

Índice



O propósito desta publicação	2
Introdução	3
Produtos de cobertura de risco do BIRD	4
Benefícios	5
Elegibilidade	6
O BIRD como intermediário de mercado	8
Comissões	10
Coberturas de risco da taxa de juros	11
Swaps de taxas de juros	11
Tetos e bandas para taxas de juros	16
Coberturas de riscos de câmbio	19
Swaps de moedas	20
Coberturas de risco de produtos básicos (<i>commodities</i>)	26
Aspectos jurídicos	29
Compensação de pagamentos	30
Aspectos contábeis	31
Termos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD	32
Terminologia	40
Procedimentos aplicáveis aos produtos de cobertura de risco	41
Contatos	42

0

Propósito desta Publicação

Esta publicação, preparada somente para fins informativos, tem o propósito de apresentar os produtos de cobertura de risco do BIRD aos seus mutuários e não pretende oferecer um panorama completo dos instrumentos de gestão de riscos financeiros ou de cobertura de riscos. Sugere-se que os mutuários consultem seus assessores financeiros ao considerarem a possibilidade e a forma de utilizar os produtos de cobertura de risco do BIRD no contexto das suas estratégias de gestão de ativos e passivos.

Abril 2000

I ntrodução

O Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), em atenção à demanda dos mutuários, oferece uma nova série de produtos para a gestão de riscos financeiros. Esses instrumentos destinam-se a cobrir as necessidades dos mutuários que venham a surgir ao longo da vigência dos seus empréstimos com o BIRD.¹ Valendo-se de técnicas padrão do mercado, os produtos de cobertura de risco do BIRD podem transformar as características de risco das obrigações de um mutuário do Banco, mesmo que os termos negociados de um contrato de empréstimo em particular permaneçam inalterados. Esses produtos habilitam os mutuários a melhorar sua capacidade de gestão de risco no contexto de projetos, programas de empréstimo e gestão soberana de ativos e passivos. Os

produtos de cobertura de risco do BIRD abrangem *swaps* de taxas de juros, tetos e bandas de taxas de juros, *swaps* de moedas e, em bases casuísticas, *swaps* de produtos básicos.

1/ Os produtos de empréstimo do BIRD abrangem os empréstimos em moeda única (SCL – *Single Currency Loan*) com taxas de juros fixas ou variáveis, os empréstimos baseados na cesta de moedas (CPL – *Currency Pool Loan*) e os empréstimos com margem fixa (FSL – *Fixed Spread Loan*). Para maiores informações sobre os FSL, ver *Produtos Financeiros do BIRD: Empréstimos Com Margem Fixa* (Setembro de 1999). Para informação sobre os SCL e CPL, ver *Produtos Financeiros do BIRD: Principais Termos e Condições dos Empréstimos do BIRD* (Abril de 1999). O BIRD retirará a sua oferta de SCL com taxas de juros fixas em 1º de dezembro de 1999. Para informação sobre garantias do BIRD, ver *The World Bank Guarantees: Catalyst for Private Capital Flows* (1998) ou comunicar-se com o Grupo de Financiamento e Garantia de Projetos do BIRD.

P

rodutos de cobertura de risco do BIRD

COBERTURAS DE RISCO DE TAXAS DE JUROS DO BIRD

Swaps de taxas de juros

Os *swaps* de taxas de juros são transações negociadas individualmente e utilizáveis para transformar a base da taxa de juros que o mutuário esteja pagando em decorrência de um empréstimo, de uma taxa fixa para uma taxa variável, e vice-versa. Na qualidade de contrapartes de um *swap* de taxas de juros, o BIRD e o mutuário acordam em intercambiar, em determinadas datas futuras, duas séries de fluxos de caixa expressas na mesma moeda. Os fluxos de caixa pagos por uma contraparte refletem uma taxa de juros fixa, ao passo que os da outra contraparte refletem uma taxa de juros variável. Não há intercâmbio de montantes do principal.

Tetos e bandas de juros

Os tetos e bandas das taxas de juros oferecem proteção contra o aumento das taxas de juros aos mutuários que tenham empréstimos com taxas variáveis. Os tetos para taxas de juros são transações negociadas individualmente, nas quais, mediante o pagamento de um ágio inicial, se estabelece um teto máximo para a taxa de juros de um empréstimo com taxas de juros variáveis. As bandas de taxas de juros são transações negociadas individualmente, nas quais, mediante o pagamento de um ágio inicial, fica estabelecida uma faixa limitada por um teto e um piso para os juros de um empréstimo com taxas de juros variáveis.

PRODUTOS DE COBERTURA DE RISCO DE CÂMBIO

Swaps de moedas

Os *swaps* de moedas são transações negociadas individualmente, que servem para alterar a moeda em que esteja expressa a obrigação contraída pelo mutuário de um empréstimo. Como contrapartes de um *swap* de moedas, o BIRD e o mutuário concordam em intercambiar duas séries de fluxos de caixa, expressas em diferentes moedas, em determinadas datas futuras. Os fluxos de caixa refletem pagamentos a título de juros sobre essas moedas, cujas taxas podem ser fixas ou variáveis, bem como intercâmbios de montantes do principal.

PRODUTOS DE COBERTURA DE RISCO DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

Swaps de preços de produtos básicos

Os *swaps* de preços de produtos básicos são transações negociadas individualmente para intercambiar duas séries de fluxos de caixa em determinadas datas futuras, em que uma das séries está vinculada ao preço de mercado de um produto básico ou a um índice de preços de produtos básicos, e a outra constitui um fluxo de caixa fixo previamente acordado ou o fluxo de caixa baseado numa taxa de juros fixa ou variável. O BIRD oferecerá este produto em caráter experimental.

Benefícios

Os produtos de cobertura de risco do BIRD oferecem aos mutuários os seguintes benefícios:

FLEXIBILIDADE PARA A GESTÃO DOS EMPRÉSTIMOS VIGENTES DO BIRD

As opções de prazo escolhidas pelos mutuários ao contratarem um empréstimo talvez deixem de ser apropriadas ao longo da vigência do empréstimo. As necessidades do mutuário em matéria de gestão de riscos podem mudar quando se modifica ou amplia o seu acesso a financiamento proveniente de outras fontes. Com os produtos de cobertura de riscos do BIRD, os mutuários passam a ter a possibilidade de responder às mudanças dos perfis de risco de taxas de câmbio e de taxas de juros durante o resto da vigência dos seus empréstimos pendentes de pagamento.

ACESSO A INSTRUMENTOS DE GESTÃO DE RISCO

Os produtos de cobertura de risco do BIRD representam um passo à frente para muitos países mutuários do Banco que carecem de acesso direto, por meio dos mercados financeiros, a instrumentos de gestão de risco. Outros mutuários do BIRD que disponham de acesso aos mercados podem alcançar seus objetivos de gestão de risco com os produtos do BIRD, preservando simultaneamente suas linhas limitadas de crédito com intermediários financeiros.

MELHORES PREÇOS

Por meio da intermediação do BIRD nos mercados financeiros, os mutuários se beneficiam da classificação de crédito AAA do BIRD e da experiência adquirida pelo Banco em razão da sua prolongada presença nos mercados de derivativos. A classificação AAA habilita o Banco a ter acesso a maior volume desses produtos, com prazos de vencimento mais extensos e a custos mais econômicos que os clientes poderiam encontrar agindo por conta própria.

CAPACIDADE DE GESTÃO DE RISCOS DE CARTEIRA

Os produtos de cobertura de risco podem ser utilizados para implementar uma estratégia de gestão de ativos e passivos no nível nacional a fim de reduzir os riscos financeiros de carteira.

EXPERIÊNCIA

Os mutuários podem utilizar esses instrumentos a fim de melhorar o seu domínio de técnicas de gestão de risco e sua capacidade institucional para o uso de instrumentos derivativos. O BIRD apoiará os esforços dos países, mediante a organização de seminários sobre o uso dos produtos financeiros do Banco e a gestão nacional de ativos e passivos.²

2/ Para maiores informações, consulte a equipe de gestão de ativos e passivos, Departamento de Produtos e Serviços Financeiros.

QUADRO 1: Os produtos de cobertura de risco do BIRD são oferecidos:

- para reduzir riscos. Ao apresentarem um pedido de cobertura de risco, os mutuários serão solicitados a justificar o uso que pretendem dar ao produto requerido. O BIRD reserva-se o direito de rejeitar um pedido que não esteja em conformidade com os termos e condições de seus produtos de cobertura de risco ou que, a seu juízo, não pareça adequado para atender as necessidades de um projeto ou de gestão da dívida;
- para uso relacionado com saldos desembolsados e pendentes de empréstimos específicos do BIRD ou em relação a um grupo desses empréstimos;
- em dólares dos EUA, euros, francos suíços, ienes japoneses, libras esterlinas e, possivelmente, outras moedas cujos mercados de derivativos sejam líquidos (análise que será feita caso a caso);³
- em prazos de vencimento não superiores ao prazo de vencimento restante do empréstimo ou da parcela do empréstimo sujeita à cobertura de risco. Os prazos máximos das cobertura de risco podem ser adicionalmente limitados pelo grau de acesso do BIRD aos mercados financeiros pertinentes; e
- a qualquer momento, durante a vigência do empréstimo. Um mutuário pode optar por utilizar produtos de cobertura de risco do BIRD para transformar efetivamente sua obrigação de empréstimo, uma ou mais vezes, seja para fixar, liberar ou voltar a fixar a taxa de juros, para estabelecer tetos ou bandas para as taxas de juros variáveis ou para modificar a moeda da obrigação do empréstimo.

3/ O BIRD não oferece empréstimos aos países em suas moedas nacionais e não oferecerá transações de cobertura de risco que resultem efetivamente no mesmo resultado.

E

legibilidade

QUADRO 2: Aplicabilidade dos produtos de cobertura de risco aos empréstimos do BIRD*

(Disponíveis para os saldos desembolsados e pendentes do empréstimo)

	Swaps de taxas de juros	Tetos e bandas	Swaps de moedas	Swaps de produtos básicos**
Empréstimos em cesta de várias moedas (CPLs)			✓	
Empréstimos em cesta de moeda única (SCPs)			✓	
SCLs a taxas de juros fixas	✓		✓	
SCLs a taxas de juros variáveis	✓	✓	✓	
Empréstimos com margem fixa	✓	✓	✓	

* As coberturas de risco para os empréstimos em CPLs, SCPs e SCLs a taxas de juros variáveis serão apenas aproximadas.

** São oferecidas em bases casuísticas.

O BIRD como intermediário financeiro

Ao proporcionar produtos de cobertura de risco a seus mutuários, o BIRD estará atuando como intermediário no mercado financeiro. Como se vê no Diagrama 1 da página 9, o BIRD estará se posicionado entre as instituições do mercado e o mutuário e subscreverá contratos financeiros em separado com cada um deles. Além de obterem acesso aos próprios produtos de cobertura de risco do BIRD, os mutuários serão beneficiados de numerosas formas pela função do BIRD como intermediário financeiro.

Um importante benefício é o preço dessas transações. Na maioria dos casos, a determinação dos preços das transações entre o BIRD e o mutuário estará baseada diretamente nos termos que o BIRD obtiver na sua transação em separado com uma contraparte do mercado. Nesses casos, a contraparte de mercado não conhecerá a identidade do mutuário que solicitou uma cobertura de risco ao Banco. Assim sendo, o preço dessas coberturas de risco refletiria os termos obtidos pelo BIRD com base na excelente qualificação do seu crédito. Em outros casos, é possível que o preço das transações entre o BIRD e o mutuário se baseie num quadro de cotações pré-determinadas e de uso corrente.

Os mutuários serão beneficiados pela experiência do BIRD na execução de transações, do conhecimento de métodos de fixação de preços dos derivativos e dos numerosos relacionamentos que o Banco mantém com

importantes instituições financeiras, com as quais pode negociar ofertas de transação.

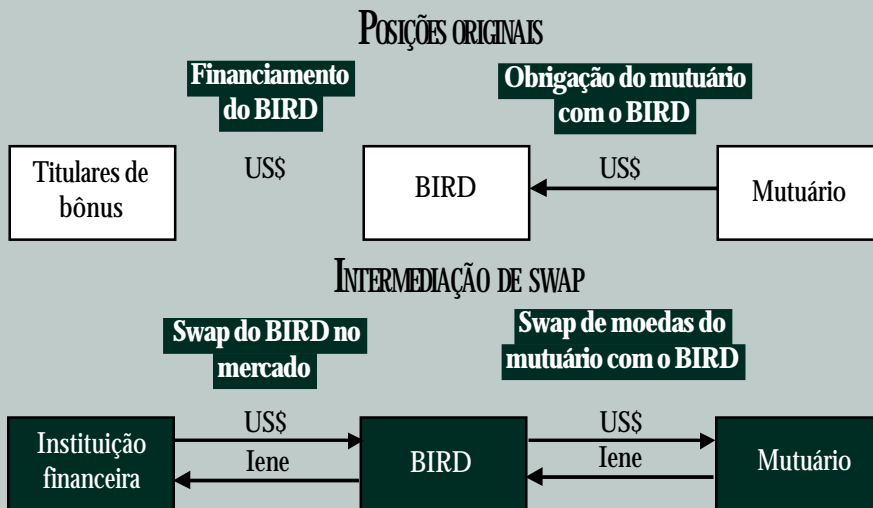
Os mutuários, ao recorrerem à intermediação do BIRD, podem preservar valiosas linhas de crédito mantidas com instituições do setor privado. A contratação de uma cobertura de risco com o BIRD não afetaria adversamente o volume de futuros empréstimos do Banco ao mutuário, desde que essas coberturas guardem relação com as obrigações junto ao BIRD e a elas se limitem. De fato, os mutuários estariam modificando as características de suas obrigações vigentes com o BIRD, e não assumindo novas obrigações.

Já que o BIRD geralmente compensará as coberturas de risco concedidas aos mutuários com transações no mercado, só poderá oferecer as condições que encontrar prontamente nos mercados financeiros. Isto poderá limitar o prazo máximo ou outras condições oferecidas aos mutuários às que o BIRD possa encontrar nos respectivos mercados.

O

BIRD como intermediário financeiro

DIAGRAMA 1: Exemplo do BIRD como intermediário



Neste exemplo, o mutuário contraiu junto ao BIRD um empréstimo em dólares dos EUA. O BIRD financiou esse empréstimo com empréstimos em dólares dos EUA obtidos no mercado de bônus. Mais tarde, o mutuário solicitou que a moeda do empréstimo fosse trocada (de dólares dos EUA em ienes japoneses). Deixando intactos o financiamento e o empréstimo, o BIRD combina simultaneamente: com o mutuário, um *swap* de dólares por ienes, e com uma instituição do mercado financeiro, um *swap* de ienes por dólares. As condições obtidas na transação feita no mercado são passadas ao mutuário no seu *swap* com o BIRD.

O Diagrama 1 mostra a posição de cada entidade após a execução de um *swap* de moedas. O mutuário se obriga em duas transações: no empréstimo original do BIRD e no *swap* de moedas com o BIRD.

Além das suas transações com o mutuário, o BIRD efetuou duas outras transações: o empréstimo original colocado no mercado de bônus e um *swap* de moedas com uma instituição do mercado. Assim, o Banco cobriu-se contra riscos adicionais resultantes da opção do mutuário em transformar a moeda original do seu empréstimo.

Comissões

A tabela 1 mostra a escala de comissões aplicáveis aos produtos de cobertura de risco do BIRD. As comissões são cobradas no momento da transação e pagáveis no prazo de 60 dias. A política do BIRD em matéria de elegibilidade para isenções de juros, concedidas em função do serviço pontual da dívida, também será aplicável ao pagamento pontual das comissões.

O BIRD poderá revisar periodicamente a escala de comissões. Nesses casos, as novas comissões só serão aplicáveis aos pedidos de cobertura de risco formulados após o início da vigência da nova tabela.

TABELA 1: Escala de comissões para produtos de cobertura de risco do BIRD

(Expressas como percentagem do principal coberto)

TIPO DE TRANSAÇÃO	COMISSÕES POR COBERTURA DE RISCO*
Swaps de taxas de juros	1/8%
Tetos e bandas para a taxa de juros	1/8%
Swaps de moedas	1/4%
Swaps de preços de produtos básicos	3/8%

* Todas as comissões são pagáveis no prazo de 60 dias contados da data da realização da transação de cobertura de risco.

C

oberturas de risco da taxa de juros

Os mutuários do BIRD podem optar por reduzir o risco de taxas de juros dos empréstimos em moeda única e empréstimos com margem fixa concedidos pelo Banco, mediante *swaps* de taxas de juros ou tetos ou bandas para taxas de juros. O risco da taxa de juros é a incerteza do resultado financeiro que ocorre, por exemplo, quando as características das taxas de juros das obrigações de empréstimo diferem das características das taxas de juros da renda do mutuário. O risco de taxa de juros pode resultar em ganhos ou perdas, dependendo das alterações dessas taxas, tal como ilustrado no quadro 3.

BIRD pode, a qualquer momento, efetuar separadamente uma transação independente de taxas de juros com o BIRD. Os fluxos de caixa do *swap*, juntamente com os fluxos de caixa do empréstimo, modificarão efetivamente as características da taxa de juros da obrigação líquida do mutuário com o BIRD.

O *swap* das taxas de juros especificará os termos das duas séries de fluxos de caixa futuros, uma das quais será paga pelo mutuário – a parcela de pagamento do *swap* – e a outra será recebida pelo mutuário – a parcela de recebimento do *swap* –, tendo o BIRD como contraparte.

SWAPS DE TAXAS DE JUROS

Um mutuário interessado em transformar sua obrigação líquida de taxas de juros relativa a um empréstimo do

QUADRO 3: Exemplo de risco de taxa de juros

Considere-se o que ocorreria em diferentes contextos de taxas de juros se uma entidade contraísse um empréstimo de US\$100 milhões a uma taxa de juros variável e emprestasse esses US\$100 milhões a uma taxa de juros fixa de 7%. Partindo do pressuposto de que o custo do empréstimo contraído, que era de 6% no primeiro ano, aumentou para 8% no segundo ano, qual seria o efeito desse aumento sobre a renda líquida?

	Receita (em milhões de US\$)	Custo do endividamento (em milhões de US\$)	Serviço da dívida (em milhões de US\$)	Receita líquida (em milhões de US\$)
Ano 1	7	6%	6	1
Ano 2	7	8%	8	(1)

Coberturas de risco da taxa de juros

Os termos correspondentes à parcela de recebimento do mutuário serão estruturados de modo a compensar, na medida do possível, os termos da taxa de juros do empréstimo com o qual o *swap* se relaciona. No *swap*, o mutuário receberá do BIRD montantes a título de juros correspondentes, ao máximo possível, ao montante devido pelo mutuário no empréstimo subjacente, a cada futura data de pagamento.

Em troca, na sua parcela de pagamento do *swap*, o mutuário terá com o BIRD uma dívida baseada nos novos termos que escolheu: ou uma taxa de juros variável (tipicamente, a taxa LIBOR acrescida de uma margem fixa) ou uma taxa de juros fixa (a taxa fixa equivalente à taxa LIBOR acrescida de uma margem). O nível da taxa de juros fixa ou a margem correspondente à taxa LIBOR pagável pelo mutuário terá por base, normalmente, a taxa de juros que o BIRD obteve no seu *swap* de contrapartida com uma instituição do mercado financeiro.

Em certos casos, quando o BIRD combina a realização de várias transações ou não realiza uma transação de contrapartida no mercado, o nível da taxa de juros fixa ou a margem sobre a taxa LIBOR pagável pelo mutuário seriam calculados utilizando-se cotações em tela eletrônica pré-determinadas e de uso corrente.

Seja mediante a utilização da abordagem de transação de mercado ou das taxas extraídas em tela eletrônica, a taxa de juros fixa ou a margem sobre a taxa LIBOR que o BIRD passará para o mutuário será a que produza um valor presente dos fluxos de caixa nas parcelas de pagamento do *swap* igual ao valor presente dos fluxos de caixa nas parcelas de recebimento do *swap*, usando taxas

de mercado. Segue-se que, se um mutuário acordar um *swap* de taxas de juros para alterar a base da taxa de juros do seu empréstimo a taxas de juros fixas ou à taxa LIBOR acrescida de uma margem que seja superior às taxas de mercado (ou seja, os fluxos de caixa da parcela de recebimento do mutuário no *swap* seriam superiores aos níveis do mercado), o mutuário deverá esperar que a taxa de juros ou a margem obtida na parcela de pagamento do *swap* também seja superior às taxas do mercado.⁴

SWAPS DE TAXAS DE JUROS PARA EMPRÉSTIMOS EM MOEDA ÚNICA (SCLs) COM TAXA VARIÁVEL

A margem sobre a taxa LIBOR da taxa de juros dos empréstimos em moeda única com taxa variável também é variável e depende do custo de financiamento do BIRD. Já que essa margem variável não pode ser reaplicada com o uso dos instrumentos disponíveis no mercado, só é possível proporcionar uma cobertura de risco aproximada. Nos *swaps* de taxas de juros vinculados a esses empréstimos, o BIRD estabelecerá a parcela de recebimento do *swap* do prestatário com base na taxa LIBOR básica (ou seja, sem margem ou “flat”). Como resultado, depois de realizado um *swap* de taxas de juros para passar de uma taxa variável para uma taxa fixa, o mutuário terá fixado o componente LIBOR da sua taxa variável, embora a margem variável ainda possa mudar. Ver o exemplo que aparece na Tabela 2.

4/ O BIRD pretende oferecer no seu *site*, tal como indicado ao final desta publicação, instrumentos analíticos para que os mutuários possam calcular taxas indicativas de *swap* para os termos de seus empréstimos.

QUADRO 4: Como podem os mutuários utilizar os swaps de taxas de juros?

- Um mutuário poderá ter optado previamente por um SCL com taxa variável para financiar um projeto que agora gera receita estável. Se o mutuário preferir que os pagamentos de juros do seu empréstimo sejam mais estáveis, poderá valer-se dos *swaps* de taxas de juros para fixar efetivamente o componente LIBOR da taxa de juros do empréstimo sobre os montantes desembolsados e pendentes de pagamento.
- O mutuário que administra o risco da sua carteira de empréstimos pode alterar a sensibilidade da carteira às taxas de juros, modificando a base das taxas de juros de um ou mais empréstimos vigentes com o BIRD. Por exemplo: talvez o mutuário esteja interessado em reduzir a percentagem da dívida com taxas de juros variáveis no contexto da sua dívida total obtida de diferentes fontes. O mutuário pode decidir-se por fixar as taxas de juros de todas as suas obrigações com o BIRD.

QUADRO 5: Exemplo de um swap de taxas de juros

Suponhamos que um mutuário queira converter US\$200 milhões do seu SCL com taxa de juros variável para uma base de taxa de juros fixa. Suponhamos também que o empréstimo foi concedido com um período de cinco anos de carência e a um prazo de amortização final de 15 anos e esteja no seu 13º ano de vida. O mutuário realizaria com o BIRD uma transação de *swap* de taxas de juros com as seguintes características:

Receitas de *swap* do mutuário. No *swap*, o mutuário receberia do BIRD pagamentos com taxas de juros variáveis em cada data de pagamento, baseadas na taxa LIBOR básica (sem margem), calculados sobre o saldo pendente do empréstimo em cada uma dessas datas. Tais pagamentos visam a compensar efetivamente a obrigação do mutuário relativa ao componente LIBOR da taxa variável do empréstimo. O mutuário continuará obrigado a pagar a margem variável do empréstimo sobre a taxa LIBOR.

Pagamentos do mutuário no *swap*. Como parte do *swap*, o mutuário assumirá o compromisso de pagar uma taxa de juros fixa sobre os montantes pendentes do principal em cada data de pagamento. A determinação da taxa de juros fixa aplicável estará geralmente baseada na taxa obtida pelo BIRD na sua transação de contrapartida no mercado financeiro.

Obrigação líquida do mutuário. Supondo que as datas de pagamento do empréstimo subjacente e do *swap* estejam inteiramente sincronizadas, o faturamento do empréstimo compensará, em cada data de pagamento, os montantes devidos ao mutuário e os montantes a este devidos em relação ao empréstimo e ao *swap*. Neste exemplo, a obrigação líquida do mutuário resultaria num montante de juros baseado na taxa fixa do *swap*, acrescido do montante a título de juros correspondentes à margem variável sobre a taxa de juros do empréstimo e a quaisquer reembolsos de principal devidos sobre o empréstimo, tal como se demonstra nos fluxos de caixa que aparecem na Tabela 2.

TABELA 2: Fluxos de pagamento no exemplo de swap do Quadro 5
SCL de US\$200 milhões com taxa variável, no 13º ano

Semestre do empréstimo	Principal pendente de pagamento (em milhões de US\$)	Taxa de juros pagável (% sobre o saldo do principal)	Principal do empréstimo pagável (em milhões de US\$)
25	US\$ 60	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10
26	US\$ 50	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10
27	US\$ 40	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10
28	US\$ 30	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10
29	US\$ 20	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10
30	US\$ 10	LIBOR US\$ + margem variável	US\$ 10

+

Swap hipotético de taxa de juros, de taxa variável para taxa fixa

Semestre do empréstimo	Principal pendente de pagamento (em milhões de US\$)	Taxa de juros pagável ao mutuário (% do saldo do principal)	Taxa de juros pagável pelo mutuário* (% do saldo de principal)
25	US\$ 60	LIBOR em US\$	6,00%
26	US\$ 50	LIBOR em US\$	6,00%
27	US\$ 40	LIBOR em US\$	6,00%
28	US\$ 30	LIBOR em US\$	6,00%
29	US\$ 20	LIBOR em US\$	6,00%
30	US\$ 10	LIBOR em US\$	6,00%

* Taxa fixa baseada na transação de mercado do BIRD.

=

Obrigação líquida do mutuário: compensação entre o empréstimo e o swap

Semestre do empréstimo	Principal pendente de pagamento (em milhões de US\$)	Taxa de juros pagável pelo mutuário (% do saldo do principal)	Principal devido (em milhões de US\$)
25	US\$ 60	6,00% + margem variável	US\$ 10
26	US\$ 50	6,00% + margem variável	US\$ 10
27	US\$ 40	6,00% + margem variável	US\$ 10
28	US\$ 30	6,00% + margem variável	US\$ 10
29	US\$ 20	6,00% + margem variável	US\$ 10
30	US\$ 10	6,00% + margem variável	US\$ 10

C

oberturas de risco da taxa de juros

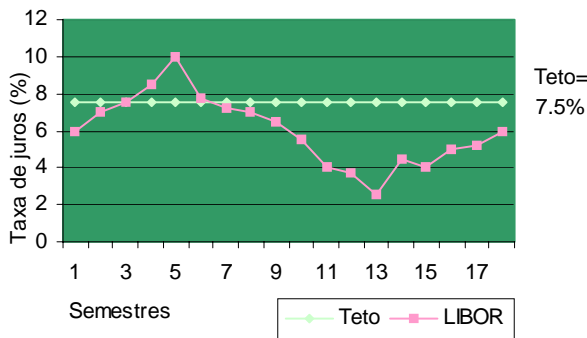
Um mutuário talvez prefira um empréstimo com taxas de juros variável, desde que esteja seguro de que essa taxa não superará um nível máximo. Um teto ou banda para as taxas de juros possibilitaria o alcance desse objetivo.

TETOS PARA A TAXA DE JUROS

Mediante um ágio inicial, o mutuário pode comprar, para a taxa de juros, um teto que garanta que a taxa de juros variável a ser paga por um empréstimo (em geral, a taxa LIBOR) nunca ultrapasse uma taxa previamente acordada. Se, em qualquer data de reajuste, o índice da taxa variável for reajustado em nível superior à taxa teto do mutuário, este ainda pagará a taxa de mercado sobre o empréstimo subjacente, mas receberá do BIRD, em virtude do acordo sobre a taxa teto, um pagamento igual à diferença entre a taxa flutuante e a taxa teto, resultando num pagamento líquido ao BIRD a essa taxa teto, acrescido de quaisquer margens aplicáveis.

Cumpra-se notar que os termos do teto terão por base o índice da taxa de juros variável (por exemplo, a taxa LIBOR) e não incluirão a margem do empréstimo superior ao índice. Ao escolher a taxa teto apropriada, o mutuário deve incluir na sua estimativa da taxa de juros máxima que efetivamente pagará, o efeito da margem sobre o índice da taxa de juros variável. O Diagrama 2 ilustra o modo de operação de um teto para a taxa de juros.

DIAGRAMA 2:
Exemplo de teto para a taxa de juros



Nessa ilustração de teto, se, em qualquer data de reajuste, a taxa LIBOR for reajustada para um nível superior aos 7,50% da taxa teto, o mutuário pagará 7,50% mais a margem do empréstimo sobre a taxa LIBOR. Sempre que a taxa LIBOR for reajustada em nível inferior ao teto, o mutuário pagará a taxa LIBOR vigente na data do reajuste, acrescida da margem de empréstimo sobre a taxa LIBOR.

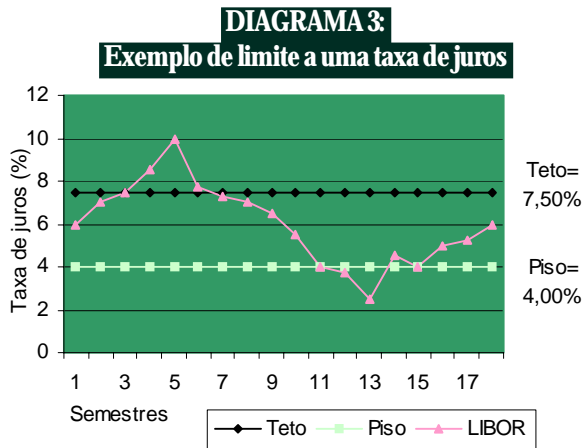
C

oberturas de risco da taxa de juros

BANDAS PARA TAXAS DE JUROS

Uma banda para a taxa de juros consiste de um teto, tal como descrito na página anterior, e de um piso, tal como descrito a seguir. Na modalidade de banda de taxa de juros, as taxas de reajuste do índice da taxa de juros variável do mutuário estão efetivamente contidas dentro de uma faixa limitada pelo teto e pelo piso. A inclusão do piso serve para reduzir efetivamente o custo do ágio que o mutuário deve pagar por essa banda, em comparação com o custo de um teto. Com o piso para a taxa de juros, o BIRD deveria ao mutuário um ágio inicial em troca de um acordo que funcionaria da seguinte forma: se, em qualquer data de reajuste, o índice da taxa de juros variável for reajustado em nível inferior ao nível do piso, o mutuário ainda pagará a taxa vigente sobre o empréstimo subjacente, e também deverá ao BIRD os juros baseados na diferença entre o índice da taxa de juros variável e o piso, o que resulta num pagamento total ao BIRD a uma taxa igual ao piso, acrescida da margem aplicável. De maneira similar ao teto, as taxas estabelecidas como teto e piso para a taxa de juros não incluirão a margem do empréstimo superior ao índice variável. O mutuário deve levar em conta essa margem ao calcular o teto e o piso apropriados.

A receita, a título de ágio que o mutuário geraria ao vender ao BIRD um piso para a taxa de juros, seria aplicada na redução ou compensação do prêmio a ser pago ao BIRD pela compra do teto. O mutuário pode comprar uma banda



de “custo zero”, em que o ágio devido em relação ao teto é compensado exatamente pelo ágio que receberá pelo piso.⁵

O Diagrama 3 mostra como opera uma banda para a taxa de juros. Na ilustração, a taxa LIBOR efetiva para o mutuário sempre seria de pelo menos 4,00%, mas nunca ultrapassaria o teto de 7,50%. A taxa efetiva sobre o empréstimo consistiria da taxa LIBOR vigente acrescida da margem do empréstimo.

5/ O BIRD só oferece pisos que façam parte de transações de bandas para a taxa de juros. Os ágios sobre os pisos não podem ser superiores aos dos respectivos tetos.

C

oberturas de risco da taxa de juros

ÁGIOS SOBRE TETOS E BANDAS

Os ágios referentes aos tetos e bandas da taxa de juros serão faturados no momento da operação de cobertura de risco e deverão ser pagos no prazo de 60 dias da data da operação.

O valor dos ágios cobrados pelo BIRD para tetos e bandas será determinado pelo mercado. O BIRD, quando decidir estender ao mutuário um teto ou uma banda para a taxa de juros, geralmente efetuará uma transação de contrapartida no mercado financeiro e passará ao mutuário o preço determinado por essa transação.

Os fatores mais importantes na determinação do preço das opções em matéria de taxas de juros são a volatilidade

das taxas de juros, os níveis de teto e piso escolhidos, o prazo de vigência do teto ou banda, o nível das taxas de juros no mercado e a taxa de juros livre de risco na moeda em que é expressa.

Os mutuários podem basear-se em diversos princípios gerais que regem o custo dos ágios e devem levá-los em consideração ao escolherem os termos dos seus tetos ou bandas. Tipicamente, quanto mais volátil for a taxa de juros, mais alto será o ágio, devido à maior probabilidade de que as taxas atinjam o teto ou o piso. Pela mesma razão, os ágios são mais altos quando o prazo de vigência do teto ou do limite for mais longa.

QUADRO 6: Como podem os mutuários utilizar os tetos e bandas para taxa de juros?

- Um mutuário pode enfrentar restrições orçamentárias que limitam o montante disponível para o serviço da dívida. Um teto assegurará que a taxa de juros variável nunca ultrapasse determinado nível e, portanto, limitará o montante máximo dos juros devidos.
- É possível que o mutuário de um empréstimo com juros variáveis queira proteger-se contra um aumento acentuado das taxas de juros. O mutuário poderá dispor-se a renunciar a possíveis poupanças a título de juros em situações de taxas de juros baixas, em troca do pagamento de um ágio menor para a compra de um teto. Neste caso, o mutuário poderá comprar do BIRD uma banda para a taxa de juros.

C

oberturas de riscos de câmbio

Mediante a contratação de *swaps* de moedas, os mutuários do BIRD podem optar por reduzir o risco das taxas de câmbio dos seus empréstimos em moeda única (com taxa de juros fixa ou variável), empréstimos em cesta de várias moedas, empréstimos em cesta de uma só moeda e empréstimos com margem fixa. Ao receberem um empréstimo do BIRD, os mutuários assumem um passivo que talvez apareça nos seus balanços por 25 anos. A escolha da moeda do empréstimo é uma decisão fundamental que os mutuários devem considerar cuidadosamente durante a preparação do empréstimo, já que o risco de câmbio afeta os pagamentos do principal e dos juros. Contudo, os riscos e as necessidades de gestão da dívida do mutuário bem

podem evoluir com o passar do tempo. Neste caso, os mutuários podem utilizar *swaps* de moedas como instrumento para a redução do seu risco de câmbio.

Numa transação, risco de câmbio é a incerteza do resultado financeiro em relação às flutuações das taxas de câmbio. Esse risco ocorre, por exemplo, quando a moeda devida pelo mutuário é diferente da moeda em que recebe suas receitas. Dependendo dos movimentos da taxa de câmbio entre as duas moedas, ocorrem ganhos ou prejuízos imprevistos. Tal como demonstrado no exemplo do Quadro 7, se a moeda de um empréstimo valoriza em relação à moeda em que o mutuário auferir suas receitas, ele incorrerá em perda financeira. Similarmente, o mutuário lucraria se ocorresse o contrário.

QUADRO 7: Exemplo de risco de câmbio

Considere-se o efeito dos movimentos das taxas de câmbio sobre a receita líquida de um mutuário se os seus ganhos de exportação são expressos em dólares dos EUA e a sua dívida está expressa em euros. Supondo uma taxa de câmbio de US\$1,03/EUR para o primeiro ano e uma valorização do euro a US\$1,12/EUR no segundo ano, qual será o efeito dessa modificação sobre a receita líquida?

	Receita (US\$)	Serviço da dívida (EUR)	Taxa de câmbio (US\$/EUR)	Serviço da dívida (US\$/EUR)	Receita líquida equiv. em US\$)
Ano 1	100	95	1,03	97,85	2,15
Ano 2	100	95	1,12	106,40	(6,40)

SWAPS DE MOEDAS

QUADRO 8: Como podem os mutuários utilizar os swaps de moedas?

- Um mutuário que administra o risco da sua carteira de empréstimos com uma estratégia de manutenção da composição da sua dívida em 60% em US\$ e 40% em euros poderá ter alcançado maior acesso ao financiamento em euros de diversas fontes. O mutuário poderá decidir pela conveniência de transformar de euros para dólares americanos parte da sua dívida com o BIRD a fim de manter as percentagens de moedas previstas.
- Os mercados de exportação relevantes para um projeto podem ter evoluído de maneira diferente da prevista. A moeda do empréstimo não corresponde à moeda da receita produzida pelo projeto. O mutuário pode executar um *swap* de moedas para fazer com que a moeda da obrigação seja a mesma daquela referente à sua renda.

O mutuário interessado em alterar a moeda de obrigação de um empréstimo vigente com o BIRD pode executar com o Banco uma transação de *swap* de moedas em separado. A transação de *swap* estipularia os termos de ambas as séries de fluxos de caixa futuros do *swap*: uma série que o mutuário pagaria – a parcela de pagamentos do *swap* – e a outra série que o mutuário receberia – a parcela de recebimento do *swap* –, tendo o BIRD como contraparte na transação.

A parcela da renda do mutuário no *swap* seria estruturada de modo a compensar, ao máximo

possível, suas obrigações de pagamento em relação ao empréstimo do BIRD quando os fluxos de caixa do *swap* e do empréstimo se compensarem mutuamente. Para tanto, o BIRD creditaria ao mutuário, na medida do possível, os montantes de principal e juros equiparados aos montantes devidos pelo mutuário em cada data de amortização do empréstimo.

Em troca, o mutuário pagaria em cada data de vencimento da sua parcela de pagamentos do *swap*, montantes a título de principal e juros na moeda e na taxa de juros de sua preferência (taxa de juros fixa ou variável).

C

oberturas de riscos de câmbio

As moedas disponíveis para transações de *swap* são o dólar dos EUA, o euro, o franco suíço, o iene japonês e a libra esterlina. Também poder-se-ia dispor de outras moedas, segundo as circunstâncias de cada caso. Para converter os montantes de principal da moeda veículo em moeda objetivo no momento da negociação do *swap*, utiliza-se a taxa de câmbio de mercado (geralmente, a taxa de câmbio à vista na data da contratação do *swap*). A mesma taxa de câmbio será usada para todos os intercâmbios de principal durante a vigência do *swap*.

Os mutuários podem optar por taxas de juros fixas ou variáveis (geralmente, a taxa LIBOR) na nova moeda. O nível da taxa fixa ou da margem sobre a taxa LIBOR seria determinado pelo mercado. O BIRD efetuaria no mercado uma transação de contrapartida com instituições financeiras e utilizaria o preço assim determinado como base para estabelecer o preço da sua transação com o mutuário.

A taxa de juros fixa ou a correspondente margem sobre a taxa LIBOR pagável pelo mutuário será a taxa ou a margem que iguale, em termos de valor presente, a parcela de pagamentos do *swap* e a parcela de recebimentos do *swap*, utilizando-se as taxas de mercado na moeda pertinente.

C

oberturas de riscos de câmbio

QUADRO 9: Exemplo de um swap de moedas

No exemplo que aparece na Tabela 3, suponhamos que o mutuário decidiu mudar determinada parcela do seu SCL com taxa de juros fixa, no valor de US\$60 milhões, para uma taxa fixa em euros a partir do 13º semestre da vigência do empréstimo. Os fluxos de caixa aparecem na primeira parte da Tabela. O mutuário continuaria a reembolsar o empréstimo na forma originariamente acordada. Além disso, realizaria um contrato de *swap* de moedas com o BIRD, cujas características descrevem-se a seguir.

Parcela de recebimento do mutuário no *swap*. No *swap*, o mutuário receberia do BIRD, em cada data de pagamento futura, pagamentos de juros e principal em dólares dos EUA para compensar os pagamentos do mutuário relativos ao empréstimo.

Parcela de pagamentos do mutuário no *swap*. O mutuário deveria pagar ao BIRD montantes de juros e principal em euros, baseados na taxa de juros e na taxa de câmbio obtidas pelo BIRD em sua transação de contrapartida no mercado financeiro. Note-se que, no *swap*, todos os futuros pagamentos de principal pelo mutuário em euros são calculados com o uso da mesma taxa de câmbio da data de contratação do *swap*.

Obrigação líquida do mutuário. Já que as datas de pagamento do empréstimo subjacente e do *swap* estão inteiramente sincronizadas, no momento do faturamento, os montantes pagáveis pelo mutuário e a este devidos seriam compensados em cada data de pagamento. No exemplo, a obrigação líquida do mutuário, em cada data de pagamento, é uma taxa de juros fixa de 6,00% sobre o montante do principal pendente de pagamento em euros, acrescida do reembolso do principal de EUR 4,31 milhões.

TABELA 3: Fluxos de pagamento no exemplo de swap de moedas do Quadro 9

Parcela de US\$60 milhões em um SCL com taxa fixa, prazo de reembolso de nove anos e um período de carência de três anos, no sétimo ano de vigência do empréstimo

Semestre do empréstimo	Principal pendente de pagamento (em milhões de US\$)	Taxa de juros pagável pelo mutuário (% sobre o saldo de principal)	Principal do empréstimo pagável pelo mutuário (em milhões de US\$)
13	US\$ 30	7,125%	US\$ 5
14	US\$ 25	7,125%	US\$ 5
15	US\$ 20	7,125%	US\$ 5
16	US\$ 15	7,125%	US\$ 5
17	US\$ 10	7,125%	US\$ 5
18	US\$ 5	7,125%	US\$ 5

+

Taxa de câmbio na data da transação:
US\$1,16/EUR

Swap hipotético de moedas de US\$ para EUR

Semestre do empréstimo	Saldo pendente do principal (em milhões de US\$)	Taxa de juros pagável pelo mutuário (% do saldo de principal)	Principal do empréstimo pagável pelo mutuário (em milhões de US\$)	Saldo pendente do principal (em milhões de US\$)	Taxa de juros do swap pagável pelo mutuário* (% do saldo principal)	Principal pagável pelo mutuário (em milhões de US\$)
13	US\$ 30	7,125%	US\$ 5	EUR 25,86	6,00%	EUR 4,31
14	US\$ 25	7,125%	US\$ 5	EUR 21,55	6,00%	EUR 4,31
15	US\$ 20	7,125%	US\$ 5	EUR 17,24	6,00%	EUR 4,31
16	US\$ 15	7,125%	US\$ 5	EUR 12,93	6,00%	EUR 4,31
17	US\$ 10	7,125%	US\$ 5	EUR 8,62	6,00%	EUR 4,31
18	US\$ 5	7,125%	US\$ 5	EUR 4,31	6,00%	EUR 4,31

* Taxa fixa baseada na transação de mercado do BIRD.

=

Obrigação líquida do mutuário – Compensação entre o empréstimo e o swap

Semestre do empréstimo	Saldo líquido do principal (milhões de EUR)	Taxa de juros baseada líquida pagável pelo mutuário (% sobre o saldo do principal)	Principal líquido pagável pelo mutuário (em milhões de EUR)
13	EUR 25,86	6,00%	EUR 4,31
14	EUR 21,55	6,00%	EUR 4,31
15	EUR 17,24	6,00%	EUR 4,31
16	EUR 12,93	6,00%	EUR 4,31
17	EUR 8,62	6,00%	EUR 4,31
18	EUR 4,31	6,00%	EUR 4,31

C

oberturas de riscos de câmbio

SWAPS DE MOEDAS PARA CPLs, SCPs E SCLs COM TAXA

DE JUROS VARIÁVEL

Nos *swaps* relacionados com empréstimos em cesta de várias moedas (CPLs) e cesta de moeda única (SCPs), os mutuários só poderão obter coberturas aproximadas do risco de suas obrigações, já que as características das moedas e taxas de juros desses empréstimos guardam relação com a natureza das próprias cestas de moedas e com a dívida que as financia, e não com os índices de mercado.

Pode-se obter uma cobertura aproximada de um CPL ou SCP partindo da suposição de que a combinação de moedas da cesta no momento da execução do *swap* de moedas se manteria constante durante a vigência da cobertura de risco. Seria possível realizar separadamente *swaps* de moedas para converter na moeda preferida cada um dos montantes da moeda a ser trocada. Na medida em que se produzam mudanças concretas na composição da cesta básica de moedas durante a vigência da cobertura de risco, o mutuário poderia ter obrigações residuais na moeda ou moedas originais do empréstimo.

Em cada um desses *swaps* seria acordada uma aproximação adequada da taxa de juros variável da cesta, que seria a taxa sobre a parcela de recebimento do mutuário no *swap*. Na medida em que a taxa de juros vigente para empréstimos baseados na cesta seja diferente da aproximação estabelecida na parcela de recebimento do *swap*, o mutuário

poderia ter obrigações residuais na moeda ou moedas originais do empréstimo.

Os *swaps* de moedas vinculados a um SCL (empréstimo em moeda única) de taxa variável também proporcionarão uma cobertura aproximada. A margem variável do empréstimo sobre a taxa LIBOR não pode ser compensada com os índices disponíveis no mercado. Portanto, o componente referente à LIBOR da taxa de juros será objeto de *swap*, mas a margem será mantida na moeda original.

SWAPS DE MOEDAS COM VENCIMENTO PARCIAL

Os *swaps* de moedas com vencimento final menor do que o do empréstimo subjacente suscitarão considerações adicionais para os mutuários. Os termos de um *swap* de moedas desse tipo requereriam um intercâmbio final de principal igual ao saldo de principal restante na data de vencimento do *swap* e seu equivalente na moeda objetivo, utilizando-se a taxa de câmbio inicialmente acordada para o *swap* (ver o exemplo da Tabela 4). Para os mutuários, isto teria conseqüências de fluxo de caixa e de risco de câmbio, que os mutuários deveriam compreender e abordar adequadamente. Salvo quando os mutuários tenham um objetivo específico, não se recomenda a realização dessas transações. O BIRD fará todo o possível para oferecer *swaps* de moedas com prazos de vigência que cubram o prazo restante do empréstimo objeto da cobertura de risco.

C

oberturas de riscos de câmbio

TABELA 4: Exemplo ilustrativo de um swap de moedas com vencimento parcial

(Indicam-se apenas os intercâmbios de principal)

Saldo devedor do empréstimo	Semestre	Amortização do principal do empréstimo	Recebimentos de principal do mutuário no swap	Pagamentos do principal do mutuário no swap
(milhões de US\$)		(milhões de US\$)	(milhões de US\$)	(milhões de Euros)
US\$ 90	1	US\$ 10	US\$10	EUR 9
US\$ 80	2	US\$ 10	US\$10	EUR 9
US\$ 70	3	US\$ 10	US\$10	EUR 9
US\$ 60	4	US\$ 10	US\$60	EUR 54
US\$ 50	5	US\$ 10		
US\$ 40	6	US\$ 10		
US\$ 30	7	US\$ 10		
US\$ 20	8	US\$ 10		
US\$ 10	9	US\$ 10		

Neste exemplo, o mutuário tem um empréstimo em dólares dos EUA com reembolsos iguais de principal que vencem em cada um dos nove semestres restantes. O mutuário acordou um *swap* de moedas para os quatro semestres seguintes a fim de transformar dólares dos EUA em euros. O mutuário continuaria reembolsando o empréstimo na forma originariamente acordada e, além disso, receberia e pagaria os montantes acima indicados em virtude do *swap* de moedas. No vencimento final do *swap* no semestre 4, o mutuário receberia US\$60 milhões e pagaria EUR 54 milhões numa operação final de intercâmbio de principal, com base na taxa de câmbio determinada ao início do *swap*.

C

obertura de risco de produtos básicos

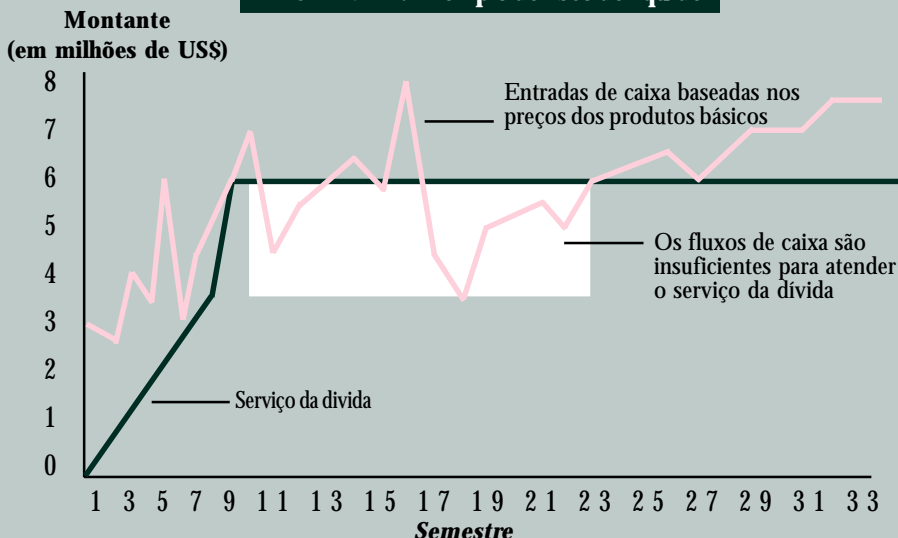
RISCO DE LIQUIDEZ

O risco de liquidez ocorre quando diferenças cronológicas entre a realização da receita e o atendimento do serviço da dívida produzem saldos de caixa em níveis insuficientes para atender as obrigações do serviço da dívida. Assim, poderá ocorrer o risco de liquidez se a receita variar enquanto o serviço da dívida se mantém constante de um período a outro ou varia de acordo com um índice diferente. Por exemplo: as receitas de exportação de certos países podem depender em grande escala do preço de um produto básico.

SWAPS DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

A gestão dos riscos associados aos preços de produtos básicos é um grande desafio para muitos países em desenvolvimento. Em sua maioria, os países que dependem destes produtos não gozam de adequado acesso a instrumentos de cobertura de risco. Para atender esta necessidade, o BIRD iniciou um programa experimental de *swaps* de preços de produtos básicos, oferecido a mutuários com demonstrada necessidade de reduzir sua exposição às oscilações de preços destes bens.

DIAGRAMA 4: Exemplo de risco de liquidez



Pode ocorrer risco de liquidez quando as entradas de caixa e as obrigações do serviço da dívida não coincidem no tempo.

QUADRO 10: Como podem os mutuários utilizar os swaps de preços de produtos básicos?

- Um país mutuário do BIRD que seja exportador de cobre talvez se decida por um *swap* de preços de produtos básicos a fim de estabelecer um equilíbrio entre seus pagamentos a título de juros e a cotação do cobre. No *swap*, o mutuário pagará juros mais altos quando os preços do cobre forem mais altos e, portanto, quando tiver maior capacidade de receita para pagar. Por outro lado, no caso de uma queda dos preços do cobre, provocando reduções na sua receita, o mutuário poderá beneficiar-se do pagamento de uma taxa de juros mais baixa sobre a sua obrigação de dívida.
- Um país importador de petróleo talvez queira estabelecer uma relação inversa entre as obrigações do serviço da sua dívida e o preço do petróleo: quando as cotações do petróleo aumentam, onerando a sua capacidade de pagamento, o mutuário poderá efetuar menores pagamentos para cumprir suas obrigações de dívida. A recíproca também seria verdadeira: quando os preços do petróleo se reduzirem e o país estiver em melhores condições para reembolsar sua dívida, os termos do *swap* de produtos básicos requereriam um pagamento maior a título de serviço da dívida.

O mutuário interessado em reduzir os riscos financeiros de um projeto ou do balanço do setor público gerados por variações de preços de produtos básicos pode realizar separadamente uma transação de *swap* de preços de produtos básicos associada a um empréstimo pendente de pagamento. A transação de *swap* especificaria os termos das duas séries de fluxos de caixa futuros do *swap*: uma série a ser paga – a parcela de recebimento do *swap* e outra série a ser recebida pelo mutuário – a parcela de recebimento do *swap* – tendo o BIRD como contraparte.

Tal como nos *swaps* de taxas de juros e de moedas, a parcela de recebimentos do mutuário no *swap* estaria estruturada de tal forma que, na medida do possível, os fluxos de caixa do *swap* e do empréstimo correlato se compensariam. Para tanto, na medida do possível, o BIRD creditaria ao mutuário em cada data futura de pagamento, na parcela de recebimentos do *swap*, montantes equivalentes aos debitados ao mutuário no âmbito do empréstimo. Por sua vez, o mutuário pagaria, na parcela de pagamentos do *swap*, fluxos de caixa com taxa de juros

C

obertura de risco de produtos básicos

variável vinculados ao preço de mercado de um produto ou a um índice de preços de produtos básicos.

Seria necessário efetuar uma análise para determinar o índice mais apropriado para a cobertura do risco de preço do produto básico em particular, já que as variações dos índices de preços para diferentes qualidades ou variedades de um produto básico podem revelar comportamento diferente. Talvez seja impossível proporcionar uma cobertura total para o risco de preço de um produto básico, caso em que poderá existir, para os mutuários, um risco residual “de base”, resultante da diferença entre as variações de preços do índice escolhido, em comparação com o risco financeiro real do projeto ou do balanço do país.

O BIRD, na qualidade de intermediário, executaria uma transação de contrapartida com uma instituição financeira no mercado, aproveitando sua classificação AAA a fim de operar no mercado de *swaps* nas melhores condições possíveis. O preço obtido com a transação de mercado do BIRD seria diretamente passado ao mutuário ao ser incluído nos termos e condições do *swap* de preços de produtos básicos.

Os *swaps* de preços de produtos básicos serão oferecidos aos mutuários somente em bases casuísticas e estarão limitados à disponibilidade, para o BIRD, de transações de contrapartida no mercado financeiro.

A

spectos jurídicos

Os mutuários interessados em utilizar os produtos de cobertura de risco do BIRD deverão formalizar com o Banco um acordo mestre de derivativos (MDA – *Master Derivatives Agreement*). Este acordo estabelece o contexto contratual entre o mutuário e o BIRD. Formalizado o acordo, cada transação de cobertura de risco efetuada pelo mutuário e pelo BIRD será documentada mediante confirmação legal, que passará a fazer parte do acordo.

Espera-se que, na maioria dos casos, o acordo mestre do ISDA (várias moedas – diferentes jurisdições), publicado pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) em 1992, seja utilizado como base do MDA entre o BIRD e o mutuário.

Em circunstâncias especiais, o BIRD poderá considerar a formalização de um acordo individual independente de intercâmbio de moedas ou de taxas de juros a prazo (“*forward exchange agreement*” ou “*interest exchange agreement*”) para documentar uma transação de cobertura de risco.

Antes de formalizarem qualquer um dos acordos de derivativos acima descritos, o mutuário e o BIRD deverão determinar se o mutuário está facultado e autorizado a realizar tais transações e, por outro lado, está em condições de efetuar transações como as dos produtos de cobertura de risco do BIRD.

Antes de realizar um acordo mestre de derivativos com um mutuário, o BIRD efetuará uma análise jurídica da aplicabilidade das disposições deste acordo ao mutuário.

As inadimplências de um acordo mestre de derivativos serão consideradas de maneira semelhante às de um acordo de empréstimo.

Os acordos de derivativos conterão cláusulas sobre medidas corretivas recíprocas com os acordos de empréstimo do BIRD e vice-versa.

C

ompensação de pagamentos

As transações de cobertura de risco serão operações “independentes” e não implicarão na conversão do empréstimo correlato ou na emenda do respectivo acordo de empréstimo. O empréstimo em sua forma original, juntamente com a transação de cobertura de risco, estabelecerão obrigações líquidas estruturadas com a finalidade de produzir o efeito desejado para o mutuário.⁶

No caso de transações de cobertura de risco com datas de pagamento sincronizadas com as datas do empréstimo, serão compensadas no faturamento do empréstimo todas as coberturas de risco vinculadas ao mesmo.

6/ Isto contrasta com a extensão de coberturas de risco nos termos oferecidos pelo produto de empréstimo com margem fixa para taxa de juros (FSL – *Fixed Spread Loan*) do BIRD, em que as opções de conversão de taxas de juros e de moedas, bem como de aquisição de tetos e faixas limite à taxa de juros, são incluídas como disposições do próprio empréstimo.

A

spectos contábeis

Os padrões de contabilidade aplicáveis às transações de derivativos variam de um país a outro. Antes de utilizar os produtos de cobertura de risco do BIRD, o mutuário deve levar em conta as implicações contábeis e de apresentação de relatórios geradas por essas transações. Essas considerações podem incluir, entre outras, a divulgação dos demonstrativos financeiros e a volatilidade da renda contábil relativa aos lucros e perdas decorrentes da variação do valor desses instrumentos no mercado.

T

Termos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Empréstimos do BIRD elegíveis para cobertura de risco

SWAPS DE TAXAS DE JUROS

Empréstimos do BIRD desembolsados e pendentes de amortização denominados numa única moeda: SCLs, FSLs.

TETOS E BANDAS DE TAXAS DE JUROS

Empréstimos do BIRD desembolsados e pendentes de amortização, denominados numa moeda única, com taxas variáveis: FSLs, SCLs de taxa variável.

Moedas disponíveis

CHF, EUR, GBP, JPY, USD e, potencialmente, outras, para combinar-se com a obrigação subjacente.

CHF, EUR, GBP, JPY, USD e, potencialmente, outras, para combinar-se com a obrigação subjacente.

Montante máximo/mínimo da transação

Volume máximo equivalente a USD500 milhões (volumes maiores considerados individualmente); devendo estar vinculados a um volume igual de empréstimos elegíveis; sujeitos ao volume mínimo a ser especificado nas diretrizes.

Volume máximo equivalente a USD500 milhões (volumes maiores considerados individualmente); devendo estar vinculados a um volume igual de empréstimos elegíveis; sujeitos ao volume mínimo a ser especificado nas diretrizes.

Vencimento máximo

Sujeito aos termos disponíveis ao BIRD para a realização de suas transações de mercado de contrapartida. Dependendo da moeda, os *swaps* podem ser oferecidos pelo menos por 10 a 12 anos ou por prazos maiores, se estiverem disponíveis, mas não ultrapassarão o vencimento dos empréstimos subjacentes.

Sujeito aos termos disponíveis ao BIRD para a realização de suas transações de mercado de contrapartida. Dependendo da moeda, tetos e bandas podem ser oferecidos pelo menos por 10 a 12 anos ou por um período maior, se estiverem disponíveis, mas não ultrapassarão o vencimento dos empréstimos subjacentes.

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Empréstimos do BIRD elegíveis para cobertura de risco

Moedas disponíveis

Montante máximo/mínimo da transação

Vencimento máximo

SWAPS DE MOEDAS

Empréstimos do BIRD desembolsados e pendentes, incluindo CPLs, SCLs a taxas de juros fixas e variáveis, SCPs e FSLs.

Euro, dólar dos EUA, franco suíço, libra esterlina e possivelmente outras, caso a caso, como opções para a moeda da parcela de pagamento do *swap*. A moeda da parcela de recebimento do *swap* corresponderia às obrigações subjacentes protegidas contra risco.

Volume máximo equivalente a US\$300 milhões (volumes maiores serão considerados caso a caso); devendo estar vinculados a um volume igual de empréstimos elegíveis; sujeito ao volume mínimo a ser especificado nas diretrizes.

Sujeito aos termos disponíveis para o BIRD na sua transação de compensação no mercado. Dependendo das moedas da transação, os *swaps* podem ser oferecidos a pelo menos 10-12 anos ou por prazos maiores, se disponíveis, mas não excederão o prazo de vencimento dos empréstimos subjacentes. Se o *swap* vencer antes do empréstimo, o mutuário deverá estar

SWAPS DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

Serão considerados caso a caso combinados com empréstimos do BIRD de todos os tipos, desembolsados e pendentes. Dada a complexidade dos empréstimos em cesta multimodas, os *swaps* de preços de produtos básicos referentes a esses empréstimos deverão ser aproximados e pouco frequentes.

A moeda da parcela de recebimento do *swap* corresponderia às obrigações subjacentes protegidas contra risco. A moeda da parcela de pagamento do *swap* está sujeita à disponibilidade de transações de compensação no mercado.

Sujeito aos termos disponíveis para o BIRD na sua transação de compensação no mercado.

Sujeito aos termos disponíveis para o BIRD na sua transação de compensação no mercado.

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

SWAPS DETAXAS DE JUROS

TETOS E BANDAS DETAXAS DE JUROS

Vencimento máximo (*continua*)

Determinação do preço

As condições do mercado – geralmente baseadas nos termos obtidos pelo BIRD para a realização de um *swap* de contrapartida com intermediários financeiros ou, em alguns casos, nas condições que são calculadas usando taxas de telas pré-estipuladas amplamente disponíveis.

As condições do mercado – geralmente baseadas nos termos obtidos pelo BIRD para a realização de um swap de contrapartida com intermediários financeiros.

Datas de vigência

A data de vigência coincidirá com a data de pagamento dos juros.

A data de vigência coincidirá com a data de pagamento dos juros.

Compensação de pagamentos

Datas de pagamentos sincronizadas: as datas de pagamento dos *swaps* coordenam-se com as do empréstimo subjacente. Em cada data de pagamento, os montantes que o BIRD credite ao mutuário no *swap* serão compensados com os montantes que o mutuário deva ao BID tanto no empréstimo subjacente como no *swap*. Datas de pagamento não sincronizadas: se for necessário que as datas de pagamento do *swap* difiram das datas de pagamento do(s) empréstimo(s) subjacente(s), as datas de pagamento do *swap* serão subseqüentes às do empréstimo.

Datas de pagamento sincronizadas: as datas de pagamento do teto ou banda coordenam-se com as do empréstimo subjacente. Em cada data de pagamento, se o índice variável excede a taxa máxima acordada para o teto ou banda, os montantes que o BIRD deve ao mutuário serão compensados com os montantes que o mutuário deve ao BIRD no empréstimo subjacente ou na cobertura de risco. Se o índice variável for inferior ao piso da banda, o mutuário efetuará ao BIRD os pagamentos correlatos. Datas de pagamento não sincronizadas: se for necessário que as datas de pagamento do teto ou banda difiram das datas do(s)

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Vencimento máximo (*continua*)

ciente do intercâmbio final de principal ao vencimento do *swap*. O BIRD recomenda e procurará oferecer *swaps* de moedas para todo o restante do vencimento do empréstimo.

Determinação do preço

As condições do mercado – baseadas nos termos obtidos pelo BIRD para a realização de um *swap* de contrapartida com intermediários financeiros.

SWAPS DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

As condições do mercado – baseadas nos termos obtidos pelo BIRD para a realização de um *swap* de contrapartida com intermediários financeiros.

Datas de vigência

A data de vigência coincide com a data de pagamento dos juros.

A data de vigência coincide com a data de pagamento dos juros.

Compensação de pagamentos

Datas de pagamentos sincronizadas: as datas de pagamento do *swap* coordenam-se com as do empréstimo subjacente. Em cada data de pagamento, os montantes que o BIRD deve ao mutuário no *swap* serão compensados com os montantes que o mutuário deve ao BIRD no empréstimo subjacente. Quaisquer montantes residuais devidos pelo mutuário serão pagáveis juntamente com os pagamentos devidos ao BIRD no *swap*. Datas de pagamento não sincronizadas: se for necessário que as datas de pagamento do *swap* difiram das datas de pagamento do(s) empréstimo(s) subjacente(s), as datas de pagamento do *swap* deverão ser

Datas de pagamento sincronizadas: as datas de pagamento do *swap* coordenam-se com as do empréstimo subjacente. Em cada data de pagamento, os montantes que o BIRD deve ao mutuário no *swap* serão compensados com os montantes que o mutuário deve ao Banco tanto no empréstimo subjacente como no *swap*. Datas de pagamento não sincronizadas: se for necessário que as datas de pagamento do *swap* difiram das datas de pagamento do(s) empréstimo(s) subjacente(s), as datas de pagamento do *swap* serão subseqüentes às do empréstimo.

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Compensação de pagamentos (*continua*)

Base da taxa de juros da parcela de recebimento do mutuário no swap

A taxa fixa ou o índice variável serão selecionados de modo a corresponder à taxa ou índice das obrigações líquidas do empréstimo subjacente; para FSLs, será a taxa LIBOR mais a margem (ou se a taxa de juros sobre o empréstimo houver sido fixada, a taxa fixa aplicável); para SCLs com taxa variável, será a taxa LIBOR básica; e para os SCLs com taxa fixa, será a taxa fixada para a parcela correspondente.

Base da taxa de juros da parcela de pagamentos do mutuário no swap

O mutuário poderá decidir-se por uma taxa fixa ou uma taxa variável, baseada na taxa LIBOR (ou outro índice apropriado, tal como especificado pelo BIRD), mais uma margem.

Comissões de transação vigentes a partir de 1º de setembro de 1999; podem mudar a qualquer momento em relação às novas transações

1/8% do montante do principal sujeito a cobertura de risco, pagável aos 60 dias da data de contratação do *swap*. No caso de *swaps* com datas de pagamento não sincronizadas (ver “compensação de pagamentos”, página 34), poderão ser aplicadas comissões de transação (ou margens de taxas de juros) mais altas.

TETOS E BANDAS DE TAXAS DE JUROS

empréstimo(s), as datas de pagamento do teto ou banda serão subseqüentes às do empréstimo.

Não se aplica.

Não se aplica.

Uma comissão de transação equivalente à 1/8% do montante do principal sujeito a cobertura de risco, mais um ágio baseado no custo do teto ou banda da taxa de juros de contrapartida realizado pelo BIRD, ambos determinados na data da transação, e pagável aos 60 dias da data de execução do *swap*. Para tetos/bandas com datas de pagamento não sincronizadas (ver “compensação de pagamentos”, página 34), serão aplicadas comissões de transação mais elevadas. Os mutuários podem optar

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Compensação de pagamentos (*continua*)

Base da taxa de juros da parcela de recebimento do mutuário no swap

Base da taxa de juros da parcela de pagamentos do mutuário no swap

Comissões de transação vigentes a partir de 1º de setembro de 1999; podem mudar a qualquer momento em relação às novas transações

SWAPS DE MOEDAS

subseqüentes às do empréstimo.

A taxa fixa ou o índice variável seriam selecionados de modo a corresponder à taxa ou índice da obrigação líquida subjacente: para FSLs, será a taxa LIBOR mais a margem ou a taxa fixa, se a taxa de juros do empréstimo houver sido fixada; para SCLs com taxa variável, será a taxa LIBOR básica; para SCLs com taxa fixa, será a taxa fixada para a parcela correspondente; para CPLs e SCPs, será uma taxa apropriada.

O mutuário optará por uma taxa fixa ou uma taxa variável baseada na taxa LIBOR na moeda objetivo (ou outro índice apropriado, tal como especificado pelo BIRD), mais uma margem.

1/4% do montante do principal sujeito a cobertura de risco, pagável 60 dias após a realização do *swap*. No caso de *swaps* com datas de pagamento não sincronizadas (ver “Compensação de pagamentos”, página 35), poderão ser aplicadas comissões de transação (ou margens de taxas de juros) mais altas.

SWAPS DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

A taxa fixa ou o índice variável seriam selecionados de modo a corresponder à taxa ou índice da obrigação subjacente.

Uma taxa flutuante vinculada com o preço ou um índice de preço de um produto básico.

3/8% do montante do principal sujeito a cobertura de risco, pagável 60 dias após a realização do *swap*. No caso de *swaps* com datas de pagamento não sincronizadas (ver “Compensação de pagamentos”, página 35), poderão ser aplicadas comissões de transação (ou margens de taxas de juros) mais altas.

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Comissões de transação vigentes a partir de 1º de setembro de 1999; (continua)

**Terminação prévia/
reembolso antecipado
do empréstimo**

Disposições gerais

SWAPS DE TAXAS DE JUROS

O mutuário poderá dar por terminado o *swap* a qualquer momento. Neste caso, será cobrada uma comissão por terminação antecipada equivalente à 1/8% do montante do principal rescindido, além da liquidação do valor de mercado do *swap* cancelado. O *swap* será cancelado automaticamente se a parcela correlata do empréstimo subjacente for reem-bolsada antecipadamente.

As ordens condicionadas, definidas na página 40, serão aceitas quando se referirem a transações no montante equivalente a US\$25 milhões ou mais.

TETOS E BANDAS DE TAXAS DE JUROS

pelo financiamento do ágio com os recursos do empréstimo.

O mutuário poderá dar por terminado o teto ou banda da taxa de juros a qualquer momento. O teto, banda ou sua parcela pertinente serão cancelados automaticamente no caso de reembolso do empréstimo. Será cobrada uma comissão por pagamento antecipado equivalente à 1/8% sobre o montante principal rescindido, além da liquidação pelo valor de mercado. Se for realizado um *swap* do empréstimo subjacente para outra moeda, o teto ou banda da taxa de juros será automaticamente cancelado. Neste caso, não se cobrará uma comissão por terminação antecipada, mas será necessário liquidar o teto ou banda rescindido, de acordo com o seu valor de mercado.

As ordens condicionadas, definidas na página 40, serão aceitas quando se referirem a transações no montante equivalente a US\$25 milhões ou mais.

T

érmos e condições dos produtos de cobertura de risco do BIRD

Comissões de transação vigentes a partir de 1º de setembro de 1999; (continúa)

Terminação prévia/ reembolso antecipado do empréstimo

Disposições gerais

SWAPS DE MOEDAS

O mutuário poderá dar por terminado o *swap* a qualquer momento. Neste caso, deverá pagar uma comissão por pagamento antecipado equivalente à ¼% sobre o montante do principal rescindido, além da liquidação do valor do mercado do *swap* cancelado. O *swap* terminará automaticamente com o reembolso antecipado da parte correlata do empréstimo subjacente.

Não haverá intercâmbio inicial de principal. O intercâmbio final de montantes do principal é requerido para cada montante de amortização de principal pendente na data da amortização e para quaisquer montantes de principal sujeitos à cobertura de risco, que não tenham sido amortizados na data de cancelamento do *swap*. As ordens condicionadas, definidas na página 40, serão aceitas quando se referirem a transações no montante equivalente a US\$25 milhões ou mais.

SWAPS DE PREÇOS DE PRODUTOS BÁSICOS

O mutuário poderá dar por terminado o *swap* a qualquer momento. Neste caso, deverá pagar uma comissão por terminação antecipada de 3/8% sobre o montante do principal rescindido, além da liquidação do valor do mercado do *swap* rescindido. O *swap* terminará automaticamente com o reembolso antecipado da parte correlata do empréstimo subjacente.

Serão oferecidos em bases casuísticas. As ordens condicionadas, definidas na página 40, serão aceitas quando se referirem a transações no montante equivalente a US\$25 milhões ou mais.

T

erminologia

Amortização em anuidades (“Annuity amortization”)

– Um método de amortização do principal no qual este é reembolsado em quotas crescentes e a soma do principal e dos juros de cada quota (com uma taxa de desconto determinada à época da negociação do empréstimo) gera parcelas idênticas, supondo que as taxas de juros não se alterem durante a vigência do empréstimo.

EURIBOR (Taxa de Oferta Interbancária do Euro)

– A taxa de juros que um banco de primeira categoria na zona do euro oferece a outro banco de igual categoria para depósitos interbancários a prazo.

ISDA – International Swaps and Derivatives Association

LIBOR (Taxa de Oferta Interbancária de Londres)

– É a taxa de juros utilizada pelos bancos em operações interbancárias no mercado de Londres.

Ordem Condicionada – Inclui condições que limitam o momento e o preço da concessão de uma cobertura de risco – por exemplo, um pedido de cobertura de risco, desde que possa ser concedida a preço igual ou inferior ao especificado.

Parcela (“leg”) – Num contrato de *swap*, as tranches ou parcelas representam séries de fluxos de caixa futuros que constituem as obrigações de cada uma das partes do contrato. Em geral, os *swaps* contêm uma parcela de pagamentos e uma parcela de recebimentos.

Ponto básico (“basis point (b.p.)”) – Equivale a um centésimo percentual. Por exemplo, existe um ponto básico de diferença entre 6,00% e 6,01%.

Prazo (“tenor”) – prazo até o vencimento de um *swap*.

Produto financeiro derivativo (“derivative instrument”) – Transação financeira cujo valor decorre do valor de outros instrumentos no mercado. Os futuros, os *swaps* e as opções são produtos derivativos.

Reembolso do principal em quotas iguais (“level repayment of principal”) – Método de amortização

do principal de um empréstimo em que, após o período de carência, o principal é reembolsado em quotas iguais e a soma do principal e dos juros de cada quota reduz-se com o tempo, depois do período de carência.

Risco de base (“basis risk”) – Este risco se manifesta quando a mudança de valor de uma cobertura de risco não corresponde à magnitude ou à orientação das mudanças no instrumento coberto, resultando em ganhos ou prejuízos acordados antes do início da vigência do *swap* numa data futura.

Swap a termo (“forward swap”) – Um *swap* em que os termos e condições da transação são acordados agora mas só entram em vigor numa data futura.

Swap amortizável (“amortizing swap”) – Um *swap* cujo principal nominal é amortizado (diminui) com o tempo. Já que, nos empréstimos do BIRD, os reembolsos de principal normalmente vencem em cada data de pagamento após o período de carência, o *swap* que cobre esses empréstimos provavelmente terá um plano de amortização coordenado com o cronograma de reembolsos do empréstimo coberto.

Taxa de reajuste (“reset rate”) – É a taxa de juros que, segundo determinação expressa, constitui a taxa de juros nominal de um instrumento com taxa variável para o período de pagamento pertinente.

Valor a preços de mercado (“mark-to-market”) – Processo de determinação de valor de uma transação de derivativos pendente de pagamento, que utiliza as taxas de juros e de câmbio do mercado. As mudanças nas taxas de mercado em relação à data em que a transação foi realizada geram perdas ou ganhos de valor a preços de mercado, dependendo do ponto de vista das contrapartes da transação.

Vencimento único (“bullet maturity”) – Um método de amortização em que o principal é reembolsado de uma só vez na data final de pagamento.

P

rocedimentos aplicáveis aos produtos de cobertura de risco

Procedimento

1. Negociar e definir os termos do acordo mestre de derivativos com o BIRD (ver “Aspectos jurídicos”, página 29).
2. Fornecer ao BIRD (e manter atualizada) uma lista de assinaturas de funcionários autorizados a contratar coberturas de risco com o BIRD.
3. Apresentar, nos seus originais, uma carta de pedido de cobertura de risco e seus Anexos. O pedido deve indicar o fundamento lógico do uso de produtos de cobertura de risco do BIRD, os termos da cobertura solicitada e o(s) empréstimo(s) do BIRD a ser(em) coberto(s).
4. O BIRD procurará executar as coberturas no prazo de 15 dias úteis do recebimento do pedido do mutuário. No processo de aprovação, o mutuário poderá ser solicitado a apresentar maiores detalhes ou esclarecimentos. O BIRD reserva-se o direito de rejeitar o pedido de uma transação de cobertura de risco.
5. Os termos finais da cobertura de risco serão prontamente enviados ao mutuário após a transação. Será faturada ao mutuário a comissão inicial de transação de cobertura de risco, pagável no prazo de 60 dias da transação.
6. Será enviada ao mutuário, para assinatura, uma confirmação legal dos termos da cobertura de risco.
7. Na medida do possível, os empréstimos serão faturados com dedução de todas as obrigações de cobertura de risco devidas na mesma data de pagamento.

A quem dirigir-se

(Ver “Contatos”, página 42)

- Departamento Jurídico
- Departamento de Empréstimos, Divisão de Contabilidade de Empréstimos e Serviços a Mutuários
- Departamento de Empréstimos, Divisão de Contabilidade de Empréstimos e Serviços a Mutuários
- Departamento de Produtos e Serviços Financeiros, Grupo de Informação sobre Produtos Financeiros
- Departamento de Empréstimos, Divisão de Contabilidade de Empréstimos e Serviços a Mutuários
- Departamento de Produtos e Serviços Financeiros, Grupo de Informação sobre Produtos Financeiros
- Tesouraria, Grupo de Gestão de Ativos e Passivos
- Departamento de Empréstimos, Divisão de Contabilidade de Empréstimos e Serviços a Mutuários
- Departamento Jurídico
- Departamento de Empréstimos, Divisão de Contabilidade de Empréstimos e Serviços a Mutuários

BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUÇÃO E DESENVOLVIMENTO

1818 H Street, N.W.
Washington, D.C. 20433, USA
<http://www.worldbank.org>

**DEPARTAMENTO DE PRODUTOS E SERVIÇOS FINANCEIROS
GRUPO DE INFORMAÇÃO SOBRE PRODUTOS FINANCEIROS E
GRUPO DE GESTÃO DOS ATIVOS E PASSIVOS**

TELÉFONE: (202) 458-1122
FAX: (202) 522-3264
E-MAIL: FPS@worldbank.org
INTERNET: <http://www.worldbank.org/fps>

DEPARTAMENTO JURÍDICO

TELEFONE: (202) 458-2596
FAX: (202) 522-1588
E-MAIL: LEG New Products@worldbank.org
INTERNET: <http://www.worldbank.org/legal>

**DEPARTAMENTO DE EMPRÉSTIMOS, DIVISÃO DE
CONTABILIDADE DE EMPRÉSTIMOS E SERVIÇOS A MUTUÁRIOS**

FAX: (202) 522-1654

TESOURARIA, GESTÃO DE ATIVOS E PASSIVOS

FAX: (202) 458-5493
INTERNET: <http://www.worldbank.org/treasury-alm>

N

otas

N

otas
