

Uma troca de dívidas

por Celso Pinto
de Londres
(Continuação da 1º página)

(se transformarão em DFAs), sujeitos às condições das negociações do País com os bancos. Immediatamente, o valor do empréstimo passará a ser pouco mais de 30 centavos por dólar no mercado internacional, ou seja, se o banco quiser vender o ativo para ficar com caixa, terá uma perda.

Se, ao contrário, o banco receber do devedor privado em cruzados, no Brasil, terá o dinheiro na mão e poderá transformá-lo em dólares (ou pelo paralelo ou através da venda dos cruzados a alguma empresa interessada em internar dólares no Brasil). O banco perderá alguma coisa oferecendo um desconto para o devedor (que, se simplesmente pagar ao BC em cruzados, deixará de ter esta vantagem) e trocando cruzados por dólares, mas será menor o prejuízo do que ver seu empréstimo se transformar em DFA. Essa operação é a famosa "conversão informal", proibida, no caso das estatais, em meados de 1988.

No caso da IFC, contudo, esta regra não vale. O Banco Mundial e suas subsidiárias nunca deixaram de ter tratamento privilegiado pelo Brasil: o principal tem sido pago e os juros só têm atrasado circunstancialmente, por períodos curtos. Não haveria, portanto, nenhum interesse da IFC em negociar o recebimento de sua dívida junto à Ciminas em cruzados, já que era praticamente certo recebê-la do BC em dólares.

A Ciminas então, com a ajuda do Citibank, fez uma operação indireta. Ofereceu uma vantagem ao BC que, de todo modo, tem a obrigação de gastar algo das reservas para pagar a IFC. Em lugar de recolher ao BC o equivalente à sua dívida com a IFC em cruzados, a Ciminas ofereceu pagar ao BC em DFAs.

Pelo que apurou este jornal, a Ciminas, através do Citibank, comprou US\$ 200 milhões em DFAs no mercado internacional. Deve ter comprado esses DFAs por pouco mais de 30 centavos por dólar, ou seja, deve ter gasto algo em torno de US\$ 65 milhões na operação. Esses US\$ 200 milhões em DFAs (pelo valor de face), por sua vez, foram entregues ao BC para liquidar a dívida da IFC (que, pelo que se sabe, deve ser algo em torno da metade desse valor).

TODOS GANHAM

O BC (e, portanto, o País) ganhou na operação porque se liquidaram US\$ 200 milhões em dívida externa com a apropriação de um deságio considerável. A Ciminas (e o Citibank, como intermediário) ganhou de duas formas. De um lado, porque deve ter havido uma diferença favorável entre o custo de aquisição dos DFAs e o valor com que eles foram considerados pelo BC para efeito da liquidação da dívida da IFC (cuja responsabilidade, obviamente, passou a ser do BC). De outro, a empresa ganhou porque refinanciou seu débito: a dívida que fi-

cou foram os US\$ 100 milhões em notas de juros flutuantes de 15 anos de prazo.

A engenharia financeira da operação se completou na forma como o Citibank conseguiu viabilizar a colocação de títulos de uma empresa brasileira no mercado internacional — algo que não acontecia há muitos anos.

O principal desses títulos foi inteiramente garantido através da compra de papéis com cupom zero de juros (títulos do Tesouro norte-americano ou de qualidade comparável). Os papéis com cupom zero de juros não rendem nada até seu vencimento (no caso, quinze anos). Por esta razão, seu custo de aquisição (o valor presente do papel) é muito menor do que o de seu resgate. No caso da Ciminas, calcula-se que os títulos que garantem os US\$ 100 milhões do principal tenham custado algo em torno de US\$ 30 milhões.

E de onde veio esse dinheiro? Da própria emissão de notas de juros flutuantes: dos US\$ 100 milhões levantados, uns US\$ 30 milhões, ou pouco mais, foram usados para comprar títulos com cupom zero e garantir o principal. O resto, como já foi dito, serviu para comprar no mercado secundário os DFAs usados para refinanciar, via BC, a dívida junto à IFC.

As notas de juros flutuantes da Ciminas também teriam tido garantia sobre o pagamento de juros, segundo uma fonte disse a este jornal. A garantia teria sido dada pela empresa-mãe, a Holderbank, e pelo Swiss Bank Corporation. O papel, portanto, embora seja de uma empresa brasileira (ainda que subsidiária de uma empresa suíça), não ofereceu risco significativo aos investidores que o adquiriram. Pelo que se sabe, o papel foi colocado junto a investidores institucionais internacionais.

O BC abriu um precedente nesta operação ao aceitar assumir um débito privado em troca de DFAs. No fundo, do ponto de vista do BC, a operação funcionou como uma espécie de "buy back", ou seja, uma recompra de dívida, ainda que de forma indireta.

Possivelmente esta não foi a primeira vez que o BC fez um "buy back" no mercado. Existem rumores antigos de que o BC teria operado, no passado, em recompras de dívidas no mercado secundário. O BC jamais comentou o assunto. É claro que se o mercado perceber que existe um comprador do porte do BC (direta ou indiretamente) a cotação do título brasileiro subirá, reduzindo o desconto.

Outros países já fizeram abertamente operações de "buy back" no mercado secundário. O exemplo mais expressivo é o do Chile, que já liquidou cerca de um quarto de sua dívida externa em recompras — parte das quais feita pelo próprio governo com suas reservas cambiais. Naturalmente, para que isso seja possível é preciso, antes de mais nada, que o País disponha de reservas suficientes.