

Resumo – Operação de Troca 2003

Objetivo

A operação consistiu na emissão de novos títulos, a partir da oferta, por parte dos investidores, de títulos antigos e de uma pequena parcela de novos recursos.

O objetivo da operação foi, através do cancelamento dos bônus do tipo Brady denominados de Par e Discount, resgatar as garantias embutidas nesses títulos. Tais garantias consistem em títulos do tesouro americano do tipo “zero coupon” e depósitos no Banco de Compensações Internacionais – BIS. Financeiramente, a troca de tais títulos foi atraente para o País porque ambos são sistematicamente negociados acima da curva de rendimentos brasileira (isto é, com taxas de juros maiores), uma vez que a presença de garantias embutidas os transforma em veículos de investimento ineficientes.

O C bond participou na troca para, caso fosse necessário, elevar o volume da operação, e, conseqüentemente, prover maior volume e liquidez ao novo título, o que acabou não se revelando necessário. A alternativa de subscrição do título curto por novos recursos, que foi realizada no volume de USD 123 milhões, também tinha como finalidade apenas prover maior volume e liquidez ao novo papel.

Estrutura da Troca

- ◆ Foram emitidos dois novos títulos, um com 8 anos de prazo, o BR 11 e um título idêntico ao BR 24 já existente. Ambos os títulos possuem CACs.
- ◆ Do volume de Par e Discount ofertado, 65% subscreveram o novo BR 24 e 35% subscreveram o BR 11, conforme as condições estabelecidas para a troca.
- ◆ A troca ocorreu através de uma razão fixa que representava a relação entre os preços dos títulos no fechamento de quinta-feira dia 24.
- ◆ Troca, através de leilão sobre o preço do C bond, pelo novo BR 24
- ◆ Subscrição do BR 11 por novos recursos

Embora aparentemente a operação tenha representado uma redução no prazo da dívida, o fato é que, como parte dos fluxos de caixa dos títulos Par e Discount tinha garantias, o prazo dos fluxos de pagamentos de efetiva responsabilidade do Brasil era inferior ao prazo de vencimento dos títulos. Exatamente por esse motivo, a divisão em dois títulos teve por objetivo tornar a operação aproximadamente neutra em termos de variação da exposição ao “risco Brasil” e, conseqüentemente, melhorar o desempenho dos novos títulos. Essa neutralidade evita que os investidores se desfaçam de parte dos novos títulos imediatamente após a troca caso tentem reajustar seu portfólio ao nível de risco soberano que prevalecia antes da troca.

As razões de troca, fixadas no início da operação, representam a quantidade de novos títulos emitidos para cada título antigo cancelado e foram as seguintes:

Par x BR 24B – 1,00303

Par x BR 11 – 0,84296

Discount x BR 24B – 0,97605

Discount x BR 11 – 0,82029

Resultados

Foram emitidos USD 833 milhões do BR 24B e USD 500 milhões do BR 11 através da troca de USD 452 milhões de Par bond, USD 848 milhões de Discount, e USD 123 milhões em dinheiro. Houve USD 342 milhões em ofertas de C bond que, no entanto, não foram aceitas.

A operação permitiu a liberação de USD 490 milhões em recursos que consistiam em garantias dos títulos cancelados e que serão incorporados às reservas internacionais do País. Dados os fluxos de caixa envolvidos na operação, a liberação das garantias equivale a uma captação por

21 anos a um custo de 11,48%aa, ou seja, um spread de 622 bp sobre o título do tesouro americano.

O ganho financeiro da operação, expresso em valor presente líquido foi de USD 7 milhões, equivalente a diferença entre os fluxos de caixa cancelados e os novos fluxos assumidos.

Adicionalmente, foram captados USD 123 milhões por 8 anos ao custo de 11,875% aa, equivalente ao spread de 757 bp. Somando-se a esse valor as garantias liberadas, o volume total de recursos obtidos na operação foi de USD 613 milhões.