

Novas modalidades para reescalonar a dívida

PETER SVASTICH *

A crise da dívida latino-americana tem raízes na falta crônica de capital em todos os países da região. Nos últimos anos, essa situação foi exacerbada pela prolongada exportação de capitais realizada pelo continente, seja por causa do serviço da dívida, seja devido à fuga de recursos. A comunidade financeira internacional adotou então a fórmula do FMI para lidar com isso, aplicando controles, rígidos programas de austeridade econômica e reestruturações forçadas a partir de bancos privados, com relação a novas facilidades para obtenção de recursos. Isso contribuiu para diminuir os problemas, sem contudo solucioná-los. Partiu-se então para

acordos de renegociação pluriannual e para políticas menos restritivas, de acordo com as características de cada país.

Em consequência, estão surgindo novas oportunidades para investimentos diretos e capitalização nesses países. Muitas oportunidades envolvem seus respectivos mercados de capital, exigências de grandes empresas multinacionais, carteiras de empréstimos residuais de bancos comerciais, tudo isso em um ambiente de rápidas transformações, propício a soluções inovadoras, desde que remunerem adequadamente. A seguir, uma ampla listagem genérica de alguns dos problemas e das soluções mais representativas nesse campo.

1) Compra de dívida com deságio para conversão em títulos

Em alguns países, foram estabelecidas regras para controlar essa modalidade. Assim, empréstimos bancários que podem ser reempréstados encontram-se disponíveis no mercado, oferecendo bons descontos. A compra de um empréstimo por 82% do seu valor de face e sua conversão em título é um processo em duas etapas. Uma vez adquirido no mercado secundário, passa a pertencer a um novo credor. Posteriormente, o tomador (geralmente a subsidiária de uma multinacional) acerta com o credor um aumento de capital em montante correspondente ao do empréstimo. O valor de face do empréstimo é então computado como investimento em ações, saindo da categoria de empréstimo externo.

Alguns países estabeleceram cotas para esse tipo de conversão, como o Brasil em abril deste ano, além do Chile que permite que isso seja feito na base de US\$ 40 milhões por mês.

2) Entrega de ouro em mercados internacionais contra entrega de ouro em mercados locais

Empresas internacionais que desejam aumentar o capital de uma subsidiária no Brasil podem reforçar o valor de seu investimento em ações operando com troca de ouro ou com arbitragem. Ouro físico é entregue aos cofres do Federal Reserve, em Nova York, para crédito em conta do Banco Central do Brasil. Este credita em seus registros, por exemplo, US\$ 10 milhões a favor da referida subsidiária. Depois, o ouro físico é entregue no Brasil a partir do estoque local do BC e, por sua vez, a subsidiária o vende no mercado através da Bolsa de Mercadorias de São Paulo. O problema é que o ouro é cotado no Brasil tomando por base sua cotação em Nova York multiplicada pela cotação do dólar no paralelo, que geralmente situa-se entre 30% e 50% acima do oficial. Esse tipo de operação é taxado com o IOF de 1% e o ganho decorrente de sua venda sofre um imposto de 45%. Mesmo assim, trata-se de uma operação mais bem interessante do que a mera capitalização de praxe.

3) Recompra da dívida por multinacionais latino-americanas

Diversas empresas como a Petrobras, CVRD, YPF e Pemex têm sido capazes de recomprar dívidas diretamente no mercado secundário internacional, com descontos substanciais. Isto é feito recorrendo-se a dívidas em moeda forte, e a redução do endividamento para melhorar as demonstrações financeiras produz lucros contábeis equivalentes aos descontos obtidos. Esse mecanismo também é usado por alguns ricos in-

dustriais que ocultaram reservas no Exterior e funcionam efetivamente para repatriar convenientemente e vantajosamente alguns recursos fugitivos.

4) Desdolarização da dívida

Certos negócios realizados no Chile, sob os Artigos 18 e 19 da legislação, têm permitido, nos últimos 15 meses, converter dívidas em dólares para pesos locais. Todos os bancos acabam entrando na disputa pelo direito de fazer isso, numa espécie de loteria. Empréstimos feitos a bancos chilenos são recomprados com descontos pelos próprios bancos na base de repasses. O governo faz a troca de dólares por pesos a favor dos bancos e renegocia o empréstimo diretamente com o tomador, à taxa de mercado, sendo que o banco cobra a comissão pela operação. Se o tomador recomprar o empréstimo junto ao banco, reduz sua obrigação em relação a este último. O ganho continua sendo a diferença entre o valor de face e o valor com desconto.

5) Venda de dívida de empresas do tipo "shell holding"

Um banco estrangeiro estabelece uma empresa desse tipo em um paraíso fiscal, transferindo-lhe um empréstimo de US\$ 10 milhões que pode ser repassado adiante. Após ter efetuado as mudanças de praxe nos registros, a campanha localizada no Exterior requer autorização para converter o empréstimo em ações na subsidiária local de uma multinacional. Simultaneamente, a multinacional deposita fundos no banco a taxas inferiores, ao mercado, por um período hipotético de 30 meses. Um acordo é feito no sentido de que esses recursos possam ser eventualmente liquidados contra ações da empresa situada no Exterior, na base de opções de compra ou de venda. O banco terá assim vendido seu empréstimo ao par, a multinacional terá utilizado os fundos para capitalizar sua subsidiária e terá recebido juros sobre seu depósito numa proporção igual ao valor presente do desconto aplicável sobre o título. No fim de determinado período, a companhia no Exterior que detém as ações convertidas na subsidiária latino-americana é absorvida pela empresa multinacional.

6) Compra de ouro em mercados locais para remessa de uma subsidiária de multinacional como investimento externo

Diversas multinacionais entenderam que, baseadas em uma sólida contabilidade, podem usar suas subsidiárias, ricas em recursos locais mas geralmente impedidas de remeter fundos ao Exterior, para fazer investimentos externos. Essa é uma maneira óbvia de repatriar fundos a partir de países menos desenvolvidos. No Brasil, por exemplo, está ocorrendo uma verdadeira corrida

para exploração e refino de ouro. Uma empresa local pode receber aprovação do BC para entregar barras de ouro em padrões internacionalmente aceitos, mediante a entrega do equivalente em Nova York, a partir das reservas do BC. Isso não implica saída de divisas, ou diminuição do ouro pertencente ao BC. Um investimento estrangeiro é anotado a favor da empresa no Brasil, podendo então ser esperados futuros dividendos dessa operação.

A SITUAÇÃO EM CADA PAÍS

No Brasil, a lógica utilizada para não permitir que a dívida bancária seja convertida em ações baseia-se num argumento falacioso, relacionado com temores de reduzir o comprometimento dos bancos para participarem da concessão de dinheiro novo. No México, os esforços intensificados pelo governo para desarmar sua crise da dívida incluem algumas medidas ligadas a investimentos diretos em ações e a privatização de alguns setores da economia. Foi estabelecida uma escala de 12 classes de investimento, cujos descontos variam de 0% a 20% para efeitos de conversão: os mais elevados seriam aplicados às empresas que se pretendem privatizar prioritariamente. Ademais, as dívidas podem ser liquidadas pela taxa cambial livre.

No Chile, há um programa modelo, baseado no dogma pragmático segundo o qual a redução da dívida externa não traz um risco prejudicial ao país devedor. Se residentes compram a dívida externa com recursos do Exterior não revelados, são obrigados a aceitar títulos em pesos. Pequenos ajustes foram feitos para manter o câmbio negro de dólares relativamente estável, para controlar a moeda local em circulação e para fornecer um acesso justo a esse instrumento para outros que simbolicamente bancos, indústrias e empresas comerciais.

Os argentinos têm emitido títulos externos (Bonex) ao portador, em dólares, não tributáveis e livremente negociáveis, com vencimento de dez anos, sem spread acima da taxa básica, ou da Libor e da prime rate. Eles substituem remessas de dividendos e royalties em dinheiro, são cotados na Bolsa de Buenos Aires e possuem uma liquidez institucionalizada, com menores deságios do que outras modalidades. Também podem ser resgatados contra dólares norte-americanos, configurando um mecanismo impar no continente e um mercado cambial livre dentro de outro oficialmente limitado por rígidos controles.

Finalmente, existe a decantada tese de criar um seguro para a dívida dos menos desenvolvidos, embora seja uma idéia praticamente nati-morta. Até hoje, ninguém conseguiu definir satisfatoriamente o que seria este seguro.

O autor é presidente do Westhem Associates Inc., de Nova York, com empresa associada em São Paulo, Westhem Participações e Representações Ltda. Publicado Originalmente em The Banker.