

Os ganhos com a dívida

5 MAI 1989

por Celso Pinto
de São Paulo

Com a suspensão das conversões formais da dívida externa e dos "reempréstimos" ("relendings") e o quase desaparecimento das conversões informais, o mercado financeiro voltou a falar nas negociações com linhas de crédito comercial de curto prazo — o antigo "projeto 3" dos acordos com os bancos credores.

Ao contrário das operações com ativos brasileiros de médio e longo prazo, que são relativamente simples, as negociações com linhas de curto prazo são mais sofisticadas, bem mais restritas e mais bem controladas pelo Banco Central (BC). Mesmo assim, podem ser bastante interessantes.

As linhas do projeto 3 são um risco muito menor do que o dos empréstimos de

médio e longo prazo. O Brasil parou de pagar várias vezes juros sobre os créditos de mais longo prazo, mas nunca entrou em moratória nas linhas de curto prazo comerciais ou interbancárias (o antigo "projeto 4"). Por essa razão, o deságio sobre o valor de face das linhas do projeto 3 é bem menor do que o dos ativos de longo prazo.

Hoje, a compra de uma linha do projeto 3 pode ser feita, no mercado secundário internacional, por algo entre 60 e 61 centavos de dólar por cada dólar, ou seja, um deságio de 39 a 40%. O deságio do projeto 4 é maior (44 a 45%) e o dos ativos de mais longo prazo ainda mais amplo (66 a 67%). No caso do projeto 4, contudo, praticamente não há negócios.

Se há alguém disposto a perder algum dinheiro numa ponta (o banco credor, aceitando um deságio),

sempre há, por definição, oportunidades de lucros na outra ponta. Isso também é verdade no caso do projeto 3.

O fato de o mercado ter voltado a falar bastante em operações com projeto 3 não quer dizer que muitos negócios concretos estejam sendo fechados, diz um experiente banqueiro. A falta de opções teria levado os que operam com ativos ligados à dívida externa a falar nas linhas comerciais. De todo modo, alguns bancos confirmam estar operando com o projeto 3.

Bancos credores podem estar interessados em vender projeto 3 por duas principais razões: ou porque se estão desfazendo inteiramente do risco Brasil ou porque querem reduzir sua "exposure" brasileira e preferem absorver menos prejuízo (ou seja, aceitar um deságio menor) do que custaria a venda de um empréstimo de longo prazo.

São vários os compradores potenciais de projeto 3, embora a demanda, na prática, seja limitada. Empresas multinacionais cujas filiais brasileiras estão envolvidas em investimentos que impliquem importações volumosas podem interessar-se em comprar um projeto 3. As trading companies brasileiras operaram muito, no ano passado, na compra de projeto 3, para financiar suas operações ou para especular. Grandes exportadores brasileiros podem interessar-se pelo negócio. Finalmente, bancos e intermediários diversos podem entrar nessas operações para especular, repassar ou montar uma "fachada"

para algum comprador real.

Como a arquitetura da operação não é tão simples, ela passa a ser interessante a partir de um certo volume, que um banqueiro sugere andar na casa dos US\$ 10 milhões (que exigiriam o desembolso de uns US\$ 6 milhões na compra). Isso significa que só empresas de maior porte, que tenham um considerável volume de recursos no exterior, são candidatos potenciais a imobilizar esse dinheiro para comprar projeto 3.

As linhas comerciais (e as interbancárias) de curto prazo estão regidas pelo acordo assinado com os bancos credores no ano passado e que expira em maio de 1991. Pelos termos do acordo, os bancos comprometem-se a manter um volume mínimo de linhas ao Brasil ("outstanding"). Se esse credor original vender a linha para outro banco, o BC tem o direito de

(Continua na página 24)

Os ganhos com a dívida

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

aprovar ou não o novo credor — algo que não acontece, por exemplo, quando se vende um ativo brasileiro de médio ou longo prazo.

Se o comprador da linha de curto prazo for brasileiro, obviamente o País sai perdendo, já que diminui a disponibilidade de recursos de terceiros para financiar seu comércio. Por essa razão, em setembro do ano passado o BC mandou uma carta para os bancos brasileiros com agências no exterior vedando a compra de ativos tanto do projeto 3 quanto do 4. Como os bancos brasileiros com agências no exterior, pelos termos dos acordos recentes, não têm obrigação de colocar mais dinheiro novo no Brasil, e recebem o principal, a compra de projetos 3 e 4 transformou-se numa excelente negócio até a proibição do BC.

Desde o início deste ano, de outro lado, o BC tem sido muito mais rigoroso na aprovação de mudanças de credores em linhas do projeto 3. Quando o novo credor não parece tão confiável, o BC cobra do credor original as razões da venda e pede garantias.

A principal garantia é que o credor, qualquer que ele seja, mantenha o nível de créditos de curto prazo ao Brasil inalterado. O segundo risco do credor, não desprezível, é que um acordo futuro entre o Brasil e os bancos internacionais — ou uma revisão do acordo atual — envolva o pedido de mais dinheiro novo tomando por base o "outstanding" das linhas comerciais.

Nos dois casos, a sanção possível atinge mais os bancos que estejam mais profunda e duramente envolvidos em negócios no Brasil. Como provou o período em que o País esteve em moratória — e os credores deveriam manter as linhas de curto prazo ou depositá-las no BC —, não há base legal para o Brasil punir quem não obedeca a regra. Na época da moratória, apesar das estritas regras fixadas, o Brasil perdeu linhas de curto prazo em volume expressivo.

O banco credor que não honrar o "outstanding" acordado no acordo, contudo, perde direito a outras vantagens como a conversão, o "relending", etc. Além disso, quem faz negócios com o Brasil evita estar inadimplente com o País, especialmente numa conjuntura em que o País deixou de estar inadimplente com os bancos.

Em razão destes dois constrangimentos — manter um volume inalterado de linhas e estar sujeito a colocar dinheiro novo — muita gente evita operar com esse tipo de ativo. Ou assumir os riscos.

Ainda assim, este pode ser um bom negócio. Uma multinacional que compre um projeto 3 por 60 centavos para cada dólar poderá financiar sua filial com um dinheiro muito barato, além de receber de volta os juros da operação. Neste caso, algum banco terá de fazer fachada, aparecendo como o dono do projeto 3 perante o BC. No caso de uma grande multinacional, um excelente risco, não é difícil encontrar bons bancos dispostos a isso em troca de uma comissão — e com bons bancos como fachada, tampouco é difícil obter aprovação do BC para a troca de credores.

Em outros casos, com empresa ou "trading" brasileira pode haver também interesse de um banco funcionar como fachada, mas, provavelmente, o banco vai ter o cuidado de assinar no exterior um compromisso com o credor brasileiro que comprou o projeto 3 onde fica claro que se houver pedidos de dinheiro novo ou de renovação na linha a obrigação se-

rá do credor e não do banco intermediário.

Existem muitas maneiras de se fazer negócio no exterior com ativos financeiros. Nos Estados Unidos, por exemplo, pode-se fazer um contrato em que há transferência de propriedade do ativo ("assignment") ou um contrato de "participation", no qual o comprador adquire parte do ativo (ou até 100% do ativo, mas o dono original continua com a propriedade de formal). Se o comprador é excelente cliente, um banco credor original pode concordar em fazer uma compra de participação (com venda total do ativo) sem deixar de constar como credor (ainda que tenha um contrato paralelo com o comprador em relação aos riscos de dinheiro novo e renovação).

Evidentemente, vale o princípio inverso para os bons clientes, multifacetas e grandes exportadoras podem até interessar-se pela compra de projeto 3, mas preferem repassar o risco para um banco intermediário ou para o vendedor original. Um ativo brasileiro do qual grandes exportadores e "tradings" nem sempre se interessam, em contrapartida, operações desse tipo que influenciam no modo de financiamento externo de suas mercadorias — e esta seria mais uma razão para o fato de os negócios com projeto 3 serem relativamente pequenos.

É fato, no entanto, que pelo menos uma grande "trading" brasileira fez uma grande operação com projeto 3 no ano passado, de US\$ 60 milhões, bastante lucrativa. Ao final, a "trading" teria conseguido liquidar a linha, embolsando o lucro em relação ao custo de aquisição.

Existem, naturalmente, formas ilegais e de má fé para operar com essas linhas. O caminho mais rápido para um grande lucro seria o banco novo credor da linha (que adquiriu de um terceiro) simplesmente não honrar a obrigação de mantê-la e embolsar o dinheiro. Bancos que têm poucas operações com o País e querem liquidá-las de vez não têm nada a perder neste caso.

Outra hipótese, esta legal, de obter um lucro substancial com a operação seria apostar que, quando vencesse o atual acordo com os bancos, daqui a dois anos, o Brasil simplesmente não incluisse a exigência de manter as linhas de curto prazo. Neste caso, a liquidação final da linha, a 100% do valor (menos as comissões) daria um lucro substancial em relação ao custo atual de aquisição (digamos, a 60% do valor). Esta, no entanto, é uma aposta de evidente risco.

Em vários casos, contudo, o principal interesse pode ser exatamente o de manter a linha e não se desfazer dela. Um exportador ou "trading" que opera significativamente no exterior pode interessar-se pela compra de um projeto 3, tanto pela compensação no custo quanto para assegurar crédito comercial externo para si. No passado, especialmente durante a moratória, algumas empresas enfrentaram dificuldades para obter linhas comerciais no exterior. Comprar um projeto 3 (e usar um banco como fachada) eliminaria o risco no futuro imediato.

Este não é um problema que preocupe no momento. Desde setembro do ano passado, segundo o ministro da Fazenda, Mailson Ferreira da Nóbrega, o Brasil conseguiu obter mais de US\$ 1 bilhão acima do nível mínimo acordado no acordo para as linhas comerciais de curto prazo. No entanto, as incertezas sobre o futuro, especialmente em relação a negociação da dívida externa pelo futuro presidente, sugerem um mínimo de prudência.

O JORNAL DA FOLHA DE SÃO PAULO