

# A conversão da dívida

ARNOLDO WALD

Advogado no Rio de Janeiro, Professor  
Catedrático de Direito Civil da UERJ

## 1 — O primeiro leilão da conversão da dívida

A institucionalização das técnicas de conversão, abrangendo os débitos vencidos e vincendos, que temos em relação ao sistema financeiro privado estrangeiro, deflui da Resolução n.º 1.460 do Conselho Monetário Nacional e das Circulares de n.ºs 1.302 e 1.303, de 18 do corrente, complementadas pelo convênio que acabam de assinar o Banco Central, as Bolsas de Valores e a Comissão de Valores Mobiliários e teve, no leilão do dia 29-3-88, a sua primeira manifestação concreta.

A conversão da dívida se materializa num momento histórico no qual o País acaba de superar uma crise política, consagrando as tradições presidencialistas e assegurando, ao Chefe de Estado, um mandato coerente e compatível com a relevância das funções que exerce e as necessidades de estabilidade e continuidade que caracterizam a sociedade moderna.

Por outro lado, o trabalho construtivo e paciente do Excelentíssimo Senhor Ministro da Fazenda, Mailson da Nóbrega, realizado de acordo com a orientação fixada pelo Excelentíssimo Senhor Presidente da República, permitiu o reingresso do nosso País na comunidade financeira internacional, ensejando uma solução equitativa para o pagamento da nossa dívida externa em vinte anos, com oito de carência, na operação mais vantajosa, para o país devedor, realizada até agora.

A conversão da dívida constitui um instrumento importante para a redução dos nossos débitos, podendo alcançar, no tempo, 65 bilhões de dólares, que são suscetíveis de transformação em participações acionárias, sendo cerca de vinte e cinco bilhões de dívida vencida e, aproximadamente, quarenta bilhões de débitos vincendos, abrangendo 10 da iniciativa privada e 30 do setor público. A conversão será realizada de acordo com normas claras e inequívocas, sem qualquer ambigüidade, e com total transparência e respeito ao princípio da igualdade de oportunidades para todos os interessados.

No tocante à dívida vencida, a conversão se concretizará pelos leilões públicos, realizados mensalmente nas Bolsas de Valores, devendo alcançar, cada um, o valor líquido de, aproximadamente, 150 milhões de dólares, divididos da seguinte forma: 75 milhões para as áreas não incentivadas e 75 para as áreas incentivadas. A dívida do nosso País se reduzirá em virtude dos deságios, que serão definidos nos leilões, sem prejuízo da eventual fixação prévia de um deságio mínimo.

A conversão da dívida vincenda não estará sujeita aos leilões e decorrerá de acordo entre o credor e a empresa brasileira beneficiária do investimento, mediante autorização do Banco Central e redução do valor do registro do capital estrangeiro, de modo a aliviar os encargos da nossa dívida externa.

Em ambos os casos, de dívida vencida e vincenda, haverá, pois, uma relevante diminuição do débito do nosso País em relação aos seus credores. Estes, por sua vez, transformarão um crédito a longo prazo numa participação imediata, passando de financiadores a sócios, recebendo dividendos em vez de juros e aceitando os riscos empresariais dos empreendimentos nos quais vão investir.

Assim, além de reduzir a dívida externa, a conversão permite que a remuneração do capital estrangeiro seja condicionada pelo sucesso das sociedades brasileiras, cujas ações adquiriu, diretamente ou por intermédio dos fundos de conversão.

Trata-se de verdadeira revolução econômica, que ampliará extraordinariamente as dimensões do nosso mercado de capitais e da própria economia brasileira.

Já se disse que a sociedade anônima foi, no plano institucional, uma invenção tão importante, para a humanidade, quanto a máquina a vapor ou a própria eletricidade, pois a sociedade anônima permitiu reunir os capitais necessários para os grandes empreendimentos do nosso tempo. Podemos afirmar que a conversão, ao mobilizar os recursos externos no interesse dos países em desenvolvimento, sem desnacionalização dos empreendimentos existentes, é uma técnica tão relevante para a nossa economia quanto a informática, pois ambas se tornam multiplicadores de atividades, dando ao processo econômico novas dimensões na sua rapidez e eficiência, e repetindo, em certo sentido, o milagre divino da multiplicação dos pães.

Efetivamente, ao transformarmos uma dívida em capital, ou seja, um passivo em ativo, reconhecemos ter passado da idade do endividamento para a era da participação acionária. Neste mesmo sentido, PETER DRUCKER, ainda recentemente, teve o ensejo de salientar que o comércio internacional de mercadoria está sendo parcialmente substituído pelos investimentos no exterior, com a exportação de serviços e tecnologia.

Não tenho dúvida em afirmar que a conversão bem orientada e devidamente capitalizada pode significar uma nova abertura dos portos, sem

desnacionalização, que se realiza 180 anos após a primeira e cujo ponto de partida foi o leilão do dia 29, na Bolsa de Valores da Praça Quinze, no Rio de Janeiro.

Em entrevista dada à imprensa, em 17-6-87, o Excelentíssimo Senhor Presidente da República, José Sarney, teve o ensejo de afirmar que era importante utilizar a conversão para, protegendo a indústria nacional, possibilitar a maior abertura da nossa economia, criar empresas e empregos, e inclusive *joint ventures* entre companhias nacionais e estrangeiras, tudo num clima de desregulamentação, ou seja, de liberdade com responsabilidade.

A orientação do Excelentíssimo Senhor Presidente da República está sendo transformada em realidade concreta, podendo ensejar, no corrente ano, conversões estimadas em vários bilhões de dólares, iniciando-se um programa que, em alguns anos, poderá reduzir, substancialmente, a nossa dívida.

Está, pois, ocorrendo, uma nova decolagem ou *take off* da economia brasileira, substituindo-se o círculo vicioso do *deficit* que gera a inflação, a incerteza, a falta de criação de riquezas e o desemprego, pelo círculo oposto, o da virtude, no qual os investimentos da conversão poderão garantir a criação de novas atividades, aumentando o mercado de trabalho e melhorando a qualidade de vida de todos os brasileiros, no plano econômico e social.

Penso que a conversão não significa apenas um meio de reduzir a dívida — o que já é importante —, mas deve ser um instrumento de fortalecimento e democratização da empresa privada, de robustecimento das nossas exportações e de ampliação do mercado de capitais. Novas técnicas jurídicas e econômicas poderão ser utilizadas para que, juntos, o Poder Público e a iniciativa privada possam capitalizar a conversão em favor do mercado acionário, cujas dimensões podem facilmente ser triplicadas em poucos anos, como aconteceu em vários outros países.

No momento em que o Excelentíssimo Senhor Ministro da Fazenda defende, constante e veementemente, uma redução do papel do Estado na economia do País e uma menor regulamentação, a conversão da dívida pode, outrossim, ser o grande catalizador da privatização que merece o apoio de todos, mas deve ser transformada em realidade para diminuir o nosso *deficit* e tornar a economia mais competitiva, criando um novo desafio para a sociedade brasileira. Respeitados os interesses estratégicos e de segurança nacional, a privatização abrangendo tanto a gestão como a composição acionária das sociedades mistas e a aplicação efetiva às mesmas da legislação societária, pode revolucionar a economia nacional, dando-lhes as dimensões que merecem no mundo contemporâneo.

Finalmente, a conversão permitirá a presença mais constante e rentável dos fundos e das ações brasileiras no exterior, drenando novos recursos para o desenvolvimento do Brasil, em virtude da internacionalização crescente dos mercados de capitais.

Sem ser uma panacéia, a conversão, utilizada adequadamente, representa, pois, um instrumento importante para o progresso econômico e social do País.

Dizia o poeta alemão GOETHE que pensar é fácil, agir é difícil, mas o mais difícil é agir de acordo com o nosso pensamento. No caso da conversão, diante de um pensamento e um discurso já antigos, houve um esforço efetivo do Governo e, em particular, do Banco Central do Brasil, cujo novo Presidente, Dr. Elmo Camões, dedicou-se, com a sua equipe, de corpo e alma, para manter o cronograma inicialmente fixado para o programa de conversão. Aqui, hoje, a CVM e as Bolsas de Valores estão, por sua vez, cumprindo a sua missão de divulgar as normas e esclarecer todos os interessados, como o fizeram nos últimos dias, pelo Brasil afora, em várias capitais dos Estados e como ainda o farão amanhã e segunda-feira nos leilões simulados.

A mensagem da CVM é, pois, uma mensagem de confiança e de esperança, que estou transmitindo ao mercado e a todos os brasileiros, esperando que os acontecimentos políticos e econômicos desta semana, representem um novo marco construtivo na história do nosso País.

## II — A Conversão no Presente e no Futuro

Há cerca de meio-século que a literatura fazia do Brasil o país do futuro, ao qual aludia o escritor austríaco STEFAN ZWEIG <sup>(1)</sup>, e há mais de vinte anos que os bancos credores aceitavam o dogma da infalibilidade do débito soberano. Ambas as afirmações se tornaram obsoletas. O Brasil já é, hoje, a oitava economia do mundo ocidental e, a partir de maio de 1987, os bancos reconheceram, ostensivamente, que a dívida dos países em desenvolvimento deveria ser objeto de transação e renegociação. Ocorreu, então, com a criação das provisões para devedores soberanos duvidosos, o que a imprensa norte-americana chamou, na época, (a) *anagnorisis*, usando a palavra que significa, no drama grego, o encontro do homem com o seu destino <sup>(2)</sup>.

Na renegociação da dívida externa dos países em desenvolvimento, não é mais hora para examinar as eventuais culpas e responsabilidade, de ambos os lados, ou os acontecimentos internacionais que ensejaram a inviabilidade do pagamento na forma inicialmente convencionada. O momento internacional exige soluções rápidas, racionais e construtivas, mobilizando as técnicas econômicas e jurídicas e o pensamento político, para a elaboração de um cardápio (menu) realista que atenda à possibilidade de pagamento dos devedores e ao mínimo de sacrifício dos credores.

De lado a lado as soluções radicais foram abandonadas, quer possam implicar na moratória, ou na exigência de um pagamento imediato e

(1) STEFAN ZWEIG, *Brasil, País do Futuro*.

(2) *Fortune*, June 22, 1987, p. 26.

completo, por serem fórmulas irrealistas, que não se coadunam com a necessária convivência comercial e política dos países que, cada vez mais, participam de um só mundo, que há longos anos já era almejado por WENDELL WILKIE (3).

Na formulação de uma política para o pagamento da dívida, os países em desenvolvimento e os credores encontraram uma técnica importante, que pode atender aos interesses em conflito e que consiste na conversão. Fórmula de transação e de mercado, na qual cada uma das partes perde um pouco, mas consegue salvar o principal, a conversão surgiu, inicialmente, na prática, sem ter estrutura legal própria, tendo sido transposta da vivência bancária privada para o campo internacional. Com o decorrer do tempo, ela foi sendo institucionalizada e considerada como uma das respostas adequadas ao desafio decorrente da relativa insolvência dos países devedores.

Na realidade, trata-se de um instrumento fecundo que não se limita a reduzir a dívida, mas transforma-se ainda num verdadeiro catalizador do desenvolvimento econômico dos países devedores, permitindo a ampliação e o fortalecimento do mercado de capitais local, podendo ensejar uma política de privatização e ainda, a médio prazo, a internacionalização dos mercados com a eventual presença nas Bolsas de New York, Londres e Tóquio das ações e dos fundos oriundos das nações em desenvolvimento.

Há, pois, no caso, uma dupla função da conversão dentro dos limites em que ela é aproveitada para assegurar o progresso econômico do contexto no qual vivem os países devedores, porque não só reduz a dívida, mas permite a criação, no futuro, de condições melhores ou mais adequadas seja para novas conversões, seja para o próprio pagamento da dívida. Acresce que um dos aspectos positivos dessa transformação é que ela se realiza de acordo com as leis do mercado, sem maior intervenção do Estado. E já se disse que é possível que o *pricing* dos títulos dos países devedores não se faça mais atendendo ao seu valor no mercado internacional, mas às possibilidades de um bom investimento que nele possam realizar os credores ou os cessionários dos seus direitos.

O Brasil de hoje é um país industrial e agrícola, com boa estrutura financeira e do mercado de capitais, que passou nos últimos anos, de uma política destinada à substituição das importações (*import substitution industrialization*) para uma industrialização orientada para a exportação (*export orientated industrialization*), sem descuidar do mercado interno.

Tornou-se evidente que o País não podia sobreviver numa economia autárquica e que era importante e oportuna uma maior abertura, com a utilização do capital estrangeiro, numa fase em que o *deficit* público não mais permite os grandes investimentos estatais, que foram feitos no passado. Em certo sentido, podemos até dizer que a evolução positiva da economia brasileira depende, em parte, e talvez preponderantemente,

(3) WENDELL WILKIE, *Um Mundo Só*.

do aporte dos investidores externos e de um contexto internacional favorável.

Os estudos governamentais brasileiros comprovam a necessidade de uma rápida modernização estrutural e tecnológica, em virtude da qual a economia brasileira possa alcançar uma fase de integração competitiva e de inserção construtiva no mercado mundial. Existem, hoje, no Brasil, não só a mão-de-obra e os recursos naturais necessários, mas ainda indústrias e empresas de médio e grande porte que podem crescer no momento que substituírem as suas dívidas por participações acionárias, que também lhes possam assegurar tecnologias mais aprimoradas e o acesso a novos mercados.

A existência de um *superavit* comercial e uma evolução razoável do consumo interno poderão ensejar, com o tempo, a criação de uma poupança nacional concebida como a diferença entre o PIB e o consumo, que se estima evoluir na ordem de 25% nos próximos anos.

Essa situação brasileira ocorre no momento em que, no mundo inteiro, reconhece-se que passamos da idade do endividamento para era da participação acionária. Por outro lado, os economistas, liderados por PETER DRUCKER, salientam que o comércio internacional de mercadorias está sendo parcialmente substituído pela transferência de serviços e pela produção de mercadorias no exterior, ou seja, pelo investimento externo (4).

O Brasil tem hoje uma estrutura do mercado de capitais que o Dr. Roberto Teixeira da Costa acaba de descrever e que abrange mil sociedades abertas e um movimento bursátil diário de cerca de US\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de dólares), sendo que o conjunto de empresas abertas equivalem, a preço de mercado, atualmente, a cerca de 25 bilhões de dólares, representando aproximadamente 30% da economia do País e das exportações brasileiras.

Considerando a proporção existente entre o valor das empresas negociadas em Bolsa no Brasil e o PIB e comparando-o com o de outros países, como o fez DAVID GILL (5), chegaremos à conclusão de que o mercado de ações brasileiro pode crescer rapidamente, em alguns anos, alcançando quatro ou cinco vezes o seu valor atual. É possível que tenhamos muito mais ações no mercado, mais investidores institucionais e particulares, utilizando *a grosso modo* as atuais estruturas das Bolsas e o sistema financeiro, que apresentam capacidade ociosa, o que também ocorre com a nossa indústria de bens de capital.

Há cerca de trinta anos, foi criado o mercado de capitais no Brasil, com a transformação das antigas empresas patriarcais em sociedades anô-

(4) PETER DRUCKER, *From world trade to world investment*, in *Wall Street Journal* de 26-5-1987.

(5) DAVID GILL, *Chairmant's introduction at Debt/Equity Swaps Seminar*, *Eurromoney Conferences*, June 30/July 1, 1987.

nimas, ainda, na maioria dos casos, sob controle de uma família ou de um grupo econômico. As novas dimensões da economia mundial exigem: uma nova revolução no setor, com a abertura do capital de numerosas empresas que estavam fechadas, com a vinda ao mercado das subsidiárias das multinacionais, com o acesso às Bolsas das empresas médias, criando-se, também, no plano interno, uma nova mentalidade de substituição da dívida bancária e financeira, em geral, por participações acionárias. Se a legislação do mercado de capitais de 1965 ensejou a abertura das sociedades no plano interno, a conversão de 1988 pretende dar-lhes *standard* e dimensões internacionais.

É uma mudança de mentalidade e de concepção de vida que tanto as empresas brasileiras como o Estado devem e estão prontos a aceitar para alcançar o nível da competição no plano mundial. Só assim chegaremos a realizar *joint ventures* binacionais ou internacionais, que, além de reduzir a dívida do nosso País, permitirão o acesso às novas tecnologias e aos grandes mercados mundiais.

Na área pública, a privatização será a fórmula inteligente e construtiva para dar maior eficiência e nova escala à economia brasileira. A privatização deve englobar tanto a gestão das sociedades de economia mista, que representam importantes valores no mercado de capitais, como a sua composição acionária. Poderemos assim ter, numa verdadeira graduação, empresas mistas totalmente privatizadas, empresas com a privatização da maioria das ações, mantendo o Estado um direito de veto em determinados assuntos, em virtude de possuir *golden shares* e empresas mistas com a maioria do capital pertencente ao Estado, mas com uma gestão privatizada e a mais estrita obediência à legislação sobre as sociedades anônimas. A privatização pode ensejar a conversão em ações de valores que poderão alcançar US\$ 30 bilhões — que é o valor da dívida pública vincenda — e será certamente um instrumento de combate eficiente ao *deficit* público e à inflação.

A privatização acaba de ser consagrada como decisão política do Governo brasileiro, pelo recente Decreto n.º 95.886, de 29-3-88 e pelo projeto de lei sobre a matéria que está sendo remetido ao Congresso Nacional.

Por outro lado, inclui-se na política de privatização a concessão de obras públicas a particulares prevista pelo Decreto n.º 94.002, de 4-2-87, e que pode ser ampliada para permitir a realização de grandes obras para fins de transporte, urbanização ou valorização de imensas regiões do interior do País. O recente exemplo do túnel a ser construído debaixo do Mar da Mancha poderá frutificar e se multiplicar no Brasil, como se vê no caso da Estrada de Ferro do Paraná e do programa da Ferroeste.

Finalmente, o Brasil está se integrando ao movimento de internacionalização do mercado de capitais. Na conversão, seja em virtude da utilização de recursos já vencidos, no montante de cerca de US\$ 25 bilhões que podem ser obtidos por intermédio do leilão, seja abrangendo a dívida privada

vincenda no valor aproximado de US\$ 10 bilhões, os investidores tanto podem fazer investimentos diretos em empresas, como entrar na Bolsa de Valores, por intermédio dos fundos de conversão. A Comissão de Valores Mobiliários — CVM já aprovou até agora cerca de 30 fundos de conversão mostrando o interesse que essa fórmula despertou para os credores e justificando, assim, uma previsão de ingressos de recursos para 1988, via conversão, de cerca de US\$ 4.000.000,00.

Simultaneamente com a utilização dos fundos de conversão, que movimentam recursos externos internados no País, foram constituídos fundos de *new money* para a Bolsa. Uma quinzena deles já estão captando dinheiro para a aquisição de ações brasileiras em *private placement* e o Fundo Brasil acaba de evidenciar a capacidade de captação em *public placement* de cerca de US\$ 150 milhões.

A conversão é, pois, um instrumento estratégico não só de pagamento da dívida, mas de transformação da economia do país que recebe os recursos, numa fase em que não dispõe de outros investimentos a longo prazo. Para o credor, qualquer tipo de conversão é uma forma de transformar um crédito a longo prazo numa realidade econômica da qual ele passa a ter a imediata e completa disponibilidade e que pode ser representada por uma certa quantia de cruzados, por uma participação acionária ou por um investimento realizado no país.

O Governo brasileiro quer dar à sua política de conversão uma total transparência, livrando-a de todos os aspectos burocráticos, razão pela qual o leilão realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 24-3-88, constituiu o marco inicial dessa nova abertura das portas que ocorre 180 anos após a primeira, decidida em 1808 pelo então rei de Portugal, D. João VI.

Sempre se entendeu que o desafio surge das crises e que a crise é benéfica dentro dos limites em que ela cria novas soluções e esperanças. Assim, dizem que, em chinês, a palavra crise é representada por dois sinais, o primeiro significando o desastre e o segundo a esperança. A crise da dívida externa está gerando uma nova esperança, que é a conversão, como meio de incentivar as relações internacionais e o progresso econômico e social dos países em desenvolvimento. É com ela que iniciaremos, efetivamente, o trabalho para substituir a crise do terceiro mundo por uma "partnership in international economic management".

Como entendeu, nas suas conclusões, a Comissão Trilateral no seu relatório sobre a dívida do terceiro mundo, a urgência de soluções decorre, no caso, pela existência de uma oportunidade única e histórica de transformar a economia de alguns países devedores — como o Brasil — integrando-os no caminho da co-prosperidade mediante a associação (co-prosperity through partnership) (6).

(6) Trilateral Commission. *Restoring-Growth in the debt of the third world*, by H. de Carmoy, december 1986, p. 110.