

BC recomenda a conversão de dívida em capital

310 Aylê-Salassé

Independentemente da reação do PMDB, o próximo passo do Governo Sarney na área econômica já está definido: decidir pela conversão ou não, em investimento interno, de parte dos 70 bilhões de dólares da dívida externa com os bancos credores privados internacionais.

A regulamentação da questão já foi examinada pelo Banco Central, que chega a recomendar, de forma discreta, a transformação da dívida em investimento interno, mas as possibilidades e prioridades para a absorção desse capital são consideradas como base de sustentação do novo Plano de Desenvolvimento Industrial, em elaboração pela equipe do ministro José Hugo Castelo Branco, da Indústria e Comércio, a pedido do Presidente José Sarney.

Deságio

O ponto crítico da questão, da parte do Brasil, não é a desnacionalização da economia, como vêm questionando alguns segmentos do PMDB, mas como articular os ganhos com o deságio da dívida com os bancos privados, hoje reduzida, conforme indicam as condições de mercado, para cerca de 45 bilhões de dólares, considerados os juros não pagos este ano.

Para os credores, as portas de uma solução ortodoxa, seja direta ou com a interferência do Fundo Monetário Internacional (FMI), a cada dia, fecham-se mais: ou admitem, ficar com a dívida pelo seu valor de face, correndo os riscos das renegociações e reestruturações; ou desfazem-se delas pela conversão em investimentos no país devedor ou mesmo através de títulos; ou finalmente aceitam engociá-la com deságios no mercado secundário.

Outra alternativa é o empréstimo — o credor autoriza um crédito igual ao valor do débito, liquidando, do ponto de vista contábil, a dívida antiga. No caso brasileiro, há, entretanto, uma forte tendência de aceitação da alternativa, desde que o pagamento refira-se ao valor de mercado da dívida, ou, no máximo, com uma pequena perda em relação do deságio.

Certo é que a conversão da dívida externa em investimento estrangeiro nos países devedores vem adquirindo crescente importância nos últimos dois anos, particularmente depois que as técnicas convencionais para a solução do problema do endividamento externo começaram a mostrar sinais de exaustão.

A afirmação é do economista Antônio Carlos Monteiro, assessor do Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros (Pirce) do Banco Central, e foi feita num documento (que o *Jornal de Brasília* publica na edição de hoje com exclusividade), sob o título "Análise da Conversão de Créditos em Investimentos voltada para o Caso Brasileiro", e apresentado num seminário — "Debt/Equity Swaps" — realizado em Londres, Inglaterra, no início deste mês, com a participação de credores e devedores de todo o mundo.

Dilema

Depois de atravessar as adversidades do Plano Cruzado I e a descrença sobre o Plano de Estabilização do ministro Bresser Pereira, da Fazenda, o Governo está conseguindo retomar, pelo menos parcialmente, o controle dos preços e, em decorrência, um equilíbrio maior na área da economia interna.

O dilema agora parece se situar na frente externa. O presidente Sarney não deseja ver seu Governo registrado na história como "caloteiro". Ao contrário, vê uma

oportunidade de resgatar o País de um de seus problemas estruturais, representado pela dívida externa quase insolvente, responsável por alguns avanços, mas também por graves dependências.

Em 1968, os investimentos estrangeiros no Brasil correspondiam a 65 por cento do total da dívida. Em 1982, não passavam de 24 por cento, caindo nos anos de 1985 e 1986, não apenas pela não entrada de dinheiro novo, como em decorrência da remessa de lucros e dividendos e o retorno desses capitais aplicados aqui até então.

A moratória da dívida brasileira foi mais um agravante, mas ao mesmo tempo, obrigou os credores a pensar em novas alternativas de encaminhamento de soluções para o problema da dívida externa mundial, em especial dos países menos desenvolvidos.

Os banqueiros apressaram soluções e, de imediato, países como Argentina, México e Filipinas — grandes devedores — tiveram parte de seus débitos renegociados, inclusive pela adoção de programa de conversão da dívida em investimento, embora com diferentes estruturas.

O Brasil examina a questão. Esse tem sido um tema constante das discussões do presidente José Sarney com presidentes dos países latino-americanos com quem tem se encontrado: Raul Alfonsín (Argentina), Alan García (Peru), Júlio Maria Sanguinetti (Uruguai). A próxima conversa será, em meados de agosto, com o presidente do México, Miguel de la Madrid.

Consultas

Paralelamente a esse fortalecimento de posições comuns em relação ao endividamento externo, técnicos brasileiros estão realizando consultas e debates em diferentes lugares — com credores ou devedores — à busca de definições seguras para a conversão da dívida em investimento. O Brasil está a um passo da decisão.

Diversos segmentos da economia vêm se manifestando sobre a conversão da dívida — Bolsas de Valores, Comissão de Valores Mobiliários, bancos — e alguns estão ávidos de uma solução nesse sentido, que seria, por exemplo, "a salvação das Bolsas".

O mais apressado é, entretanto, o Presidente Sarney, que só tem o capital estrangeiro, em termos de investimentos, para contornar a política recessiva do Plano de Controle Macroeconômico e atingir os 7% de crescimento da economia até 1990. A poupança do Estado, segundo Bresser, é zero, e a poupança privada nacional está com sua capacidade limitada.

A saída não está na abertura indiscriminada das portas da economia brasileira para o capital estrangeiro, como anunciou, há cerca de dois meses, o presidente Sarney. O capital estrangeiro entraria no Brasil, mas via conversão da dívida. E o Plano de Desenvolvimento Industrial do ministro José Hugo vai indicar as áreas de absorção dessa dívida convertida.

Prioridades

O Banco Central já está sugerindo áreas de prioridades, que "não chegam a ameaçar o monopólio ou a soberania nacional": as indústrias química, farmacêutica, petroquímica, as Bolsas de Valores, as sociedades de investimento e, especialmente, os setores voltados para a exportação.

As autoridades do Banco Central estão certas de que, enquanto o Brasil não definir se converte ou não converte parte da dívida, fica a dívida. E, na dúvida, a dívida "perde" valor, bem como qualquer empréstimo novo que se pretenda. Daí a decisão dos bancos privados de não emprestar ao Brasil. E como automóvel novo: tirou da agência, perde em valor.

QUADRO I

CONVERSAO DE CRÉDITOS EM INVESTIMENTOS

Desvantagens (*)

- 1) substitui o ingresso de recursos novos que ocorreria em qualquer hipótese (com ou sem conversão);
- 2) significa subsídios para investidores estrangeiros em detrimento dos nacionais, o que poderia levar à desnacionalização da economia;
- 3) reduz a base ("exposure") dos bancos para cálculo de "new money" involuntário;
- 4) traz complicações monetárias:
 - a) expansão monetária; inflação;
 - b) troca de dívida externa por dívida interna (mais cara);
- 5) provoca pressão (demanda) no mercado paralelo de câmbio (aumenta a taxa em relação ao mercado oficial);
- 6) permite que recursos com rolagem assegurada pela reestruturação ortodoxa saiam do processo;
- 7) o país devedor não se beneficia com o deságio da dívida existente no exterior;
- 8) ignora o efeito da superposição de investimentos estrangeiros;
- 9) ignora a saída/entrada ("passage") dos dividendos;
- 10) a renegociação de títulos do devedor no mercado secundário por valor inferior ao par bolcheia o ingresso de recursos novos.

Vantagens (*)

- 1) redução do estoque da dívida externa;
- 2) diminuição do serviço da dívida externa;
- 3) encoraja/incentiva novos investimentos na economia local;
- 4) permite o direcionamento de investimentos estrangeiros no país devedor sem subsídios do governo local;
- 5) permite que bancos credores recalcitrantes (e outros) se desengajem do processo de reestruturação da dívida externa;
- 6) permite acelerar o processo de privatização da economia, com a realocação de recursos;
- 7) reduz a transferência de recursos para o exterior a médio prazo (carência para remessa de dividendos);
- 8) assegura a permanência de recursos externos no país por longo prazo (prazo mínimo de permanência).

(*) para o país devedor

Análise da Conversão de Créditos em Investimentos voltada para o Caso Brasileiro

Elaborada por
Antonio Carlos Monteiro

I) INTRODUÇÃO

A conversão de dívida externa em investimento estrangeiro nos países devedores vem adquirindo crescente importância nos últimos dois anos, particularmente depois que as técnicas convencionais para solução do problema do endividamento externo começaram a mostrar sinais de exaustão.

Surgiu como solução inovadora e alternativa — num contexto que tende a se ampliar — em resposta aos constantes esforços que vêm sendo feitos para reduzir os altos níveis de endividamento externo e as necessidades para atender o serviço da dívida.

Alguns países — tais como Chile, México, Filipinas e, mais recentemente, Argentina — já adotaram programas de conversão de dívida em investimento, porém com diferentes estruturas e formatos, de maneira a atender as necessidades, interesses e características de cada país.

O Brasil ainda está examinando a questão. Em consequência, nesta oportunidade, pretendemos apenas analisar alguns aspectos do problema de forma teórica, embora abordando determinados itens de forma específica e com particularidades próprias do Brasil. Abordaremos também os aspectos positivos e negativos do problema e as maneiras do país devedor beneficiar-se com as conversões (vide Quadro I: Conversões — vantagens/desvantagens).

II) HISTÓRICO

• Relação investimentos estrangeiros/dívida externa, no Brasil

Iniciaremos fazendo uma retrospectiva histórica comparativa entre estoques de investimentos estrangeiros e de dívida externa, verificados no Brasil no período compreendido entre 1968 e 1986 (vide Quadro II: Relação investimentos/dívida).

Em 1968 os investimentos estrangeiros representavam 65% da dívida externa brasileira, chegando a alcançar 68% em 1969. Porém, a partir de 1970, o fluxo de investimentos foi superado pela tomada de recursos sob a forma de empréstimos e financiamentos. Em 1970 essa relação era de 56%, declinando para 26% em 1974. Apresentou ligeiro crescimento entre 1979 e 1981 e caiu a 24% em 1982. Em 1986 a relação estava em 24%. Cabe ressaltar-se que em 1985 e 1986 não houve significativa evolução do endividamento externo porque o Brasil não tomou recursos novos de bancos. Por outro lado, também foi residual o crescimento do investimento nesses anos. As variações verificadas nos estoques da dívida e investimentos em 1985 e 1986 foram devidas mais às flutuações cambiais em relação ao dólar dos EUA do que a outros fatores. Cabe mencionar-se, contudo, que em 1986 houve uma redução atípica do estoque de investimentos devido a maior remessa de lucros e dividendos e retorno de capitais para o exterior, em decorrência da mudança da legislação fiscal americana, principalmente.

Como se verifica, a atual relação no Brasil entre dívida externa e investimento estrangeiro é da ordem de 4:1. Se a relação fosse inversa os problemas do País seriam diferentes. Os investidores também estariam comprometidos com a solução do problema cambial, por exemplo. Precisariam ajudar a promover o equilíbrio do balanço de pagamentos do País aumentando exportações, ampliando investimentos, reinvestindo lucros, financiando importações etc... É uma reflexão que merece ser aprofundada numa outra oportunidade.

• Histórico das conversões no Brasil

O investimento estrangeiro no Brasil era tradicionalmente realizado sob duas formas: com recursos novos em moeda e com bens de capital. No final dos anos 70, as conversões de dívida em investimentos começaram a tornar-se significativas e se acentuaram em 1983, 1984 e 1985, chegando a representar mais da metade do

volume de investimentos realizados durante esses três anos, quando foram convertidos quase US\$ 1,8 bilhão.

Verificamos, assim, que as conversões estão intimamente ligadas com a crise do endividamento externo que se iniciou na segunda metade de 1982, embora também tenha havido influência do crédito financeiro instituído pelo Governo brasileiro com o Decreto-Lei nº 1994, de 29.12.82, incentivando conversão da dívida contraída até 31.12.82. Esse incentivo vigorou até dezembro de 1984.

Todavia, é notório que as conversões se acentuaram após a crise cambial generalizada que ocorreu em fins de 1982, quando cessou o fluxo de empréstimos bancários para os países devedores.

Concomitantemente, formou-se um mercado secundário de troca ("swaps") de títulos de países devedores entre credores e mesmo com instituições não-financeiras.

Em consequência, o componente "conversão" tornou-se significativo na formação do item "investimentos" do balanço de pagamentos brasileiro (vide Quadro III: Investimentos: ingressos e conversões), verificando-se paralelamente, redução no fluxo de ingresso de recursos novos sob a forma de investimentos e de "inter-company-loans".

Dessa forma, houve não somente interrupção do fluxo de empréstimos bancários, mas a substituição do ingresso de recursos novos de fontes não-bancárias por conversão de créditos bancários em investimento. A negociação de títulos brasileiros no mercado secundário por valor inferior ao par (com deságio) bloqueava o ingresso de recursos novos no País, pois os investidores/credores dispunham de alternativa mais vantajosa (mais barata) para aplicar no País.

Assim, o Governo brasileiro decidiu pela adoção, em junho de 1984, de medidas que vedavam as conversões de créditos adquiridos por empresas junto a instituições financeiras do exterior. Foi preservado o esquema de conversão de créditos "inter-company" originais. Esses procedimentos foram divulgados em novembro de 1984, com a edição da Carta-Circular nº 1125.

Algumas operações que estavam em andamento à época da adoção dessas medidas puderam ser registradas (o investimento), pelo valor líquido da cessão dos créditos no exterior (descontado o deságio).

De qualquer forma, não se restabeleceu o fluxo de recursos novos para o Brasil, pois ainda existia a via dos "relendings" e dos "on-lendings" de recursos decorrentes das reestruturações e dos "new money" involuntários.

Atualmente, é possível realizar conversão de créditos bancários apenas em nome dos próprios credores originais e desde que mantidos os recursos no País e a titularidade do investimento pelo prazo de 12 (doze) anos. Mesmo assim, na prática, a conversão só é viável para os depósitos de 1986 existentes no Banco Central e para créditos em ser, devido à existência de tetos para empréstimos dos recursos de 1985 (que devem preceder a conversão) e a não disponibilidade para empréstimos ou conversões dos recursos de 1987. Os créditos "inter-company" originais podem ser livremente convertidos, naturalmente.

Como o Brasil está fazendo reavaliação dos procedimentos vigentes para conversões, é oportuno fazermos algumas considerações sobre o tema.

III) TESE BÁSICA DA CONVERSÃO

Vários países contrairam dívida externa e estão com problemas para atender ao serviço dessa dívida, tornando-a sujeita a reestruturações, interrupções de pagamentos de juros, capitalização de juros, fornecimento de "new money" involuntário etc.

Como os perfis dos investidores e dos credores são diferentes, formou-se um mercado secundário internacional desses títulos.

Por um lado, existem credores dispostos a desfazer-se de seus créditos no mercado secundário com deságios atrativos. E o preço que pagam para saírem do processo.

Por outro lado, existem investidores dispostos a comprar os títulos para convertê-los em investimentos no País devedor, porque o deságio torna mais barato o investimento que seria feito de qualquer forma ou que se tornou interessante fazer a um dispêndio menor.

Pode-se dizer que para os credores também interessa converter os créditos em investimentos próprios e dessa forma recuperar parte do valor do deságio existente no mercado secundário.

A concretização desse fato, porém, requer que a conversão seja autorizada pelo País devedor em condições que permitam a troca de títulos entre credor e investidor e que não eliminem os ganhos extraordinários do investidor decorrentes dos deságios, porque esse é o fator básico do funcionamento do mercado.

Para o País devedor há a vantagem de se livrar de parte de sua problemática dívida externa, com serviço obrigatório definido em contratos, trocando-a por investimentos estrangeiros dependentes de resultados produtivos para o seu serviço, além de alavancar investimentos novos que aumentariam a capacidade produtiva da economia.

Assim, o benefício da sociedade do País devedor seria representado pelos próprios investimentos realizados, estimulado pelo subsídio oferecido pelos credores.

Caberia ao País devedor apenas implementar controles destinados a evitar a utilização do mecanismo para substituição do capital já investido, garantindo uma permanência mínima razoável no País dos recursos convertidos e evitar efeitos monetários (expansão monetária) decorrentes da conversão da dívida do setor público.

1) Bancos credores

As alternativas com que se defrontam os bancos credores atualmente são as seguintes:

a) permanecer com os créditos sujeitos a reestruturação, interrupções de pagamentos de juros, capitalização de juros, fornecimento de "new money" involuntário, etc.; ou

b) vender os títulos no mercado secundário com deságios atrativos. (devido aos fatores mencionados no item anterior); ou

c) converter os créditos em investimentos próprios, recuperando grande parte do valor do deságio existente no mercado secundário.

A conversão em investimentos próprios pelos bancos, todavia, está sujeita a limitações regulamentares dos seus países de origem.

Os bancos americanos podem investir:

a) no setor financeiro; e,

b) em setores não-financeiros até 20% do capital votante da empresa receptora do investimento, desde que o montante dos investimentos dessa natureza não ultrapasse o valor do capital e reservas do banco.

Todavia, os bancos dependem de autorização do Federal Reserve Board (FED) para investimentos de valor superior a US\$ 15 milhões. Essas limitações não são tão restritivas na Europa (com exceção da Inglaterra), Ásia e Japão. Além disso, os "regulators" americanos vêm sendo contatados no sentido de permitirem alguma flexibilização das regras, o que seria benéfico para os bancos.

2) Investidores estrangeiros

Os bancos credores certamente têm interesse em investir nos países devedores para recuperar parte do deságio existente sobre seus ativos, se estiverem comprometidos com o País numa perspectiva de longo prazo.

No entanto, como também existem bancos decididos a desengajarem-se do processo de reestruturação de dívida externa total ou parcialmente, outros investidores em perspectiva são:

a) empresas multinacionais ou empresas que desejem começar ou pretendem expandir operações no País devedor; e,

b) residentes no País devedor que desejem investir em empresas locais.

Existem interessados que, inclusive, dispensam o registro do investimento, pois sua aplicação final não permite ou não oferece possibilidades de retorno do capital ou de remessas de dividendos (instituições filantrópicas, manutenção de embarcações etc.).

3) Receptores dos investimentos

Os receptores dos investimentos são, principalmente, empresas do setor privado, embora parte dos recursos possa ser canalizada para o processo de privatização de empresas do setor público que estiver em curso no País devedor.

4) Mercado secundário de títulos

A remuneração dos títulos não interfere muito no seu preço no mercado secundário. No caso do Brasil tem interferido devido às grandes diferenças de "spread". Os recibos de imposto de renda fazem diferença (ter ou não ter). Os créditos reestruturados têm maior liquidez e valor. O prazo de vencimento não faz diferença. O valor dos títulos brasileiros está oscilando entre 61 e 65% do seu valor de face.

IV) O PAÍS DEVEDOR (BRASIL)

As principais vantagens e desvantagens do processo de conversão de créditos em investimentos para os países devedores estão listadas no Quadro I.

Como as vantagens falam por si mesmas, faz-se a seguir uma análise sumária sobre cada um dos principais aspectos considerados desfavoráveis.

1) Substitui os recursos novos que ingressariam no País devedor em qualquer hipótese

É natural que o investidor procure a via mais econômica e que lhe permita maior retorno nos investimentos. Existindo o mecanismo da conversão ou outras alternativas ("relending/on-lending"), o investidor irá sempre preferi-las.

Porém, é preciso considerar-se que o fluxo de recursos novos já pode ter sido interrompido com a expectativa de adoção de algum programa de conversão. Nesse caso, é preferível que o País devedor declare que não fará programa de conversão e não permita a utilização dos mecanismos alternativos de "relending/on-lending". Restabelecer-se-ia, assim, o fluxo de recursos novos de investimentos e de créditos "inter-company".

Por outro lado, o programa de conversão poderia estimular investimentos em nível bastante superior ao que seria feito às taxas normais de renda proporcionadas por investimentos tradicionais. E se fosse acoplado dinheiro novo às conversões, haveria também efetivo ingresso de recursos novos.

2) Desnacionalização da economia, por tornar o investimento estrangeiro favorecido por uma taxa de câmbio especial

Isso pode ser evitado com o seguinte:

a) permitindo aplicações apenas para investimentos novos e aplicações em bolsas de valores (restritas a novas emissoras); e

b) conversão com automático cancelamento do registro dos créditos (e sem direito a registro dos investimentos).

A fixação de tetos para as conversões e o direcionamento das aplicações seriam outros fatores impeditivos.

Além disso, no caso brasileiro, existem proteções legais específicas para determinados setores (petróleo, informática, etc.).

3) O país devedor não se beneficia com o deságio da dívida existente no exterior

O país devedor pode absorver os deságios dos seus títulos, juntamente com as conversões, das seguintes formas:

a) direta: reduzindo passivos financeiros externos e/ou aumentando reservas internacionais;

b) indireta: incentivando investimentos de interesse do País.

A proporção entre as formas direta e indireta poderia ser decidida em leilões.

A absorção integral do deságio pelo País devedor somente seria possível se o País dispusesse de reservas internacionais suficientes para realizar ele mesmo a compra de sua dívida externa.

Aliás, o interesse pela conversão somente existe porque há ganho para o investidor.