taxa fixa normal e só em circunstâncias pouco comuns é que seria desfavorável para as empresas de transportes. O problema é que as circunstâncias menos comuns têm maior probabilidade de acontecer do que a teoria nos ensina e, neste caso, as consequências são terríveis. Com a crise financeira de 2008, as taxas caíram para menos de 2% e estão negativas há vários meses. A taxa que o Metro do Porto teve que pagar pelos swaps ultrapassou os 40% e as outras empresas estão com o mesmo problema.

Há muitas questões que se podem colocar neste negócio, desde logo: Os responsáveis nas empresas públicas foram assim tão incompetentes ou jogadores? O Santander agiu de má fé e enganou todos estes técnicos que trabalhavam (e às tantas ainda trabalham) nestas empresas? Segundo o juiz do caso, Sir William Blair, existem algumas indicações que o Santander agiu talvez com um pouco de má fé:

“É necessário que se diga desde já que existem documentos que, embora não sejam típicos de toda a documentação, não são nada favoráveis à imagem do banco. Uma apresentação de 2005 da Global Treasury (portanto não tendo origem em Portugal) com o objetivo de aumentar a venda de “produtos exóticos” encoraja os funcionários do banco a “Pensar em grande: não se critiquem. recompensem a agressividade”.

Apesar do exposto, o juiz concluiu que o banco não cometeu ilegalidade nenhuma e que as empresas portuguesas tinham obrigação de saber no que se estavam a meter.

#### 2. Produtos Estruturados

Em fevereiro de 2010, um estudo

da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) reportado pelo Expresso alertava os investidores para o facto dos produtos estruturados oferecerem menos que os depósitos tradicionais. Estes produtos, com exposição à evolução de sectores no mercado de ações, matérias-primas, taxas de juro e outros ativos subjacentes, criam a ilusão ao investidor de

ninguém consegue dizer quando tempo se manterão. Ao emprestar dinheiro a um excelente pagador poderá ter que o fazer a taxas negativas, ou seja, pagar para emprestar o seu dinheiro. As obrigações de vários governos europeus estão negativas: no caso suíço até aos 10 anos, no alemão até aos sete, no francês e holandês até cinco anos. Cerca de sete

## O atual ambiente de taxas de juro e política monetária cria as condições para que a indústria financeira crie e proponha produtos que não servem os interesses dos investidores

poder beneficiar do potencial de valorização destas ações ou produtos com risco muito baixo. A sua remuneração depende da evolução de cenários futuros, podendo garantir a totalidade do capital aplicado ou não. Estes cenários possíveis são construídos atribuindo uma probabilidade muito baixa a eventos desfavoráveis para os investidores. Nesse estudo, a CMVM diz: “a distribuição de pagamentos entre diferentes estados de natureza (cenários) é difícil de apreender pelos investidores, mesmo os mais sofisticados ou com maiores conhecimentos em matéria de natureza financeira”.

Estes produtos são publicitados com rentabilidades potenciais elevadas, embora exista “uma forte probabilidade de ocorrência do cenário de não ser pago qualquer retorno ou apenas o retorno mínimo consagrado na ficha técnica do produto”, como refere o estudo da CMVM.

Para a estruturação destes produtos, são utilizados produtos derivados muito complexos, o que torna quase impossível ao investidor saber do que se trata e permite à instituição, que o estrutura e vende, ganhar comissões muito elevadas sobre o dinheiro dos seus clientes.

O que isto realmente demonstra é uma

biliões de dólares (biliões europeus) estão a transacionar com yields negativas. Do mesmo modo, obrigações das melhores empresas europeias têm yields negativas. Os investidores parecem preferir perder dinheiro a tê-lo parado ou alocá-lo a outras classes de ativos.

Quem é que comete esta irracionalidade? Na maioria dos casos são os gestores institucionais, os Fundos de Investimento, os Fundos de Pensões e os Planos de Poupança Reforma, que são obrigados, pela própria concepção legal destes produtos, a ter os valores investidos nos chamados “ativos sem risco”. São também os investidores particulares que, ao subscreverem fundos de investimento de obrigações, estão a pagar comissões de gestão elevadas para que lhes façam este “magnífico” trabalho e paguem aos emitentes para serem donos desta dívida. Este é um exemplo de como uma falha institucional dos limites mínimos impostos para estes produtos e investidores institucionais os “obrigam” a manter-se investidos em ativos, que, nesta conjuntura extraordinária, não fazem qualquer sentido.

Estas conjunturas são claramente propícias para que os investidores relaxem

## Escolha uma filosofia simples de valor e mantenha-se fiel a ela nos bons e nos maus momentos.

grande capacidade comercial destes bancos para conseguirem não perder clientes ou encontrar sempre outros dispostos a perder dinheiro. Das duas uma, ou estas instituições não estão interessadas em manter clientes para o longo prazo ou então julgam-nos incapazes para avaliar se ganharam ou perderam. Como se faz este trabalho, ano após ano, sem deixar de ter com quem fazer negócio?

Estes são dois casos em que a complexidade e a falta de transparência de quem vende estes produtos, devem servir de aviso aos investidores. As instituições financeiras procurarão sempre maximizar os seus retornos à custa dos seus clientes e, muitas vezes, fazem-no sem escrúpulos.

#### 3. Taxas de juro negativas

Vivemos num momento estranho da história com taxas de juro negativas e

os critérios a emprestar o seu dinheiro e que o façam a troco de uma taxa um pouco melhor. Acontece ainda, que, não raras vezes, nestes chamados investimentos de risco baixo, encontram-se obrigações da Argentina, e de outras empresas falidas ou em processo de reestruturação das suas imensas dívidas que obrigarão os investidores a perder parte significativa dos valores investidos. Classificar estas obrigações como ativos com baixo risco é ser incompetente, estar distraído ou actuar com má fé.

O atual ambiente de taxas de juro e política monetária cria as condições para que a indústria financeira crie e proponha produtos que não servem os interesses dos investidores.

Escolha uma filosofia simples de valor e mantenha-se fiel a ela nos bons e nos maus momentos.