

Recompra de dívida emitida no exterior chega a US\$8 bi

Renda fixa Desconto dos papéis no mercado torna operação atrativa

Recompra de dívida no exterior soma US\$ 8 bilhões

Lucinda Pinto
De São Paulo

Empresas brasileiras estão comprando parte da dívida que emitiram no exterior, aproveitando o momento de forte desvalorização dos bônus provocada pela volatilidade do mercado internacional. Este ano, o total de títulos recomprados pelos emissores é da ordem de US\$ 8 bilhões, sendo que aproximadamente US\$ 6,5 bilhões desse montante vieram de operações realizadas nos últimos três meses, quando o ambiente de aversão a risco no mundo provocou uma forte correção de preços. O total de recompra já supera o volume de bônus emitidos em 2022, que está em US\$ 4,5 bilhões.

Ontem, a Petrobras reforçou esse bloco ao anunciar a recompra de US\$ 1,5 bilhão em títulos com vencimentos entre 2024 e 2051. Neste ano, a companhia já havia retirado das mãos dos investidores um total de US\$ 2 bilhões, por meio de operações chamadas "tender offers". Outra operação de grande porte veio da Vale, que recomprou US\$ 1,132 bilhão. Ambas lidam com excesso de caixa, em grande medida formado pelo cenário de valorização das commodities. E vem na desvalorização de seus papéis uma oportunidade de ganho financeiro.

Procuradas, Vale e Petrobras não quiseram comentar.

Profissionais também têm notado movimentos de outros emissores recomprando papéis diretamente no mercado secundário nos últimos dois meses, em operações de menor porte e que não precisam ser anunciadas publicamente.

Esse não é um movimento exclusivo das empresas brasileiras: sendo dados da JGP, o total de bônus de companhias latino-americanas recomprados no mercado internacional supera a casa dos US\$ 19 bilhões no ano.

Esse tipo de gerenciamento de dívida não é inédito — as companhias tradicionalmente monito-

ram o mercado e aproveitam boas oportunidades para trocar suas dívidas por papéis mais longos ou por melhores taxas. Mas, segundo Caio de Luca Simões, chefe da área de renda fixa do Bank of America (BoFA), a diferença é que, desta vez, o movimento é marcado por uma condição de excesso de caixa por parte das companhias, que aproveitam a forte desvalorização dos papéis no mercado secundário, de olho na possibilidade de gerar capital por meio dessa operação.

"São empresas que estão super bem, e que aproveitam a forte queda do preço de seus papéis para recomprá-los ou fazer arbitragem com uma dívida local", explica. Segundo Simões, enquanto o mercado internacional é afetado pela volatilidade dos juros dos Treasuries, há uma estabilidade no spread de crédito no mercado local (diferença entre o CDI e a taxa de juro paga pelo emissor). "Nesse cenário, o mercado primário de dívida local, a despeito da alta da taxa Selic, segue ganhando relevância em relação ao mercado externo."

A Votorantim Cimentos é um exemplo de empresa que trocou dívida externa por local. A companhia recomprou US\$ 200 milhões em bônus e, paralelamente, captou R\$ 1 bilhão por meio da emissão de debêntures.

"A operação buscou efetuar a recompra da dívida mais onerosa do nosso portfólio, aproveitando as taxas atrativas de mercado. Apesar da solidez financeira e da elevada liquidez da Votorantim Cimentos, executamos a estratégia de forma conservadora, utilizando recursos de emissões de dívidas no mercado local com taxas mais atrativas para financiar a operação", diz Bianca Nasser, CFO global da Votorantim Cimentos.

"Os juros subiram muito aqui e lá fora, mas ainda é mais barato captar aqui", explica Samy Podlubny, responsável pela área de emissão de dívida local e internacional do UBS BB, um dos ban-



Mercado primário de dívida local segue ganhando relevância em relação ao mercado externo, diz Simões, do BoFA

cos que coordenaram a operação da Votorantim Cimentos. "Estamos vivendo nas últimas semanas um período de muita arbitragem favorável para o mercado local", afirma. Segundo ele, há pelo menos três outras companhias estudando a possibilidade de fazer esse tipo de operação.

Esse cenário, em que o custo do dinheiro no Brasil está mais baixo do que no exterior, não é o mais comum. Mas, diz Podlubny, essa condição de arbitragem, a favor do mercado local, abre algumas oportunidades de pagamento de outros compromissos no exterior, como, por exemplo, por parte de subsidiárias de companhias multinacionais. Quadro que acaba contando como um elemento a favor da valorização do dólar. "Essas recompras de 'bonds', por si só, não são capazes de influenciar o câmbio, mas elas são fruto de uma condição do mercado que favorece mais remessas", explica.

O que está por trás desse movimento é a abrupta mudança das condições do mercado de renda fixa global, provocada pela alta de juros pelo Federal Reserve. A alta de juros dos Treasuries impõe uma perda de valor desses bônus, e também estimula uma busca por ativos mais seguros, conjunção de fatores que provocou um forte fluxo negativo nesse mercado. Segundo Eduardo Alhadeff,

sócio da Ibiuna Investimentos, os fundos de investimento globais dedicados a esse mercado tiveram cinco semanas de captação positiva, após 20 semanas de resgates. "Não lembro de ver um período tão prolongado de 'outflow' e tão pouca emissão", diz o executivo.

"Existe um grande estoque de dívida emitida a juros baixos. Só que entramos na época da normalização", explica Rodrigo Fittipaldi, chefe da área de emissões do Credit Suisse. "Se fosse um processo de alta de juros tranquilo, o mercado incorporaria isso. Mas o cenário mudou muito abruptamente, e mudou para todo mundo."

Diante dessa onda de saques e baixa demanda por esse tipo de papel, os bônus de grandes companhias estão sendo negociados a preços incompatíveis com a qualidade dessas empresas, dizem especialistas. O Embi+ para o Brasil, índice criado pelo J.P. Morgan para medir o desempenho desses papéis, considerado um termômetro do chamado risco Brasil, opera em queda de quase 10% neste ano, como reflexo desse movimento.

Entre as principais companhias, o bônus da CSN era negociado a 81% do valor de face, enquanto Klabin chegou a valer 77% do valor de face, Petrobras, 77%, e Suzano, 76,5%. Ao recomprar sua dívida, a empresa diminui a dívida bruta do balanço e passa a deter um papel

que paga agora uma taxa de retorno mais alta do que no momento da emissão, o que consiste, portanto, em uma operação financeira lucrativa. Além disso, é uma forma de dar saída ao investidor que precisa se desfazer de uma posição e, assim, ajudar a sustentar o preço desse título. Esse tipo de atuação, segundo especialistas, pode ter limitado a desvalorização desses papéis nas últimas semanas.

Mas essa operação só faz sentido para companhias que têm posição muito confortável de caixa e deve ser estudada com muita cautela, diz Fittipaldi, do Credit. Ele explica que a recompra é, de fato, uma forma de dar uma mensagem ao mercado de que a empresa está bem e que não concorda com o nível de preço praticado. Ao mesmo tempo, é uma decisão que reduz o caixa e, portanto, aumenta a alavancagem.

"É um gasto de caixa com um ativo que pode até desvalorizar mais", explica. Ele diz que o cenário de juro baixo "é página virada", o que torna importante que as empresas preservem seu caixa. Além disso, ressalta que, embora o mercado local esteja ainda muito ativo e aberto para novas captações, esse ambiente pode mudar em algum momento. "O mercado internacional está fechado há seis meses, e o mercado local, que hoje está bom, tem um limite para absorver todas as ofertas."

