

Diferenciação dos credores

por Isabel Nogueira Batista
de São Paulo

O governo brasileiro não deveria aplicar deságio sobre a conversão de dívidas cuja titularidade dos créditos pertence a credores primários. Os grandes bancos norte-americanos, europeus e asiáticos, principais credores do Brasil, dificilmente aceitariam um deságio significativo em qualquer esquema de conversão, já que isso implica uma brutal desvalorização do patrimônio desses bancos, altamente envolvidos com empréstimos feitos ao Brasil. A tendência desses credores primários, detentores de parcela substancial dos títulos da dívida brasileira, seria, então, a de permanecer como credores do Banco Central do Brasil (BC) e não participar da conversão.

Baseado neste argumento, Paul Bydalek, sócio-gerente da Atlantic Capital — Consultoria Financeira, defendeu a criação de duas modalidades de regulamentação para operações de conversão da dívida, ao participar, nesta sexta-feira, do Seminário sobre Conversão de Dívida, promovido por este jornal, no Maksoud Plaza Hotel, em São Paulo. Na opinião de Bydalek, o governo brasileiro deveria manter o atual mecanismo de conversão, baseado no leilão de deságio, para títulos de crédito em mãos de empresas multinacionais e de credores secundários. Uma forma de conversão pelo valor de face dos títulos deveria ser criada para as dívidas devidas aos credores primários e para o caso de se desejar incentivar determinado projeto de uma empresa nacional receptora da conversão.

Com esses dois tipos de sistemas de conversão viabilizar-se-ia a participação dos grandes bancos no processo, com a possibilidade adicional de incentivo a projetos de interesse nacional, direcionando-se a totalidade dos recursos convertidos à empresa nacional em questão sem a absorção de deságio pelo BC. Na opinião de Bydalek, a absorção de um deságio de cerca de 30% pelo BC significa uma cobrança indireta e "inoportuna" de imposto sobre o investimento de uma companhia nacional, "cujo resultado seria a geração de novos empregos e produtos e a expansão de suas exportações".

Valor de face para as dívidas dos credores primários

As multinacionais e os credores secundários cotariam convertendo seus títulos com deságio, já que às primeiras interessa o investimento de risco em suas subsidiárias sob a forma de cancelamento das dívidas das filiais, e aos segundos compensa a conversão enquanto o deságio for menor do que o preço do título no mercado secundário.

Bydalek defendeu a tese de que a deterioração das relações do Brasil com seus credores, que acabou resultando na suspensão dos pagamentos dos juros, em fevereiro do ano passado, teria estimulado o interesse pela conversão da dívida em investimentos,



Paul Bydalek

dado que a conversão existe na medida em que bancos estrangeiros desejam se livrar dos títulos de crédito, diante de uma perspectiva negativa de recebimento dos juros.

"As incertezas, durante 1987, na renegociação da dívida com os bancos, tornaram-se um elemento motivador da conversão. Inversamente, a reaproximação do Brasil com os credores desestimulou decisões inovadoras, como a conversão da dívida. Com mais segurança, os bancos preferem continuar como credores e não se tornar investidores", declarou Bydalek.

Suspensão do pagamento dos juros estimulou a conversão

Esta tese não chegou a ser amplamente aceita por participantes do seminário. Durante o "workshop" do Banco do Brasil (BB), realizado na parte da tarde de sexta-feira, Wanderlan Carlos Bringhendi, um dos vice-presidentes da área internacional do BB, sustentou que em outros países latino-americanos onde obteve-se um acordo de renegociação da dívida, logo, uma melhora da imagem externa do país, continua havendo conversão em investimento de risco. Este seria o caso do Chile, por exemplo, cuja cotação de títulos de crédito subiu no mercado secundário para 60% do valor de face. Neste caso, uma renegociação da dívida não implicaria, necessariamente, um progressivo desinteresse pela conversão.

Na óptica de Bydalek, entretanto, uma reaproximação entre o Brasil, os bancos credores e o Fundo Monetário Internacional (FMI) tenderia a inibir a participação dos credores primários na conversão, o que restringiria a mesma ao interesse de investidores que adquiriram títulos no mercado secundário. Os bancos credores, que não possuem tradição no ramo do investimento em capital de risco, preferem um acordo de rolamento da dívida que garanta o pagamento de juros.

Na opinião de Bydalek, o Brasil não deveria estimular operações de "releending", por um lado, porque novos empréstimos perpetuam o problema da dívida, e por outro lado, porque de qualquer forma não mais se repetirão volumes de empréstimos da ordem dos verificados na década de 70. O Brasil deveria, através do processo de renegociação da dívida, estimular o mecanismo de conversão, via eliminação do deságio para credores primários. Bydalek defendeu a con-

(1) COMPARAÇÃO ENTRE TAXAS EFETIVAS DE JUROS E DIVIDENDOS PAGOS

Ano	Taxa efetiva de juros 1/ %	Taxa efetiva de dividendos 2/ %	Custo excedente em divisas dos empréstimos 3/ milhões de US\$
1957	2,95	3,22	- 7
1958	2,39	3,36	- 25
1959	3,26	2,38	25
1960	3,39	4,43	- 1
1961	3,54	2,43	37
1962	3,72	1,30	79
1963	2,70	0,00	90
1964	4,15	0,00	134
1965	4,91	1,16	127
1966	4,49	2,63	68
1967	5,84	4,30	53
1968	4,42	4,64	- 8
1969	4,94	4,01	38
1970	5,86	5,26	29
1971	5,77	4,60	70
1972	6,06	5,19	70
1973	7,60	4,99	288
1974	9,21	4,71	669
1975	9,72	3,56	1.181
1976	8,87	4,70	984
1977	8,49	4,53	1.149
1978	8,85	4,52	1.637
1979	11,45	4,98	3.020
1980	14,37	3,25	5.769
1981	17,88	3,20	8.463
1982	7,36	4,27	9.463
1983	11,74	3,51	7.199
1984	11,82	3,54	8.021
1985	10,85	4,68	6.388
1986	9,33	4,79	4.896

1/ Juros pagos em relação ao saldo médio da dívida no ano

2/ Dividendos remetidos ao exterior em relação ao saldo de capital registrado

3/ Diferença entre as taxas efetivas de juros e de dividendos remetidos multiplicada pelo saldo médio de cada ano.

Fonte: Banco Central, FMI, Atlantic Capital

(2) FLUXOS DE INVESTIMENTOS DIRETOS DO ESTRANGEIRO DE COMPANHIAS NÃO BRASILEIRAS (US\$ milhões)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 Est.
Entradas										
1. Espécie	1.104	1.750	1.516	1.795	1.280	452	362	387	331	390
2. Bens	57	81	79	108	90	115	128	99	102	160
3. Conversão da dívida	160	207	39	2	143	452	746	581	206	300
4. Total de Entradas	1.321	2.039	1.634	1.905	1.513	1.019	1.236	1.066	639	850
Saídas										
5. Dividendos	561	740	544	587	863	762	799	1.136	1.278	940
6. Repatriações	124	354	147	110	143	158	112	263	637	350
7. Total de Saídas	688	1.094	691	697	1.006	920	911	1.399	1.915	1.290
Fluxo Líquido										
	633	898	943	1.206	507	99	325	(333)	(1.262)	(440)

Fonte: Atlantic Capital

versão como sendo uma forma mais saudável de financiamento do que o empréstimo externo, já se que trata da substituição do pagamento de juros pelo pagamento de dividendos.

Citou o exemplo do ano de 1981, em que a taxa efetiva de dividendos paga pelo País foi de 3,20%, enquanto a taxa efetiva de juros ficou em 17,88% (ver tabela 1). O capital de risco seria uma melhor forma de financiamento do desenvolvimento do País, dado que a remessa de dividendos acompanha as flutuações cíclicas da conjuntura econômica do País.

vo a partir de 1985 (ver tabela 2)

Dentro do contexto de que o Brasil necessita de poupança externa para financiar seu crescimento, a conversão aparece como mecanismo para viabilizar investimentos, atraindo capital estrangeiro que dificilmente virá sob a forma de novos empréstimos, em volume significativo, ou sob a forma de investimento direto, pelo menos no curto prazo.

Segundo Bydalek, várias razões podem levar um banco credor a participar do processo de conversão: diversificação de sua carteira, melhoria do perfil dos seus ativos brasileiros e redução das reservas duvidosas existentes. O prazo mínimo de doze anos para a repatriação do capital investido via conversão pode ser bem-aceito, dada a maior garantia representada pela remessa de dividendos. "O valor presente de um crescente volume de dividendos é maior do que o valor presente de um volume constante de juros", argumentou Bydalek.

Segundo Bydalek, as multinacionais são privilegiadas pelos esquemas de conversão atualmente em vigor, ficando as empresas nacionais em desvantagem. As multinacionais compram dívida brasileira no mercado secundário, com descontos de 50%, convertem esses títulos, em leilão, por um deságio de 30%, obtendo cruzados a 70% para suas subsidiárias. A diferença entre o custo de compra do título lá fora e o volume de recursos em cruzados resultante da conversão constitui-se no poder de alavancagem para a realização de investimentos nas subsidiárias.

Esquema atual favorece as empresas multinacionais

O Brasil, segundo Bydalek, recorreu em demasia a empréstimos externos para financiar seu crescimento. Enquanto em 1988, 60% dos US\$ 6 bilhões de capital tomados no exterior eram constituídos de empréstimos, em 1986, 80% dos US\$ 134 bilhões de capital externo interiorizados no País eram representados por empréstimos. Hoje, no entanto, não existe mais tanta facilidade para se recorrer a empréstimos externos. Somado a isso, a deterioração da situação econômica brasileira, nesta década, acabou por reduzir o investimento direto realizado no País. O fluxo líquido de investimentos diretos de empresas estrangeiras no Brasil tornou-se negati-