

Dívida

Ex securitização à brasileira

15 JAN 1988

Publicamos em nossa edição de ontem uma entrevista do sr. Pedro Pablo Kuczynski, presidente do "First Boston International", instituição que, juntamente com a "SG Warburg", de Londres, foi encarregada de assessorar o governo brasileiro no lançamento de *bonds* correspondentes a parte da dívida externa. Na entrevista, o financista mostrou, com clareza, que a proposta por ele apresentada ao Brasil difere da do México, sendo até, a seu ver, bem mais vantajosa. Concordamos com a opinião do presidente do "First Boston International", mas não partilhamos de seu otimismo quanto à possibilidade de o Banco Mundial envolver-se no assunto para que o Brasil possa oferecer garantia aos eventuais subscritores de *bonds*.

A propósito do entusiasmo que despertou no presidente do PMDB a proposta mexicana, dissemos que era interessante porque, tendo decidido vender títulos com "cupons zero", o governo norte-americano reconhecia a necessidade de inovar e admitia o princípio do deságio sobre a dívida externa dos países em desenvolvimento, mas não nos parecia

muito vantajosa e, provavelmente, não seria para os credores tão atraente quanto se supunha. E, realmente, como se viu, ressaltados alguns pequenos bancos regionais, a comunidade financeira internacional reagiu de modo bastante negativo à referida proposta.

Não há dúvida que o governo mexicano, embora podendo oferecer a garantia do Tesouro norte-americano quanto ao principal, pleiteava dos credores um deságio que estes dificilmente poderiam aceitar. Recorremos, porém, a proposta e seu mecanismo. O governo mexicano compra do governo norte-americano, por cerca de dois bilhões de dólares (que são pagos à vista e em espécie), títulos com cupons zero que, ao fim de 20 anos, serão liquidados no valor de aproximadamente 20 bilhões de dólares. São esses os títulos que oferece como garantia, numa moeda que se acha em fase de desvalorização. Concluída essa transação, propõe aos bancos credores títulos que substituiriam parte da dívida com juros flutuantes (*Libor*) e um *spread* maior do que o referente às atuais operações de refinanciamento. Tais títulos

serão oferecidos em leilão, no montante correspondente ao valor de face dos títulos norte-americanos (cerca de dez bilhões), e serão dados aos credores que oferecerem o maior deságio sobre a dívida existente, deságio esse que se estima em, pelo menos, 50%. A nosso ver, é o princípio mesmo do deságio que desagrada aos credores. Com efeito, os bancos sofreriam, no momento mesmo da subscrição dos títulos mexicanos por eles contabilizados, pesada perda no valor de sua carteira.

O Brasil propõe outra solução, com o deságio disfarçado aplicando-se não sobre o principal (visto que a conversão da dívida em *bonds* é feita no valor nominal da dívida), mas com os títulos emitidos rendendo juros fixos e inferiores à taxa do *Libor*. Com isso, os bancos credores sofrem perda, mas, como esta pode ser distribuída no prazo de 20 anos, a solução torna-se mais viável. O Brasil não faz leilões (e, deste modo, não dá margem a dúvida entre os credores), nem tampouco se expõe ao risco de uma taxa de juros flutuante, que constitui hoje o principal problema dos países endividados. Além disso,

pode calcular com exatidão o valor do deságio (com base na taxa de juros). O único ponto fraco do plano proposto ao Brasil consiste no fato de não oferecer garantia. O governo brasileiro apreciaria um acerto pelo qual a garantia (sobre os juros e o principal) fosse dada pelo Banco Mundial, que seria o proprietário de um *sinking fund* (fundo de garantia), para o qual o Brasil contribuiria a cada ano para que, no momento do resgate, pudesse dispor de recursos necessários à liquidação de sua dívida. O problema parece residir na intervenção do Banco Mundial, que o Brasil procurou obter e que até agora não conseguiu porque os estatutos dessa instituição não prevêem tal operação, que abriria um precedente e certamente iria exigir substancial reforço do capital do próprio banco. A nosso ver, será muito difícil concertar um acordo bilateral com o Banco Mundial. Somente com a anuência dos maiores acionistas deste seria possível autorizar, para todos os membros, uma intervenção direta ou indireta desse estabelecimento. Ora, isso não é fácil, sobretudo a curto prazo.