

Benefícios da Operação de Troca de Títulos

(Diretoria de Assuntos Internacionais, 1999)

Uma operação de troca de dívida consiste em uma emissão de títulos na qual os investidores interessados em adquirir tais títulos, ao invés de fazê-lo com dinheiro, usam como moeda outros títulos do mesmo emissor.

Os títulos lançados atualmente pelo País no mercado internacional, tanto por se tratarem de dívida voluntária ao invés de reestruturada, quanto por possuírem estruturas mais simples, são emitidos em níveis de rendimento inferiores aos rendimentos dos títulos do tipo brady no mercado secundário. Por esse motivo, a operação de emitir novos títulos contra a entrega de títulos do tipo brady cujos preços contam com altos deságios no mercado secundário, é, em última análise, equivalente a captar recursos a custos relativamente mais baratos para se quitar uma dívida mais cara.

Apesar das operações de troca de títulos serem relativamente comuns no mercado internacional, os seus benefícios ainda suscitam dúvidas em diversas pessoas. Costuma ser particularmente intrigante o fato de que possa ser vantajoso trocar um título que paga um cupom mais baixo por outro que paga juros mais elevados, como ocorreu em trocas recentes realizadas pelo País. O texto que se segue explica esse aparente paradoxo.

Do ponto de vista do emissor, a troca de títulos representa o cancelamento de um determinado fluxo de caixa de obrigações futuras, e a conseqüente criação de um novo fluxo de obrigações (o novo título). É a comparação entre os fluxos financeiros antes e depois da operação que definirá se existe ou não benefícios financeiros na operação de troca.

Primeiramente é preciso entender que cada título cancelado não representa um novo título criado. A quantidade de novos títulos emitidos é definida a partir de uma relação de troca entre o novo título e o antigo. Essa relação de troca corresponde exatamente ao inverso da relação entre os preços dos títulos envolvidos. Um exemplo simples ajudará a compreensão dessa relação.

Imaginemos uma troca entre o título A que está sendo cotado a \$50 (50% do seu valor de face) e o título B, cotado a \$100 (100% do seu valor de face, ou “ao par”). Nesse caso, para ser financeiramente justa para as duas partes envolvidas, a razão de troca entre os dois títulos deverá ser de 2 títulos A para cada título B.

Suponhamos agora que o cupom do título A seja igual a 6% e que o cupom do título B seja igual a 12%. Nesse caso, embora tenha deixado de pagar juros de 6% para pagar juros de 12%, a troca foi, sob o aspecto da carga de juros, absolutamente neutra para o emissor em função da relação de troca entre os títulos. Como são entregues 2 títulos A para cada título B, o emissor deixou de pagar 6% sobre uma certa quantidade de títulos, e passou a pagar 12% sobre uma quantidade de títulos B igual à metade da quantidade de títulos A. Em termos financeiros, dada a redução da base sobre a qual incidem os juros, é óbvio que as suas obrigações (juros), antes e depois da troca, são idênticas.

A análise financeira do exemplo de troca acima ainda não está completa pois precisa também levar em consideração a redução no valor de face da dívida. Em função da relação de troca, a quantidade de principal a ser paga no vencimento dos títulos foi reduzida à metade. Ou seja, no exemplo acima o benefício do emissor é bastante óbvio, já que a carga de juros permaneceu constante e o pagamento de principal foi reduzido.

Há mais dois importantes fatores que completam a explicação do benefício da troca: a presença de garantias (colaterais) e a estrutura de amortização dos títulos. Tratam-se de características dos títulos do tipo brady que foram necessárias na época do seu lançamento, tanto em função do perfil de credores que receberam tais títulos (bancos comerciais) como das necessidades de alívio inicial de fluxo de caixa dos emissores, mas que hoje não fazem mais sentido.

Os títulos denominados de Par e Discount contam com o pagamento do seu principal garantido por títulos do tesouro americano do tipo zero coupon bond. Esses mesmos títulos, (além do Flirb até 15/04/2000) contam também com uma garantia rolante para os dois próximos pagamentos de cupom, sob a forma de depósitos do BIS. Obviamente as garantias consistem em dois instrumentos que, em função do seu reduzido risco, pagam juros bastante baixos, atualmente por volta de 6% aa, na média. Dado o custo dos recursos externos para o País, manter recursos aplicados a 6% aa representa uma enorme ineficiência.

Logo, no caso dos papéis colateralizados, o cancelamento do título gera a liberação das garantias que representam recursos imediatamente disponíveis para o País. No caso do Par e do Discount, para cada US\$ 100 em valor de face cancelados, são liberados aproximadamente US\$ 30 em garantias. Ou seja, em uma operação de troca de títulos colateralizados, ainda que a relação de troca não seja favorável o suficiente para compensar o incremento no cupom do novo título, a contrapartida do incremento líquido do cupom pago é a liberação imediata de recursos.

Finalmente, a estrutura de amortização dos títulos também explica o benefício financeiro da operação. Tanto o C bond, quanto o DCB, embora vençam em 2014 e 2012, respectivamente, começam a amortizar seu principal bem antes disso, em abril de 2004. Por esse motivo, dado o custo do dinheiro no tempo, e, além disso, o fato de que esse custo é crescente ao longo do tempo (caso usual da curva de rendimentos positivamente inclinada), pode ser financeiramente vantajoso substituir tais títulos por outro mais longo, ainda que a uma taxa de juros ligeiramente superior.

O resultado da operação (NPV) consiste no valor presente dos fluxos de caixa líquidos decorrentes da operação de troca, utilizando-se como taxa de desconto uma taxa de juros que represente o custo de oportunidade (custo de captação) do País para os diversos prazos envolvidos. Esse número final refletirá os 3 fatores envolvidos, quais sejam: a relação de troca entre os títulos, a liberação de garantias e a estrutura de fluxo de caixa de cada título e reflete o fato de que está se captando recursos a uma determinada taxa para se recomprar uma dívida cujo preço reflete outra taxa mais elevada.