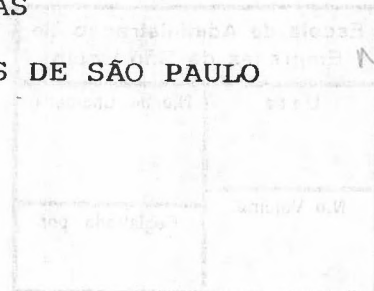




FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO



EDUARDO QUIRINO DOS SANTOS

A "SWAP" COMO INSTRUMENTO DE
REDUÇÃO DE CUSTOS E RISCOS EM
TRANSAÇÕES FINANCEIRAS

Dissertação apresentada ao Curso
de Pós Graduação da FGV/EAESP
Área de Concentração: Finanças,
como requisito para obtenção de
título de mestre em Administração.

Orientador: Prof. Haroldo Clemen
te Giacometti



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



756/94



1199400756

EAESP - FGV
SECRETARIA TOCULAR DOS CPG
Em 20 02 89
Por Protoc 606/89

Carlos

| | |
|---|--------------------------------------|
| Escola de Administração de Empresas de São Paulo | |
| Data 23.8 | N.º de Chamada 339.742-1 52379 |
| N.º Volume 456/94 | Registrado por fck |

Dis.
e.2

S U M Á R I O

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 1 |
| 2 | OBJETIVO | 6 |
| 3 | METODOLOGIA | 7 |
| 4 | O UNIVERSO DA SWAP | 8 |
| 4.1 | Economia e riscos administrativos | 9 |
| 4.2 | Regulamentos e controles | 12 |
| 4.3 | A evolução do projeto "swap" | 15 |
| 5 | PERMUTA DE TAXA DE JUROS "INTEREST RATE SWAP" | 17 |
| | ESTRUTURAS, PRINCIPAIS MODALIDADES E SUAS CARACTERÍSTICAS | |
| 5.1 | Estrutura básica | 18 |
| 5.2 | Vantagens da transação | 20 |
| 5.3 | Troca casada e troca através intermediário | 25 |
| 5.4 | Tomadores que não desejam permutar | 27 |
| 5.5 | Variações da estrutura básica | 28 |
| 5.6 | O mercado de permutas | 33 |
| 6 | PERMUTAS DE MOEDAS "CURRENCY SWAPS" | 35 |
| 6.1 | Parallel loan | 35 |
| 6.2 | Back-to-back | 39 |
| 6.3 | Straight currency swaps | 40 |
| 6.4 | Long-term forward exchange agreements | 42 |
| 6.5 | Razões e considerações | 45 |
| 7 | CONCLUSÃO | 54 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 56 |

1 INTRODUÇÃO

O crescimento havido nos últimos anos de um amplo "**swap market**" provocou um profundo impacto no desenvolvimento do mercado financeiro internacional. O "**swap market**" permitiu o estabelecimento de uma ponte ou ligação entre mercados envolvendo diferentes moedas e instrumentos financeiros. Dessa forma, proporcionou a extensão, pela primeira vez dos princípios da teoria das "**vantagens comparativas**"* da área do domínio do mercado de mercadorias (**commodity**) e serviços à do mercado financeiro internacional.

Instituições podem agora emprestar onde tenham vantagens de custo, independentemente do tipo de moeda ou instrumentos financeiros envolvidos. A "**swap**" proporciona as ferramentas, ou meios para reestruturar as disponibilidades ao encontro das preferências ou necessidades específicas. Dessa maneira a "**swap**" tem significativamente incrementado a eficiência do processo de intermediação, canalizando a poupança global para onde ela poderá ser mais produtivamente utilizada indiferentemente da forma que toma. Este aumento de eficiência é claramente evidenciado pela diminuição de despesas havidas para as partes que praticaram o "**swap**". Num período de oscilações do mercado doméstico as implicações são mais acentuadas.

Ainda mais, "**swaps**" dão, às instituições, facilidades para administrar as disponibilidades existentes, através de caminhos não imagináveis há alguns anos atrás. As instituições podem agora adotar medidas para compensar ou prevenir erros anteriores, fazer cessar benefícios e ajustar maior número de carteiras (**portfo**

(*) comparative advantage

lios) à luz das expectativas e condições instáveis do mercado. As instituições não estão mais cativas às decisões do passado. Além disso, a adoção de boas ou más decisões tomadas no "**swap market**" não o obscurecem, visto que um negócio de "**swap**" deixa transparente seus efeitos no mercado e a reversão de transações é permitida. As implicações são profundas para as operações de tesouraria das organizações no mundo.

Esses fatores são de importância capital para o programa de "**swaps**" do Banco Mundial. O "**swap**" faz hoje parte integral da sua estratégia de fundos e envolve 15 a 20% dos empréstimos anuais de médio e longo prazo. Representam o veículo pelo qual o Banco estendeu sua capacidade de fundos, além de adequar seu "**mix**" de moedas ao mínimo custo possível. Desde sua primeira operação de "**swap**" feita em agosto de 1981 com a IBM, o Banco Mundial acumulou dívida ativa de U\$ 5 bilhões em "**swaps**" e tem presentemente (1986) um programa anual aproximadamente de U\$ 1,5 bilhões. Adicionalmente, o Banco Mundial iniciou um programa de "**interest rate swap**" (negócios de troca de taxas de juro) para fornecer maior flexibilidade na captação e administração de suas disponibilidades.

A importância do "**swap**" no Banco Mundial refletiu-se na projeção que o "**swap**" alcançou no mercado mundial de capitais durante os últimos cinco anos. Por enquanto não existem dados oficiais, mas acredita-se que os "**swaps**" acertados para câmbio de moedas e empréstimos a juros, nesse tipo de mercado cresceram de valores irrelevantes (1980/81) a alguma coisa em torno de U\$ 80/200 bilhões em 1985. O volume de atividades sobrepujou o número de transações que ocorreram incluindo demais inovações no mercado de capitais. Além disso, "**swap**" tornou-se uma técnica

aceita, respeitada e usada largamente pelas mais perceptivas instituições, empresas, órgãos oficiais e na verdade pelos próprios governos.

Hoje a maior parte dos profissionais que lidam com finanças, na Europa e América do Norte têm alguma familiaridade com o mercado básico de "**swap**".

Em 1983 não se podia fazer essa afirmação. Podia-se dizer, isto sim, que muitos estavam convencidos que a expansão do mercado de "**swap**" seria inevitável.

O crescente número de envolvidos com esse mercado é prova de sua maturidade, mas existem outros fatores que mostram sua crescente importância e amplidão do seu alcance:

- a) O mercado cresceu exponencialmente desde 1982 para um tamanho que lida com valores talvez da ordem de U\$ 200 bilhões.
- b) A quantidade de participantes em todos os escalões incluídos corretores e instituições financeiras intermediárias aumentou e continua a aumentar significativamente.
- c) A formação de várias associações nacionais e internacionais de negociadores e de normatização de "**swap**" como a ISDA nos Estados Unidos e seus correspondentes na Grã-Bretanha, Canadá e Austrália.
- d) A atuação das autoridades responsáveis pelas regulamentações particularmente nos Estados Unidos e Grã-Bretanha com o desenvolvimento do mercado de "**swap**" e a velada ameaça às atividades bancárias.

A reboque, com essa crescente importância a abrangência desse sistema evoluiu dramaticamente em termos de uso e geografia, além de mercado secundário está ocorrendo o desenvolvimento e estabelecimento de uma segunda geração de "swaps" e criação de outras operações relacionadas a "swap" como UNWINDS e REVERSALS, DELAYED e CONTINGENT SWAPS.

Problemas ligados a garantia de repagamentos de empréstimos paralelos (**parallel loan**), adicionados a consequências da estruturação do acordo e de interpretações considerando venda "forward" a conversão de uma divisa em outra (semelhante a contrato de câmbio de moeda estrangeira), acarretavam aumento de custo a esses tipos de permuta (**swaps**).

Condições para desenvolvimento das técnicas de financiamento por permuta (**swaps**) na modalidade conversão a taxas flutuantes, existem desde a abolição do acordo de Bretton Woods.

Flutuando turbulentamente até por volta de 1980, câmbio e taxas de juros, encontraram melhores condições para desenvolvimento de acordos de permuta com o desmantelamento do controle da conversão cambial. Também, como o mercado de títulos encurtou prazo para resgate e o mercado de conversão cambial encomprou-os, a união dos dois, através dos mecanismos de permuta (**swap**) fez crescer tremendamente a oportunidade de realização e alcance dos acordos financeiros.

Desde 1982 muito da mística que envolvia permuta cambial desapareceu. Entretanto, o mercado secundário receptivo, não desenvolvido para permuta cambial (**currency swaps**), teve elevado volume de negócios. Foi estimado que esse mercado secundário movimentou mais de U\$ 20 bilhões em 1984. Uma elevada propor

ção dos "dollars" "Eurobond" emitidos pela Austrália e Nova Zelândia foram utilizados em permutas (**swaps**). Quanto mais as empresas transformam tesourarias em centro de lucro, tesoureiros cada vez mais preferem "pacotes financeiros" pelos quais conseguem, diminuindo riscos, ter menor variabilidade nos lucros. Arbitragem e ingenuidade significam que atividades em permuta cambial (**currency swaps**), sempre terão maiores volumes de negócios. Toda hora, taxas para câmbio de moeda e juros se alteram, novas oportunidade se apresentam por si: permuta de antigas obrigações por novas; criação de ativos simulando moedas para revenda; redução dos juros de obrigações através de permutas entre jurisdições de taxas diferentes e aproveitamento das anomalias para arbitragens, são alguns casos nos quais permuta de moedas (**currency swaps**) podem ser aplicadas.

2 OBJETIVO

Estudar várias estruturas básicas das transações de permuta, batizadas genericamente, no exterior, como "**SWAP**" e mais um número das suas variações mais comuns.

Caracterizar a aplicação, a mecânica e as vantagens das permutas feitas: internamente num mesmo país (**interest rate swap**); entre empresas de diferentes origens e ou suas subsidiárias através do câmbio de capitais em moedas diferentes (**currency swaps**).

Apresentar um material que, tratando o assunto ao nível de detalhes, possa servir para discussão e desenvolvimento dessa modalidade entre acadêmicos e demais interessados em assuntos do ramo de finanças.

3 METODOLOGIA

A aplicação de "swaps" clássicos teve início de desenvolvimento a partir dos anos 80. A modalidade até 1982 ainda não estava em evidência. Somente após essa data iniciou-se crescimento geométrico de sua aplicação. Talvez por isso, os livros de finanças norte-americanos muito pouco ou nada tratassem, até então, a respeito. Livros mais recentes já estão tratando com maior profundidade o assunto. No Brasil, a modalidade de permutas tipo "swap" inexistia oficialmente.

Porém, publicações de vários artigos de diversos autores feitas pela Euromoney Publications Limited de Londres, trazidas da Inglaterra, proporcionaram o material para estudo e desenvolvimento do trabalho.

O trabalho, decorrente unicamente de pesquisa bibliográfica, restringe-se em relatar o panorama existente para conhecimento da sua dinâmica e do estágio em que se encontram as transações desse tipo; descrever as modalidades mais usuais até então conhecidas; exemplificar, através de casos, situações hipotéticas de permuta, para entendimento da mecânica da sua estruturação.

Existe campo para desenvolvimento mais profundo do tema, porém ultrapassa o objetivo do presente trabalho.

4 O UNIVERSO DA SWAP

"Swaps" servem para interligar os diferentes instrumentos e mercados financeiros ao redor do mundo. Em assim fazendo, torna-se possível aos participantes entrar e sair de mercados antes previamente inacessíveis. Isto aumentou as interações dos mercados e empurrou mercados individuais para perto de níveis eficientes de equilíbrio, devido ao fato de que as transações tendem a reduzir oportunidades de arbitragem que surgem das discrepâncias havidas no mercado.

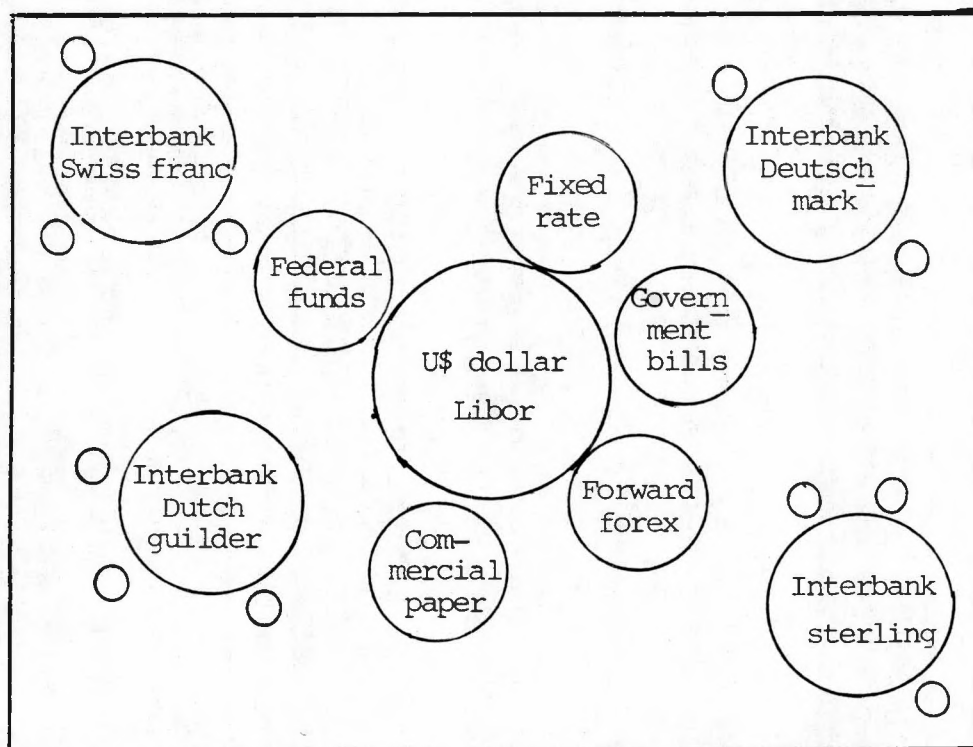
Vendo as principais variedades presente e potenciais das permutas (**swaps**), será útil considerar seu universo. Este universo é composto por todos os diferentes mercados de capitais dos principais países do mundo de economia aberta e, daqueles com controles mas que não chegam a restringir "swaps". Uma boa visualização pode ser feita através de uma comparação com o sistema solar, no qual cada planeta e seus satélites representam uma moeda ou divisa diferente e seus instrumentos financeiros, ou seja, um sub-mundo. **LIBOR** toma o lugar central do sistema uma vez que representa o padrão das taxas de financiamento do mercado para todos os maiores bancos internacionais. As mais importantes agências supranacionais e corporações multinacionais têm na "**LIBOR**" a base das suas inversões, considerando ainda que os instrumentos "**Eurodollar**" à taxas flutuantes são geralmente indexados à "**LIBOR**". Devido a penetração da "**LIBOR**" no mercado e sua abrangente presença nas carteiras de investimentos, a taxa **LIBOR** torna-se um utilíssimo meio para balizar as conversões das transações "**swaps**".

Os fundos interbancários à taxas fixadas, representam o centro do sistema satélite para outras moedas. Conquanto "**swaps**"

possam ser criados para unir qualquer dois mercados individuais com uma linha direta, em geral "**swaps**" são construídos para união de mercados menores a outro mais central isto é relacionando "**dollar LIBOR**" e taxas fixadas nas várias moedas. "Arbitrageurs" no mercado especializaram-se em combinar os "**swaps**" existentes ou em desenvolver novos tipos de "**swaps**" para unir dois pontos (**markets**) no universo que está fora do alcance do outro.

Nesse modelo, participam principalmente do universo de "**swaps**" as seguintes moedas e respectivas entidades relacionadas:

O Universo da "swap"



Fonte: Euromoney/86

4.1 Economia e Riscos Administrativos - Fatores Orientadores

Existem muitas razões superficiais para duas partes engajarem-se numa permuta de divisas (**swap exchange**), mas há dois fatores fundamentais os quais explicam a realização da maioria

dos "swaps": economia e riscos administrativos. Participantes fazem "swap" para reduzir seus custos na tomada de empréstimos ou para administrar a exposição ao risco do seu "portfolio".

O motivo econômico para engajamento em "swaps" é por si só, quase sempre evidente. Os três tipos primários de riscos que podem ser administrados através de "swaps" são os que seguem: a) risco da taxa de juro, b) risco da conversão de moeda estrangeira e c) risco creditício. O **risco da taxa de juro** (**interest rate risk**) é administrado permutando-se (**swapping**) uma exposição de ativo ou passivo nos instrumentos desejados, que possam proporcionar condições propícias como: taxas fixadas a longo prazo, LIBOR - curto prazo, ou, letras do tesouro de curto prazo. O nível de exposição, às flutuações de taxa de juro, pode ser controlado numa extensão que até então era impossível. A exposição provocada pela conversão cambial nas empresas multinacionais e nas corporações domésticas também podem ser administradas através de "swaps". Finalmente, "swaps" permitem ao investidor administrar com grande flexibilidade sua exposição creditícia. É agora possível para investidores criarem instrumentos mistos financeiros e de crédito. Por exemplo, um fundo de crédito alemão que deseja aumentar o volume dos seus investimentos em debentures emitidas por incorporações norte-americanas, mas de outro lado também deseja manter uma carteira (**portfolio**) puramente baseada em marcos alemães, têm agora maior quantidade de opções do que havia anteriormente a era do "swap". Considerando que o fundo de crédito, uma vez que tenha comprado as debentures de emissão de empresa norte-americana, pode agora procurar uma permuta (**swap**) para converter os recebimentos dos coupons e do principal em marcos alemães. Similarmente, o mercado de "swap" tornou possível aos investidores suíços aplicarem

seus recursos em francos suíços em títulos emitidos por empresas norte-americanas, que então permutam, para fora da Suíça, francos de volta a "dollars". Se o mercado de "**swap**" não existisse, então as corporações não poderiam providenciar a remessa de francos suíços, em razão de que não haveria possibilidade de converter os francos de baixo custo de volta à dollars de baixo custo. Por possibilitar a ambos tomadores e emprestadores permutarem diferentes instrumentos e divisas, a "**swap**" proporciona enorme flexibilidade na administração dos haveres.

A capacidade de administrar o valor do risco tornada possível pela "**swap**" é enorme. Considerando, por exemplo, a clássica permuta de taxa de juro (**interest rate swap**). Esta modalidade é usualmente justificada no campo do custo do empréstimo. Isso é questionável desde que inexistente mercado por maior que seja, na economia no qual não se possa levantar os fundos desejados, à taxas fixadas. Consequentemente, o risco de variação da taxa de juros é um aspecto inerente aos negócios que em última instância pode ser parcialmente administrado. A clássica permuta de taxa de juros (**interest rate swap**) pode melhor ser considerada como conversão do risco por arbitramento.

A economia dispõe de ativos à taxas pré-fixadas e obrigações à taxas flutuantes. Antes da "**swap**", sua rentabilidade estava sujeita às flutuações das taxas de curto prazo. O Eurobank de outro lado, dispunha de ativos à taxas flutuantes e obrigações à taxas pré-fixadas. Igualmente, antes da "**swap**", sua rentabilidade estava também sujeita às flutuações das taxas de juros. A rentabilidade estava inversamente relacionada às taxas, isto é, quando as taxas de curto prazo se elevavam, o banco se beneficiava e a economia perdia. Quando as taxas de curto pra

zo declinavam, o banco perdia e a economia era favorecida. No caso de ambas as partes estarem sujeitas a riscos de sentidos inversos, isto é, a riscos decorrentes de tipos inversos de taxas de juros, há a possibilidade de se concluir uma "**swap**", a qual na verdade é uma arbitragem do risco (**risk arbitrage**), através da conversão das taxas de juros. Então, haverá proteção contra as flutuações das taxas de juros. A "**swap**" proporciona instrumento de elevado valor, posto que não há transferência de "**dollars**" para dentro, ou para fora do sistema. Este aspecto de redução de risco confere às "**swaps**" um saldo positivo onde ambas as partes saem ganhando, não gerando custo ao sistema. É essencial notar a importância da arbitragem do risco para compreender o tremendo valor ou alcance que a "**swap**" adiciona ao sistema econômico internacional, a custos administrativos mínimos. Consequentemente, fatores de riscos administrativo e o fator econômico, são fundamentalmente as forças essenciais que orientam as transações de "**swaps**".

4.2 Regulamentos e Controles

Disposições de alguns governos impedem a realização de "**swaps**", enquanto outros encorajam-nas. Administradores estão atentos, procurando entender essa modalidade nascente, sua implicação para os bancos, corporações e para a política economica em geral. Devido à juventude dessa indústria, muitas questões surgem. Precisariam os bancos ser requisitados a providenciar provisões constantes dos seus demonstrativos para "**swaps**"? Precisariam essas transações ser publicamente transparentes (**disclosure**)? Seria preciso impor taxaço aos juros pagos através de "**swaps**"? Haveria necessidade de aprovação do gover

no para efetivação das transações? Governos têm tido uma variedade de respostas diferentes diante do rápido crescimento dos negócios via "swap".

Desde que "swaps" envolvem elemento inesperado de risco de falência, participantes levantam a questão da provisão para "swaps", constantes dos demonstrativos financeiros, a ser feita pelos bancos, da mesma forma como é requerido contra falha de pagamento de empréstimo. Alguns regulamentadores estão particularmente conscientes sobre mercado, investimentos e bancos comerciais que acumulam imensas carteiras (**portfolios**) de "swap" para intermediações e com propósitos comerciais. Muitos desses não têm lastro condizente com o volume de negócios que abraçou e, isso erodiria facilmente essa base não sólida no caso de crise de quedas na indústria.

Críticos dessa possibilidade de regulamentação, afirmam que muitas "swaps" com um desejável impacto para redução do risco líquido que carregam poderiam ser desencorajadas. Por exemplo, quando um banco entra em "swap" para reduzir brecha em seus fundos, o lado negativo do risco, na eventualidade de quebra, é o banco ficar diante da sua original brecha de fundos. Dessa maneira, tal "swap" só pode provocar impacto redutor de risco e conseqüentemente parece irracional requerer reserva de provisões para "swap" a ser feita e apresentada nos demonstrativos financeiros.

Relativamente aos demonstrativos financeiros está a questão da sua transparência (**disclosure**). A rentabilidade líquida e a situação financeira de muitos bancos e empresas é altamente dependente da administração dos riscos (variabilidade) das ta

xas de juros e das conversões cambiais. Credores e investidores não podem acuradamente julgar a situação financeira das instituições sem ter conhecimento das "swaps" negociadas e registradas em seus livros. Não será surpresa se o desvendamento ao público (**disclosure**) das permutas (**swaps**) for requerido no futuro.

Regulamentos sobre taxação são também importantes para a indústria de "swap". Muitos países exigem pagamento (taxação) sobre juros recebidos e outros, requerem pagamentos sobre o valor do "coupon", enquanto outros não. Esses são os países que desejam constranger o mercado de "swap". Nos países onde não há arrecadação de taxas sobre transações de "swap", invariavelmente existe uma situação para arbitragem, por meio da qual as taxas retidas dos pagamentos dos juros podem ser evitadas através de transações baseadas em "swaps". Regulamentos para entrada em determinados mercados de capital também acarretam ineficiências desses mercados que só através de "swaps" podem ser contornadas. Por isso, regulamentadores (agentes do governo ligados à área fiscal e econômica) estão propensos a acreditar que a existência de um grande mercado de "swaps" pode comprometer a capacidade de manipular a economia, desde que muitas políticas que empurram o mercado para fora do equilíbrio tendem a ser contrabalançadas em parte pelas "swaps".

Em resposta ao rápido crescimento desse jovem mercado, os administradores governamentais ao redor do mundo, reagiram com uma variedade de políticas. A natureza heterogênea dos resultados dessas políticas reflete as dificuldades de desenvolvimento de regulamentações efetivas que considerem com precisão os benefícios do mercado de "swaps", os usos divergentes e os

reais efeitos das diferentes transações de "**swaps**". Na Grã-Bretanha, o Banco da Inglaterra estava tratando de deliberar se requereria ou não reserva de provisões para bancos, mas de outro lado não regulamentou o mercado. Consistente com o desejo de exercer controle extensivo sobre seu mercado doméstico os governos da Suíça, Alemanha, Japão, Itália e Noruega, requerem aprovação para "**swaps**". Num desses países existe considerável dissensão entre administradores do sistema bancário federal e os diretores do tesouro sobre que forma os regulamentos sobre "**swap**" deverão tomar. Devido a essa política de não retenção de taxas, a Nova Zelândia tem recebido maciça injeção de capitais associados com o nascente negócio de "**swaps**" e está considerando instituir política sobre mercado de capitais. Na outra extremidade do espectro, o sistema bancário federal está ativamente encorajando bancos a se engajarem em "**swaps**" para reduzir suas deficiências de fundos e implementando políticas não restritivas. Muitos outros países adotam a estratégia de nada fazer que possa dificultar as transações "**swaps**".

4.3 A Evolução do Produto "**Swap**"

O desenvolvimento e evolução do produto "**swap**" é um excelente exemplo do método humano de pensamento e realizações laterais. Uma idéia criativa, ou acidental, conduz a outra nesta indústria e o resultado tem sido a constante emergência de novas versões e combinações de produtos. É conveniente seguir a trilha deste processo evolucionário de empréstimo convencional, por todos os caminhos, ao contingencial "**mini-max interest rate swap**", uma das mais recentes inovações no mercado.

É impossível imaginar por quais direções irá seguir o mercado, mas seja por qual for certamente existirão muitas surpresas, mas é bom mencionar que a despeito da padronização de muitas transações básicas, inovações continuarão e as **"swaps"** se tornarão aceitas de modo crescente como única ferramenta para o previdente administrador financeiro. Não obstante, ainda o mercado de **"swaps"** poderá amadurecer e a dinâmica, como as combinações, poderão chegar para substituir as transações padronizadas e, muito provavelmente um dos mais empolgantes mercados financeiros perdurará por muitos anos. Enquanto as instituições tiverem necessidade de administrar riscos e o mercado de capitais continuar imperfeito, o mercado de **"swaps"** provavelmente continuará a evoluir e a crescer.

5 PERMUTAS DE TAXAS DE JUROS: ESTRUTURAS
 "INTEREST RATE SWAP" PRINCIPAIS MODALIDADES
 CARACTERÍSTICAS

Acordos são estabelecidos entre as partes com mútuos interesses através de instrumentos de permuta ou de conversões cambiais. O acordo pré determina prazo e preço para as permutas, ou efetivação do negócio.

O interesse das empresas e instituições financeiras por "swaps" decorre principalmente dos resultados que podem obter em razão de:

- atrativas oportunidades de arbitragem a realizar entre vários mercados de capitais existentes ao redor do planeta, que podem reduzir significativamente o custo do capital.
- mudanças bruscas e imprevisíveis que ocorrem nas taxas de juros das transferências e que podem reduzir os lucros significativamente ou mesmo eliminá-los
- condições adversas de mercado, originadas de regulamentações que transformam o mercado de capitais, tornando a realização das transações comuns difíceis ou impossíveis.

Permuta da taxa de juros é uma transação na qual duas en

tidades concordam em efetuar entre elas pagamentos periódicos, tendo por base uma taxa de juros especificada, calculados sobre um capital hipotético.

O pagamento a ser feito por uma entidade é calculado usando uma taxa flutuante de juros, como a **LIBOR**, a "**prime rate**" ou a taxa aplicada para papéis comerciais, enquanto ao pagamento a ser feito pela outra entidade participante é determinado com base numa taxa fixa de juros ou em uma diferente taxa flutuante.

O "**interest rate swap**" pode ser usado para converter um tipo de obrigação em outro que possibilite ao participante do "**swap**" adaptar a obrigação às suas necessidades numa dada taxa de juros praticada no correspondente mercado.

Essas modalidades de transações, "**swap**", permitem: reduzir os custos do empréstimo, fazer uma proteção contra futuras mudanças nas taxas de juros, ou, em algumas circunstâncias, fixar uma margem de lucro.

Adicionalmente, enquanto o mercado secundário ou dos negócios com "**interest rate swaps**" evoluiu, está se tornando possível para os participantes de "**swap**" entrar e sair das transações e usando os intermediadores do mercado, garantir ao "**swap**" maior liquidez.

5.1 Estrutura Básica

Na sua mais simples forma, um negócio de "**interest rate swap**" (permuta de taxa de juros) pode ser consumado entre duas personalidades. A primeira, por exemplo, pode ser um emprestador (tomador) que deseja pagar pelo empréstimo tomado uma taxa

fixa de juros, mas que, entretanto, tomou emprestado a taxas flutuantes, ou que por algum motivo tem condições, ou é capaz de conseguir tomar emprestado mais favoravelmente as taxas flutuantes. A segunda personalidade, pode ser um tomador que deseja pagar os juros, pelo empréstimo, a taxas flutuantes, mas que, porém, tomou emprestado a taxas fixas ou que tem disponível empréstimo a uma menor taxa fixa, do que haveria para o outro participante, ou primeira personalidade.

O tomador interessado num empréstimo a ser amortizado a taxa determinada (taxa fixada), negocia o montante (principal) que precisa a uma taxa flutuante que lhe é mais favorável. O outro tomador que prefere pagar pelo empréstimo taxas flutuantes, empresta idêntico montante (principal) amortizável a taxas fixadas, pelas quais consegue condições mais favoráveis. Os dois pactuam entre si, um acordo pelo qual cada um efetua ao outro pagamentos periódicos de valores correspondentes ao empréstimo que o outro tomou. Somente pagamentos de juros cada um faz ao outro. O(s) pagamento(s) do montante (principal) não são trocados, cada qual permanece responsável pelo seu próprio.

O resultado obtido, através dessa permuta, são as taxas menores (fixas ou flutuantes) que ambos conseguem nos seus empréstimos, o que não lhes seria possível obter separadamente.

Neste esquema, na sua forma básica, nenhum dos fornecedores de empréstimo participa da transação de troca (**swap**); cada tomador continua vinculado ao seu prestador (fornecedor de empréstimo) para pagamento das parcelas correspondentes aos juros e do principal. De fato, os prestadores não precisariam saber que a transação de permuta (**swap**) foi efetuada. Cada entidade participante carrega o risco do não pagamento pelo outro das obriga

ções trocadas ("**swapadas**"), que pode ocorrer no caso de falência de um dos participantes, que deixa aquele que não faliu responsável pelo pagamento dos encargos de juros na forma que pessoalmente assumiu com o prestador. Em outras palavras, o "**swap**" não desobriga cada tomador das suas obrigações de pagar ambos, o montante principal e os juros, ao seu prestador, conforme negociado antes do "**swap**". Figura 1.

5.2 Vantagens da Transação

A popularidade da permuta das obrigações relativas as parcelas decorrentes dos juros (**interest rate swaps**) é explicada em parte pelas:

- a) Diferentes necessidades de financiamentos dos vários tipos de tomadores: instituições financeiras, intermediários financeiros que atuam no mercado de "**swaps**", e
- b) Condições que predominam, particularmente em dada oportunidade no mercado financeiro, para cada participante de "**swap**". Por exemplo:
 - uma indústria ou empresa de serviços públicos com grandes necessidades por empréstimo, que prefere taxas determinadas (fixas) para pagá-los por razões de planejamento ou orçamento, para evitar o risco da elevação da taxa de juros, o que poderia impedir alcançar as metas definidas.
 - de outro lado, existem empresas e instituições financeiras que detêm substancial volume de depósitos de clientes remunerados a taxas determinadas (fixas) e por isso preferem conceder financiamentos, também a taxas fi

xas. Desse modo estabelecem sua margem de lucro, anulando a possibilidade de lucros aumentando, ou diminuindo conforme flutuação das taxas variáveis de juros.

- entidades desejosas em pagar por juros calculados a taxas flutuantes poderá ser um banco de primeira linha que empresta fundos, isto é, financia a taxas flutuantes, que em contrapartida vai preferir casar suas operações a taxas flutuantes, o que lhe permitirá também estabelecer sua margem de lucro.

- financiamentos com juros a taxas fixas são escassos, como evidenciam os elevados índices das taxas reais de juros, e são, canalizados pelo mercado aos mais meritórios tomadores de empréstimos

- contrariamente aos fundos financiáveis a taxas fixadas, os fundos com juros a taxas flutuantes têm suprimento abundante.

Diante destas condições a personalidade, quase sempre uma indústria, que prefere pagar taxas, previamente fixadas, pelo empréstimo, poderá encontrá-lo, embora esses financiamentos sejam os mais caros. Os créditos "prêmio", ou privilegiados, não estão disponíveis para todos, caso em que se igualariam aos demais e seu custo aumentaria aos níveis normais.

Por outro lado, esse tipo de tomador de financiamento não deseja assumir os riscos inerentes às obrigações estatuidas a taxas flutuantes mesmo que esses financiamentos possam ser obtidos a taxas de juro aceitáveis. Se o tomador a taxas flutuantes é um banco de primeira linha é provável que tenha acesso a fundos amortizáveis em boas condições a taxas pré determinadas. Nestas circunstâncias e em razão dos diferentes preços predominantes nos

mercados de taxas flutuantes e taxas fixadas, a seguinte situação poderá suceder:

O excesso de taxa de juros (pré-fixados), que o industrial tomador, pode ter que pagar pelo empréstimo feito em relação às taxas, que um banco de primeira linha teria que pagar por empréstimo feito, na mesma modalidade de taxa (pré-fixada), poderá ser maior que o excesso de taxa flutuante, que o industrial pagaria por empréstimo feito nessa modalidade, relativamente à taxa flutuante que o banco de primeira linha teria que pagar pelos empréstimos que tomou. Em outras palavras, a diferença entre taxas pré-fixadas disponíveis para indústrias e bancos de primeira linha é maior que a observada entre as taxas flutuantes nas mesmas condições isto é para a indústria e para os bancos de primeira linha.

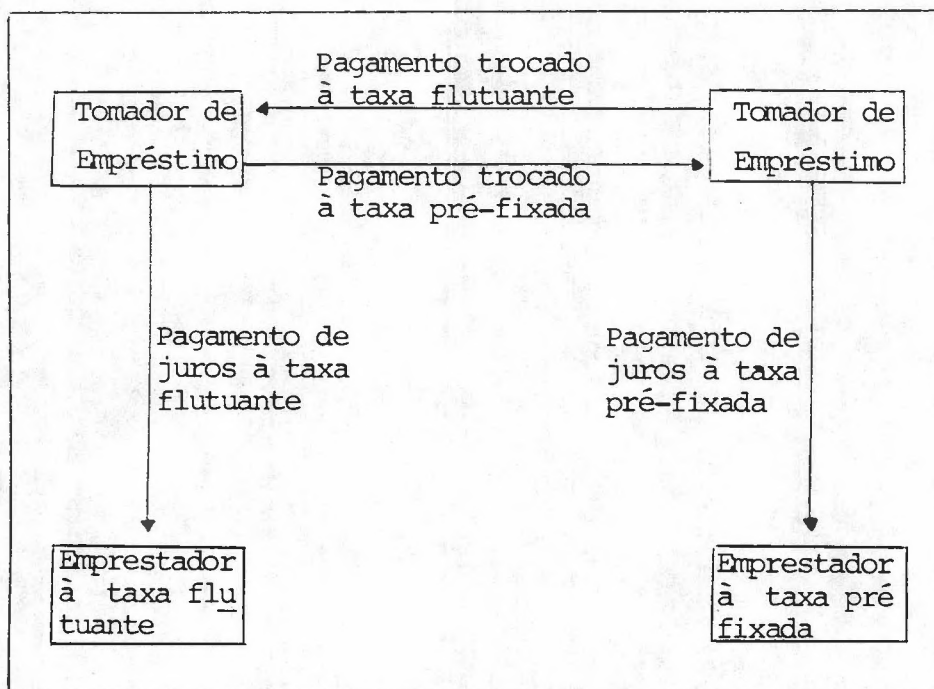
Um objetivo do "interest rate swap" pode ser as vantagens a aproveitar dessa disparidade.

A figura 2 esquematiza uma transação desse tipo feita com valores hipotéticos para exemplificar o caso. Suponhamos que cada personalidade participante necessite de U\$ 100 milhões. O industrial tomador tem condições de obter fundos amortizáveis em 10 anos a taxas de juros flutuantes de 1% acima da LIBOR e precisa pagar à taxa pré-fixada de 14% a remuneração das debentures de sua emissão com igual prazo de maturação. O banco de primeira linha consegue tomar emprestado fundos amortizáveis em 10 anos, pagando taxas flutuantes de juros LIBOR e taxas pré-fixada de 12%. A diferença entre as taxas pré-fixadas é de 2% e entre as taxas flutuantes 1%. Para estabelecer a transação de troca de taxas de juros (**interest rate swap**) entre os tomadores, o industrial toma a 1% mais LIBOR e o banco de primeira linha toma a

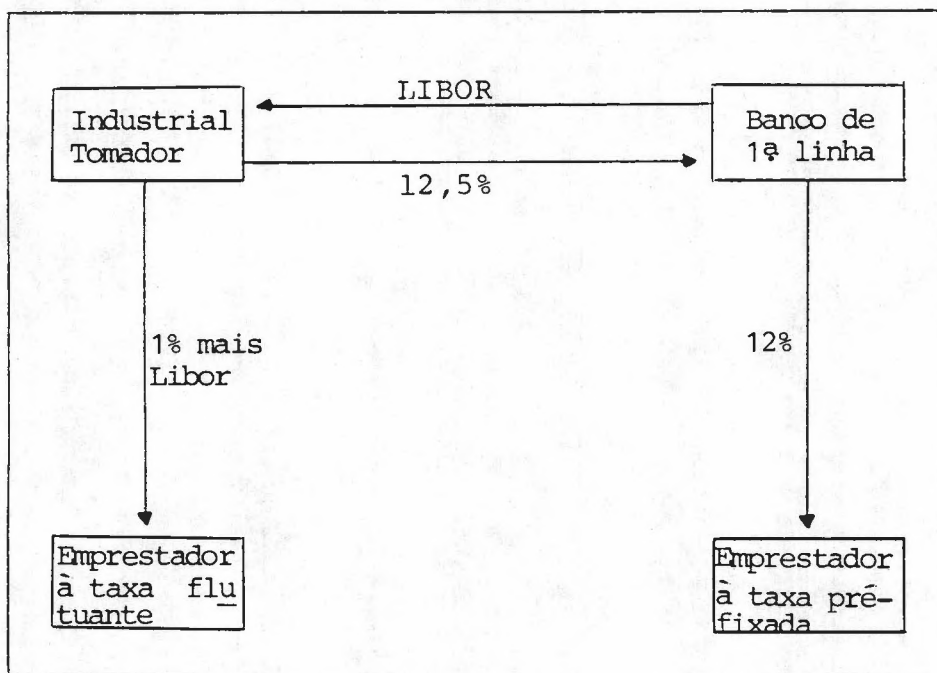
12%, ambos os empréstimos com idênticos prazos de amortização e datas de pagamento das parcelas correspondentes aos juros. Então, o banco e o industrial entram em acordo, pelo qual concordam em trocar pagamentos entre si, baseados no custo dos juros do financiamento do outro e, o industrial também concorda em pagar ao banco, por isso, um prêmio adicional de 0,5%.

Desse modo, resultará para o industrial um custo de 13,5%, total das taxas pré-fixadas (12% mais 0,5% de prêmio e ainda mais 1% acima da LIBOR), que lhe beneficia considerando que o "coupon" das debentures emitidas é de 14%. O banco também se beneficiará no seu custo efetivo de taxas flutuantes que ficam reduzidas de 0,5%, isto é, LIBOR menos 0,5%. Acrescente-se que adicionalmente o banco poderá ainda se beneficiar pelo uso de sua taxa pré-fixada na tomada de fundos (convertida em taxa flutuante através do "swap"), para repor o fundo destinado aos empréstimos interbancários, existente para garantir a sua carteira (portfolio) de empréstimos. Com relação às taxas de juros pré-fixadas, os correspondentes financiamentos tomados têm prazo de amortização mais longo do que os prazos para reposição dos fundos interbancários, o banco, com isso, melhora sua estruturação dependente de prazo de amortização com reflexos positivos verificados através de seus demonstrativos.

Figura 1 - Estrutura básica da permuta de taxa de juros



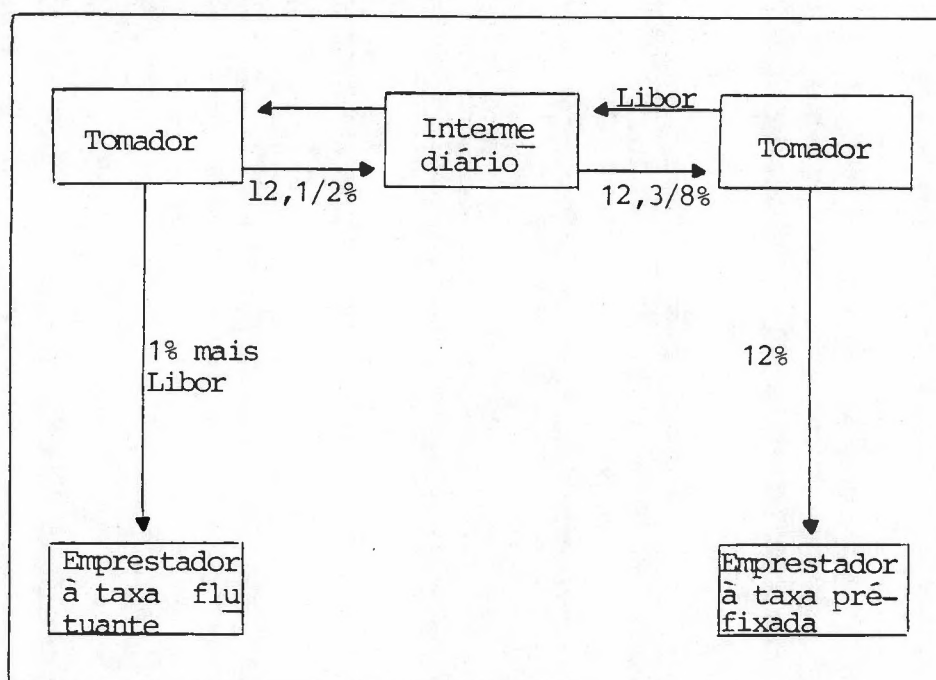
Permuta de taxa de juros com
Figura 2 - montantes determinados



5.3 Matched Swaps e Swaps Via an Intermediary - Troca Casa da e Troca através Intermediário

Conquanto seja normal e possível a negociação direta entre as personalidades físicas e ou jurídicas para permuta de interesses financeiros (**swap**), na realidade a maior parte das trocas de taxas de juros (**interest rate swap**) estão sendo feitas com auxílio de intermediário. O intermediário realiza ligação com cada uma das personalidades suscetíveis a transacionarem, estabelecendo transações (**interest rate swap**) paralelas com cada uma delas. Frequentemente o intermediário age como originador e organizador da transação e poderá atuar como intermediário para prover suporte creditício à transação ou para proteger a confidencialidade da conexão entre clientes. A figura 3 esquematiza transação de "swap" feita através de intermediário.

Figura 3 - Permutas casadas



O intermediário na maioria das "**matched swaps**" (permuta casada) é um banco comercial, banco de investimento ou participante profissional desse mercado, isto é, uma empresa comercial,

industrial ou financeira, que aparecem nas transações de "swap" como personalidades principais mas podem, na verdade, tornar-se intermediário(s) entrando em "swap" paralelo. Por exemplo, uma empresa industrial, num determinado instante por motivos próprios, pode desejar deixar de participar de um "swap" estabelecido, mas pode estar relutante, por questões comerciais, a se expor, notificando o outro participante das suas intenções. Resultado econômico semelhante poderá ser alcançado através de transação (swap) paralela ou casada, pela qual se vinculam pagamentos (recebimentos) a um montante, ou então, pagando (recebendo) valor(es) correspondente atual, que reflete as alterações na taxa de juros ocorridas no mercado desde a transação original.

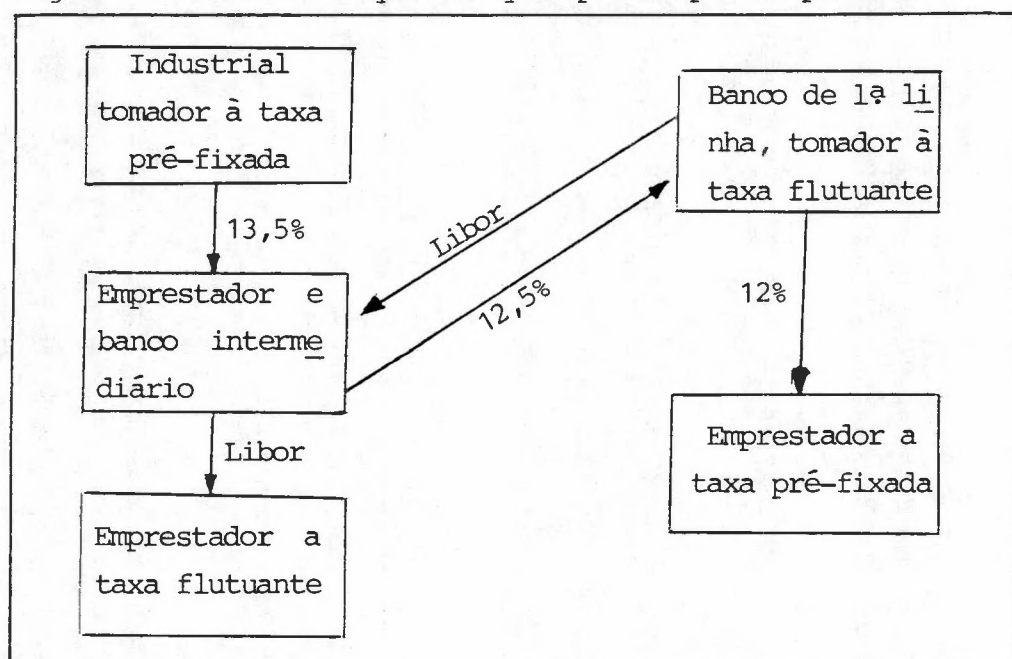
Pode ser notado que nas transações casadas (**matched swap**) o risco assumido pelo intermediário é limitado. Os pagamentos feitos pelo intermediário em cada uma das transações (swap) que operou, são compensados pelos pagamentos que recebe das partes que intermedia. Se uma das partes falha nas suas obrigações de pagamento assumidas com o intermediário, então o intermediário estará desobrigado dos seus pagamentos a essa parte, mas continua obrigado aos pagamentos a outra parte. O risco assumido pelo intermediário em relação à falência fica limitado a variabilidade ou desvio, subida ou descida, das taxas de juro no dia a dia, sejam elas decorrentes da modalidade pré-fixada ou flutuante. O intermediário no caso de falência de uma das partes precisará substituí-la negociando com outra personalidade o remanescente do financiamento que terá condições de colocação às taxas de juro vigentes na oportunidade. Na pior das hipóteses, por exemplo, poderá receber menos de um novo tomador à taxas pré-fixadas ou teria que pagar mais a um prestador a ta

xas flutuantes.

5.4. Tomadores que não desejam permutar

Na prática não é mesmo necessário para o próprio tomador tornar-se personalidade diretamente participante na permuta de taxa de juros (**interest swap**). Se um tomador reluta ou é incapaz de participar diretamente de uma permuta, a transação pode ser estruturada de tal modo que os pagamentos permutados são feitos entre prestador e outra parte. Por exemplo, uma empresa industrial que prefere ter uma posição de tomador a taxas pré-fixadas, poderá obter fundos nessa modalidade de um prestador que prefere receber juros a taxas flutuantes. Esse prestador poderá converter os pagamentos a taxas pré-fixadas para retorno a taxas flutuantes entrando em permuta (**swap**). O resultado líquido, mostrado na figura 4 é o mesmo obtido da transação ilustrada na figura 2. O tomador de taxas pré-fixadas paga 13,5% e o tomador a taxas flutuantes paga LIBOR menos 0,5%, somente o fluxo de pagamento, o risco relacionado e custos mudaram.

Figura 4 - Um tomador que não quer participar da permuta



Nesta última estruturação o tomador à taxas pré-fixadas poderá bem justificar a transação como nada mais do que um financiamento a taxas pré-fixadas ignorando a existência da permuta de taxas de juros da qual não é participante. Todavia, é possível encontrar por si mesmo uma forma de entrar numa permuta de interesses (**swap**) que pode ocorrer de muitas maneiras. Muito importante, para induzir uma personalidade a participar de uma transação, poderá ser preciso pagar comissão. Adicione-se que, desde que o tomador de taxas pré-fixadas se beneficie da permuta (**swap**), o seu prestador (o financiador e o banco intermediário) poderão requerer indenização contra falha (falta de pagamento, falência) da outra parte para fazer o empréstimo. Similarmente, a contraparte no "**swap**" (o banco de primeira linha) pode querer examinar a situação econômico-financeira do tomador a taxas pré-fixadas, objetivando prevenir-se contra falhas do financiador e do banco intermediário, para fazer seus pagamentos. Estes aspectos podem ser objeto de negociação entre as partes.

5.5 Variações da estrutura básica

Apesar de uma típica permuta de taxa de juros seguir basicamente o esquema anteriormente delineado, com uma parte fazendo pagamentos dos juros calculados a taxa pré-fixada em compensação aos pagamentos baseados em taxa flutuante e ambos os pagamentos a serem feitos durante períodos de tempo predeterminados, variações dessa estrutura básica são numerosas. Essas variações incluem: "**zero coupon swaps**", "**floating-for-floating swaps**", "**callable and putable swaps**", "**extendable swaps**", "**forward swaps**" e "**delayed rate settings**". Em lugar de lidar com diversos riscos relativos aos financiamentos, as obrigações permutadas (**swaps**)

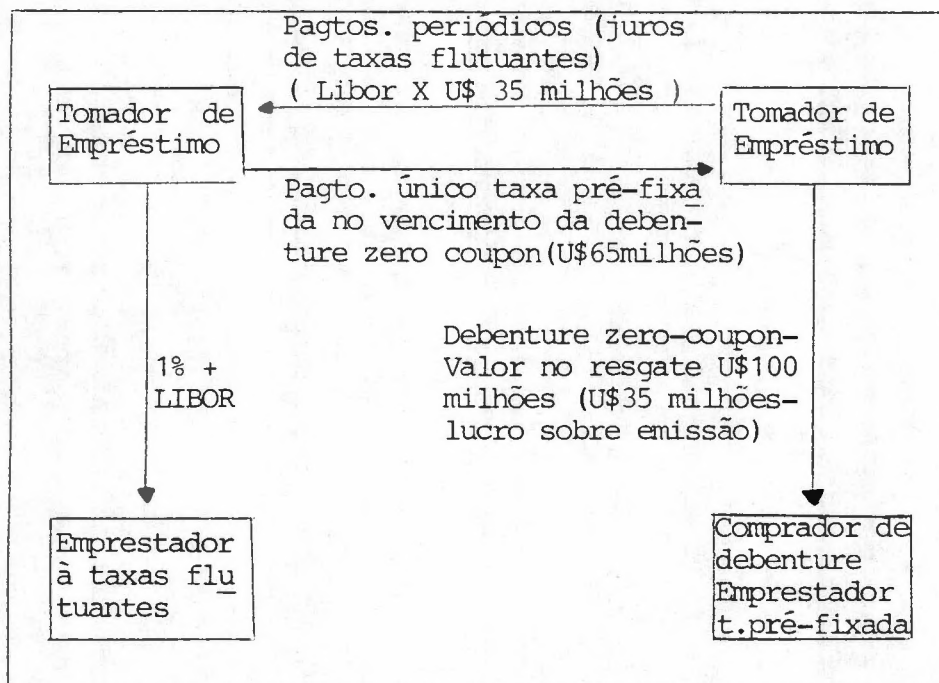
podem ser garantidas colateralmente ou suportadas por garantia de letra de crédito. Ainda mais, pagamentos podem ser, ou não, feitos com a mesma frequência. Por exemplo, não é incomum para os pagamentos decorrentes de taxas flutuantes serem feitos bi-anualmente, enquanto aqueles decorrentes de taxas fixas, serem anualmente.

5.5.1 Zero Coupon Swaps

Este "swap" é similar ao "fixed-for-floating", no qual a obrigação de pagamento de um participante é determinada com base na taxa flutuante de juros, enquanto a outra obrigação de pagamento é determinada com base em taxa pré-fixada. Contudo, ao contrário da "swap" usual na qual cada participante faz pagamentos periódicos ao outro, no "zero coupon swap" os pagamentos decorrentes dos juros de taxa flutuante não são feitos periodicamente no decorrer do prazo de vigência da "swap", mas somente um único pagamento calculado à taxas pré-fixadas é feito na data fixada para término do acordo. Esse pagamento fixado é esquematizado dessa maneira para refletir a obrigação essencial do título ou debenture "zero coupon" emitido pelo participante que deve efetuar esse pagamento. Enquanto esse participante pode desejar tomar emprestado à taxas flutuantes, ele deve perceber que pode obter taxa mais favorável emitindo "zero coupon bonds". Consequentemente, poderá emitir debentures e entrar numa permuta de taxas de juros (**interest rate swap**), acordo pelo qual periodicamente, pagamentos, calculados à taxa flutuante, são feitos como compensação pelo único pagamento devido, equivalente a diferença existente entre o preço da emissão e o valor de resgate das debentures. Em assim se fazendo, será possível alcançar o objetivo de pagar à taxa flutuante, enquanto compensando o

custo de resgate das debentures. Uma permuta de "zero coupon" com valores assumidos é mostrada através da figura 5.

Figura 5 - Zero coupon swap



5.5.2 Floating for Floating Swaps

Numa permuta de taxas de juros flutuante por flutuante cada participante faz pagamentos um ao outro calculados à taxa de juros flutuantes. Preferivelmente em lugar de tirar vantagem da diferença de valores, ou disparidade de valores entre mercados de taxas de juros pré-fixados e flutuantes, no caso da permuta de taxas flutuantes por taxas flutuantes a vantagem é obtida no diferencial que possa existir entre taxas flutuantes encontradas em diferentes mercados ou para cobrir obrigações em taxas flutuantes assumidas em outras taxas através de transações permutadas (**swaps**). De outro prisma, os pagamentos em permuta de taxas flutuantes por flutuantes (**floating-for-floating swap**) podem ser calculados na base de valores, porém

com diferentes valores decorrentes dos preços para períodos diferentes, como uma permuta de pagamentos calculados para uma taxa LIBOR para seis meses em troca de pagamentos baseados na taxa LIBOR para um mês. Também, pode haver permuta de diferentes bases de cálculo como por exemplo taxa LIBOR para seis meses, contra taxa de um mês para resgate de promissórias (títulos comerciais). Essas permutas são relacionadas à troca de bases (**basis swaps**), desde que o efeito da permuta em que é calculado o juro à taxa variável, depende da base adotada na troca.

5.5.3 Callable, Putable, Extendable and Forward Swaps

Embora, normalmente a incidência dos juros na permuta de taxas (**interest rate swap**) ocorra por um determinado período de tempo, (comumente os prazos se estendem de um a dez anos), tomadores de empréstimos podem também estipular permutas (**swaps**) com durações variadas. Uma permuta "**callable**" ou "**putable**" permite ao tomador de recursos entrar numa permuta de taxas de juros por um período determinado, mas com opção para terminar a troca antes da data do prazo de amortização combinado. Uma permuta com estas opções pode ser de um ou de outro tipo "**callable**" ou "**putable**", dependendo de qual participante tenha o direito de terminar. Um tomador fazendo seus pagamentos à taxas pré-fixadas que tenha a prerrogativa de suspender a permuta (**swap**) com prou posição designada por "**Call**", isto é, fica com o direito de chamar a outra parte para fazer cessar o acordo de permuta. D'outro lado, o participante que recebe os juros provenientes de taxa pré-fixada e que tenha feito o negócio de permuta (**swap**) com cláusula que lhe dá o direito de interromper o negócio, adquiriu a posição "**Put**", o que significa ter mando para diminuir

o prazo anteriormente combinado para amortização do financiamento. Para ter esse privilégio, de terminar a permuta a qualquer tempo, o participante é onerado com um prêmio, que é acrescentado ou diminuído dos pagamentos periódicos que faz ou que recebe. "Callable" e "Putable" são modalidades de permuta usadas por tomadores de empréstimo que têm outros investimentos que podem "amadurecer" em prazo menor que anteriormente previsto, ou por intermediários que têm contrapartes ou opções "Callable" ou "Putable".

"Extendable swaps", proporciona ao participante da permuta a prerrogativa de estender a vida da "swap" além da data estabelecida inicialmente e, economicamente considerado, é semelhante às modalidades "Putable" e "Callable". Por exemplo, um tomador que detém "swap" com prazo de três anos, que pode ser estendido para sete anos está em posição semelhante a de um tomador com "swap" de sete anos com cláusula que lhe permita chamar a outra parte e terminar a permuta em três anos.

"Forward swaps" capacita um tomador a ajustar taxas para calcular as parcelas dos pagamentos permutados no tempo em que as taxas de mercado se apresentarem mais favoráveis, (como no caso, de um tomador à taxas pré-fixadas, em que o "Spread" entre essas taxas e as letras do Tesouro dos Estados Unidos é menor), mesmo que naquele instante o tomador não necessite empréstimo imediato. Um tomador pode ter conhecimento que precisará levantar fundos num determinado instante no futuro e que poderá fazê-lo, tomando à taxas pré-fixadas e permutando-as por flutuantes. Se presentemente as taxas disponíveis no mercado de permutas (swap) são favoráveis ao negócio de algum prestador, este pode eliminar incertezas sobre o futuro, quanto a disponibilidade

de dessas taxas entrando num "forward swap", pelo qual se estabelecem as taxas pré-fixadas e flutuantes para a época em que, se iniciará no futuro, a efetivação do empréstimo.

"Delayed rate settings" é uma opção que pode ser usada por tomadores que têm imediata necessidade por financiamento e que nesse momento, está diante de taxas desfavoráveis. Esta modalidade permite ao tomador efetuar a tomada do financiamento, entrar em permuta com opção de ajuste nas taxas a qualquer momento dentro de um dado período com base em fórmula combinada.

5.6 O Mercado de Permutas - "Swap Markets"

Duas personalidades com necessidades complementares de capital podem acertar diretamente entre si uma permuta (swap), mas muitos poderão ter dificuldade em encontrar parceiros apropriados. Esta função é desempenhada para os "tomadores e emprestadores", muitas vezes designados por usuários efetivos, pelos bancos comerciais e entidades de investimento que agem como intermediários. Devido ao grande volume de transações dos quais participam, estão aptos a juntar personalidades com necessidades complementares, frequentemente apresentadas em complexas cadeias para casamento da transação. Bancos comerciais também entram em permutas como usuários efetivos para cobrir suas próprias necessidades de fundos. Agindo simultaneamente como intermediários e usuários efetivos, esses bancos comerciais e de investimento constituem o mercado primário de permutas (primary swap market). Este mercado começou a se desenvolver em 1982 e em 1985 alcançou um volume estimado em U\$ 120 bilhões, relativos à financiamentos, medidos somente pelos valores da parcela principal, sem contar valores referentes a juros.

Adicionalmente ao mercado primário de "swap", também se desenvolve um mercado secundário, no qual as posições existentes de trocas (**swaps**) são negociadas. Por exemplo, um intermediário que está tendo dificuldade para "casar" uma particular permuta poderá ir até ao mercado secundário e comprar de outro intermediário uma "swap" casável com aquela que tem em mãos. Embora esse mercado esteja crescendo, seu desenvolvimento está sendo impedido por vários fatores. Primeiro, um acordo para permuta de taxas de juros (**interest rate swap**), ordinariamente requer concordância do participante para transmissão do título. Segundo, diferenças na documentação, frequentemente torna difícil cruzar permutas. Este problema poderá ser amenizado, em parte, com o desenvolvimento da norma "**Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps**", edição do "**The Swap Code**", que proporciona terminologia, definições e procedimentos relativos aos elementos básicos para "swaps". A norma prevê a forma a empregar para acelerar com precisão a comunicação que facilita casar "swaps" e desse modo contribuir para o desenvolvimento do mercado secundário.

6 PERMUTAS DE MOEDA: EMPRÉSTIMOS PARALELOS
 TROCAS DIRETAS
 CONTRATOS FORWARD DE CÂMBIO

"Parallel loans", "back-to-back loans" e "currency swaps", são termos usados na caracterização de empréstimos feitos em moeda estrangeira. Comum aos três casos é a permuta em seguida exemplificada: uma empresa em condições de ter provisão e livre acesso a determinada moeda, concorda em dispor desse recurso à outra empresa que em troca lhe torna disponível outra moeda.

Essas modalidades de permuta foram desenvolvidas nos anos de 1970 como forma de contornar regulamentos existentes em determinados ambientes que impedem ou dificultam conversão de moedas ou para possibilitar oportunidades de ("HEDGE") proteção de médio e longo prazo onde as respectivas moedas só possibilitam meios para "HEDGE" de curto prazo. Essas modalidades apesar de correntemente não usadas tão largamente como as permutas de taxas de juros e câmbio de empréstimos, abriram caminho e criaram ambiente para que o "swap market" se desenvolvesse tornando-se, a partir dos anos de 1980, um segmento do mercado de capitais que maior desenvolvimento experimentou no planeta.

6.1 Parallel Loans

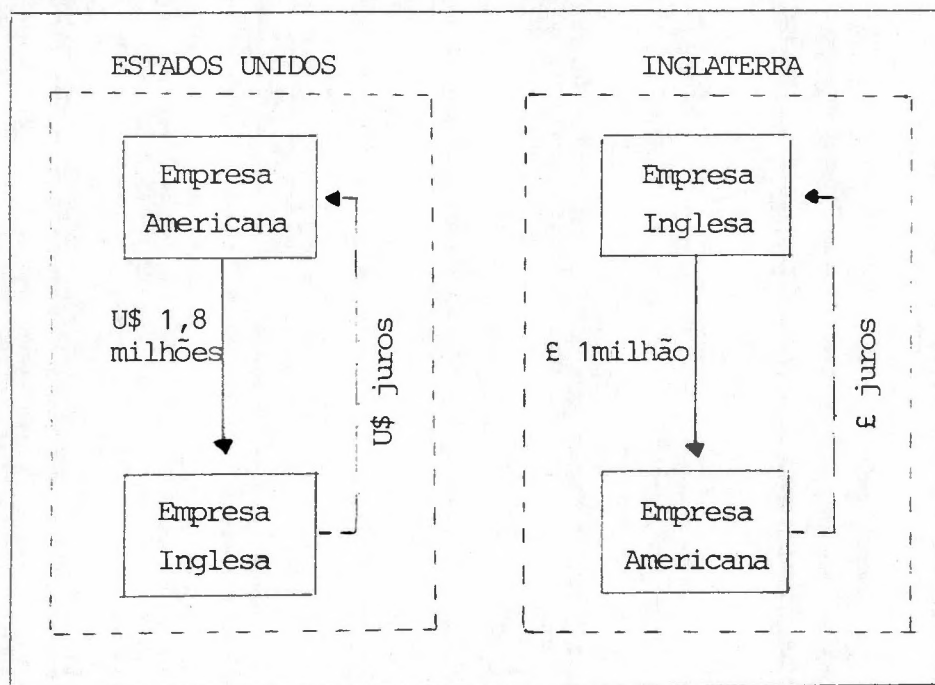
Empréstimos paralelos foram primeiramente usados como veículo de financiamento por empresas do Reino Unido poderem fugir das condições impostas para investimentos aplicados fora do "UK" (United Kingdom). Nessa época o Banco da Inglaterra requeria que todo investimento no exterior tivesse efeito através de compra de "dollars" com sobre preço acima da taxa corrente de conversão. Hoje, provêm as empresas com opções alternativas

de financiamento com riscos limitados.

Uma transação de empréstimos paralelos (**parallel loan**) envolve duas empresas com semelhantes posições de liquidez, o que permite realizar empréstimo de uma para outra em moedas diferentes de equivalentes valores e com igual vencimento. Cada empréstimo é garantido por acordo que pode envolver mais do que duas entidades legalmente estabelecidas nos dois países, isto é, duas empresas coligadas e suas respectivas subsidiárias. Por exemplo, uma empresa norte americana com subsidiária no Reino Unido pode ter excesso de liquidez em "**dollar**" e ao mesmo tempo necessita de "**libra**". Simultaneamente, empresa no Reino Unido (**UK**), com subsidiária nos Estados Unidos (**US**), pode ter acesso a "**libra**" e precisa de "**dollar**" para financiar subsidiária nos Estados Unidos. A transação esquematizada na figura 6 satisfaz as necessidades de financiamento das duas empresas, da seguinte forma:

Assumindo uma razão de conversão do mercado diário (**spot**) de U\$ 1,80 por £ 1,00 na hora do fechamento do negócio, os dois empréstimos, um montando £ 1 milhão para a subsidiária do Reino Unido (**UK**) da empresa norte americana (**US**) e o outro de U\$ 1,8 milhões para a subsidiária americana da empresa do Reino Unido, satisfaz as necessidades das duas empresas. Os pagamentos das obrigações relativos aos dois empréstimos são feitos em iguais intervalos de tempo e na maioria dos acordos, ocorrem simultaneamente. Como os empréstimos paralelos têm destino certo, isto é, já cumpriram a finalidade da transação, ou já se compensaram, no vencimento são simplesmente anulados.

Figura 6 - Empréstimo paralelo (parallel loan)



Títulos para pagamento antecipado em "empréstimos paralelos" são negociáveis mas são de difícil realização em razão da transferência de garantias. Isto ocorre porque para um outro participante as garantias existentes podem parecer não asseguradas. Esses compromissos podem ser sempre melhor avaliados quando ocorrem entre empresas irmãs que têm conhecimento recíproco dos seus interesses, necessidades e potencial de pagamentos. O vencimento desses "**parallel loans**" usualmente variam de 5 a 10 anos, mas em alguns casos existem transações com menor duração. Durações maiores que 10 anos são muito raras, principalmente porque, para prazos tão distantes, o capital emprestado aparecerá rarefeito dadas as mutações cambiais o que envolve enorme risco.

As taxas de juros nos empréstimos paralelos são usualmente acertadas em taxas fixas que correspondem às taxas comerciais vigentes para cada moeda na época do fechamento e refletem a

oferta e demanda que ocorrem nos respectivos "**money market**". In certezas sobre as taxas de juro futuras, em cada país, podem ser acomodadas através de cláusulas recíprocas no acordo para empréstimo. Os termos específicos dessas cláusulas, objeto de negociação, incorporarão elementos utilizados nos outros empréstimos feitos à taxas flutuantes e, deverão ter consistência relativa aos regulamentos cambiais e fiscais de cada país.

O conceito creditício dos participantes constitui o maior fator de risco na estruturação de um "**parallel loan**", mas isso pode ser compensado pela inclusão de cláusulas relativas a descontos de ajustes. Sob essas condições cada participante tem o direito de receber pagamentos compensatórios não incluídos nos pagamentos referentes ao resgate da dívida. Isto significa que se um participante da transação falha no pagamento devido, do seu empréstimo, o outro participante pode compensar esse valor não pagando valor equivalente do que deve.

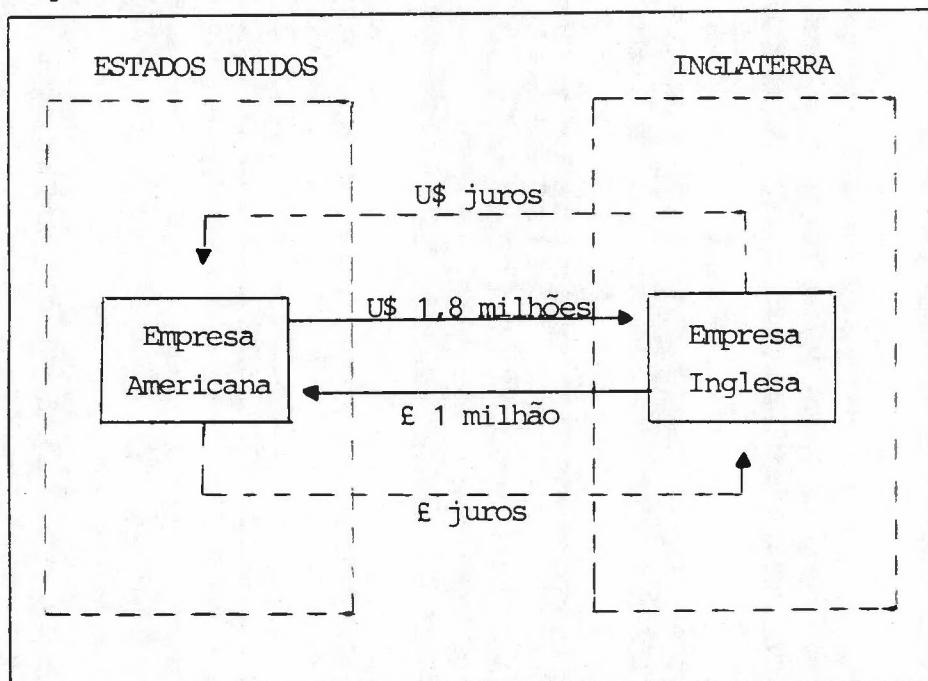
O segundo maior fator de risco embutido nos empréstimos paralelos relaciona-se às perdas e ganhos acarretados pelos movimentos das taxas de câmbio entre moedas. Este risco é aliviado através de negociações para inclusão de cláusulas, no contrato, através das quais, os participantes legalmente concordam em efetuar provisões para ajustamento de compensação das taxas de conversão das moedas, durante a vida ou duração dos empréstimos. Essas provisões são chamadas quando a taxa (**spot**) de conversão ultrapassa determinados limites. Por exemplo, na conversão "**dollar/libra**", libras adicionais podem ser chamadas se a taxa "**spot**" mover-se U\$ 0,10 para baixo e poderão ser devolvidas se o "**spot**" elevar-se de U\$ 0,10.

6.2 Back-to-back

Estes empréstimos diferem dos empréstimos pararelos (**parallel loans**) somente no aspecto dos participantes. Nestes, o acordo é celebrado entre partes diretamente, ao passo que no caso anterior as partes emprestam fundos para suas respectivas subsidiárias.

A estruturação de um empréstimo "**back-to-back**" obedece ao esquema da figura 7. É nítido que esta estrutura envolve somente duas entidades legais, o que muda a natureza dos riscos envolvidos e simplifica a documentação trocada.

Figura 7 - Back-to-back



6.3 Straight currency swaps

Este tipo de permuta surgiu posteriormente aos dois anteriores (**parallel loan** e **back-to-back**). Embora esta transação satisfça vários propósitos das anteriormente descritas e tenha muitas características em comum, sua mecânica, contabilidade e implicações fiscais diferem consideravelmente.

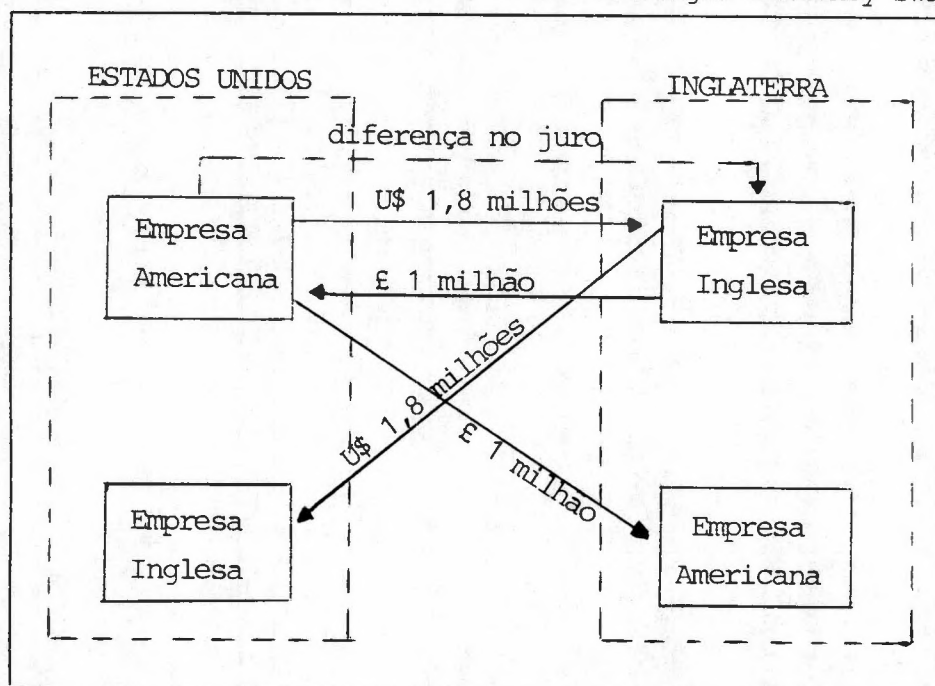
Numa permuta direta de moeda (**straight currency swap**), as empresas não emprestam moedas uma para outra, mas as vendem uma a outra e concomitantemente celebram acordo para recompra de igual montante a mesma taxa de conversão numa determinada data futura. O montante a ser permutado é estabelecido numa moeda e a razão de conversão (**spot**), também, no instante do fechamento do negócio e são usados para determinar o montante na outra moeda.

Ilustrando, uma empresa norte-americana (US) com facilidade de obtenção de **U\$ dollars**, tem uma subsidiária no Reino Unido (UK), necessitando de libras para suas operações. Simultaneamente, uma outra empresa do Reino Unido com suprimento de libras, precisa de financiamento em U\$ dollar para operações de sua subsidiária nos Estados Unidos. Para satisfazer as respectivas necessidades de financiamento das duas empresas, a transação poderá ser estruturada como ilustrada na figura 8.

Assumindo uma razão de conversão no momento do fechamento do câmbio de U\$ 1,80/libra, a subsidiária inglesa da empresa americana recebe £ 1 milhão para fazer frente às suas necessidades de financiamento, enquanto a subsidiária nos Estados Unidos da empresa inglesa recebe U\$ 1,8 milhões. O pagamento dos juros toma a forma de um quinhão anual que é negociado mas seu

valor aproxima-se da diferença entre as taxas de juros existente entre as duas moedas, ou melhor nos dois países. Neste caso a diferença é paga à empresa inglesa pela empresa americana, porque a taxa de juros na Inglaterra encontra-se em nível mais elevado que nos Estados Unidos. Os re-pagamentos no vencimento do acordo, são feitos simultaneamente e a mesma taxa de câmbio "spot" de quando o negócio foi acertado. Em outras palavras, as direções dos pagamentos mostrados na figura 8 são meramente revertidos

Figura 8 - Permuta direta de moeda (straight currency swap)



As providências para um acordo de permuta de moedas (**currency swap**) são em muitos pontos similares as de uma permuta de empréstimos paralelos (**parallel loan**). As taxas de juros são negociáveis, mas geralmente são representadas pela diferença das taxas de juro prevalentes em cada centro monetário. Estas taxas podem ser fixadas ou flutuantes de acordo com o critério estabelecido nas cláusulas de reciprocidade. Periodicamente

a entidade no país de menor taxa de juro, faz pagamento a outra do país onde a taxa de juros é maior. A vigência tem a mesma duração que os casos dos empréstimos "**parallel**" e "**back-to-back**", geralmente variando de cinco a dez anos, entretanto já foram feitas transações com prazos de 12 a 18 anos. Os pagamentos dos principais, ou repagamentos, ao término da vigência são feitos simultaneamente enquanto que as provisões para pagamentos antecipados são negociáveis. As provisões de garantia são facilmente satisfeitas no caso de permuta (**swap**), devido ao facto do acordo ser entre dois participantes, que são os diretos recebedores e provedores dos fundos. O direito de compensação é implícito, se um participante falha na sua obrigação de pagamentos não há obrigação do outro participante de continuar a fazê-lo, isto é parte do acordo. O risco da variação cambial pode ser contornado da mesma maneira como foi no caso do "**parallel**" e do "**back-to-back**".

6.4 Long-term forward exchange agreements

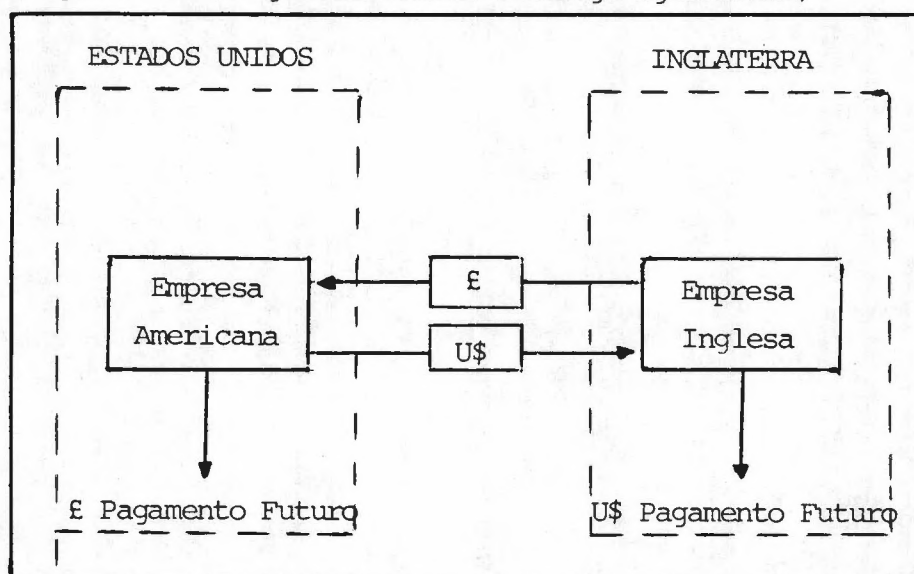
Estes acordos são para transações futuras sem haver conversão cambial à cotação do dia (**spot**) na data do fechamento do negócio. São usados fundamentalmente para proteção (**hedging**) de exposição a riscos que possam ocorrer, como empréstimos tomados a longo prazo ou contas a receber.

Os acordos para cambio **forward** de longo prazo normalmente chamam por uma simples e específica conversão numa data futura ou uma série de conversões desdobradas igualmente num número de anos. Contratos **forward** de longo prazo com duração de até cinco anos são rapidamente disponíveis em várias das principais moedas: Marco (alemão); Libra (inglesa); Yen; Franco (suíço);

dollar (canadense, australiano). Transações em outras moedas, ou transações com prazo de resgate mais longos na maioria das moedas mais importantes precisam ser negociados.

Para ilustrar o caso, uma empresa norte-americana com dependência em libras inglesas (sterling) decide que sua exposição nessa moeda é inaceitável e resolve comprar libras para o futuro (no mercado **forward**). Ao mesmo tempo uma empresa de aviação baseada no Reino Unido (UK), planeja comprar aeronaves nos Estados Unidos (USA) e deseja garantir o preço do investimento em libras. Para satisfazer as respctivas necessidades das duas empresas de resguardar-se, uma transação **forward** de longo prazo poderá ser estruturada como apresentado na figura 9. A empresa norte-americana vende "**dollars**" à empresa do Reino Unido em troca das obrigações em **libra** (**sterling**). A empresa do Reino Unido, de outro lado, usará os "dollars" adquiridos para financiar seus investimentos nessa moeda. Em resumo, o risco da variabilidade de conversão no futuro, para as duas empresas foi eliminado ao custo de um prêmio/desconto que ocorreria se a troca fosse feita no futuro, no mercado "**spot**" dessa ocasião.

Figura 9 - (Long-term foward exchange agreements)



Os preços nos contratos **forward**, isto é, os prêmios/descontos são negociáveis mas geralmente refletem as taxas predominante nos mercados dessas moedas para o mesmo prazo. Quanto mais longo o prazo para o negócio, geralmente, maior será o apelo para suplementos compensatórios na maior probabilidade de variação na conversão das moedas, o que reflete a raridade no mercado de conversões a longuíssimo prazo. Em termos creditícios e de riscos, na conversão de moedas estrangeiras, as obrigações a cumprir estão implícitas na transação, porém seus termos e condições são habitualmente negociadas entre as duas partes.

6.5 Razões e Considerações

Sempre muitas indagações se fazem a respeito de qualquer assunto, antes desconhecido e agora em crescente evidência. Com essa finalidade procura-se esclarecer algumas colocações discutindo-as através dos itens seguintes:

6.5.1 Porque as empresas entram em transações de swap

Transações de permuta de moedas, incluindo câmbio de empréstimos, são atraentes às empresas por uma série de razões. Adicionando-se aos benefícios advindos na redução de custo e de riscos nas conversões cambiais, elas podem ajudar a contornar outros problemas como a falta de disponibilidade de crédito nos mercados locais; elevados custos dos juros; controle e restrições para conversão cambial além de considerações particulares, fiscais e contábeis, em países envolvidos. O interesse pelos empréstimos "**back-to-back**", "**parallel**" e "**straight currency swaps**", é devido principalmente pelos seguintes fatores:

- **Indisponibilidade de empréstimos em capital estrangeiro e financiamento.** Fontes convencionais de capital podem não estar disponíveis para o prazo requerido ou disponíveis somente a custos proibitivamente elevados. Adequadamente, empresas com semelhantes posições de liquidez em moedas diferentes podem ser capazes de satisfazerem reciprocamente suas necessidades de financiamento, emprestando entre si através de duas permutas paralelas ou "**back-to-back**" ou vendendo cada qual para a outra sob um acordo de permuta de moedas (**currency swap**).

- **Câmbio bloqueado.** Para empresas com excesso de liquidez em fundos bloqueados em moeda estrangeira, uma transação de

permuta proporciona a utilização de um caixa de outro lado im produtivo. Por exemplo, uma subsidiária francesa de uma empre sa norte-americana pode ter liquidez em francos franceses que, em razão do controle cambial, só poderia fazê-los sair da França a custos proibitivos. Ao mesmo tempo, outra empresa france sa, necessita francos e possui excesso de liquidez em "dollars". Empréstimos paralelos (**parallel loan**) ou permuta direta de divisas (**straight currency swap**) podem ser arquitetados, por meio do qual a subsidiária francesa da empresa americana empresta ou vende francos franceses à empresa francesa que proporciona à em presa americana seu excesso de "dollars".

- **Custo dos juros.** Em muitas circunstâncias pode ser van tajoso estruturar um acordo para permuta de moedas diferentes em vez de tomar emprestado localmente. Por exemplo, uma empre sa inglesa com subsidiária nos Estados Unidos, pode descobrir que seu custo efetivo em financiar sua subsidiária através de uma permuta é menor que investir sua liquidez em libras (sterling) no Reino Unido e tomar emprestado "dollars" nos Estados Unidos.

- **Regulamentações para controle cambial.** Em muitas juris dições, a livre compra de moeda estrangeira pode ser restringi da ou desencorajada através de mecanismos incentivadores de in vestimentos locais, tornando investimentos no exterior difíceis ou proibitivamente dispendiosos. Adequadamente, uma transação de permuta, feita através de empréstimo paralelo ou "**back-to-back**" ou, câmbio direto pode ser atraente, dependendo da nature za dos controles e regulamentações locais.

Um acordo de longo prazo para câmbio futuro, não tendo configuração de empréstimo, capacita as empresas envolvidas em mercados estrangeiros a diminuir ou eliminar o risco de conver

são, originário das transações financeiras efetuadas com valores determinados em moeda estrangeira. Participantes com potencial para entabular uma transação de longo prazo para futuro câmbio estarão igualmente interessados nas situações seguintes:

- **Comprometimentos e fluxo de caixa deficitário.** Diante de acordos de longo prazo, empresas frequentemente comprometem-se com desembolsos ou recebimentos em moedas estrangeiras. Mais comumente entre esses comprometimentos de longo prazo estão contratos de construção, pagamentos de "**lease**", licenciamento e "**royalty**". Estas transações frequentemente estendem-se por períodos de 5 a 15 anos e geram substancial risco de conversão de divisa, embora, isso não seja necessariamente refletido nos demonstrativos financeiros das empresas. Empresas desejando eliminar esta situação de comprometimento econômico incerto ou de fluxo de caixa exposto, podem considerar a alternativa de um acordo de longo prazo para conversão **forward**.

- **Aumento do capital disponível internacional.** Como o mercado de capitais mundial não está totalmente equilibrado no setor de conversão cambial **forward** como está o mercado financieiro (**money market**), é frequentemente possível tomar um empréstimo em moeda estrangeira no mercado de capitais, atrelado a um acordo de longo prazo para compra **forward** e conversão em moeda estrangeira e, isso a custo inferior a de um empréstimo tomado no mercado de capitais doméstico. A vantagem de custo pode ser significativa. Justamente por isso, empresas que no passado incorreram na incerteza da variabilidade da razão de conversão de moeda estrangeira e que desejarem limitar esse risco podem recorrer a um acordo de longo prazo para conversão **forward**.

- **Necessidade de transparência (Disclosure).** Diante dos requisitos contábeis em vários países, ganhos ou perdas decorrentes de transações de conversão cambial em moeda estrangeira, devem ser incluídas como resultado operacional, podendo haver potencial e significativo impacto nos demonstrativos financeiros da empresa. Similarmente, sob muitas normas contábeis, ganhos e perdas decorrentes da tradução de valores de exposição cambial devem ser mencionados nos demonstrativos financeiros, nas contas a receber ou em lucros retidos. Empresas desejando diminuir ou eliminar o impacto das conversões poderão fazê-lo entrando em um acordo futuro de longo prazo.

6.5.2 Considerações Práticas

Conforme se depreende, o emprego das técnicas retro mencionadas é claramente atrativo à entidades com necessidades que não podem ser facilmente acomodadas no mercado convencional, contudo é necessário examinar quatro aspectos adicionais das transações de permuta de moeda (**currency swap**) que são de significativa importância para localizar tais operações: tratamento contábil, tributação internacional, legislação e regulamentos de câmbio exterior. Todos precisam ser considerados antes que qualquer ação de financiamento ou resguardo (**Hedging**) seja tomada, dado que cada parâmetro afeta a natureza, custo e praticidade de cada tipo de transação e sua atratividade relativa.

6.5.2.1 Tratamento Contábil

De particular importância é o fato que o padrão contábil varia de país a país, e consequentemente diferentes procedimentos serão aplicados dependentes do domicílio das entidades envolvidas. Ao mesmo tempo, todavia, em razão das inovações relativas às técnicas discutidas, existe uma carência de padronização nos procedimentos contábeis em muitos países e consequentemente, há considerável quantidade de desvios para relatar tais transações. Não obstante, algumas generalizações conceituais podem ser feitas com respeito a cada uma das transações, revisando-as na falta de procedimentos contábeis padronizados. Entretanto, é geralmente aceito que, empréstimo paralelo (**parallel loan**), como consiste de duas obrigações legais separadas, testemunhadas por duas notas promissórias distintas, não é eliminado diante das compensações a receber na confirmação das subsidiárias estrangeiras. Consequentemente, a alavancagem das empresas tomadoras de empréstimos é aumentada, o que em contrapartida, pode ter significativo impacto no índice de crédito da empresa. A permuta direta de moeda (**straight currency swap**), por outro lado, é geralmente tratado um pouco diferentemente embora alcançando igual objetivo. Já que ele consiste de um simples acordo entre duas partes, o tratamento contábil providencia sua eliminação, o pagável diante do recebível. Por meio disso não é afetado o índice de endividamento das empresas envolvidas.

Uma recente evolução refere-se a introdução da FAS-52 em 1981 nos Estados Unidos. Sob a FAS-52 as permutas de divisas devem ser tratadas como transações de conversão cambial e avaliadas ou enquadradas em um dos quatro métodos contábeis aceitáveis, dependendo do intento dos administradores da empresa.

Ganhos e perdas, computados cada qual em bases homogêneas, portanto com cotações "**spot-to-spot**" ou "**foward-to-foward**", podendo, em consequência disso, ser incluídos nos recebimentos correntes ou, agregados diretamente aos lucros retidos ou deferidos ou, combinados dentro das condições acima, dependendo dos propósitos da transação com divisas estrangeiras.

O impacto de comprometimento das transações de permuta de moedas é outro item de resultado controvertido, em particular com respeito aos empréstimos paralelos e permuta direta de divisas. O motivo para isso é que o impacto da posição de comprometimento dessas transações depende em última instância da destinação do empréstimo e da taxa usada para converter o capital adquirido. Em outras palavras, se o montante conseguido for colocado na forma de ativo, ou usado para reduzir endividamento, será convertido numa razão diferente da qual seria convertido o empréstimo tomado. Então claramente o comprometimento líquido será alterado. Se, todavia, o montante é destinado a item cuja conversão ocorre à mesma razão que a razão da conversão do empréstimo de "**swap**", a posição de comprometimento, ou exposição, permanece inalterada. Segue-se que o impacto na posição de comprometimento provocado por empréstimo paralelo (**parallel loan**) ou permuta direta de divisa (**straight currency swap**) dependerá não somente do destino dado ao "**swap**", mas também, do critério usado no país, para proceder a conversão cambial.

6.5.2.2 Tributação Internacional

Ao comprometer-se com uma transação de permuta de divisas (**currency swap**) a empresa precisa cuidadosamente avaliar uma série de fatores relacionados à tributação. Esses fatores, de

transação, são de natureza enormemente complexa e habitualmente diferem de país a país e de empresa a empresa. Consequentemente, enquanto é virtualmente impossível dispor de conceitos estabelecidos de validade geral, será mais proveitoso esboçar um sumário com os principais fatores envolvidos.

Os fatores, em seguida tratados, precisam ser examinados na tentativa de determinação de qual transação apresenta maior vantagem diante da perspectiva de tributação:

- caracterização das perdas ou ganhos, isto é, ordinárias (curto prazo) ou de capital.
- período de detenção, se de curto ou longo prazo.
- tempo de duração para identificação do ganho ou perda,
- e
- fonte do ganho ou perda, se doméstica ou externa.

Dependendo da classificação da transação, a vantagem do prejuízo, por exemplo, pode ser classificada como capital (longo prazo) ou em oposição aos de curto prazo (circulante), ligando a isso, poderá haver menor taxação à empresa.

Referindo-se especificamente aos contratos de conversão **forward** (**forward foreign exchange**), as consequências da taxação geralmente dependem de onde, de que maneira o contrato é estabelecido. Essas considerações determinarão o tipo de conversão cambial, as perdas ou ganhos e seu impacto fiscal. Por exemplo, um contrato para venda **forward** pode ser mantido até seu vencimento e representar regaste de moeda estrangeira. Alternativamente, ele pode ser compensado pela compra de contrato futuro ou ser vendido antes do vencimento. Esta decisão, pode ser tomada,

optando-se por um dos locais: sede da matriz, o país onde está a subsidiária com comprometimento, ou em um terceiro país. Isso é importante para decidir qual entidade jurídica entrará no contrato **forward**: matriz, subsidiária ou organização associada para resguardo (**Hedging**), dado que o tratamento fiscal de qualquer conversão cambial, perdas e ganhos, pode ser diferente dependendo do cenário.

Enquanto as mesmas considerações sobre taxação aplicáveis aos contratos futuros (**forward contracts**) são igualmente aplicáveis aos "parallel loans", "back-to-back" e "straight currency swap", as diferentes estruturas das transações introduzem considerações adicionais. Geralmente, existem regras especiais para determinados recebimentos e despesas com juros. Por exemplo, enquanto num número de jurisdições, numa transação de empréstimos paralelos, cada tomador tem uma não ambígua dedução fiscal pelas despesas com juro e cada prestador tem taxado os juros que recebe. Numa permuta cambial (**currency swap**), todavia, a remuneração anual representada pela diferença de taxas de juros existente entre as duas moedas pode ser ou não dedutível.

Um problema adicional sobre taxação é peculiar à permuta cambial direta (**straight currency swap**). Ele pode ser analisado se a transação for desmembrada nas partes que a compõem, a conversão das duas moedas no mercado "spot" e o acordo "forward" para recambio em data futura. A primeira impressão que se apresenta é se a transação, atualmente, trata-se de uma compra de divisa, ou seria mais precisamente caracterizada como tomada de empréstimo de divisa. No caso padrão a permuta de moeda pode ser considerada como uma compra no "spot" com simultâneo acordo

para aquisição de câmbio no "forward", então, pode-se considerar as regras geralmente aplicáveis aos contratos futuros (forward). Semelhantemente, se a aquisição de câmbio em moeda estrangeira é considerada como empréstimo tomado, então as regras para taxa_{ção} aplicáveis a empréstimos paralelos (parallel loans) se tor_{nam} relevantes.

Devido a ampla variação nas práticas fiscais de país a país e de empresa a empresa, como também devido às constantes alterações, do código fiscal, cada transação precisará ser estudada para formação de opinião com assessoria de profissional especialista.

7 CONCLUSÃO

As transações "**swaps**" têm proporcionado às instituições um ferramental para administrar seus ativos e passivos, de forma que não seria concebível há apenas uma década atrás. Isso acarretou uma mudança fundamental na maneira de ver e nas decisões para aquisição e aplicação de fundos.

Em síntese, parece não haver fim para o fenomenal crescimento do "**swap market**" nos Estados Unidos, Europa e outros países do "primeiro mundo". Uma superior criatividade dos participantes do mercado aliada a bem engendradas regras e o crescimento do mercado secundário são fatores proporcionantes de novos pesos a esse mercado.

A despeito de predições de que a indústria do "**swap**" pode levantar vôo, estabilizar-se e depois declinar seguindo a rotina dos negócios - mas isso parece ainda, estar longe de acontecer - mentes criativas continuam a desenvolver novas aplicações para "**swaps**". Provavelmente cada nova aplicação ultrapassará a faixa do desenvolvimento existente no tocante à legislação fiscal e regulamentos de estruturação dos procedimentos, os quais estão hoje começando a se adaptar ao clássico "**swap**".

Para o criativo profissional especialista (**swapper**), o mais importante são as novas técnicas emergentes e as aplicações do produto "**swap**". Com um crescente número de transações no mercado de capitais, feitas via "**swap**", o produto "**swap**" continua a entusiasmar a todos os participantes do mercado pela sua versatilidade.

Hoje é possível não só arranjar "**swaps**" com início retardado por meses ou anos no futuro, mas também transações dirigidas a "**swaps**" que viabilizam qualquer esquema de pagamento.

Não obstante, como grande parte dos participantes do mercado estão influenciados só pelas atraentes formas da "**swap**", volume e vantagens, que são, e podem em geral, obter-se dessas transações, é importante monitorar de perto desdobramentos que possam ocorrer. Com o crescente volume dessas transações, considerações a respeito, da obtenção de crédito, alterações na legislação e na contabilidade, desenvolvimento tecnológico, como também casos de falha no pagamento e falência, tornam-se importantes.

Esta técnica em períodos de crescente liberalização e de convulsão do mercado de capitais, nos países em que é aplicada, têm proporcionado significativos melhoramentos nos processos de intermediação financeira, pela criação de ligações entre os vários mercados existentes e, desse modo, integrando também globalmente os mercados domésticos. Resta saber, se aplicada no Brasil, criadas as condições para isso, os resultados seriam benéficos para toda a nação vista como um sistema fechado ou não.

Enquanto as instituições tiverem necessidade de administrar riscos, resguardando-se da variabilidade de taxas de juros e conversões cambiais (**hedge**) e, enquanto o mercado de capitais continuar imperfeito, o mercado de "**swaps**" provavelmente continuará a evoluir e a crescer.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BECKSTRON, Rod. **The development of the swap market.** Euromoney Publications Limited. 1986
- GRAY, Robert W. et alii. **Interest rate swaps.** Euromoney Publications Limited. 1986
- ANTL, Boris. **Currency swaps: parallel loans, straight currency swaps and forward foreign exchange contracts.** Euromoney Publications Limited. 1986
- PRICE, John A.M. **Currency swaps: exchange of borrowings.** Euromoney Publications Limited. 1986
- SHAPIRO, Alan C. **Multinational financial management.** Boston, Allyn and Bacon. 1982
- EITEMAN, David K. et alii. **Multinational business finance.** 3 ed. Reading MA: Addison Wesley. 1982
- WALMSLEY, Julian. **The new financial instruments : An investor's guide.** New York, Jonh Wiley & Sons. 1988