

# Um processo de longo prazo

por Paulo Sotero  
de Washington  
Continuação da 1ª página

1,5 bilhão de seus ativos nos países endividados, um terço dos quais no Brasil. Para isso, remanejou seu banco de investimento e passou a atuar agressivamente no mercado da conversão, seja de seus próprios empréstimos, seja de empréstimos de terceiros, muito antes de o programa oficial brasileiro ter sido iniciado.

O Bankers Trust, que já

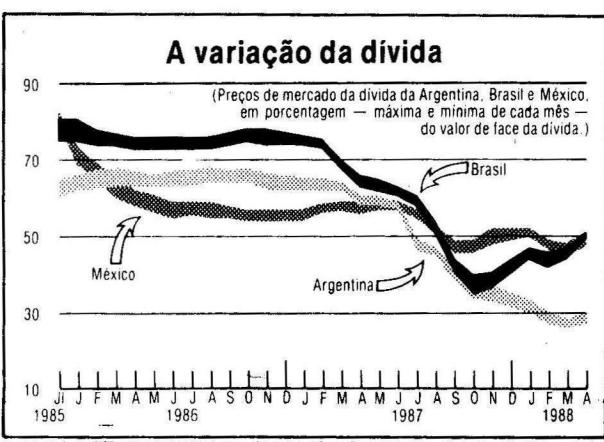
adquiriu o controle de uma empresa de seguro e 40% de um fundo de pensão no Chile, o Chase Manhattan e o Morgan Guaranty, todos de Nova York, são outros atores com importância crescente nesse mercado. O First Interstate, da Califórnia, está finalizando uma grande operação no Brasil — provavelmente maior do que o investimento de US\$ 50 milhões que seis bancos europeus e americanos fizeram recentemente, através da conversão, num plano de ex-

pansão da Brasmotor, fabricante de eletrodomésticos de grande porte que passou para o controle da Whirlpool americana, no ano passado.

O investimento na Brasmotor, o maior feito até agora com a aplicação da dívida, teve como intermediário a Salomon Brothers, uma das grandes firmas de investimento de Nova York, que compõe, com os grandes bancos, o grupo de uma dúzia a quinze empresas americanas envolvidas intensamente no mercado de conversões. A Shearson Lehman Brothers, uma subsidiária da American Express Company, outra empresa ativa nesse mercado, assumiu um perfil público mais visível em novembro passado, quando começou a divulgar uma cotação mensal da dívida de doze países no mercado secundário, além de um índice mensal calculado a partir das doze cotações, que já vinha compilando, para orientar seus movimentos, nos últimos três anos. A Merrill Lynch também publica sua cotação da dívida. Essas cotações abrangem não apenas as conversões, mas também, e principalmente, as trocas de dívida por dívida. As conversões têm sido feitas por descontos menores do que as listadas pelas duas empresas.

## SOMENTE US\$ 5 BILHÕES

A rivalidade entre os bancos comerciais, que são eles próprios detentores de uma boa parte dos ativos conversíveis, e os bancos de investimento, que na maior parte das vezes trabalham com dinheiro alheio, vem logo à tona quando se começa a buscar informações mais detalhadas sobre as operações.



Fonte: Shearson Lehman Brothers

"As firmas de Wall Street têm feito mais barulho do que negócios. Os grandes atores, nesse mercado, serão os grandes bancos, porque são eles que têm o dinheiro", disse o representante de um banco da Costa Oeste. "Os bancos com filiais nos países que têm programa de investimentos via conversão estão mais preparados para atuar nesse segmento. Mas nós temos um amplo espaço quando se trata de monitorar e financiar operações que envolvem uma variedade de credores", disse Stephen Dizard, líder do Grupo de Transações com Empréstimos da Salomon Brothers.

A Shearson Lehman acaba de completar uma operação desse tipo. Trata-se de um fundo mútuo capitalizado, via conversão, por dez bancos interessados em fazer investimentos nas Filipinas. Essa operação ilustra uma das características marcantes do mercado de conversão. Trata-se, ainda, de um campo experimental, aberto não apenas a grandes bancos e firmas de investimentos mas também a

uma variedade de pequenas empresas que têm surgido nos últimos meses para testar as águas.

A conversão é parte da solução do problema da dívida? E, mas sua contribuição, nesse particular, parece fadada a ser mais modesta do que inicialmente foi estimado pelos seus defensores. Computadas as operações realizadas no Chile e no México nos últimos dois anos e meio, que somaram cerca de US\$ 2,5 bilhões e US\$ 1,5 bilhão, respectivamente, a redução dos débitos externos dos doze principais países endividados, obtida até agora, não passou de US\$ 5 bilhões, ou seja, pouco mais de 1% do total de aproximadamente US\$ 400 bilhões.

"Um dos aspectos importantes da conversão é sua capacidade de servir de fator catalítico para uma retomada de investimentos nos países endividados", afirma Dizard, da Salomon Brothers. "Mas nós sabemos que a conversão é um processo lento e estamos nesse mercado para permanecer por um longo período."

# Conversão da dívida

## Uma corrida para ampliar os negócios

por Maria Christina Carvalho  
de São Paulo

O sinal verde dado neste ano à conversão da dívida externa brasileira em investimentos desencadeou uma verdadeira corrida. Afinal, segundo estimativas do próprio governo, os valores passíveis de conversão chegam a US\$ 67,4 bilhões.

Desse total, US\$ 25 bilhões são dívidas já depositadas no Banco Central (BC), cuja conversão deve necessariamente ser feita através dos leilões de deságio. Outros US\$ 42,4 bilhões (US\$ 32,3 bilhões do setor público e US\$ 10,1 bilhões do setor privado) são dívidas ainda não vencidas, que também podem ser convertidas, mas pelos mesmos deságios praticados nos leilões.

Uma das raias é ocupada pelos

credores, especialmente os bancos regionais, ansiosos por limpar de seus ativos os títulos não quitados ou de pagamento duvidoso desde a crise internacional da dívida externa, em 1982. Esses títulos têm sido avaliados até por metade de seu valor de face, o que obriga muitas instituições a fazer custosas provisões ou lançar parte dos ativos como créditos em liquidação. Os grandes bancos credores não parecem muito dispostos a entrar na conversão com os títulos que possuem em sua própria carteira, por causa do deságio.

Em outra raia estão as empresas brasileiras, desejosas de receber uma fatia desses recursos como investimento para dar andamento a planos de expansão há muito tempo adiados. A criatividade dos empresários está caminhando para projetos que trocam exportação por títulos da dívida ou a venda de bens de capital, como navios, de difícil colocação no mercado internacional, também por títulos.

Os bancos, corretoras e distribuidoras instalados no Brasil e uma série de escritórios de especialistas e advogados também estão na corrida, procurando contatar bancos credores que queiram vender seus ativos a investidores que pretendem participar da conversão; e localizar projetos no Brasil passíveis de despertar o interesse no exterior.

Essas instituições também montam cuidadosamente departamentos de análise de empresas e ações, armando-se para fornecer ao exigente investidor estrangeiro as precisas e preciosas informações necessárias a quem transformará a dívida em um investimento que só poderá ser repatriado em doze anos, um prazo insolitamente longo para os padrões brasileiros.

Uma categoria especial dentro dessa raia é o banco especializado em *asset trading*, a negociação de ativos no mercado secundário internacional de títulos da dívida externa, que movimenta cerca de US\$ 10 bilhões por ano. São esses bancos que fazem a ponte entre os credores desejosos de limpar seus ativos e os investidores que querem comprar com deságio os títulos e investir com lucro, representado pela diferença entre o deságio do título no exterior e o desconto praticado nos leilões.

Nessa corrida, os benefícios para a economia brasileira são indiscutíveis. "Em um momento em que a economia está parada", diz Luiz Fernando Azevedo Resende, diretor do Unibanco — Banco de Investimento do Brasil S.A., "é inegável a importância da injeção de recursos pronto em 1990."

Essas informações foram dadas a este jornal pelo presidente da Brasmotor, Hugo Miguel Etchenique. Segundo ele, a estimativa é que inicialmente a fábrica produza 900 mil unidades.

Etchenique contou que desde 1988 a Brasmotor vem tentando fazer uma captação no mercado de ações para levar adiante o projeto de construção da fábrica, que na ocasião atingia US\$ 40 milhões. "No final de 1986, contatamos instituições financeiras brasileiras para uma lancamento de ações no mesmo valor do projeto", lembra Etchenique, "mas as bolsas de valores recuaram logo no início de 1987 e tivemos de suspender a operação."

Ainda no final de 1986, segundo Etchenique, a Brasmotor foi contatada pela Salomon Brothers para tratar sobre conversão de dívida em investimentos. "A proposta inicial nos interessou e a partir dai negociamos durante vários meses", recorda o empresário.

Em outubro, cinco bancos estrangeiros credores do Brasil aceitaram converter parte de seus créditos da dívida brasileira em capital de risco, pelo valor de face, isto é, sem deságio mínimo, conforme a Carta-circular nº 1.125 do Banco Central, que regulamenta os pedidos para conversão feitos até o dia 20 de julho do ano passado.

Antes de dar início à construção da fábrica, a Brasmotor vai realizar um aumento de capital na Brastemp, na qual detém 60% do controle, sendo que um dos acionistas, o grupo americano Whirlpool, vai exercer seu direito de subscrição, que, segundo Etchenique, deverá ser em torno de US\$ 22 milhões. A Brastemp possui 80% do mercado de máquinas automáticas de lavar roupas, de acordo com Etchenique, sendo que nessa nova fábrica serão produzidas máquinas tanto para atender ao mercado interno quanto ao externo.

O Banco Exterior de Espanha, um dos quatro bancos estrangeiros que entraram na operação da Brastemp, converteu US\$ 10 milhões de seus créditos em investimentos subscrivendo ações daquela empresa e poderá exercer novas operações, pelas regras atuais, conforme afirma o representante da instituição no Brasil, Alfonso Matos Garcia Ansorena. Segundo ele, o banco optou por investimentos na Brasmotor por considerá-la uma empresa de primeira linha e com uma boa tradição em pagamento de dividendos.

Já o Barclays Bank plc, que também subscreveu US\$ 10 milhões em ações da Brasmotor, com títulos da dívida brasileira, não vai converter seus créditos com deságio, segundo garante o representante do banco, Jeff Humphrey. A exemplo do banco espanhol, o Barclays optou pelos investimentos na Brasmotor levando em conta a tradição do grupo no Brasil. "Além disso conhecemos os acionistas da empresa", completa Humphrey.

(Ver página 10)

Para as instituições financeiras que intermediarem os negócios, a "conversão também será um produto bastante rentável", reconhece Oliveira, revelando que o Crefisul conta como trunfo para desenvolver negócios de conversão o fato de ter sido o banco de investimento mais ativo no repasse de recursos externos quando o relacionamento do Brasil com o mercado internacional de crédito era normal. Com esses repasses, o Crefisul relacionou-se com cerca de cem bancos estrangeiros, hoje investidores em potencial no Brasil. O Unibanco conta com o mesmo *handicap*, uma lista de 450 bancos estrangeiros com os quais mantém contato, duas agências no exterior (Nova York e Grand Cayman) e escritórios de representação em Londres e Paris.

No cenário interno, a palavra mais falada nesses bancos nos últimos tempos é *corporate financing*, uma área até há pouco misteriosa e reservada a poucos especialistas, que cuida da compra e venda de empresas.

Algumas instituições saíram na frente nesse campo, como o Crefisul e o Citibank, com projetos como o da Celanese. Há um ano e meio, conta Oliveira, a Celanese americana resolveu sair do País, e a sua venda foi montada por esses bancos. Do capital da nova empresa passaram a participar com 70% o grupo Minasa, com 20% o Citibank, que usou para isso recursos da conversão, e com 10% o Crefisul.

As instituições financeiras que entram na disputa por esse mercado que



## Três modelos para trocas

por Tom Camargo  
de Londres

As trocas de títulos das dívidas de países (*debt swaps*) fecharam 1987 com o status da mais lucrativa e efervescente das técnicas alternativas de financiamento da dívida no Terceiro Mundo.

Desde que, em 1984, banqueiros e funcionários governamentais de grosso calibre começaram a considerar e explorar novas fontes, canais e técnicas capazes de compensar a diminuição relativa da importância dos bancos comerciais, diante das necessidades de acesso a capitais externos dos países endividados, nenhum outro esquema de "gerenciamento de portfólio soberano" (o eufemismo utilizado pelos credores quando desejam ver-se livres de ativos considerados insalubres) con-

seguiu capturar tão vivamente a imaginação de credores, devedores e investidores interessados numa boa oportunidade de negócios.

Dentre os três tipos básicos de troca, isto é:

1) Aquele no qual um título da dívida é trocado por outro (*debt swap*), algo que geralmente é feito entre bancos interessados em redenhar suas carteiras.

2) Aquele no qual o valor do título da dívida é convertido numa participação acionária em firma a ser estabelecida ou já existente no país devedor (*debt-equity*).

3) Aquele no qual um residente do país devedor, em vez de um investidor estrangeiro, compra títulos da dívida de seu país com recursos que mantinha no exterior ou comprou no mercado paralelo de divisas

resgatando-os em seguida em moeda nacional.

O que ganhou mais impeto foi o segundo, dando origem a alguns programas oficiais bem-sucedidos (como o encetado pelo Chile) e animando recalcitrantes (como o Brasil) a definir regras para a conversão de dívida em investimentos diretos.

Segundo um estudo feito por funcionários do Federal Reserve Board (Fed, o banco central norte-americano), o mercado para todos os três tipos de troca tem crescido rapidamente, "mas ainda é muito pequeno quando cotejado com o volume do débito pendente dos países menos desenvolvidos".

As estimativas quanto ao tamanho variam grandemente — semanas atrás, durante uma conferência realizada em Londres com o patrocínio do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), um jovem banqueiro norte-americano que fizera blague com o tema dizendo que esse mercado de trocas "não é um mercado, é uma ficção contábil" —, em parte porque a cadeia de transações e participantes em cada negócio típico induz a contagens duplas, em parte também porque inúmeras transações são cercadas de segredo.

Depois de entrevistarem dezenas de participantes do mercado, os pesquisadores do Fed concluíram em algo como US\$ 15 bilhões as trocas feitas desde 1982 (ano no qual o México se declarou quebrado, levando em giro a roda da dívida), levando-se em conta apenas as mudanças líquidas de portfólios (aquele que efetivamente saiu dos livros dos credores).

Enquanto adeptos incondicionais dos diversos tipos de troca costumam mencionar o ano de 1986 como o que teria dado a partida definitiva no processo de consolidação dos swaps, fontes mais cuidadosas consideram que não mais de US\$ 5 bilhões foram movimentados no ano, depois de excluídos todos os negócios de troca de dívida por dívida. Os otimistas julgam que pelo menos US\$ 8 bilhões de trocas aconteceram

(Continua na página 6)

## Um processo saudável porém de longo prazo

por Paulo Sotero  
de Washington

Pesca, mineração, produtos florestais, agricultura. Estas são algumas das atividades a que o Citicorp, o maior banco privado dos Estados Unidos, se dedica hoje no Chile. O Manufacturers Hanover and Trust Company, outro grande banco americano, transformou US\$ 19,8 milhões de seus ativos no México em participação acionária em duas empresas holding do setor hoteleiro no país. Investimentos em hotelaria é também o que o Nederlandsche Mid-standsbank's (NMB), da Holanda, deverá fazer com a maior parte dos US\$ 23,5 milhões de créditos que converteu no primeiro leilão oficial da dívida brasileira, realizado no fim de março último, na Bolsa do Valores do Rio de Janeiro.

O Citicorp, o Manufacturers Hanover e o NMB estão todos atrás da mesma coisa: diminuir seus ativos na América Latina e aplicá-los em indústrias que, de preferência, gerem receitas em dólares. Iniciadas dois anos e meio atrás pe-

lo Chile, as operações de conversão da dívida em investimentos são parte significativa de um ebuliente mercado financeiro cuja atividade se intensificou, desde então, na proporção inversa da queda do valor da dívida de países em desenvolvimento.

Em julho de 1986, quando cada dólar colocado no Brasil valia entre US\$ 0,75 e US\$ 0,81 no mercado secundário, os swaps eram território exclusivo de pequenos bancos credores interessados em livrar-se de empréstimos a países que mal sabiam localizar no mapa e cujos custos administrativos se haviam tornado prohibitivos com a eclosão da crise da dívida.

### DESCONTOS DE 50%

Hoje, a dívida brasileira é negociada com descontos de 50% e mais de uma dúzia de grandes bancos e firmas de investimento e corretagem disputam um mercado de aproximadamente US\$ 12 bilhões anuais. Nos próximos três a quatro anos, o Citicorp pretende converter até US\$ 8 bilhões de trocas aconteceram

(Continua na página 4)

(Continua na página 4)

## As questões fiscais atrapalham

por Ana Lúcia Magalhães  
do Rio

Uma das pioneiras e mais ativas empresas que intermedeiam negócios de conversão de dívida externa em investimentos de risco, a Atlantic Capital Consultoria Financeira Ltda. já fez dezenas de operações desse tipo, envolvendo mais de US\$ 100 milhões. A maior e mais recente é a que possibilitou a conversão de créditos de cinco bancos estrangeiros, no valor de US\$ 50 milhões, aplicados na Brasmotor S.A., empresa brasileira de capital aberto.

Paul Bydalek, sócio gerente da Atlantic Capital, contou que o início desse trabalho de intermediação de transações de conversão de dívida em capital de risco ocorreu em 1983, quando duas operações foram concluídas. A primeira, em outubro daquele ano, envolveu a empresa americana FMC do Brasil (produtora de maquinário pesado e equipamentos agrícolas), que adquiriu créditos no valor de US\$ 5 milhões de outra multinacional, a Sperry S.A., aplicando os recursos nella própria.

A segunda experiência deu-se com a Syntex do Brasil (indústria farmacêutica). Ela comprou créditos de US\$ 5,625 milhões de uma multinacional, cujo nome Bydalek não quis revelar.

### INCENTIVO À CONVERSÃO

Quando Mário Henrique Simonsen era ministro do Fazenda (1978/79), foi criado um mecanismo pelo qual as multinacionais instaladas no Brasil, e que tinham empréstimos a pagar à matriz, eram indviduadas, usando um incentivo fiscal, a converter esses créditos em ações preferenciais. Esse processo foi caminhando e, no princípio de 1983, o governo aumentou os estímulos, permitindo que as empresas abatessem ate 10% do valor convertido na declaração do Imposto de Renda.

"De repente, o governo estabeleceu a cobrança do deságio. Isso complicou os processos de conversão para os bancos credores. Mas as empresas privadas ainda podem converter sem deságio e quase sem complicações, embora desde 1984 não conten-

(Continua na página 3)

(Continua na página 12)