

Conversão: novo negócio

por Celso Pinto
de Londres

A recente liberalidade do Banco Central em aceitar negócios com a dívida brasileira vencida tem gerado um amplo leque de negócios no mercado. Uma das operações mais criativas que está na praça envolve US\$ 100 milhões em créditos comerciais de curto prazo.

A operação, pelo que apurou este jornal, envolve um grande banco privado brasileiro e um banco credor norte-americano e já teria tido a aprovação do Banco Central. É um negócio montado em várias instâncias.

O ponto de partida é uma venda, pelo banco norte-americano ao banco brasileiro, de uma linha de crédito comercial de curto prazo (do chamado "Projeto 3", ou apenas "P 3" no jargão do mercado). A linha é de US\$ 100 milhões, mas, como os "P3" têm sido negociados a um descon-

to em torno de 20%, o banco brasileiro só teria que desembolsar US\$ 80 milhões por ela.

Em lugar de pagar em dinheiro, o banco brasileiro pagaria ao banco norte-americano com um "zero coupon bond", um título de Tesouro norte-americano de 15 anos de prazo que vai acumulando juros que só são pagos no vencimento. Por não render juros ao longo de sua vida útil, pode-se comprar um papel desse tipo a um preço bem inferior ao do vencimento. As taxas de juros atuais e para um valor de rosto de US\$ 80 milhões, caso desta operação, o custo seria, segundo uma fonte, algo em torno de US\$ 20 milhões.

O banco brasileiro não precisaria desembolsar cerca de US\$ 60 milhões e o banco norte-americano ficaria com um pagamento sem risco (um título norte-americano), mas só resgatável a longo prazo. Para completar o negócio e torná-lo atraente, o banco

brasileiro usaria os US\$ 60 milhões adicionais para comprar, no mercado, dívida vencida brasileira (o Deposit Facility Agreement, "DFA"). O mandato para compra seria do banco norte-americano.

Como a taxa de desconto do papel brasileiro anda próxima a 70%, com US\$ 60 milhões seria possível comprar dívida com um valor de face três vezes maior, cerca de US\$ 180 milhões. De posse destes DFAs, o banco brasileiro iria ao Banco Central (BC) do Brasil que aceitaria absorver a dívida vencida e liberaria um valor equivalente em cruzados, apropriando-se de uma margem de desconto sobre o valor de face.

Finalmente, de posse dos cruzados liberados pelo BC, o banco brasileiro compraria notas de exportação (títulos de exportação a vencer descontados antecipadamente em cruzados para o exportador). Quando a operação de exportação fosse finalmente liqui-

dada, o banco voltaria a ter em mãos uma receita em dólares em sua agência no exterior.

Este seria o formato geral da operação. Ganharia o banco credor porque se livrou de uma linha comercial de curto prazo ao Brasil (e portanto, não terá a obrigação de renová-la num eventual futuro acordo). Ganharia o banco brasileiro porque, ao final, ficaria com a linha comercial, mais uma certa receita que, teoricamente, deveria compensar o custo do dinheiro desembolsado para a compra da linha. O BC ganharia ao liquidar um empréstimo brasileiro apropriando-se de um certo desconto (embora o País acabasse perdendo uma linha de curto prazo compulsória de um banco internacional).

A operação chama a atenção por envolver uma linha comercial de curto prazo e uma arquitetura inusitada. Inúmeros outros negócios com DFA contido, têm sido feitos nos últimos meses, desde que o BC passou a aceitá-los como forma de pagamento de outros débitos.

A flexibilização do comportamento do BC vem-se refletindo na cotação dos papéis brasileiros no mercado secundário. Estagnado em torno de 20 centavos por dólar (ou seja, com um desconto de 80%) durante muito tempo, o DFA foi sendo valorizado até esbarrar em 31 centavos por dólar (desconto de 69%) na última sexta-feira, quando

• Investimentos

DÍVIDA EXTERNA

10 FEV 1950

Conversão: novo negócio

por Celso Pinto
de Londres

(Continuação da 1ª página)

o BC divulgou uma circular na qual tornou públicas as regras que já vinha aplicando para o uso da dívida vencida na liquidação de negócios. (Ontem, os DFAs trocavam de mãos a cerca de 30,5 centavos por dólar.)

Na sua forma mais simples, que é o parâmetro citado no texto do BC, uma empresa liquida um débito externo seu pagando com DFAs, comprados no mercado. O BC aceita uma taxa de desconto bem inferior à praticada no mercado, portanto existe uma margem de ganho para a empresa que torna interessante o negócio. A empresa, por outro lado, precisa provar a origem dos recursos (em moeda forte) usados para adquirir os DFAs no mercado internacional. A Vale e a Petrobrás, no setor público, e a Ciminias, no setor privado, foram pioneiras nestas operações, depois generalizadas.

O princípio que tornaria o negócio interessante para o País seria a possibilidade de apropriar-se de algum desconto sobre a dívida externa. O acordo formal com os credores proíbe, a rigor, as chamadas operações de "buy back" ou recompra de dívida vencida, com desconto, diretamente pelo país. Na prática, estas operações que o BC passou a aceitar são formas indiretas de fazer "buy back", contornando a proibição.

Alguns questionam a qualidade do ganho do País, usando dois argumentos básicos. Em primeiro lugar, porque o desconto apropriado é substancialmente inferior ao praticado no mercado. De outro lado, porque esta acaba sendo uma forma de pagar (ainda que com desconto) uma dívida que o Brasil simplesmente já não vem pagando, já que a rolagem do principal tem sido dada como automática em todas as negociações.

Outro lado desta polêmica é o impacto deste tipo de operação sobre as contas externas. É claro que ao re-

duzir o tamanho da dívida, reduz-se a conta de juros a pagar. No caso das necessidades externas brasileiras, no entanto, apenas uma liquidação de enormes proporções (tanto no volume envolvido quanto no desconto aplicado) poderia fechar a equação.

A equipe que está formulando o programa econômico do futuro governo parece partir de uma abordagem mista. Trabalha-se com um teto bastante estreito, para pagamento de juros externos e o futuro presidente tem repetido que ele será respeitado a qualquer custo — o que supõe, no limite, a manutenção de alguma moratória, caso seja inviável em refinanciamento amplo.

Ao mesmo tempo, contudo, o futuro governo pretende abrir um leque de opções de negócios para os bancos envolvendo a dívida vencida — o que também tem ajudado a valorizar a cotação dos papéis brasileiros no mercado secundário. Uma delas é o uso de conversão de dívida para privatização de estatais, mas várias outras alternativas deverão ser oferecidas, em paralelo ao processo formal (e certamente demorado) de negociação de um novo acordo com os bancos.

Os bancos vêem esta perspectiva com entusiasmo. A decisão estratégica de inúmeros grandes bancos de liquidar seus portfólios de empréstimos à América Latina e o fato de terem feito polpudas provisões para perdas, abre um amplo espaço para tentar ganhar algum dinheiro com este processo. Negócios com a dívida vencida podem significar para os bancos tanto perdas menores do que previsto nas provisões, se forem usados nas operações papéis do próprio portfólio, quanto comissões e taxas na montagem de negócios para terceiros.

O que não falta, no mercado, é criatividade para inventar novas modalidades de operações com a dívida.