

# "Nacionalizar" a dívida

- 6 SET 1988

por Celso Pinto  
de São Paulo

A forte aceleração da cotação do dólar no câmbio negro nas últimas semanas estreitou a margem de lucro nas operações de conversão informal da dívida externa, atrapalhou alguns negócios, mas não acabou com esta que tem sido uma das mais atraentes opções no mercado financeiro.

O interesse dos investidores por aplicações em dólares até ajudou uma das modalidades da conversão informal: a que o mercado chama de "nacionalização da dívida". Uma das maiores instituições estatais brasileiras acaba de fechar uma operação deste tipo superior a US\$ 20 milhões.

A forma "clássica" de conversão informal supõe a liquidação em cruzados, no Brasil, de uma dívida externa: o banco credor aceita um deságio, numa pon-

ta; o devedor, em troca de um desconto, aceita liquidar o débito em cruzados para um terceiro em lugar de depositar o dinheiro no Banco Central, na outra ponta. No meio, ganha o intermediário, o "bicicleteiro", que compra o ativo lá fora e recebe os cruzados no Brasil, passando pelo "black" no começo e no fim do negócio.

A "nacionalização" é uma variação desta fórmula. Na operação tradicional, é preciso que a dívida que está sendo negociada esteja vencendo naquele momento — é na sua liquidação que se concretiza o negócio. Isso limita o volume da dívida passível de conversão informal: ficam fora dele a dívida já vencida, depositada no Banco Central, e a que vencerá no futuro.

A "nacionalização" é uma forma de incorporar essa dívida a vencer. Identificado um vencimento no

futuro — digamos, em seis meses —, o intermediário compra esse ativo do banco credor no exterior, a um dado deságio. Ao mesmo tempo, já negocia com o devedor, no Brasil, um determinado desconto para liquidar a operação ao final de seis meses. De posse de um compromisso do devedor de que liquidará o débito em cruzados, o intermediário repassa esse empréstimo externo para um investidor qualquer no País, normalmente uma empresa. Daí a "nacionalização da dívida" original.

Para esta empresa, o interesse em ficar com o ativo é óbvio. Trata-se de uma aplicação em dólares, com um rendimento bastante atraente: os empréstimos a o Brasil pagam "spreads", ou seja, margens acima da taxa básica de juros, de 1,5 até 2,25%. Encerrados os seis meses, o investidor (a empresa) recebe o débito externo do devedor brasileiro (um banco, uma empresa ou uma estatal).

A operação é legal para o investidor. Desde que o negócio seja feito com um não-residente no País, não há restrições para que se faça uma operação que envolva correção cambial. Se a empresa tiver algum empréstimo ou ônus em dólares, essa aplicação funciona também como proteção, como "hedge" contra uma maxidesvalorização cambial: o que ela perderia por dever em dólares ganharia por ser dona de um ativo em dólares.

(Continua na página 22)

A cotação do dólar negociado no mercado paralelo recuou 1,9% ontem, com a moeda sendo comprada a

CZ\$ 500 e vendida a CZ\$ 515. O ágio ficou em 71,38%, em comparação com 76,29% no fechamento da última sexta-feira.

(Ver página 20)

Página 22

## • Investimentos

- 6 SET 1988

CONVERSÃO

GAZETA MERCANTIL

# "Nacionalizar" a dívida

por Celso Pinto  
de São Paulo  
(Continuação da 1ª página)

O BC voltou a oferecer uma opção para quem quiser fazer "hedge", que são as Obrigações do Tesouro Nacional (OTN) com correção cambial, mas sua rentabilidade, de 6%, é muito menos atraente do que a de um ativo brasileiro (que, conforme o "spread", pode superar 10%).

Existem, contudo, riscos. O governo pode, por exemplo, mudar as regras para a liquidação de empréstimos externos ao longo dos seis meses de maturação do empréstimo, o que prejudicaria o investidor. Sempre existe, de outro lado, um certo risco de o devedor criar algum problema na hora de liquidar o empréstimo.

Se o devedor é um banco brasileiro (caso de empréstimos via Resolução nº 63), vale a pena este mesmo banco comprar seu ativo no exterior, com deságio, e tornar-se credor de si mesmo. Nesse caso, o lucro da operação pode ser realizado no exterior, o que é ainda mais interessante por estar longe do Fisco. E como é impossível concretizar qualquer operação de conversão informal se não houver concordância do devedor brasileiro em liquidar em cruzados (e não simplesmente depositar o dinheiro no BC), o banco fica com uma arma poderosa de barganha junto ao banco credor: se ele ou algum intermediário não se acertarem com o banco devedor no Brasil simplesmente não há negócio.

Se o devedor no Brasil é uma grande estatal, essa operação de "nacionalização" também é interessante por várias razões. Em primeiro lugar, permite planejar e realizar negócios com dívida vincenda no futuro. Além disso, por ser uma operação com atração especial (para o investidor interessado em aplicar no ativo em dólares), o desconto exigido pode ser polpudo. Órgãos de grande porte, como o BNDES, conseguem taxas de até 15% em operações desse tipo, ou seja, acabam pagando sua dívida, na liquidação, com o desconto de até 15% sobre o valor original.

Esse tipo de operação já vem sendo feito há cerca de seis meses. Ele é mais sofisticado do que um negócio usual de conversão informal e exige um pouco mais de engenharia na montagem, de forma a minimizar riscos e compatibilizar interesses.

Tanto nesse tipo de negócios quanto nos mais tradicionais, a margem atual de ganho do "bicicleteiro" tem sido estreita, de 1 a 1,5%. Muitas vezes, o "bicicleteiro" corre riscos: como a liquidação da operação no exterior normalmente exige um dia útil para ser concluída, o intermediário "banca" o risco de uma variação cambial

inesperada nesse dia. Eventualmente, pode ter prejuízo.

O aumento na distância entre o câmbio oficial e o negro no Brasil estreita a margem de lucro nas operações. Tem ocorrido, no entanto, uma simultânea desvalorização na cotação dos ativos brasileiros no exterior que tem compensado esse movimento. Os ativos, que foram cotados, por vários meses, acima de 50 cents por dólar, hoje estão em 46 cents.

Existe um claro interesse dos bancos credores em reduzir suas carteiras de empréstimos latino-americanos. Uma fonte financeira cita o exemplo de um grande banco norte-americano que fixou como meta para os próximos dois anos cortar em US\$ 500 milhões o total de empréstimos que tem no Brasil. Como a cotação do dólar no negro reflete um mercado menor e mais instável, alguns supõem que o ajuste acabe sendo feito no mercado secundário de ativos, sempre no sentido de viabilizar as operações. Assim, à medida que a cotação do "black" sobe, a cotação do ativo no exterior cai.

Pode ser, mas também é fato que o aumento do deságio no papel brasileiro cria constrangimentos. As normas que regulamentam os bancos nos Estados Unidos são rígidas. Se um grande banco aceita um deságio de 54% ao vender um ativo brasileiro, "contamina" o valor dos outros ativos e cria exigência de reservas para fazer face ao prejuízo realizado. Os grandes bancos têm provisões, normalmente, para 25 a 30% do valor dos empréstimos e este deveria ser o limite para aceitação de deságios.

Na verdade, existem formas para contornar parcialmente esse limite. É possível compensar deságios mais fortes na carteira por outros menores ou fazer trocas de ativos ("swaps"), de forma a não contabilizar integralmente o prejuízo. Muitas vezes, os grandes bancos operam como intermediários de ativos que eles compraram de bancos menores, para quem o interesse maior é simplesmente liquidar a carteira do Brasil. De todo modo, o maior deságio no ativo lá fora acoplado a um "black" mais caro aqui no País inibe alguns bancos e inviabiliza alguns negócios.

O mercado está mais competitivo e os amadores estão saindo", diz uma fonte. Não obstante, como continuam a existir bancos dispostos a vender os ativos e margens para lucros, os negócios continuam e o governo não tem esperança de poder controlá-los. Como disse na semana passada o ministro da Fazenda, Mailson da Nóbrega, "jogo de bicho, mercado paralelo de dólar e conversão informal não adianta o governo querer proibir porque os negócios vão continuar e ele pode cair no ridículo".