

Conversão de dívida externa em investimento

ANTONIO MENDES

Introdução

1.1. — O tópico principal da discussão diz respeito à conveniência ou não de se converter endividamento externo em investimento. Parece-me que a posição radicalmente contrária à conversão de dívida externa em investimento encontra muito pouca aceitação. O que tenho visto quase sempre é que existe aceitação da tese de que é válida a conversão de dívida em investimento, dentro de certos parâmetros. Ocorre, todavia, que esses parâmetros nunca ficam perfeitamente claros. A consequência disso é que surgem dificuldades e restrições inesperadas, que na prática impedem que muitas operações de conversão sejam realizadas.

1.2. — O exame de diversas questões práticas e técnicas ligadas à matéria, que é o que pretendo fazer, pode auxiliar no entendimento do assunto e, quiçá, ajudar a impulsionar esse tipo de operação. Para tanto, faz-se necessário o estabelecimento de normas claras, razoáveis e estáveis.

1.3. — A questão se presta facilmente a grandes distorções. Basta citar o caso mais recentemente noticiado nos jornais dando conta da conversão realizada pelo Royal Bank of Scotland e pelo Norwest Minneapolis Bank, que trocaram US\$ 25.000.000 de dívida brasileira por uma participação acionária de 28,7% na Papel e Celulose Catarinense, S.A. Que se trata de conversão de dívida em investimentos, no que diz respeito à posição, tanto do Royal Bank of Scotland quanto do Norwest Minneapolis Bank, não existe a menor dúvida. Mas o que realmente aconteceu neste negócio? Os bancos em questão transferiram à International Finance Corporation (IFC) US\$ 25.000.000 de dívida brasileira em troca das ações da Celulose Catarinense, que eram anteriormente detidas pela IFC. Olhando o negócio do lado brasileiro, temos que houve simples troca de acionista estrangeiro na Celulose Catarinense, e troca do credor externo do Brasil. A posição de endividamento externo não mudou absolutamente em nada. O Brasil continua devendo os mesmos US\$ 25.000.000, só que agora à IFC.

1.4. — Acredito que qualquer um de nós, por mais liberal que seja, ao estabelecer parâmetros para conversão de dívida externa em investimento, não irá ter esse caso como exemplo a ser seguido.

1.5. — Por outro lado, a existência de normas claras, que reconheçam as limitações das partes envolvidas e permitam alguma flexibilidade de atuação, deverá incrementar sensivelmente o volume de operações, reduzindo o endividamento externo e ajudando na solução do problema global. Além disso, deverá impulsionar o crescimento na nossa economia na esfera do setor privado, que se tem mostrado muito mais eficaz e produtivo que o setor público.

II. Histórico

2.1. — Até o advento do Comunicado Firce nº 28, de 10.4.1978, não havia qualquer exigência de aprovação prévia para capitalização de dívida externa. As operações eram realizadas pelas partes, às vezes com operação simbólica de câmbio e outras vezes mediante meros lançamentos contábeis, e depois levadas ao Banco Central do Brasil para registro. O registro era invariavelmente concedido.

2.2. — O Comunicado Firce-28 tornou obrigatória a aprovação prévia e exigiu a realização de operação simbólica de câmbio. Tais requisitos, todavia, serviam principalmente aos fins de controle do endividamento externo exercido pelo Banco Central. As autorizações eram invariavelmente concedidas e as conversões não apresentavam problemas.

2.3. — Posteriormente chegaram a ser concedidos incentivos para a capitalização de dívida externa:

(a) tivemos primeiramente o Decreto-lei nº 1.598 de 26.12.1977, que em seu artigo 59 (alterado pelo DL 1634, de 29.12.1978) incentivou a conversão de dívida em ações preferenciais, permitindo a dedutibilidade dos dividendos pagos às ações preferenciais resultantes da conversão;

(b) veio depois o Decreto-lei nº 1.994, de 29.12.1982, que ofereceu um incentivo financeiro à conversão de endividamento externo, na forma de um crédito financeiro de até dez por cento, para a conversão de dívida contraída até 31.12.1982.

2.5. — Em 7.6.1984, tivemos uma reversão total da posição, quando o Banco Central proibiu as operações de conversão de dívida que tivessem sido precedidas de cessão de créditos no Exterior, passando a admitir somente as seguintes modalidades:

(a) capitalização em nome do credor original da operação, na empresa devedora do empréstimo externo;

(b) capitalização precedida de cessão de crédito, desde que a empresa cessionária do crédito no Exterior tivesse garantido a operação por ocasião de sua contratação original, tendo o Banco Central conhecimento da garantia, ou feita a prova da existência da garantia, de forma aceitável ao Banco Central; e

(c) capitalização em nome de instituições financeiras.

2.6. — Em todos esses casos foi estabelecida a exigência de não transferência da titularidade do investimento ou de qualquer investimento anterior, e da manutenção do investimento no País pelo prazo correspondente ao período em aberto do empréstimo capitalizado.

2.7. — Essas regras foram oficializadas em 9.11.1984 pela Carta Circular nº 1125, e continuam vigorando até hoje. Somente uma modificação de mecânica foi introduzida. Sempre se exigiu a concessão do empréstimo, para depois se permitir a capitalização. Por ocasião da renegociação do endividamento externo ocorrida em 1985, admitiu-se que os Depósitos de 1986 (efetuados junto ao Banco Central) fossem convertidos diretamente em investimento, simplificando o procedimento aplicável.

2.8. — A decisão de 7.6.1984 apanhou algumas operações em andamento. Depois de difíceis discussões, o Banco Central acabou aceitando a conversão em capital de tais operações, condicionada, todavia, a que o registro do investimento em moeda estrangeira se fizesse pelo valor da cessão de créditos no Exterior, descontando, portanto, o valor correspondente ao desconto auferido no Exterior.

2.9. — A exceção das operações mencionadas acima, após 7.6.1984 o Banco Central não mais permitiu aos bancos estrangeiros realizar cessões de créditos para fins de conversão em investimento pelo cessionário. Continuou possível, todavia, a cessão de créditos e o empréstimo do valor correspondente.

2.10. — A expectativa das autoridades brasileiras era de que as restrições então impostas viessem a promover a retomada do ingresso de recursos novos no País. Isto não ocorreu, todavia. Continuou sendo realizada a operação de aquisição de créditos com desconto no Exterior para colocação dos recursos correspondentes à disposição da empresa brasileira na forma de empréstimo. Como reconhecido posteriormente, por

um dos diretores do Banco Central, trocou-se o “desagradável” (conversão de dívida com desconto) pelo “desastrosos” (a manutenção dos recursos como empréstimo).

2.11. — Tendo vencido, em 15.4.1987, o prazo dos depósitos de 1986, sem que anteriormente a essa data tivesse sido realizada a renegociação do endividamento externo brasileiro, surgiram dúvidas quanto à continuidade das operações de conversão de depósitos de 1986. Estas continuavam sendo admitidas em bases seletivas. Continuavam também possíveis as operações de reempréstimo de depósitos de 1985 e a correspondente capitalização dos mesmos (desde que não precedidas de cessão de créditos no Exterior).

2.12. — Na prática, todavia, existem dificuldades que impedem a agilização das operações de conversão de dívida.

2.13. — Têm-se notícia de que o Banco Central está examinando o assunto, com o objetivo de fixar regras próprias para a matéria. Que bom se isto for verdade, e se as regras em questão forem razoáveis!!

2.14. — Parece que as autoridades monetárias consideram a possibilidade de conversão de dívida em investimento como uma vantagem muito grande para os credores externos, tratando a matéria como um “trunfo” para a futura renegociação da dívida externa. Essa seria a razão pela qual até agora a questão não foi regulamentada.

2.15. — Existe inegável interesse dos credores externos na possibilidade de conversão de dívida em investimento. Deveria existir, todavia, um interesse muito maior do País, que está perdendo tempo e oportunidade para a redução do endividamento externo e a promoção de novos investimentos. O “trunfo” parece-me não ser tão bom assim para o Brasil.

III. Participantes da operação

3.1. — Vejamos agora quais são os participantes dessas operações, bem como os interesses e objetivos de cada um. Os participantes são:

(a) os credores, que são os bancos estrangeiros.

(b) os investidores, que podem ser os bancos estrangeiros, ou empresas interessadas em aplicar recursos no País;

(c) os recebedores do investimento, que são as empresas brasileiras para as quais os recursos deverão ser aportados;

(d) o Brasil, representado pelas suas autoridades monetárias.

IV. Credores Externos

4.1. — No contexto deste trabalho, quando falo de credores externos estou falando dos bancos estrangeiros. Embora possam todos eles ser agrupados na classificação de “bancos estrangeiros”, é preciso reconhecer que, na verdade, cada um deles tem uma situação especial, em decorrência do local de sua sede, do seu tamanho, do volume de sua carteira de empréstimos para o Brasil, de seus objetivos, da sua maneira de atuação, das normas regulamentares a que estão sujeitos em seus países de origem, e de outras características próprias.

4.2. — Assim, cada banco tem a sua visão de mercado e tem uma filosofia de atuação no que diz respeito à sua carteira de empréstimos para o Brasil. Alguns deles acreditam no Brasil como investimento a longo prazo, e estão dispostos a “carregar” sua carteira pelo tempo necessário até que a economia brasileira se recupere. Outros, todavia, possuem visão diferente, e preferem reduzir ou eliminar de vez sua carteira de empréstimos para o Brasil. Qual seja o motivo não cabe indagar. O fato é que existem bancos dispostos a “vender” seus créditos contra o Brasil e só podem fazer isso no mercado secundário. Lá, têm de fazer negócio com “descontos”.

4.3. — Todos sabemos que o mercado secundário existe, que é perfeitamente legítimo, e que não existe maneira de se eliminar tal mercado. É muito melhor reconhecer a existência desse mercado e tentar dele tirar alguma vantagem, do que, como se fez no passado, tentar combatê-lo.

4.4. — A atuação dos bancos estrangeiros está sujeita às normas regulamentares a eles aplicáveis, estabelecidas pelos seus países de origem. No caso dos bancos norte-americanos, sabemos que existem limitações aos tipos de investimentos que podem ser realizados:

(a) investimentos em instituições financeiras;

(b) outros investimentos, limitados a 20% do capital votante da empresa investida, sendo que a soma de tais investimentos não pode exceder o capital e reservas do banco;

(c) em qualquer caso, investimentos de valor superior a US\$ 15.000.000 exigem prévia aprovação do Federal Reserve Bank.

4.5. — Normas semelhantes às que foram indicadas acima são aplicáveis aos bancos de outras nacionalidades, pelas autoridades bancárias de seus respectivos países. Interessa, portanto, reconhecer que existem limitações e que os bancos não têm liberdade absoluta de agir no mercado de conversão de dívida. Isto é importante, porque demonstra de maneira clara que os bancos não podem, mesmo que queiram, efetuar conversões de créditos em seu próprio nome em volume ilimitado.

4.6. — É importante reconhecer, também, que, não importa o motivo, existem bancos dispostos a ceder seus créditos no mercado secundário, com desconto. Com relação a tais bancos, temos inegavelmente o seguinte:

(a) a decisão de efetuar cessão de créditos com desconto equivale à decisão de “liquidar” a carteira de empréstimos para o Brasil;

(b) esses bancos certamente irão recusar-se a participar de qualquer esquema de empréstimos novos ao País.

4.7. — Nesse contexto, merece análise especial a situação dos bancos japoneses, muito embora tal análise seja dificultada pelo sigilo com que tais bancos operam. Sabemos, entretanto, que existe forte apoio das autoridades monetárias japonesas à atuação de suas instituições financeiras. Sabemos também que existe grande interesse por parte de empresas japonesas em realizar investimentos no Brasil. A posição do Japão no mercado internacional talvez possa ser aproveitada com vantagem pelo Brasil, principalmente em projetos de investimentos ligados a exportação. Tudo isso precisa ser analisado dentro do programa brasileiro de conversão de dívida em investimento.

4.8. — Outro aspecto importante que precisa ser lembrado é que bancos têm uma atividade própria, que é a atividade financeira. Bancos não sabem efetuar investimentos industriais ou comerciais. Assim, a decisão de transformar “debt” em “equity” é uma decisão penosa. Havendo interesse do Brasil em promover esse tipo de conversão, é necessário que haja um mínimo de boa vontade por parte das suas autoridades. É preciso aceitar também que o banco não pode ter o investimento acionário, resultante da conversão, como investimento permanente — no sentido de investimento com o objetivo de participar a muito longo prazo do negócio a que a empresa investida se dedica. Tão logo possível, o banco deverá vender sua posição acionária.

4.9. — É preciso reconhecer, portanto, que a conversão de dívida em capital deve representar, para os bancos e para o Brasil, um mecanismo de transição — dentre ou-

tros que devem ser buscados — que permita aos bancos diminuir sua “exposure” e ao Brasil reduzir o volume de endividamento externo.

V. Investidores Estrangeiros

5.1. — Os investidores são principalmente empresas interessadas em desenvolver projetos industriais ou comerciais em nosso país.

5.2. — Para tais investidores, o desconto obtido na operação equivale a um incentivo para investimento, ou seja, equivale a um subsídio.

5.3. — Esse incentivo tem impacto muito importante, porque influi no cálculo do retorno sobre o investimento, e pode fazer com que um investimento de retorno marginal passe a ser um investimento de retorno significativo, determinando, assim, a decisão de investir.

5.4. — É preciso lembrar que o Brasil não está sozinho no mundo e que existem outros países interessados em receber investimentos estrangeiros. Se quisermos receber tais investimentos, devemos oferecer condições favoráveis e compatíveis com as que são oferecidas por outros países. E não se vá pensar que tais incentivos são oferecidos somente por países pequenos, de poucos recursos e com pequeno mercado interno, que não teriam de qualquer forma condições de competir com o Brasil no mercado internacional de captação de investimentos. Não é assim, não. Temos, como exemplo, a Espanha, que possui uma indústria bastante desenvolvida, com recursos humanos adequados e com acesso ao Mercado Comum Europeu, incentivando de maneira extremamente agressiva a realização de investimentos estrangeiros em seu território.

5.5. — Uma indústria perdida para um terceiro país representa um competidor a mais para o Brasil no mercado internacional. Não se pode esquecer isto.

5.6. — Além do mais, é preciso reconhecer que, se de um lado o investidor recebe um incentivo para investimento, por outro lado esse incentivo não tem custo para o Brasil, uma vez que o mesmo é concedido pelo banco estrangeiro. O custo é exclusivo do banco que fizer a cessão de crédito com desconto.

5.7. — Existem ainda investidores que estão interessados em efetuar investimentos no Brasil sem necessitar de registro de capital estrangeiro. Os exemplos são da mais variada espécie, tais como aporte de recursos para cobrir prejuízos de subsidiárias, projetos de pesquisa onde o risco é muito elevado, ou reparo de embarcações nos estaleiros brasileiros. Esses constituem o tipo ideal de conversão de dívida para o Brasil, uma vez que se tem como resultado o cancelamento da dívida, sem que daí venha a resultar qualquer registro de investimento que permita futura remessa de lucros ou repatriamento.

5.8. — No caso normal, todavia, o investidor necessita do investimento registrado para eventual repatriamento, ou remessa de lucros. Pode aceitar, entretanto, o registro pelo valor do preço da cessão de crédito no exterior, desde que atribuível à totalidade das ações ou quotas recebidas da empresa recebedora do investimento, de forma a não dar origem à existência de “capital contaminado”, o que seria totalmente inaceitável.

VI. Recebedor do Investimento

6.1. — Aqui é preciso distinguir entre empresas brasileiras do setor público e do setor privado.

6.2. — No caso de empresas do setor privado, parece-me que seu interesse se resume no recebimento dos recursos de que necessitam para sua expansão. Toda a discussão restante a elas nada importa. Não faz a elas qualquer diferença saber a origem do investimento, ou saber se a operação de conversão foi ou não feita com desconto, uma vez que somente receberão a importância em cruzados correspondente ao investimento realizado.

6.3. — A empresa recebedora do investimento deverá atender à regulamentação apropriada, no que diz respeito ao registro de capital estrangeiro, mas isto nada mais representa do que o atendimento a uma tarefa de natureza administrativa, sem maior consequência.

6.4. — Já no caso da empresa do setor público a situação é diversa. Tendo em vista que a maior parte do endividamento brasileiro representa obrigações do setor público, deve ser feita uma tentativa de acoplar o processo de privatização ao processo de conversão do endividamento externo. As vantagens são óbvias:

(a) os recursos provenientes da capitalização de créditos podem viabilizar o processo de privatização;

(b) para a empresa devedora, existirá troca de dívida, que constitui um “exigível”, por ações, que constitui um “não exigível”;

(c) para o país, haverá diminuição do endividamento externo e a eliminação da eventual necessidade de socorro financeiro à empresa objeto da operação. Além disso, a operação pode ser realizada sem qualquer pressão inflacionária, uma vez que inexistente movimentação de recursos no país.

6.5. — A questão referente à privatização precisa ser enfrentada com disposição de efetivamente prover uma solução. O argumento da “desnacionalização da economia”, evidentemente, não procede, uma vez que a legislação brasileira permite um grande número de soluções para garantir o controle do capital votante em mãos de brasileiros.

VII. Brasil como País do Investimento

7.1. — Existem interesses legítimos do Brasil, como país recebedor do investimento estrangeiro, e também como provedor dos recursos em cruzados correspondentes à capitalização que estiver sendo realizada, que precisam ser protegidos. Algumas dificuldades apresentadas, todavia, têm sido exageradas e não parecem representar problema real. Estas devem ser excluídas.

7.2. — Entendo que os pontos principais a serem considerados são os seguintes:

(a) participar ou não do desconto que está sendo concedido no exterior;

(b) contra-partida de recursos novos;

(c) valor do registro de capital estrangeiro;

(d) limitações à remessa de dividendos decorrentes do investimento;

(e) limitações ao repatriamento de capital;

(f) restrições à transferência da titularidade do investimento;

(g) limites admitidos para conversão — expansão monetária;

(h) direcionamento de investimento.

7.3. — Tem sido aceito que os países endividados tenham algum proveito na conversão de dívida, exclusivamente no caso de cessão de créditos com desconto. O Chile, que representa o melhor exemplo de um programa de conversão de dívida bem sucedido, auferiu uma vantagem financeira no programa que pôs em prática. Parece que a comissão cobrada pelo Chile está situada em níveis razoáveis e foi aceita pelo mercado. Desde que compatível com o mercado, deve funcionar para o Brasil, também.

7.4. — Exigir contra-partida de recursos novos só é admissível no caso de capita-

lização precedida de cessão de créditos no exterior. A exigência de contra-partida de recursos novos representa na prática uma diminuição do desconto. Isto porque, tendo de trazer parte do investimento na forma de recursos novos, o investidor terá uma parcela menor que poderá adquirir com desconto no exterior. Assim, se a exigência for de “um para um”, temos que na prática o desconto fica reduzido à metade. A exigência de contra-partida de recursos novos não é compatível, portanto, com a cobrança de qualquer taxa ou comissão na conversão de dívida precedida de cessão de crédito no exterior.

7.5. — É essencial que não ocorra o fenômeno do “capital contaminado”. Resolvendo isso, pode-se considerar ter o investimento em moeda estrangeira registrado pelo valor da cessão de crédito no exterior. O resultado é que o incentivo para o investimento fica menor. É tudo uma questão de medida, que está intimamente ligada com os demais tópicos.

7.6. — À limitação à remessa de dividendos, nos casos de investimentos em nome de bancos estrangeiros, não é aceitável, pois teria o efeito de, na prática, inviabilizar tais conversões. Nos casos de investimentos precedidos de cessão de créditos no exterior, em que o investidor é uma empresa industrial ou comercial, pode ser considerada. Representa, todavia, uma decisão anti-pática e de pequeno proveito, e seria preferível que não fosse adotada. Existem contra-partidas que podem ser obtidas pelo Brasil, não havendo necessidade de se impor essa limitação.

7.7. — Limitações ao repatriamento do investimento resultante da conversão, desde que em prazos razoáveis, têm sido aceitas e não apresentam maior dificuldade.

7.8. — Não existem motivos para se manter restrições à transferência da titularidade do investimento, nos casos de conversões em nome dos bancos. Na verdade os interesses são convergentes: interessa aos bancos poder transferir a titularidade do

investimento, para diminuir sua “exposure” para com o Brasil; e interessa ao Brasil que os bancos diminuam sua “exposure”, porque uma redução substancial facilitará aos bancos a retomada de empréstimos voluntários ao País. Quanto mais rápido isto ocorrer, tanto melhor para as duas partes. Já nos casos de conversões precedidas de cessão de créditos no Exterior, não deve haver maior problema à imposição da restrição, durante o prazo determinado para a manutenção do investimento no País.

7.9. — Sempre tenho ouvido que a expansão monetária é o grande empecilho ao estabelecimento de um programa de conversão de dívida em investimento. O oferta de cruzados em contra partida à conversão da dívida em moeda estrangeira certamente exige a saída de moeda dos cofres do Banco Central. Mas que isto deva representar necessariamente uma expansão monetária não me parece correto. Existem devedores brasileiros que possuem recursos e estão efetivamente atendendo ao serviço de sua dívida, se bem que em moeda local, mediante compra de moeda estrangeira, para depósito no Banco Central. Ora, não é admissível a afirmação de que todos os devedores de empréstimos externos não estão em condições de honrar sua obrigação, mesmo em moeda local. Logo, basta que o volume de conversão de dívida fique atrelado ao montante de tais pagamentos. Além disso, os economistas certamente terão outras soluções para esse problema. Outro argumento apresentado, é que a expansão monetária só se controla mediante endividamento interno e que o endividamento interno é até mais danoso para o País do que o endividamento externo. Pelos mesmos motivos, não me parece que o argumento seja válido. Parece-me, na verdade, que o argumento representa uma outra faceta da discussão sobre privatização ou estatização. A conversão de dívida representa uma forma de aumento de investimento privado.

7.10. — Não me parece correta qualquer tentativa de direcionamento de investimentos. Os exemplos que temos não são dos melhores. O máximo que parece aceitável é que sejam concedidas condições mais favoráveis para investimentos que se queira incentivar.

VIII. — Conclusões

8.1. — É importante que as autoridades monetárias aceitem que, se um programa de conversão de dívida em investimento é interessante para os bancos credores, tal programa não é prejudicial ao País. Existe, na verdade, convergência de interesse. Em sendo assim, quanto mais cedo for instituído, tanto melhor para o País.

8.2. — Pelo mesmo motivo, retardar o programa de conversão de dívida em investimento não representa guardar qualquer trunfo para futura renegociação da dívida.

8.3. — A contrário senso, segurar o programa de conversão de dívida em investimento significa retardar a instalação de novas indústrias ou a expansão de empresas já existentes. Em qualquer caso, representa diminuição de disponibilidade de empregos e da capacidade de competição no mercado internacional.

8.4. — A atitude paternalista e até ditatorial adotada pelas autoridades monetárias brasileiras não ajuda a solucionar o problema. Porque tanto medo do mercado? É muito mais simples e produtivo estabelecer normas claras e razoáveis e depois deixar que o mercado a elas se ajuste.

8.5. — Devem ser estabelecidas regras claras e razoáveis, que permitam a implantação de um programa que trará certamente grandes vantagens para o País. É preciso aceitar que o problema do endividamento externo não vai ser resolvido por uma medida grandiosa e salvadora que solucionará tudo de uma só vez. A solução virá a varejo, com pequenas reduções do endividamento, que a longo prazo permitirão chegar a uma situação de equilíbrio.

O autor é sócio de Pinheiro Neto - Advogados