

## **Segunda parte**

A volta do Brasil ao mercado internacional  
1995-2002

## O período que sucedeu o Plano Brady. 1994 – O Plano Real

A combinação de condições políticas, históricas e econômicas permitiu ao governo brasileiro lançar, ainda no final de 1993, as bases de um programa de estabilização de longo prazo – o Programa de Estabilização Econômica ou Plano Real.

Organizado em três etapas, o Plano Real resultou no fim de quase três décadas de inflação elevada e na substituição da antiga moeda pelo Real, a partir de julho de 1994.

A primeira etapa, de ajuste das contas do Governo, teve início em 14 de junho de 1993 com o Programa de Ação Imediata – PAI. Referido programa estabeleceu um conjunto de medidas voltadas para a redução e maior eficiência dos gastos da União no exercício de 1993; na recuperação da receita tributária federal; no equacionamento da dívida de Estados e Municípios para com a União; no maior controle dos bancos estaduais; no início do saneamento dos bancos federais e, ainda, no aperfeiçoamento do programa de privatização.

A segunda etapa do Plano Real foi inaugurada com a publicação da Exposição de Motivos 395 de 7.12.93, que definiu as linhas gerais do Programa e teve continuidade com a edição da Medida Provisória 434, de 28.2.94, aprovada pelo Congresso Nacional na forma da Lei 8.880, de 27.5.94, que criou um padrão estável de valor, denominado Unidade de Valor – URV, e previu sua posterior transformação no Real.

Neutralizada a principal causa da inflação, que era a desordem das contas públicas, a criação da URV proporcionou aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços. A introdução da URV nas relações econômicas começou pela conversão dos salários e benefícios previdenciários. A seguir, se estendeu aos preços privados, aos contratos pré-fixados e pós-fixados, aos contratos financeiros, às tarifas e preços públicos e, finalmente, aos contratos continuados com cláusula de reajuste.

Em 1º de julho de 1994, entrou em circulação a nova moeda nacional, o Real, que teve um alcance social de grande importância.

Mergulhado o País há décadas numa crise econômica crônica de raiz fiscal, a expressão mais perversa era a inflação. Ela foi durante um longo período o maior obstáculo para que o Brasil voltasse a crescer de forma sustentada e pudesse saldar a imensa dívida social que acumulou para com seu povo ao longo de décadas de desenvolvimento excludente e inflação alta, marcado por uma brutal concentração de renda.

Os efeitos da queda decisiva da inflação começaram a ser sentidos de imediato. A taxa de inflação que, em junho de 1994, estava ao

redor de 50% ao mês, nos primeiros seis meses de 1995 baixou para uma taxa mensal em torno de 1,7%. Há quase um quarto de século o Brasil não experimentava taxas tão baixas de inflação para o período janeiro-junho de um mesmo ano.

A nova moeda trouxe um substancial ganho para o trabalhador. Além de o salário deixar de ser corroído mensalmente pela inflação, as classes de renda mais baixa foram favorecidas pelo aumento do salário mínimo e pela queda no preço da cesta básica. Em 1º de julho de 1994, o valor da cesta básica era de R\$106,95. Em 30 de junho de 1995, havia caído para R\$100,78.

A queda rápida da inflação teve efeitos significativos sobre o poder de compra da população, com o consumo tendo sido estimulado também pelos efetivos incrementos ocorridos na massa salarial e no nível de emprego. Entre junho de 1994 e março de 1995 a produção industrial cresceu 15,5% em termos dessazonalizados. O PIB cresceu 5,67% em 1994, com o setor industrial apresentando expansão de 7%.

No campo fiscal, a queda abrupta da inflação provocou um nítido alívio para o equilíbrio das contas do Governo. A receita líquida do Governo Federal aumentou 11,5% em 1994, trazendo a arrecadação para o valor de US\$63,2 bilhões. Em 1993, essa receita foi de US\$56,7 bilhões. Entre julho de 1994 e junho de 1995, o Tesouro Nacional apresentou superávit acumulado de R\$1,708 bilhão.

Como conseqüência da abertura comercial promovida de maneira mais expressiva a partir do final de 1994 e do acelerado ritmo de crescimento da economia, a balança comercial passou a registrar sucessivos déficits, a partir de novembro de 1994. As importações maciças de bens de consumo duráveis, principalmente de automóveis, tiveram impacto negativo no movimento do comércio externo do País. Medidas foram tomadas pelo Governo para frear esse movimento no sentido de reverter o comportamento da balança comercial.

O nível de reservas internacionais do país ultrapassou, em julho de 1995, o patamar verificado no final de 1994 – quando eclodiu a crise cambial mexicana que abalou o sistema financeiro internacional – passando a equivaler a mais de dezesseis meses de importação. O ano de 1995 foi encerrado com as reservas internacionais totalizando US\$51,840 bilhões no conceito de liquidez internacional. As reservas voltaram a subir em 1996, atingindo, em abril de 1996, o recorde histórico de US\$56,769 bilhões.

À medida que o Plano Real se consolidava, o perfil dos investidores estrangeiros se modificava em favor daqueles que mantinham os seus recursos no País por prazos mais longos. Ao governo brasileiro

interessava estimular, ainda mais, o ingresso de capital estrangeiro de médio e longo prazos, necessitando, para tanto, da existência de um quadro macroeconômico positivo, com inflação baixa e crescimento em nível passível de ser sustentado ao longo do tempo, além da continuidade das expectativas favoráveis no plano internacional em relação às perspectivas de consolidação do Plano Real.

### **O retorno do Brasil ao mercado internacional. O Programa de Emissão e Colocação de Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior – Resolução 57/95 do Senado Federal**

A exemplo do ocorrido com os demais países de economia emergente, que se beneficiaram da conclusão de acordos de reestruturação de dívidas no contexto do Plano Brady, o Brasil, ao concluir com êxito o acordo com os credores externos, ficou habilitado a restabelecer sua presença no mercado internacional de capitais como devedor soberano.

Valendo-se especialmente do impacto favorável da implementação do Plano Real e motivado pelas vantagens que o retorno da República ao mercado internacional de capitais traria, com a perspectiva de substituição da dívida mobiliária interna por dívida externa a menores custos e maiores prazos, o governo brasileiro tratou de cuidar dos procedimentos internos necessários a esse reingresso.

Em 28.04.1994, por intermédio da Portaria nº 246, do então Ministro da Fazenda, Rubens Ricupero, foi criado um Grupo de Trabalho, formado por representantes do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda, para análise e proposição de medidas relativas ao reingresso da República nos mercados internacionais de capitais, bem como definir os parâmetros para a seleção de instituições financeiras para auxiliarem o País nesse processo.

Optou-se, inicialmente, pela criação de um Programa de Emissão e Colocação de Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior, abrangendo diversos mercados, em montante de até US\$2

**Processo de emissão de Títulos da República no Exterior**  
**Atuação do Banco Central como agente do Tesouro Nacional:**

- Convênio com a União assinado em 31.8.2001

bilhões, com prazo de amortização de até 5 anos e opção de diversas moedas. A estrutura proposta permitiria definir os momentos mais adequados para as captações, conforme a oportunidade e a conveniência.

O embasamento legal para a criação do mencionado programa foi o Decreto-lei 1.312, de 15.02.74 que autoriza o Poder Executivo "... a contratar ou dar a garantia do Tesouro Nacional a créditos obtidos no exterior, junto a entidades oficiais ou privadas, destinados ao financiamento compensatório do balanço de pagamentos ou a promover a formação de adequadas reservas internacionais em moeda estrangeira."

Nos termos do art. 52, incisos V e VII, da Constituição Federal, que concede ao Senado Federal a competência para autorizar operações externas de natureza financeira, em 19.12.1994, por meio da Resolução 87, aquela Casa autorizou a União a executar programa de operações de crédito externo, mediante a emissão e a colocação de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no exterior, no valor equivalente a até US\$2 bilhões, e prazo de pagamento de até cinco anos. Referida autorização vigorou pelo prazo de 540 (quinhentos e quarenta) dias.

A evolução nos cenários econômicos interno e externo criou condições favoráveis para que o Brasil voltasse ao mercado internacional, permitindo o estabelecimento de vínculo creditício do Brasil com o exterior, reabrindo a possibilidade de ingresso de divisas, por essa forma, para manutenção dos níveis adequados de reservas internacionais, o que era tanto mais relevante naquele momento de transição da economia.

A legislação orçamentária foi devidamente alterada de forma a conter as dotações adequadas ao pagamento das despesas administrativas e comissões decorrentes da emissão, bem como para utilização dos recursos captados na amortização da dívida pública mobiliária federal interna.

Em vista da sua experiência na colocação de títulos, anteriormente à crise de 1982, coube ao Banco Central a responsabilidade pela condu-

#### **Processo de emissão de Títulos da República no exterior**

##### **Atuação do Banco Central nas etapas do processo:**

- Definição da meta de captação do ano
- Identificação de demanda pelos investidores
- Análise de custo/benefício das alternativas: entre mercados e prazo de vencimento
- Pedido de propostas/seleção dos agentes
- Execução da operação
- Fechamento dos contratos, ingresso dos recursos, pagamento das despesas

ção dos trabalhos. Inicialmente, esse trabalho foi executado pelo Departamento de Capitais Estrangeiros (Firce). A partir de 1998, passou a ser conduzido pelo Departamento da Dívida Externa e de Relações Internacionais (Derin). Para exercer a função de agente do Tesouro, facultada pela Lei 4.595, de 31.12.64, foi necessário que o Banco Central firmasse um convênio com a União, convênio esse que vem sendo renovado periodicamente, tendo o último a validade até 30.09.2003.

Com base na mencionada autorização concedida pelo Senado Federal, e após uma ausência de 15 anos, a República voltou ao mercado internacional de capitais. Em 19.6.1995, realizou uma emissão no mercado japonês. Esta emissão, conhecida como Samurai, no valor de 80 bilhões de ienes, teve a Nomura Securities Internacional Inc, como instituição responsável pela colocação dos referidos títulos.

O sucesso da colocação ficou evidenciado pela grande demanda dos investidores, resultando no aumento do volume de recursos de 20 bilhões de ienes para 80 bilhões de ienes com os mesmos custos originalmente estabelecidos, constituindo-se no maior lançamento já realizado, até então, por um país de economia emergente no mercado japonês.

A reintegração do País ao mercado financeiro internacional, marcada por essa operação, abriu melhores perspectivas para a condução da política cambial e, principalmente, da política fiscal, tendo presente o melhor perfil de endividamento externo e o fato de as taxas de juros obtidas no exterior serem significativamente menores que as praticadas no refinanciamento da dívida pública no mercado doméstico.

A partir da experiência exitosa da colocação em ienes e o alargamento do espectro de oportunidades para a colocação de papéis brasileiros, não só com a diversificação de mercados e agentes, como também na variedade de seus componentes operacionais, tais como prazos, custos, periodicidade no pagamento de juros, entre outros, nova autorização foi concedida pelo Senado Federal, de maneira a permitir que outras operações fossem realizadas sempre que o mercado permitisse.

### **Processo de emissão de Títulos da República no Exterior**

#### **Atuação do Banco Central nas etapas do processo**

#### **Definição da meta de captação no ano:**

Colchão



Vencimentos no período ⇒ **Meta de captação** ⇐ Balanço de pagamentos

Por meio da Resolução 57, de 10.11.1995, aquela Casa autorizou a União a executar o Programa de Emissão e Colocação de Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior, no valor equivalente a até US\$5 bilhões, flexibilizando as características dos títulos a serem emitidos.

Aproveitando a boa aceitação do papel brasileiro nos diferentes mercados, e com base na autorização concedida pelo Senado, a República realizou, nos anos de 1995 e 1996, seis lançamentos, em diferentes mercados. Embora o volume dessas emissões não tenha sido expressivo, elas foram importantes para marcar o retorno do País aos mercados externos, dando a opção para a iniciativa privada de realizar captações externas em condições melhores do que as obtidas aqui no País.

#### **Processo de emissão de Títulos da República no exterior**

##### **Atuação do Banco Central nas etapas do processo**

##### **Identificação de demanda pelos investidores:**

- Contatos telefônicos
- Análise de propostas
- Reuniões para definições

**Emissões da República no Mercado Internacional de Capitais  
Período: 1995 e 1996(\*)**

*Emissões em dólar, no mercado Global*

<i>Características</i>	BR-01
Data de Emissão	05/nov/96
Vencimento	05/nov/01
Prazo (anos)	5
Valor (US\$ milhões)	750
Cupom Anual (%)	8,875
Spread (pontos base)	265

*Emissões no Mercado Europeu*

<i>Características</i>	DM	ESC	L
Data de Emissão	20/07/95	15/05/96	11/06/96
Vencimento	20/07/98	15/05/99	11/06/99
Prazo (anos)	3	3	3
Valor (US\$ milhões)	724,05	76,18	153,52
Cupom Anual (%)	9,000	L+2,40	9,750
Spread (pontos base)	410	226	250

*Emissões no Japão(\*\*)*

<i>Características</i>	Samurai-97	Samurai-01
Data de Emissão	19/06/95	22/03/96
Vencimento	19/06/97	22/03/01
Prazo (anos)	2	5
Valor (US\$ milhões)	945,54	280,91
Cupom Anual (%)	6,00	5,50

Fonte: Derin/Copex

(\*) Bônus já liquidados.

(\*\*) Os títulos em Ienes emitidos no mercado japonês recebem o nome de Samurai. Os papéis emitidos em Ienes e colocados fora do Japão recebem o nome de Euroienes.



## 1996/1999 – Política cambial e setor externo

A política cambial desempenhou importante papel no processo de estabilização econômica do País. Até janeiro de 1995, observou-se uma acentuada valorização do câmbio que, somada a uma maior abertura da economia, aumentou a exposição da produção nacional à oferta de bens e serviços, contribuindo para o combate à inflação. O regime de bandas cambiais, adotado em resposta à turbulência causada pela crise mexicana ainda em 1995, foi marcado por desvalorizações graduais que visaram a recuperar os desequilíbrios das contas externas, causados pela sobrevalorização da taxa de câmbio. Para garantir um volume de reservas internacionais adequado à manutenção do regime de bandas, o Governo além de adotar uma política de juros ativa, com efeitos importantes sobre o nível de atividade da economia, flexibilizou a legislação referente aos mecanismos e à tributação de captação de recursos externos.

Entretanto, o processo de estabilização não conseguiu solucionar diversos problemas econômicos estruturais, principalmente no tocante à necessidade de ajustar, de forma permanente, as contas do setor público consolidado. Assim, o País permaneceu vulnerável a crises de confiança, como se observou quando a turbulência financeira internacional culminou com a moratória russa, em agosto de 1998, gerando expressiva saída de capitais dos mercados emergentes. Em resposta, o Brasil elevou as taxas de juros de curto prazo e aprimorou um programa de contenção fiscal. Ao mesmo tempo, negociou com o FMI um pacote preventivo de apoio financeiro.

A implementação do programa fiscal não foi suficiente para reverter a deterioração da confiança no início de 1999. Com as sucessivas perdas de reservas internacionais, tornou-se insustentável manter o regime de câmbio administrado. Em 15 de janeiro, o regime de

### **Processo de emissão de Títulos da República no exterior**

#### **Atuação do Banco Central nas etapas do processo**

##### **Execução:**

- **Momento oportuno (*Timing*)**
- **Compromisso (*Commitment*)**
- **Abertura do mercado ⇒ Lançamento (*Launching*)**
- **Construção do livro (*Book building*) ⇒ Precificação (*Pricing*)  
⇒ Alocação (*Allocation*)**
- **Fechamento da operação (*Settlement*)**

câmbio flutuante foi adotado, resultando em elevações das taxas nominais de câmbio.

Repetindo a experiência internacional de países que fizeram mudanças semelhantes, o Brasil viveu um período de sérias dificuldades econômicas, com expressiva saída de divisas, elevação súbita e acentuada das cotações do dólar e fortes aumentos de preços no atacado. Entretanto, este contexto de graves adversidades foi superado de forma mais rápida e mais sólida do que o esperado, tanto internamente quanto pelos investidores internacionais. Num curto espaço de tempo, o país retomou a confiança e o crédito junto a seus principais parceiros econômicos.

Um conjunto de fatores pode ser considerado para o fato de a economia brasileira ter demonstrado maior capacidade de recuperação diante de choques externos em comparação com outros países: o programa de reestruturação implementado junto ao sistema financeiro brasileiro; o bom desempenho na área fiscal, com expressivos superávites primários; e a manutenção da inflação em patamares baixos, vencida a fase de excessiva desvalorização ocorrida durante a mudança na política cambial, podendo, então, o Brasil promover uma queda gradual e consistente das taxas de juros.

### **A administração do passivo externo da República – A atuação do Banco Central do Brasil. Operações de troca de papéis – Resolução 69/96 do Senado Federal**

Os bônus de reestruturação da dívida externa brasileira – os chamados *Brady bonds*, passaram a ser negociados no mercado internacional tão logo emitidos, em abril de 1994.

Em função do número expressivo de transações realizadas no mercado com esses papéis, cada vez mais os preços desses títulos brasileiros foram sendo tomados como indicadores de mercado da qualidade do risco Brasil, de maneira a materializar uma circunstância já prevista nos documentos que serviram de base às Resoluções do Senado Federal sobre o acordo relativo à dívida externa, a saber, a conveniência e talvez mesmo a necessidade de o País administrar o seu passivo externo explorando todas as vantagens potencialmente disponíveis nos mercados financeiros internacionais.

Não obstante a possibilidade de tais operações serem realizadas no contexto da administração do passivo externo, durante o período em que o Brasil esteve acumulando recursos para a aquisição das garantias ne-

cessárias a alguns dos bônus *Brady*, o País comprometeu-se a não realizá-las. Esse período de dois anos, que se findaria em 15 de abril de 1996, foi antecipado, por iniciativa do governo brasileiro, para 16 de outubro de 1995, mediante a Resolução 41, de 1995, do Senado Federal. Um dos argumentos para a antecipação das garantias foi exatamente a possibilidade de o Governo realizar tais operações, sempre que oportuno.

A antecipação das garantias serviu, de fato, como medida preliminar, propulsora de outras ações empreendidas pelo Governo, tendo sempre em mente o objetivo de melhorar a imagem do País perante a comunidade financeira internacional e poder usufruir das vantagens daí decorrentes.

Várias discussões aconteceram no Banco Central do Brasil, acerca da conveniência do estabelecimento de um programa abrangente de administração do passivo externo – a exemplo do que vinha sendo feito por países como Argentina e México – com utilização, inclusive, dos novos recursos captados nos mercados internacionais para o resgate antecipado da dívida soberana brasileira.

Entendia o Bacen que havia espaço a ser explorado, no que respeita a mecanismos de gerenciamento do passivo externo brasileiro, em especial da parcela representada pelos bônus *Brady* que, por se tratarem de títulos resultantes de reestruturações de dívida, eram negociados no mercado secundário com deságios bastante significativos. Diferentemente das novas emissões, que foram colocadas de maneira voluntária em nichos específicos do mercado internacional, os *Brady bonds*, por terem sido colocados de maneira compulsória, por força das reestruturações, carregavam em si o ônus das moratórias passadas. Isso poderia explicar o fato de esses papéis serem negociados a níveis de rendimento bastante superiores aos obtidos no caso das emissões voluntárias de papéis brasileiros nos mercados internacionais. Outro fator também considerado para justificar essa diferença de preço tinha a ver com o número de variáveis para o cálculo do preço dos *bradies* vis a vis os títulos novos. Enquanto os títulos novos são emitidos a uma taxa fixa definida, com pagamento do principal no final do período, os *Brady bonds* têm características variadas, resultantes das necessidades particulares dos bancos comerciais, os detentores iniciais desses títulos. Entre tais características, vale ressaltar: juros indexados à Libor (todos os bônus, à exceção do *Par Bond* e do *C Bond*); garantia, sob a forma de *zero coupon bonds* do Tesouro americano, do pagamento de principal (*Par Bond* e *Discount Bond*) e garantia rolante, sob a forma de depósito no BIS, do pagamento de juros (*Par Bond*, *Discount Bond* e *Flirb*, este último somente até 2000); e juros crescentes.

A diferença de preço observada entre os bônus *Brady* e as novas emissões ensejavam oportunidades de ganhos para o País. As operações de troca de *Brady bonds* por novos títulos poderiam proporcionar redução dos gastos com o serviço da dívida externa, com ganhos financeiros efetivos para o Brasil, tanto no aspecto cambial quanto fiscal, podendo, ainda, ensejar ajustes de preços e adequações na chamada curva de rendimento dos bônus (*yield curve*) e provocar, como um efeito econômico relevante, uma imediata e proporcional redução dos custos de novas captações brasileiras no exterior. O cardápio de opções para operações dessa natureza, no mercado, é bastante diversificado. As transações normalmente apresentam estruturas e características financeiras diversas, mantendo, no entanto, a essência de seu objetivo, qual seja o de servir como instrumentos eficazes na tarefa de gerenciamento do passivo externo, colaborando para um melhor ordenamento das obrigações e uma conseqüente redução dos fluxos financeiros com o serviço da dívida externa.

Outro benefício a considerar decorre do fato de que alguns dos bônus *Brady* são colateralizados, ou seja, contam com garantias aportadas pelo Brasil, quando de sua emissão, sob a forma de títulos do Tesouro americano. Essas garantias representam para o Brasil um custo adicional agregado aos bônus – expresso inclusive nos chamados *stripped yields* (rendimentos sobre os bônus, se desconsideradas as garantias) publicados nos informativos do mercado secundário – e não exercem nenhum fascínio para o investidor, porquanto não podem ser traduzidas em remuneração efetiva. Trata-se de um benefício que, do ponto de vista do investidor, só poderia ser auferido no caso de inadimplência do devedor. Já ao Brasil, na qualidade de emissor dos *Brady bonds*, é dada a faculdade exclusiva de reaver essas garantias, a qualquer tempo, desde que cancelados os títulos a que elas se vinculam.

Embora nos contratos relativos ao acordo da dívida externa brasileira estivesse prevista a possibilidade de o País realizar operações com vistas a um gerenciamento mais eficaz do passivo externo brasileiro, entendeu a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional que não constava de maneira clara, nos termos das Resoluções do Senado Federal que aprovaram os citados acordos, qualquer cláusula autorizativa que permitisse ao Executivo realizar tais operações sem prévia manifestação daquela Casa do Congresso.

Nesse sentido, foi solicitada autorização ao Senado Federal – nos termos do art. 52, inciso V, da Constituição – para a União, por intermédio do Banco Central do Brasil, na qualidade de agente do Tesouro

Nacional, empreender tais operações. A autorização foi concedida por meio da Resolução 69, de 12.9.96.

A partir da autorização do Senado Federal, e após firmado convênio com a União, o Bacen, na qualidade de agente do Tesouro, passou a adotar uma administração pró-ativa da dívida externa da República, tendo por objetivos principais a redução dos custos da dívida, o alívio no perfil das amortizações externas, a ampliação do prazo médio de maturação, além de estabelecer preços de referência (*benchmarks*) nos diferentes mercados externos.

Essa tarefa foi conduzida, inicialmente, pelo Departamento da Dívida Externa (Dediv), e a partir de agosto de 1997, pelo Departamento da Dívida Externa e de Relações Internacionais (Derin) – departamento que sucedeu o Dediv e o Deori (Departamento de Organismos e Acordos Internacionais). Esteve à frente dos trabalhos, na sua fase inicial, o então diretor de Assuntos Internacionais do Bacen, Gustavo Franco, substituído, logo a seguir, por Demóstenes Madureira de Pinho Neto, quando esse passou a ocupar a presidência do Bacen, em 20.8.97.

### **A primeira operação de troca de *Brady bonds* por novos títulos**

Dando início ao processo, foi realizada em junho de 1997, a primeira operação de troca de *Brady Bonds* por um novo bônus – *Global bonds*. Essa operação consistiu numa oferta pública mediante a qual a República, a partir de critérios previamente definidos e anunciados, ofereceu aos investidores externos três opções de participação: (i) *Exchange Offer*: opção de troca de determinados bônus *brady* por um novo bônus da República, de 30 anos, do tipo Global; (ii) *New Cash Offer*: opção de compra do referido bônus global, via subscrição em dinheiro; e (iii) *Tender Offer for Cash*: opção de venda dos Bônus ao Par e de Desconto.

#### **Operações de troca de papéis**

##### **O que é uma operação de troca?**

- É uma emissão na qual, ao invés de entregar recursos, o investidor entrega títulos antigos.
- *Lato sensu* é uma substituição de fluxos de caixa, ou seja, pode significar recompras também.

A utilização do mecanismo de leilão, como já se verificara em operações semelhantes realizadas em 1996 pelo México e pelas Filipinas, consistiu num dos elementos que contribuiu para o sucesso da operação. Por se tratar de um instrumento absolutamente transparente, permite que os resultados reflitam o verdadeiro sentimento do mercado, em termos de quantidade de ofertas, volume, nível de *spread*, tipos de investidores, distribuição geográfica, etc.

Certos parâmetros e critérios, como já mencionado, foram previamente definidos, não só para deixar bastante claro ao mercado os propósitos do governo brasileiro como também para assegurar aos potenciais participantes um certo grau de liquidez e rentabilidade para o novo título oferecido. Porém, os resultados efetivos da operação só se fizeram conhecidos com o processamento das ofertas, via leilão.

Devido à alta receptividade do mercado, o novo título logrou alcançar um volume total de US\$3 bilhões, a segunda maior colocação já realizada, até aquela data, de um bônus do tipo Global. Desse total, US\$2,24 bilhões foram emitidos contra a entrega, pelo investidor, de bônus *Brady* e os restantes US\$756 milhões resultantes do pagamento em dinheiro. O interesse dos investidores pôde ser medido não apenas pela grande demanda pelo novo título, mas pela aceitação de um bônus brasileiro de longo prazo, sem as garantias que foram exigidas apenas alguns anos antes, quando da emissão dos *bradies*.

Dado que a taxa de juros do novo título resultou de um processo competitivo, foi exatamente essa expressiva procura pelo novo papel que permitiu a emissão de um volume significativo, a um custo relativamente reduzido.

#### **Operações de troca de papéis**

##### **Mecanismos de troca:**

- *Buyback* discreto
- *Tender for cash*
- Leilão sobre novo título
- Leilão sobre título antigo
- Oferta a preço fixo
- Troca privada

É importante ressaltar que o novo *Global bonds* (BR 27) veio estabelecer um novo referencial de risco soberano para o país, em nível significativamente mais baixo que o dos bônus *Brady*. Com essa mudança, beneficiaram-se as emissões brasileiras que vieram a seguir, pois passaram a contar, no momento do seu lançamento, com um novo parâmetro para a fixação de seus níveis de risco.

Com a necessidade de serem obtidos, simultaneamente, diversos objetivos em operações dessa natureza, bem como devido ao alto grau de sofisticação do mercado internacional de títulos, tornou-se necessária, como de praxe em operações da espécie, a contratação de instituições especializadas para atuarem junto ao mercado financeiro internacional, nos trabalhos de preparação e implementação da operação. Essa contratação, inclusive, foi autorizada pela já mencionada Resolução 69/96 do Senado Federal.

Com base nos critérios estabelecidos pelo Bacen e observados os aspectos legais, foram selecionadas as instituições Goldman, Sachs & Co e J.P.Morgan Securities Inc. para atuarem como agentes da operação (*Dealer Managers*). Além de possuírem alta qualificação para a realização da operação, referidas instituições foram as responsáveis pelas duas únicas operações de trocas, via leilão, já realizadas até aquela data por países emergentes (México e Filipinas).

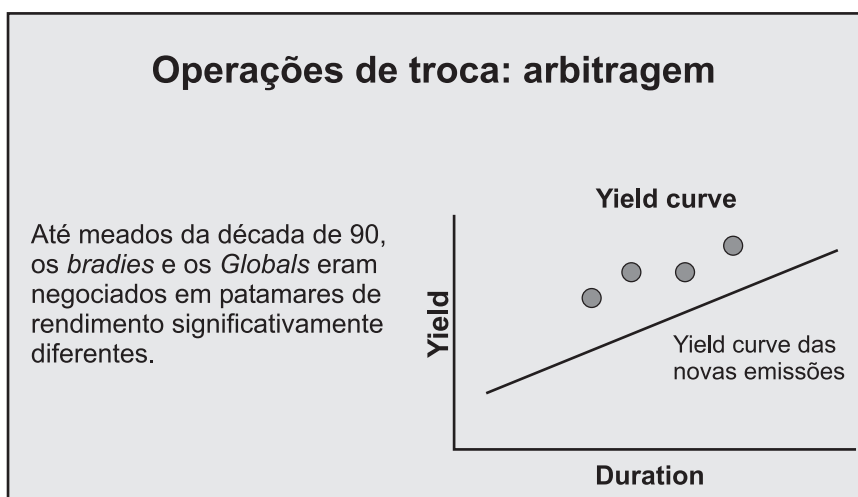
O benefício financeiro da operação para o País pode ser sintetizado pelo seu expressivo resultado líquido: US\$210 milhões. Tal resultado, expresso em valor presente, decorreu da economia com pagamentos futuros que deixarão de ser realizados, aliada ao valor das garantias liberadas, ambos por força do cancelamento dos títulos trocados. Para a apuração do resultado líquido, foi considerado o valor dos novos compromissos assumidos e das despesas incorridas com a operação.

## Resultado do leilão

Margem de corte ( <i>clearing spread</i> ):	395	Valor dos <i>Global bonds</i> :	US\$3,00 bilhões
Cupom:	10,125%	Opção de troca:	US\$2,24 bilhões
Preço do novo título:	93,234%	Dinheiro novo:	US\$756,1 milhões
Montante da nova emissão:	US\$3.000.000.000		
Total de bônus <i>brady</i> retirados:	US\$2.694.342.000		
- Bônus <i>brady</i> trocados:	US\$2.692.819.000		
- Bônus recomprados:	US\$1.523.000		
Garantias liberadas:	US\$610.168		

## 1997/1998 – As emissões da República feitas ao amparo da Resolução 57/95 do Senado Federal

Aproveitando a visão positiva do Brasil pelos investidores internacionais, em decorrência da estabilização econômica alcançada com a implementação do Plano Real, a República logrou realizar, no primeiro semestre de 1997, cinco emissões, todas no contexto do Programa de Emissões de Títulos da República e ao amparo da Resolução 57/95.



Fonte: Bacen/Derin/Copex

Considerando que o total emitido dentro do referido programa em breve atingiria o limite de US\$5 bilhões autorizado pelo Senado Federal, e com a perspectiva de novos lançamentos, o Executivo solicitou ao Senado Federal autorização para a ampliação do referido limite para US\$10 bilhões, o que foi concedida por meio da Resolução 51, de 10.6.97.

As emissões feitas nesse período demonstraram, claramente, uma tendência positiva quanto às condições financeiras e aos prazos obtidos.

A crise asiática ocorrida no segundo semestre de 1997, retraiu os mercados de capitais, diminuindo consideravelmente o número de colocações de títulos dos países emergentes. Com a intervenção dos países do G-7, utilizando recursos do FMI e organismos internacionais, a crise foi contornada ainda no final de 1997.



**Emissões da República no Mercado Europeu e Global  
Período: 1997**

Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Euromarco2007	1.000	10	26.02.1997	26.02.2007	6,000	242
Fung / NLG 2002	400	5	21.05.1997	21.05.2002	6,625	190
Fung / FRF 2002	1.000	5	21.05.1997	21.05.2002	6,625	195
Fung / ATS 2002	2.000	5	21.05.1997	21.05.2002	6,625	190
Eurolira / ITL 2017	750.000	20	26.06.1997	26.06.2017	11,000	348
Eurolibra / GBP 2007	150	10	30.07.1997	30.07.2007	10.000	268
BR 27	3.000	30	09.06.1997	15.05.2027	10,125	395

Fonte: Derin/Copex

No primeiro semestre de 1998, o mercado de capitais voltou a ser receptivo para emissões de países emergentes. Neste período, a República realizou 3 novas emissões, além da reabertura do *Global Bond 2027*.

**Emissões da República no Mercado Europeu e Global  
Período: 1998**

Título	Valor na moeda (em mil)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Euro/Eur 2003	500.000	5	03.03.1998	03.03.2003	8,625	417
Euromarco/DEM 2008	750.000	10	23.04.1998	23.04.2008	10,0%anos 1-2 7% anos 3-10	328
Reabertura BR 2027	500.000	29	20.03.1998	15.05.2027	10,125	440
BR 08	1.250.000	10	07.04.1998	07.04.2008	9,375	375

Fonte: Derin/Copex

No segundo semestre desse mesmo ano, observou-se uma deterioração das condições do mercado financeiro internacional que, aliada à crise russa e seus reflexos no resto do mundo, proporcionaram uma elevação dos custos para os papéis de países emergentes, tornando, pois, inoportuna e onerosa a captação de recursos externos.

**Operações de troca – Arbitragem**

**Por que os *bradies* são negociados em níveis de rendimentos superiores aos das novas emissões?**

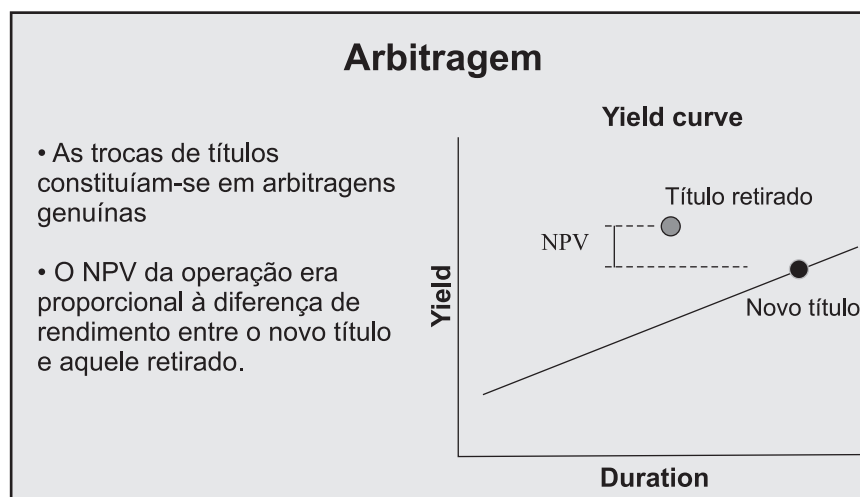
- Estruturas complexas e pouco usuais
- Garantias
- Restrições internas ou legais – Dívida reestruturada  
⇒ Menor demanda potencial

## A crise brasileira em janeiro de 1999 e a volta do País ao mercado internacional

A partir da crise asiática em 1997, que provocou o fim de um longo ciclo de expansão das economias do sudeste asiático, configurou-se ambiente de grande instabilidade para as economias emergentes. Mais a seguir, em agosto de 1998, a situação foi agravada com a decretação de moratória das dívidas interna e externa pela Rússia, elevando o grau de incerteza nos mercados financeiros internacionais. A conseqüente reavaliação dos riscos pelos investidores estrangeiros foi extremamente desfavorável para o Brasil, a despeito dos fundamentos da nossa economia, comprometendo a credibilidade do regime cambial vigente.

A maior aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros, conjugada às incertezas naturais associadas ao calendário político, à oportunidade de arbitragem derivada do diferencial entre o retorno de títulos brasileiros no exterior e no mercado doméstico, e ao interesse de algumas empresas em recomprar seus próprios papéis com deságio no mercado internacional induziram à perda de reservas internacionais do País da ordem de US\$ 29 bilhões, equivalente a 41% do seu estoque original, entre agosto e novembro de 1998.

Nesse contexto, o governo decidiu por acordar com a comunidade financeira internacional uma operação de natureza preventiva, com a finalidade de reverter a percepção de vulnerabilidade de nossa economia. Assim, no âmbito do acordo financeiro coordenado pelo Fundo Monetário Internacional - FMI, foram disponibilizados ao Brasil, a partir de novembro de 1998, US\$ 41,5 bilhões.



Fonte: Bacen/Derin/Copex

A alteração da política cambial e a conseqüente desvalorização da moeda nacional, em janeiro de 1999, fizeram com que o crédito, já escasso, se reduzisse ainda mais. A cotação dos papéis brasileiros no mercado internacional sofreu acentuada queda. Para se ter uma idéia, o título de 30 anos (BR-27) lançado em 1997, com margem de apenas 3,95% ao ano sobre o título do Tesouro norte-americano de prazo equivalente, foi negociado no mercado secundário, nesse período, com margem de 13,80% ao ano.

Em 4 de março desse mesmo ano, assume a nova Diretoria do Banco Central do Brasil, estabelecendo a orientação da política monetária. A presidência do Bacen é ocupada por Armínio Fraga e a Diretoria de Assuntos Internacionais é assumida por Daniel Gleizer, que passa a comandar os trabalhos relativos à administração do passivo externo da República.

O apoio financeiro do FMI e de outros organismos internacionais ao Brasil teve grande importância para possibilitar a transição relativamente tranqüila da economia no primeiro semestre de 1999. A condução das políticas monetária e fiscal, por sua vez, assegurou o equilíbrio macroeconômico, contribuindo para a recuperação da imagem do País frente aos investidores externos, possibilitando, assim, o retorno da República ao mercado internacional, bem como o ingresso recorde de investimentos estrangeiros diretos no País, no montante de US\$31 bilhões.

Nessa fase pós crises, o retorno do País ao mercado externo se deu em abril de 1999, com a emissão do Bônus Global 2004, quando já se verificava uma consolidação do movimento de queda dos *spreads* para papéis de países emergentes. Tratou-se de operação de extrema relevância, face ao contexto em que estava inserida, e que permitiu não apenas a captação de US\$ 2,00 bilhões em recursos novos, mas também a realização de uma troca que proporcionou o cancelamento

#### **Emissão de Títulos da República:**

##### **Resultados alcançados em 1999**

- Meta: não prevista – início do novo modelo
- Captações: US\$4,7 bilhões
- Cinco operações:
  - U\$\$ 2 bi (1)
  - Eur 2,6 bi (4)
- Prazo médio das captações: 4,56 anos
- Custo das captações (US\$ Eq.): 12,31% aa
- Destaque: mercado de Euro

de bônus de reestruturação, no valor de US\$1,0 bilhão, aos preços vigentes no mercado secundário. A operação trouxe também um incremento das reservas internacionais do País, em decorrência da liberação de garantias vinculadas aos títulos antigos, além de suavizar o perfil de amortizações. Essa colocação rendeu o título de *The Best Latin American Sovereign Issue of the Year*, concedido pela revista especializada *Emerging Markets Investor*. O grande desafio foi o de gerar sinais de credibilidade num momento em que os investidores ainda tinham dúvidas sobre os fundamentos econômicos do País. Essa emissão, feita logo a seguir à desvalorização do Real, foi um sinal de que as crises asiática e russa tinham ficado para trás e que o investidor externo voltava a confiar no Brasil.

A partir de então, e já na vigência da Resolução 23, de 29.6.1999, do Senado Federal, que autorizara a elevação do limite para emissões pela República no exterior, para US\$20 bilhões, o País passou a experimentar melhores condições de acesso aos mercados de capitais internacionais e, valendo-se de oportunidades surgidas, a República logrou realizar nos anos de 1999 e 2000, dezoito colocações de títulos nos principais mercados mundiais (EUA, Europa e Japão).

Em decorrência do excelente desempenho do Brasil no mercado externo, durante o ano de 1999, o País foi agraciado com o prêmio de “Emissor Soberano do Ano” pela publicação especializada *International Financing Review – IFR*. No início do ano 2000, ao se antecipar às turbulências e volatilidades do mercado externo e decidir por executar a maior parte das captações necessárias, ainda no primeiro semestre, a República teve a sua atuação destacada por diversos analistas financeiros internacionais.

Entre as operações realizadas nos anos de 1999 e 2000, merecem destaque os papéis de prazos mais longos – 20, 30 e até 40 anos –

#### **Emissão de títulos da República:**

##### **Resultados alcançados em 2000**

- Meta: de US\$4 a US\$6 bilhões
- Captações: US\$5,77 bilhões
- Oito operações: três em dólares, no total US\$2,0 bilhões; três em euros, no total de EUR 2,25 bilhões; e duas em ienes, no total de Y 120 bilhões
- Prazo médio das captações: 12,8 anos
- Custo das captações (US\$ Eq.): 12,16% a.a.
- Destaques: operações longas em dólares – Abertura do mercado Samurai

inclusive com estruturas inéditas para emissores de economias emergentes, como foi o caso do Bônus Global 2040, emitido em 17.8.2000. Tratou-se de uma estrutura que conseguiu envolver mais de US\$5 bilhões de bônus *brady* por uma nova emissão de bônus globais com vencimento em 40 anos e opção de resgate, a partir de 15 anos. Essa operação mereceu a atenção de todos por se tratar da primeira emissão de um país da América Latina com prazo superior a 30 anos, e ainda com opção de compra. O sucesso da operação deve-se principalmente ao alongamento do perfil do endividamento, uma vez que a troca envolveu papéis com vencimentos no decorrer dos próximos 24 anos, e pelo expressivo valor da nova emissão, contribuindo sobremaneira para a mudança da composição da dívida externa brasileira.

Em 19.12.2000, por meio da Resolução 74 do Senado Federal, nova autorização foi obtida, elevando o valor permitido para o Programa de Emissão e Colocação de Títulos da República de US\$20 bilhões para US\$30 bilhões.

### **2001/2002 – O mercado internacional e as emissões da República**

Os anos 2001 e 2002 foram de iliquidez nos mercados de títulos de países emergentes, influenciados por fatores diversos como os conflitos no Oriente Médio, os preços do petróleo, a situação da Argentina e até mesmo as incertezas quanto ao comportamento da economia americana. Observou-se, nesse período, a retração dos investidores internacionais em relação aos papéis emergentes, em especial no mercado de dólares, sempre mais sensível nos momentos de instabilidade, o que se evidencia na ampliação dos *spreads* sobre aqueles papéis nas negociações no mercado secundário. Mesmo assim, valendo-se de oportunidades surgidas, o Brasil logrou realizar, em 2001, 8 (oito) colocações de títulos, em diferentes moedas e acessando diversificadas bases de investidores internacionais.

#### **Operações de troca de papéis**

##### **Por que antecipar o refinanciamento?**

- Para evitar o risco de refinanciamento.
- Intuitivamente, para “suavizar” o perfil de pagamentos.
- Para tirar proveito de baixos custos de extensão.

## Emissões da República no mercado internacional Período: 1999 e 2000

### Mercado Global

Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Global 04/USD	3.000	5	30.04.1999	15.04.2004	11,625	575
Global 09/USD	2.000	10	25.10.1999	15.10.2009	14,500	850
Global 2020/USD	1.000	20	26.01.2000	15.01.2020	12,750	650
Global 2030/USD	1.000	30	06.03.2000	06.03.2030	12,250	679
Reabertura Global 2030	600	30	29.03.2000	06.03.2030	12,250	635
Global 2007/USD	1.000	7	26.07.2000	26.07.2007	11,250	610
Global 2040/USD	5.157	40	17.08.2000	17.08.2040	11,000	788

### Mercado Europeu

Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Euro 2002/Eur	800	3	29.07.1999	29.07.2002	9,500	600
Euro 2004/Eur	500	5	30.09.1999	30.09.2004	11,125	695(*)
Euro 2006/Eur	500	7	17.11.1999	17.11.2006	12,000	685
Reabertura Euro 2006	200	7	17.11.1999	17.11.2006	12,000	682
Euro 2001/Eur	600	2	26.11.1999	26.11.2001	8,250	450
Euro 2010/Eur	750	10	04.02.2000	04.02.2010	11,000	571
Euro 2005/Eur	750	5	05.07.2000	05.07.2005	9,000	417
Euro 2007/Eur	500	7	05.10.2000	05.10.2007	9,500	446
Reabertura Eur 2007	250	7	05.10.2000	05.10.2007	9,500	441

(\*) Spread de 695 para a emissão inicial de Euro 300 milhões.

1ª reabertura de Euro 100 milhões, spread de 688; 2ª reabertura de Euro 100 milhões, spread de 681.

### Mercado Japonês

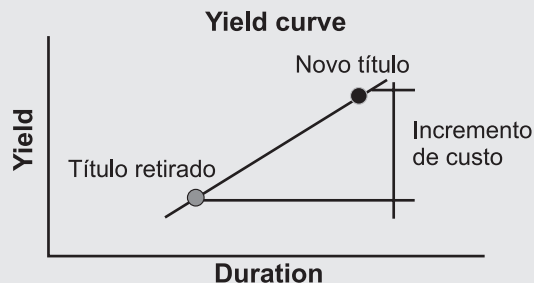
Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Samurai 2003	60.000	3	17.04.2000	17.04.2003	4,500	474
Samurai 2006	60.000	5,25	22.12.2000	22.03.2006	4,750	355

Fonte: Derin/Copex

## Antecipação de refinamento

Como via de regra, a curva de rendimento é positivamente inclinada.

⇒ Trocar títulos curtos por títulos mais longos  
(refinanciar antecipadamente) implica emitir dívida mais cara.



Fonte: Bacen/Derin/Copex

O sucesso obtido nas várias emissões feitas em 2001 pode ser constatado pelas premiações concedidas a títulos emitidos pela República, nesse ano, por diferentes publicações técnicas especializadas, tais como a *International Financing Review*, que elegeu o Global 2004 como “A Operação de Troca de Dívida do Ano”, para mercados emergentes; a *Euroweek*, que classificou essa mesma operação como a melhor operação de gerenciamento de dívida (*liability management*) do ano, juntamente com a emissão do México, lançada após a brasileira, com as mesmas características; a *Latin Finance*, que elegeu o Euro 2001 como “A Emissão do Ano”; a *Emerging Markets Investor* que elegeu o Samurai 2003 como “A Emissão do Ano”, “Melhor Emissão Soberana do Ano”, “Melhor Emissão Soberana na América Latina”; e outra vez, a *Latin Finance*, que elegeu essa mesma emissão como “O Bônus Samurai do Ano”.

Os atentados terroristas nos Estados Unidos em 11 de setembro de 2001, e o agravamento da situação econômica da Argentina, que culminou com a suspensão dos pagamentos externos e a modificação no sistema de paridade cambial daquele país em dezembro de 2001, fizeram com que o Brasil voltasse a sofrer nova retração do mercado externo.

Em que pesem os efeitos negativos provocados por esses eventos, bem como pela instabilidade política em alguns países da América do Sul, a República logrou realizar, no primeiro semestre de 2002, 4 (quatro) emissões externas, sendo 3 (três) no mercado global e uma no mercado europeu. Essa emissão em euros constituiu a primeira emissão no mercado europeu associada à recompra de títulos desse mesmo mercado, substituindo papéis com vencimentos nos anos de maior concentração de maturação da dívida externa da República (Euro 2004, Euro 2005 e Euro 2006), por novo bônus com vencimento em 2009.

Em 28.6.02, por meio da Resolução 34 do Senado Federal o valor permitido para o Programa de Emissão e Colocação de Títulos da República foi elevado para US\$40 bilhões.

#### **Operações de troca**

##### **Captação de recursos**

- Em situações de baixa liquidez, uma parcela de troca pode ser útil para aumentar o volume da emissão e gerar um título com maior liquidez.
  - Trocas de *Par* e *Discount* liberam colateral.
- => Aproximadamente 35% do valor de face.

É importante salientar que as colocações de títulos da República no mercado internacional, embora constituam, num primeiro momento, uma elevação do endividamento externo público e, no contexto da autorização do Senado Federal, sirvam apenas de fonte para o cancelamento de dívida interna, os valores em moeda estrangeira dessas emissões são incorporados às reservas internacionais do País e, por conseguinte, servem de lastro para os pagamentos de obrigações externas da União, não se constituindo, portanto, em significativa elevação líquida dos compromissos com o exterior. A propósito, o endividamento externo da República junto aos credores privados que, em 31.12.94, era da ordem de US\$52,1 bilhões, em 31.7.02, correspondia a US\$57,7 bilhões, mesmo depois de realizadas todas as novas captações.

Desconsiderados os períodos de turbulência do mercado internacional, quando se eleva o risco das economias emergentes e reduz-se, sobremaneira, o fluxo de recursos para esses países, sempre que se identificou, ao longo desse tempo, um espaço propício, uma oportunidade de mercado, o Brasil fez-se presente em operações que marcaram a posição do País frente aos investidores internacionais e, ao mesmo tempo, mantiveram abertas as possibilidades de captação pelos demais tomadores brasileiros, públicos e privados.

O trabalho executado pelo Banco Central na administração do passivo externo da República tem permitido ao Brasil auferir benefícios significativos, tanto do ponto de vista financeiro quanto econômico. As operações de recompra e reestruturação dos títulos da dívida externa brasileira têm possibilitado a redução de custos e o alongamento de prazos, com uma distribuição mais uniforme das obrigações futuras, além da liberação de garantias.

**Emissão de Títulos da República:****Resultados alcançados em 2001**

- Meta: de US\$5 a US\$7 bilhões
- Captações: US\$6,68 bilhões
- Sete operações: três em dólar, no total de US\$3,0 bilhões; duas em euros no total de Eur 1,5 bilhão; e duas em yen no total de Y 260 bilhões
- Prazo médio das captações: 4,9 anos
- Custo das captações (US\$ Eq.): 9,98% aa
- Destaques: operação recorde Samurai; mercado fechado após 11 de setembro



As operações de troca dos bônus de reestruturação da dívida externa por novas emissões não só ampliaram o leque de investidores como também reduziram o espaço ocupado no mercado por aqueles títulos brasileiros que carregam o estigma de moratórias e reestruturações passadas. De um total de US\$51,26 bilhões de bônus de reestruturação, emitidos em 1994, resta um saldo de US\$18,90 bilhões (posição em julho/2002).

### Emissões da República

Período: 2001 e 2002

#### Mercado Global

Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Global 2006/USD	1.500	5	11.01.2001	11.01.2006	10,250	570
Global 2024/USD	2.150	23	22.03.2001	15.04.2024	8,875	773
ReaberturaGlobal2007/USD	500	6,25	17.04.2001	26.07.2007	11,250	615
Global 2005/USD	1.000	4,17	17.05.2001	15.07.2005	9,625	648
Global 2012/USD	1.250	10	11.01.2002	11.01.2012	11,000	754
Global 2008/USD	1.250	6	12.03.2002	12.03.2008	11,500	738
Global 2010/USD	1.000	8	16.04.2002	15.04.2010	12,000	719

#### Mercado Europeu

Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Euro 2011/Euro	1.000	10	24.01.2001	24.01.2011	9,500	518
Reabertura Euro 2005	500	4,17	09.05.2001	05.07.2005	9,000	399
Euro 2009/Euro	500	7	02.04.2002	02.04.2009	11,500	646

#### Mercado Japonês

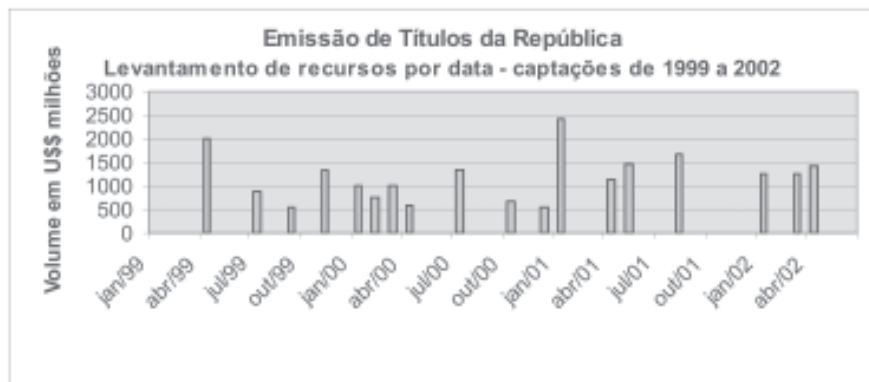
Título	Valor na moeda (em milhões)	Prazo (em anos)	Ingresso	Vencimento	Cupom	Spread
Samurai 2007	80.000	6	10.04.2001	10.04.2007	6,25	615
Samurai 2003	200.000	2	30.08.2001	28.08.2003	3,75	358

Fonte: Derin/Copex

#### Emissão de títulos da República:

##### Resultados alcançados em 2002

- Meta: até US\$5 bilhões
- Captações: US\$3,9 bilhões
- Quatro operações: três em dólares, no total de US\$3,5 bilhões; e uma em euros, no valor de 500 milhões
- Prazo médio das captações: 7,9 anos
- Custo das captações (US\$ Eq.): 12,22% a.a.
- Destaque: mercado fechado após maio



#### **Emissão de títulos da República:**

##### **Resumo dos resultados alcançados (1999- 2002)**

- Total captado em quatro anos: US\$21,08 bilhões
- Número de operações efetuadas: 24
- Prazo médio das captações: 7,55 anos
- Custo médio das captações: 11,51% a.a.

#### **Emissão de títulos da República:**

##### **Características das operações**

- Grandes volumes – Operações líquidas
- Oportunísticas
- A partir de 2000, grande parte das operações são executadas com o compromisso dos agentes.
- Comissões reduzidas agressivamente.
- Redução de custos entre 1999 e 2001: 12,31% a.a., 12,22% a.a. e 9,98% a.a.

### **Aspectos relevantes para o entendimento da formação de preço dos *bradies***

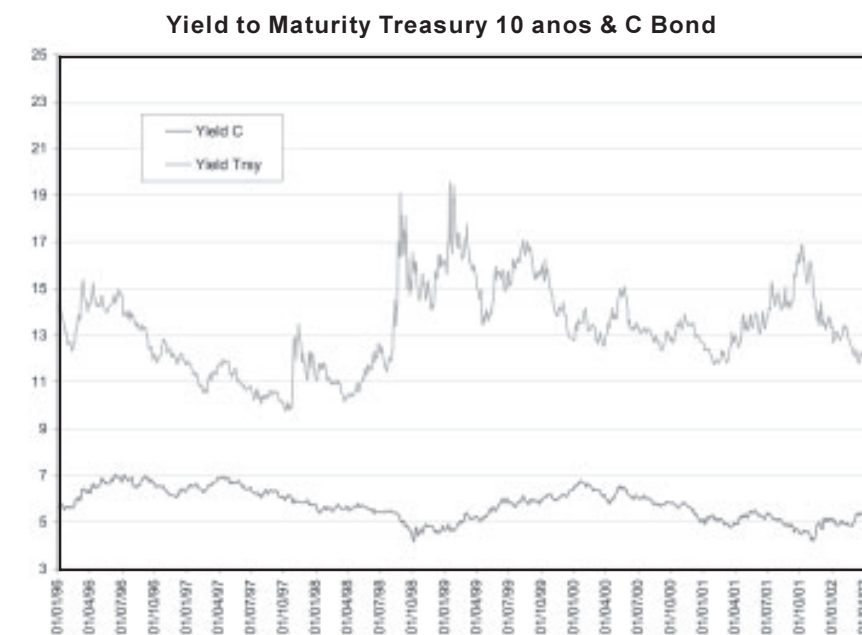
Quando da colocação dos *bradies* no mercado, seus detentores originais passaram a ter a opção de mantê-los em carteira ou negociá-los no mercado secundário.

Ao ser negociado antes do seu vencimento, o preço do título sofre uma redução no seu valor de face, passando a ter um valor de mercado correspondente ao valor presente do fluxo de pagamentos do mesmo, descontado por uma determinada taxa. Assim como em qualquer instrumento de renda fixa, no caso dos *bradies*, a taxa de desconto utilizada para se chegar ao valor presente é o *yield* do papel, ou seja, a sua taxa de retorno.

O *yield* dos *bradies* pode ser entendido como o somatório do *yield* do título do Tesouro norte-americano de prazo equivalente ao do papel, com um diferencial (*spread*). Esse diferencial reflete a percepção de risco que os investidores têm em relação ao emissor - risco país.

Vários fatores afetam o *yield* dos *bradies* e, conseqüentemente, seu preço. O fator determinante para a oscilação dos preços dos *bradies* é, sem dúvida, o comportamento da taxa básica de juros americana, e que se manifesta nas notas do Tesouro dos EUA, as *treasuries*. Além disso, a percepção de risco do país é constantemente reavaliada pelos investidores, o que ocasiona alterações nos *spreads* e, por extensão, nos preços. Na avaliação de risco são considerados aspectos de cunho político e econômico não só do país como do resto do mundo.

#### Quadro comparativo da taxa de retorno do C Bond e do Tesouro americano para títulos de 10 anos.



Fonte: Derin/Copex

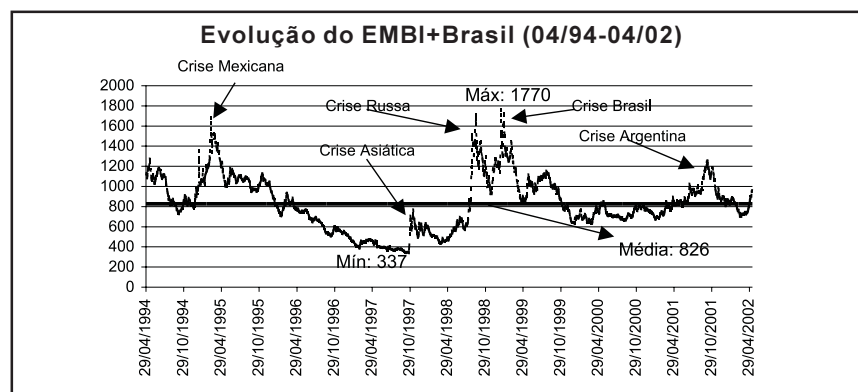
## Evolução do Risco Brasil – Classificação de Crédito – Índice de acompanhamento dos retornos dos papéis (Embi +)

O JP Morgan Emerging Markets Bond Index Plus, comumente chamado de Embi +, foi criado em dezembro de 1993, com o objetivo de estabelecer uma referência (*benchmark*) que pudesse refletir, de maneira objetiva e acurada, os retornos totais de papéis representativos de dívida externa de países emergentes negociados em mercado secundário. A construção do Embi + é feita da composição de quatro mercados: *brady bonds*, *Eurobonds*, mercado local americano e empréstimos. O Embi + originou-se da ampliação do Embi, índice que acompanhava somente a família dos *brady bonds*.

A metodologia de cálculo do índice é a seguinte: a) são computados os retornos diários de cada instrumento que compõe o índice; b) para cada mercado (de *bradies*, de *eurobônus/globals* e de empréstimos) é calculada uma média aritmética dos retornos de seus respectivos componentes ponderada pela capitalização de mercado; e c) uma média aritmética dos mercados que compõem o índice é então calculada, mais uma vez ponderada pela capitalização de mercado.

A escolha dos instrumentos para o Embi + precisa preencher quatro pré-requisitos: a) o saldo do título não pode ser inferior a US\$500 milhões; b) o crédito tem que ter conceituação como de mercado emergente, ou seja, obter uma classificação de crédito (*rating*) não superior a BBB+/Baa1; c) o prazo de vencimento superior a um ano; e finalmente, d) a possibilidade de negociação internacional do título pelo sistema Euroclear.

O gráfico a seguir mostra a evolução do Embi + Brasil no período de abril de 1994 a maio de 2002.



Fonte: JP Morgan

## As agências de classificação de crédito

O papel exercido pelas agências de classificação de crédito é o de avaliar o risco de que países e empresas deixem de pagar seus compromissos nas datas aprazadas. De outra forma, elas medem a qualidade do crédito, a probabilidade de ocorrência dos pagamentos de principal e juros nas datas previamente acordadas. O título é considerado como sendo de nível de investimento – *investment grade* – quando recebe uma classificação entre triplo A (AAA ou Aaa, dependendo da agência de *rating*) e triplo B (BBB ou Baa). Abaixo dessas classificações, os instrumentos são considerados de nível especulativo (conhecidos como *junk bonds*). Países também podem ter sua classificação de crédito avaliada por uma agência de *rating*. A classificação de crédito de um país avaliada por uma agência de *rating*, os chamados *ratings* soberanos, mede o desejo e a capacidade que um determinado governo tem para fazer frente às suas obrigações junto a credores, de acordo com os termos definidos originalmente.

Há 30 anos a americana Securities and Exchange Commission (SEC), órgão equivalente à Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, utiliza as classificações elaboradas pelas agências Moody's Investor Services, Standard & Poor's e Fitch IBCA, Duff and Phelps, para determinar o valor dos títulos mantidos em carteira pelas instituições financeiras e o montante de capital que estas devem provisionar. Muitos investidores institucionais são obrigados, por disposição estatutária, a alocar parte, ou o total, de seus recursos em instrumentos classificados com grau de investimento entre AAA e BBB.

Vários são os elementos determinantes numa avaliação de risco, tais como: fatores econômicos (avaliação histórica, reestruturações ocorridas, fatores econômicos correntes), fatores financeiros (capacidade financeira para honrar os compromissos), além de outros que de uma certa maneira vão impactar o cumprimento das obrigações devidas.

O Banco Central do Brasil, na qualidade de agente do Tesouro Nacional, mantém contratos com a Moody's, a Standard & Poor's e a Fitch. Esses contratos têm como objetivo a avaliação do risco soberano brasileiro, fator de fundamental importância por ocasião das emissões de bônus da República nos mercados internacionais de capitais, por proporcionar o necessário conforto aos investidores quando da alocação de seus recursos.

Na avaliação dessas agências o Brasil está classificado como: B2 (Moody's); B+ (S&P); e B+ (Fitch). (Fonte: Bloomberg – Data-base: dez/2002)

## Procedimentos para as emissões da República no exterior

Os lançamentos de títulos da República no exterior são realizados com a participação do Banco Central do Brasil, da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN) e da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), além da assessoria de escritório de advocacia norte-americana e dos agentes responsáveis pela colocação do papel no exterior.

O Bacen, na qualidade de agente do Tesouro Nacional, é o encarregado das grandes etapas do processo, a saber:

- a) a definição da meta de captação externa para o ano;
- b) o levantamento das operações passíveis de execução ;
- c) a análise dos aspectos financeiros da operação;
- d) a escolha dos agentes responsáveis pela operação;
- e) o acompanhamento de todo o processo de colocação do título até a sua emissão; e
- f) a elaboração e o envio de relatórios ao Senado Federal sobre as operações realizadas, em conformidade com as autorizações concedidas por aquela Casa – Resolução 57/95, com suas emendas e Resolução 69/96.

A STN é a responsável pelos aspectos orçamentários que envolvem as operações e a PGFN, pelos seus aspectos jurídicos, uma vez que os contratos decorrentes dessas emissões são de responsabilidade da República.

Tão logo definida cada operação e escolhidos os agentes, o Bacen providencia o credenciamento da República para a realização da operação (ROF) e comunica o fato à PGFN e à STN, para que estes possam tomar as providências que lhes são devidas no processo. Nas emissões puras, é observado, ainda, o limite autorizado pelo Senado Federal, para a realização dessas operações.

Muito embora, em linhas gerais, as emissões nos diferentes mercados sejam semelhantes, e todos os bônus emitidos pela República sejam listados na Bolsa de Luxemburgo, cada mercado tem suas particularidades.

## Emissões no mercado global – *Global bonds*

As emissões realizadas no mercado global são registradas junto à *Securities and Exchange Commission* (SEC), nos EUA. Segundo as regras da SEC, é permitido aos governos estrangeiros registrar um determinado valor de títulos que poderão ser emitidos pelo período de até dois anos.

No caso brasileiro, o último registro ocorreu em 22.1.02, pelo valor de US\$6 bilhões.

A materialização das emissões no mercado global se dá, primeiramente, pela elaboração de um prospecto (*Prospectus Supplement*), que é distribuído entre os investidores interessados na operação. Referido documento contém informações sobre a operação e sobre o país emissor, necessárias a uma tomada de decisão pelo investidor. No dia em que os termos da operação são anunciados ao mercado, a República e os agentes responsáveis pela operação assinam o *Underwriting Agreement* – contrato que estabelece a relação entre as partes. Na data do ingresso dos recursos no País, são emitidos os bônus e assinados os demais contratos, regidos pelas leis de Nova Iorque, que irão dar o suporte legal à emissão. São eles:

- *Fiscal Agency Agreement* – estabelece os procedimentos para os pagamentos de juros e de principal e a relação entre a República e o agente fiscal, responsável pelos pagamentos.
- *Exchange Agent Agreement* – estabelece os procedimentos para as operações de trocas de título e a relação entre a República e o agente de troca. Utilizado nas operações de troca de papéis.
- *Dealer Manager Agreement* – utilizado nas operações de troca de papéis. Assinam a República e os agentes responsáveis pela operação.

O prazo entre o anúncio da operação e a emissão dos bônus, com o ingresso dos recursos correspondentes no País, observa um período mínimo de quatro a cinco dias úteis. Nesse período, toda a documentação é providenciada, incluindo a autorização do ministro da Fazenda para a realização da operação. De todas as emissões feitas, as operações realizadas no mercado global é a que exige maior agilidade na sua execução.

## Emissões no mercado europeu – *Euro notes*

As emissões realizadas no mercado europeu não são registradas. Assim como no mercado global, a materialização dessas emissões se dá, primeiramente, pela elaboração de um prospecto (*Offering Circular*), contendo informações sobre a operação e sobre o país emissor, necessárias a uma tomada de decisão por parte do investidor. A documentação que dará o amparo legal para a operação é preparada, e na data do ingresso dos recursos no País, são emitidas as Notas e assinados os contratos. São eles: *Subscription Agreement* e *Fiscal Agency Agreement*, além do *Deed of Covenant*. Esse último contrato é assinado pela República em favor dos investidores, garantindo os seus direitos com relação aos títulos emitidos. Todos os contratos são regidos pelas leis inglesas.

Diferentemente das emissões feitas no mercado global, as operações realizadas no mercado europeu têm um prazo maior para a sua conclusão. O período é de aproximadamente duas semanas, entre a data do anúncio da operação e a data da assinatura dos contratos, emissão das Notas e entrada dos recursos no País.

## Emissões no mercado japonês – *Yen bonds*

As emissões realizadas no mercado japonês são registradas no Ministério das Finanças do Japão (MOF). Assim como nos EUA, a regulamentação japonesa permite aos governos estrangeiros registrar um determinado valor de títulos que poderão ser emitidos pelo período de até dois anos.

No caso brasileiro, o último registro ocorreu em julho de 2001 pelo valor de 300 bilhões de ienes. Desde aquela data não foi realizada nenhuma operação no mercado japonês.

Assim como no mercado global, a sua formalização se dá, primeiramente, pela elaboração de um prospecto (*Supplement Shelf Registration Prospectus*), contendo informações sobre a operação e sobre o país emissor, necessárias a uma tomada de decisão por parte do investidor. A documentação é preparada e, na data do ingresso dos recursos no País, são emitidas as Notas e firmados os contratos *Subscription Agreement* e *Agreement with Commissioned Company for Bondholder*. Esse último contrato substitui o *Fiscal Agent Agreement* constante das emissões nos EUA. Os contratos são regidos pelas leis japonesas.



De todas as emissões, a emissão no mercado japonês é a que leva mais tempo para ser concluída. Entre a data do anúncio da operação e a data da entrada dos recursos no País, o prazo não é menor do que 3 semanas.

### **Cláusulas de ação coletiva nos acordos de dívidas soberanas – *Collective Action Clauses* (\*)**

No decorrer das crises de liquidez do México, Ásia e Rússia, muitas foram as críticas feitas a respeito da utilização de recursos oficiais para dar suporte aos programas de pagamentos desses países aos credores privados. Com a utilização dos recursos oficiais para o resgate ou o pagamento das obrigações de curto prazo concedidas pelos credores privados, esses terminam protegidos dos riscos pelos quais foram compensados anteriormente mediante a cobrança de elevadas taxas de juros.

A última década presenciou uma significativa elevação na emissão de títulos pelos países emergentes, emissões essas que reúnem um conjunto de diferentes instrumentos, abrangendo diferentes jurisdições e um grupo bastante heterogêneo de credores (*hedge funds, mutual funds, pension funds, retails, entre outros*<sup>1</sup>). Essa multiplicidade de variáveis cria grandes dificuldade para o setor privado formular uma resposta coordenada e cooperativa às crises associadas a obrigações de devedores soberanos.

O colapso da economia argentina no segundo semestre de 2001 deu nova força para o debate desse tema. Pouco antes de a Argentina decretar moratória, o Fundo Monetário Internacional anunciou o seu apoio ao desenvolvimento de mecanismos formais que permitissem a concordata de países. Nas discussões ocorridas no G-10, o tema também mereceu destaque.

A abordagem da matéria contempla desde reformas limitadas, com a incorporação nos contratos que amparam os novos bônus internacionais, de cláusulas que facilitem a reestruturação da dívida nos casos em que ela se torne necessária (cláusulas de ação coletiva), até a

---

(\*) DEBEVOISE Whitney, Arnold & Porter. *Collective Action Clauses in Sovereign Debt Securities*.

<sup>1</sup> *Hedge Funds*: operam em conformidade com os critérios estabelecidos quando da criação do fundo. Quando investem no mercado emergente, não fazem restrições ao tipo de instrumento, se *brady* ou *global bond*. *Mutual Funds*: trabalham voltados para o retorno do investimento e em bases *mark to market*. Observam um indexador. Alguns estão voltados para o mercado emergente, outros para o *high grade* e o *high yield*, com pouca aplicação em mercados emergentes. *Pension Funds*: trabalham com indexadores. Tem metas a cumprir. Em geral seguem os mesmos critérios dos *Mutual Funds*, com relação ao *rating* e a liquidez. *Retails*: são bancos privados. Operam com investimentos de curto prazo, normalmente de 5 anos. Fonte: Chase Manhattan Bank/2000

criação de uma corte internacional para que países em situação falimentar possam reestruturar suas dívidas sem ser acionados judicialmente por credores privados. Em razão da delicadeza e complexidade do tema, poucos avanços foram alcançados até o momento.

No que diz respeito às cláusulas de ação coletiva – as “*collective action clauses*” – a sua finalidade é a de impedir que um grupo minoritário de detentores de bônus bloqueiem acordos feitos por uma maioria qualificada, bem como a de reduzir o incentivo para que credores individuais adotem de forma independente ações legais contra países devedores. Nas propostas em discussão, são apresentados alguns tipos de cláusulas que poderiam ser incorporadas aos contratos:

- (i) Cláusulas que determinem a representação coletiva dos *debt holders* – *collective representation clauses*;
- (ii) cláusulas que estabeleçam o número necessário de investidores para alterar os termos e condições dos referidos contratos – *majority action clauses*; e
- (iii) cláusulas que estabeleçam a distribuição dos recursos entre os credores – *sharing clauses*.

(i) *Collective Representation Clauses* – O seu objetivo é modesto: estabelecer mecanismo de comunicação com os investidores, detentores do papel (*bondholders*), e conceder a eles acento na mesa de decisões. A inclusão desse tipo de cláusula beneficia aos *bondholders* e ao emissor, uma vez que facilita a aceitação de um programa de reestruturação e a sua implementação.

As cláusulas de representação coletiva quando incorporadas à documentação dos bônus fornece instrumentos que permitem a organização dos *bondholders* e a designação de um representante. Normalmente, os contratos que dão o amparo legal a esses títulos, não fazem menção a mecanismos de organização coletiva e concede muito pouco poder a um representante.

Como regra geral, esses bônus contêm um agente fiscal (*fiscal agent*), que representa somente o emissor, ou um agente fideicomissário (*trustee*), que tem algum poder para atuar em nome dos *bondholders*. Na ocorrência de um evento de falta (*event of default*), que pode ser caracterizado pelo não pagamento por parte do emissor, o agente fiscal não tem muita liberdade para convocar os *bondholders* para uma reunião, se esse for o desejo do emissor. Na existência de um *trustee*, este normalmente tem poderes para adotar certas ações em nome dos *bondholders*, incluindo a possibilidade de ação contra o emissor.

Podemos dizer que o *fiscal agent* e o *trustee* estão para os *bondholders*, assim como o *Bank Advisory Committee* esteve para a comunidade financeira internacional na década de 80.

(ii) *Majority Action Clauses* – Permite emenda às cláusulas dos bônus, sem a concordância de todos os *bondholders*. Vários eurobônus, regidos sob as leis inglesas, e amparados por um *Trust Deed*<sup>2</sup>, contém esse tipo de cláusula. Nos bônus regidos sob as leis de Nova Iorque, esse tipo de cláusula não existe.

(ii) *Sharing Clauses* – Essas cláusulas são direcionadas para atender a duas preocupações basicamente:

(i) o devedor estará tentado a pagar aos bancos com os quais tenha um maior relacionamento, em detrimento de outros, e

(ii) os credores do sindicato em que o devedor mantenha contas, estará tentado a fazer um *set off*<sup>3</sup> dos valores depositados nessas contas. A cláusula previne, portanto, a prioridade de pagamentos e o *set off*.

Embora a cláusula de *sharing* seja freqüente nos acordos de sindicatos, não é usual na documentação de bônus.

### Cláusulas de ação coletiva contidas nos contratos que amparam os bônus emitidos pela República

As cláusulas de ação coletiva diferem de uma jurisdição para outra. Assim, os contratos que amparam os bônus brasileiros emitidos no mercado global, europeu e japonês, estabelecem diferentes procedimentos.

### Emissões de *eurobonds* regidos pelas leis inglesas

Não há uma regra específica. Podem ter um *trustee* ou um *fiscal agent*.

Quando é escolhido um *trustee*, o emissor e o *trustee* firmam um acordo onde estão contidas as obrigações o emissor e a menção de

<sup>2</sup> *Trust Deed* – Documento que estabelece os direitos e as obrigações do agente fideicomissário (*trustee*) com relação aos investidores que detêm o título (*bondholders*).

<sup>3</sup> *Set off* – Realização de débito na conta do devedor, sem a devida autorização deste. O *set off* é realizado pela instituição na qual a conta é mantida, pelo valor devido e não pago por esse devedor à referida instituição.

que o *trustee* atua em benefício dos *bondholders*. O *Trust Deed* é o documento que estabelece os direitos e as obrigações do *trustee* com relação aos *bondholders*.

Na ocorrência de um *event of default*, o *trustee* é a única parte que pode acelerar o pagamento dos valores devidos, podendo fazê-lo por iniciativa própria ou se for solicitado pelos *bondholders* que detenham de 20% a 25% do valor dos bônus.

No caso do *fiscal agent*, como ele representa o emissor e não os *bondholders*, em havendo um *default* os procedimentos ficam mais confusos. Os *bondholders* podem indicar um representante ou um comitê para representá-los na ocorrência de uma crise. Ações resultantes de acordos que contam com agentes fiscais são mais tumultuadas do que aquelas cujos contratos contam com um *trustee*. Por não haver um representante legal, qualquer *bondholder* pode acionar o emissor.

Os contratos que amparam os títulos emitidos sob as leis inglesas não têm cláusulas de *sharing*. Entretanto, no caso de haver a figura de um *trustee* existe cláusula prevendo uma distribuição pro rata de todos os valores recebidos pelo *trustee*, incluindo recebíveis por força de litígios.

A documentação das referidas emissões estabelece que *bondholders* que detenham 10% do valor agregado dos bônus de cada série poderá acelerar os vencimentos, em caso de *default*. As modificações às condições dos bônus poderão ocorrer com a concordância de *bondholders* que detenham 66 2/3% do valor agregado de cada papel. Não havendo quorum na primeira convocação de reunião de *bondholders*, o percentual aceito para modificações é a maioria em termos de valor total do bônus.

### **Emissões de *Global bonds* regidos pelas leis de Nova Iorque**

Normalmente utilizam a figura do *fiscal agent* em vez de *trustee*. As alterações contratuais exigem a concordância de todos os *bondholders*. Quando não é exigida a presença de um *trustee*, a decisão de se utilizar um *fiscal agent* é mais adotada em função do custo, e da facilidade na parte documental. Os contratos que amparam essas emissões não contêm cláusulas de *sharing*.

As emissões da República feitas no mercado global estão amparadas por um só acordo de *fiscal agent* datado de 1º.11.96. A acelera-

ção dos valores devidos em caso de *default* é igual à dos bônus regidos pelas leis inglesas (10% do valor agregado), salvo no caso dos bônus *brady* que exige a participação de *bondholders* que detenham no mínimo 25% do valor agregado.

### **Emissões de Samurai bonds**

Os bônus Samurai são bônus denominados em yen, emitidos por emissores não japoneses no mercado japonês. O código comercial japonês estabelece duas formas de ação coletiva: por meio de reuniões de *bondholders* ou *kanri gaisha* (instituição responsável pela administração dos bônus). A obrigação e os direitos dos *bondholders* ou de um *kanri gaisha* está previsto nos documentos do bônus. Entretanto, o *kanri gaisha* não tem poderes para atuar em nome dos *bondholders*.