

Aspectos jurídicos da conversão da dívida externa

ARNOLD WALD

1. É incontestável que a conversão da dívida externa em capital de risco pode constituir um dos fatores importantes para restabelecer o equilíbrio da nossa economia, como tem sido reconhecido pelas mais altas autoridades do País, inserindo-se, necessariamente, em qualquer projeto de negociação da dívida externa, sem prejuízo de outras fórmulas complementares.

2. As experiências realizadas, no passado, foram casuísticas e relativamente tímidas, não oferecendo um quadro jurídico geral próprio e eficaz para atender os investidores. Justifica-se, assim, que, após a decisão de instituir a moratória, sejam concebidos instrumentos criativos para a transformação da dívida em investimentos.

3. Em tese, a conversão, constituindo uma forma de refinanciamento sem desembolso, atende aos interesses do nosso país, pois diminui a dívida externa e é aceitável para a maioria dos nossos credores, que assim transformam créditos considerados de longa recuperação em ativos reais (ações de empresas em funcionamento), além de resolver problemas formais, como os decorrentes do não recebimento dos juros que, em determinadas legislações, importa em sérias repercussões no balanço dos bancos, que fizeram empréstimos ao Brasil.

4. As normas que foram estabelecidas para o encaminhamento de recursos para a bolsa, por intermédio das sociedades de investimentos criadas especialmente para este fim, não deram todos os resultados esperados e a atual experiência dos fundos brasileiros no Exterior parece alcançar dimensões modestas, embora sendo altamente relevante pelo seu efeito de demonstração, pois restabelece a credibilidade econômica do País.

5. Os recentes estudos da CVM abrem, assim, importantes canais entre o nosso mercado de capitais e o de outros países e, especialmente, o dos Estados Unidos. As experiências ora em vias de realização poderão ser repetidas no Japão e na Europa, atendendo-se à crescente internacionalização do mercado de títulos.

6. Por outro lado, o recente pronunciamento do presidente da República no sentido de consagrar uma nova política industrial, com liberdade de aplicação do capital estrangeiro no País, dentro dos limites fixados em lei e desde que não subsidiado, representa importante contribuição para a redefinição da nossa posição no plano internacional e até para a solução do problema da dívida externa.

7. No mundo da crescente interdependência entre as nações, no qual a maior potência industrial — os Estados Unidos — necessita do apoio dos demais países ricos, para manter a estabilidade monetária, não é mais possível estabelecer uma política autárquica de economia fechada. Assim sendo, a "abertura dos portos" decidida pelo governo brasileiro, que preserva os nossos interesses e a segurança nacional, abre perspectivas para uma nova fase de desenvolvimento do País, ensejando a viabilidade de investimentos estrangeiros, com a conversão parcial da dívida externa em capital de risco, sob a forma de *joint-ventures*.

8. As manifestações do empresário e da imprensa confirmam o interesse despertado pela posição clara e inequívoca assumida pelo chefe de Estado em matéria que estava sendo objeto de decisões casuísticas, abrindo-se, assim, agora, um novo leque de alternativas para a negocia-

ção internacional, que o Brasil vai reiniciar com os seus credores e com os próprios governos estrangeiros.

9. A conversão da dívida externa, ou de parte substancial da mesma, vai permitir que a transformemos em capital de risco, encontrando fórmulas criativas e adequadas para que o investimento permaneça no País e seja compensado pelos dividendos correspondentes aos lucros realizados, em vez de receber os juros do empréstimo.

10. Embora algumas operações isoladas tenham sido realizadas, a conversão da dívida não chegou a ser institucionalizada, no Brasil, ao contrário do que ocorreu no México, por exemplo, onde se multiplicaram rapidamente as transformações de empréstimos em investimentos, ensejando, outrossim, a criação das plataformas de exportação às quais aludiu o presidente da República. Também não alcançamos os altos percentuais de conversão que foram obtidos no Chile, num sistema de completa liberdade de transformação da dívida em capital de risco.

11. Assumem também relevância, neste contexto, as manifestações recentes do primeiro-ministro espanhol, em visita ao Brasil, que, embora de formação socialista, reconheceu que o capital estrangeiro "oxigena a economia do país" e se interessou pela conversão dos créditos dos bancos espanhóis em investimentos.

12. Finalmente, o Ministro da Fazenda já admitiu a importância da conversão como meio de reabrir o diálogo com os nossos credores, evitando assim a necessidade de pedir novos empréstimos.

13. Dois argumentos têm sido suscitados, sem maiores fundamentos, contra a capitalização da dívida externa, o primeiro alegando que se trata de um fator inflacionário e o segundo nele vislumbrando um risco de desnacionalização das empresas brasileiras. (*Gazeta Mercantil* de 27 e 28.6.1987).

14. Quanto ao primeiro aspecto, cabe salientar, inicialmente, que a emissão de cruzados correspondente aos valores em moeda estrangeira depositados em nosso país deve ocorrer, tanto no caso de transformação da dívida em investimento, como na própria hipótese de dinheiro novo (*new money*), que venha a ingressar no País. Por outro lado, a conversão deverá obedecer a uma programação racional resultante da sua própria natureza. Efetivamente, a cronologia dos investimentos é tanto do interesse do investidor, quanto das empresas nacionais beneficiárias e do próprio governo. Assim sendo caberá, tão-somente, às autoridades compatibilizar as conversões — como também o eventual ingresso de dinheiro novo — com a política monetária, o que não apresenta maiores dificuldades em comparação às já existentes no contexto em que vivemos.

15. No tocante à desnacionalização dos setores básicos da economia brasileira, não deverá ocorrer, especialmente dentro dos limites em que sejam criadas condições adequadas para a conversão da dívida, ensejando uma sistemática própria, que se impõe no caso.

16. Na realidade, a conversão pode ser realizada de três formas distintas: a) em empresas já existentes ou que venham a ser criadas no País e que sejam controladas por estrangeiros; b) mediante a utilização de fundos ou sociedades de investimentos que adquiram ações diversificadas em Bolsa; c) em empresas brasileiras sob a forma de *joint-ventures*, na qual o comando se mantenha nacional e o capital estrangeiro participe, mediante a subscrição de ações preferenciais, sem direito de voto, defi-

nindo-se em acordo de acionistas o modo de convivência das partes.

17. Na conversão direta, não há desnacionalização dentro dos limites em que se aumenta o capital de uma empresa que já é estrangeira. No caso de sociedades ou fundos de investimentos, os princípios da diversificação também não ensejam um risco de desnacionalização, já existindo legislação e regulamentação especiais sobre a matéria, que estão sendo aprimoradas.

18. O que parece mais importante, como frente nova de desenvolvimento a ser criada, dentro do espírito do discurso do presidente da República, é a terceira forma, ou seja, a *joint-venture* sob forma societária, na qual a empresa nacional absorve o capital estrangeiro, para alcançar novas dimensões e poder atender aos desafios econômicos internos e internacionais, até mesmo para fins de exportação. A desnacionalização se evita, em tais hipóteses, mediante a criação de um regime legal próprio, que deve ser aplicado a essas empresas binacionais.

19. Em todos os países que pretendam internacionalizar uma parte de sua economia, inclusive recentemente, na Inglaterra, que organizou o maior mercado internacional de ações, surgiram legislações específicas para que a liberdade assegurada ao capital estrangeiro se compatibilizasse com a legislação local, ensinando técnicas e instrumentos adequados para que os princípios enunciados no plano da política industrial não ficassem perdidos no plano meramente programático, sem resultados práticos.

20. Como, em geral, a legislação e regulamentação internas não contém previsão adequada para as empresas binacionais, torna-se necessária a elaboração de uma sistemática jurídica própria que, sem alterar o regime do capital estrangeiro, nem conceder-lhe subsídios ou incentivos, regularmente a sua atuação no plano interno. Do mesmo modo que institucionalizamos um sistema legislativo e regulamentar próprio para as empresas criadas na área da Sudene e que demos um enquadramento próprio à binacional Itaipu, cabe estabelecer uma formulação jurídica adequada para as companhias nas quais a participação estrangeira for decorrente da conversão da dívida. No fundo, trata-se de adaptar ao capital de risco normas de repasse já existentes no tocante à utilização no País dos empréstimos externos.

21. Efetivamente, a legislação própria sobre empréstimos e financiamentos garante, atualmente, a correção cambial aos credores externos, mesmo no caso de repasse interno dos seus créditos, de tal modo que o usuário final dos mesmos deverá fazer o pagamento do débito em moeda estrangeira. Por outro lado, o regime tributário também incentiva os estrangeiros a manter o seu capital sob a forma de empréstimo, em vez de participação acionária. Trata-se de velhos preconceitos da nossa legislação, que sempre beneficiou o credor, em detrimento do acionista mesmo no plano interno, impondo-se, agora, a equiparação das duas situações.

22. Existe atualmente um hiato entre a nossa legislação sobre o regime do capital estrangeiro e as normas societárias e fiscais que não cuidam da situação especial do acionista estrangeiro, cujo investimento decorreu de conversão e que se coloca num plano intermediário entre a participação acionária pura e o empréstimo, tanto mais que deve permanecer, durante longo tempo, no País, a fim de ser mantido o equilíbrio do nosso balanço de pagamentos.

23. Na realidade, o banqueiro estrangeiro que se transforma em investidor, de modo transitório ou permanente, necessita basicamente de uma garantia de correção cambial e da não tributação dos seus efeitos. A grande vantagem dos empréstimos sobre as participações acionárias, que existe neste momento, é a garantia da manutenção do valor da moeda estrangeira, mesmo quando os créditos externos são repassados ou transformados em operações internas, na forma da Resolução nº 63 e da legislação subsequente. O conceito de repasse e a caracterização das operações financeiras internacionais por acessoriedade (operações internas decorrentes de repasse de empréstimos externos) fizeram com que o legislador e os tribunais abandonassem as formulações meramente jurídicas, para dar tratamento próprio aos recursos oriundos do Exterior, quando repassados no País, independentemente do tipo de operação com eles realizada no Brasil. Foi assim, por exemplo, que se admitiu a utilização dos recursos externos em operações internas de arrendamento mercantil com correção cambial. (1)

24. Por outro lado, os imperativos econômicos levaram a administração a admitir, em determinados casos, operações mistas ou bifaces, envolvendo elementos do financiamento e da venda, como ocorreu no caso de *sale and sale back* da Coquearia e do pó de carvão de Tubarão, numa operação que foi considerada como compra e promessa de venda pelos financiadores japoneses e como contrato financeiro de empréstimo pela empresa brasileira. (2)

25. Acresce que, atualmente, as técnicas mais recentes estão multiplicando as operações híbridas, que aproximam o financiamento da participação acionária, tais como as debêntures conversíveis em ações ou com participação nos lucros e as ações conversíveis em debêntures.

26. A atual dificuldade encontrada para adaptar o direito à crise decorrente das dimensões da dívida externa consiste na necessidade de aplicar aos investimentos a serem feitos em nosso país, pelos banqueiros estrangeiros, princípios análogos aos vigentes em matéria de empréstimo e financiamento. Não se trata de uma pretensão absurda, pois o investidor tem o seu capital estrangeiro devidamente registrado no Banco Central, na sua moeda de origem, na forma da Lei nº 4.131 e é normal que ele não pretenda correr, nas operações de investimento em capital, o risco cambial, limitando-se a aceitar os riscos negociais.

27. Acresce que o Banco Central considera os investimentos decorrentes de conversão como verdadeiras situações híbridas, tanto assim que não permite a saída do capital de risco durante o período em que o empréstimo deveria ter sido mantido no país. Há, pois, no caso, uma simbiose de empréstimo e de investimento, que não se pode desconhecer e que constitui um dos frutos do chamado "direito da crise".

28. O descompasso entre o direito e a economia fez com que não se estendessem, inicialmente, no plano jurídico, aos investimentos, as normas já existentes em relação aos empréstimos e consistentes com a própria sistemática do registro de capital estrangeiro, que assegura ao credor ou investidor a atualização do seu crédito ou investimento e a consequente possibilidade de remessa com a correção cambial. Essa extensão é, aliás, coerente com a Lei nº 4.131 e dela devia necessariamente decorrer.

29. Sendo a correção cambial um elemento útil e necessário para que o

banqueiro estrangeiro possa transformar o seu crédito em investimento, as medidas a serem tomadas no plano legislativo — e até por decreto-lei — seriam no sentido de se criar um regime jurídico próprio para as empresas que contassem com investimentos estrangeiros decorrentes da conversão, do mesmo modo que as estabeleceu uma sistemática especial para as empresas que gozam dos incentivos fiscais. Deve haver uma decisão política prévia, que cabe ao governo, de generalizar este regime para todas as hipóteses ou de só admiti-lo, caso a caso, ou de acordo com determinadas normas ou salvaguardas da economia nacional previamente estabelecidas.

30. O primeiro princípio seria a admissão de fixação de dividendo que representasse um percentual sobre o valor corrigido do investimento estrangeiro, de acordo com o que constasse nos registros do Banco Central. Assim, por exemplo, permitindo a lei, sem exacerbação de caráter fiscal, que o investidor possa transferir anualmente, para o seu país de origem, 12% do valor do investimento, admitir-se-ia que os estatutos da sociedade pudessem garantir, aos seus acionistas preferenciais estrangeiros, um dividendo de 12% do respectivo investimento atualizado de acordo com a variação da moeda em que foi feito. Tal regime poderia ser aplicado a ações de tipo especial, que seriam as ações decorrentes da conversão e que estariam — como, aliás, já estão — sujeitas a um regime especial no tocante à sua alienação e à repatriação do capital por elas representado.

31. Por outro lado, para fins fiscais, as ações decorrentes de conversão poderiam ser avaliadas em todas as operações, de acordo com o valor registrado no Banco Central, ou seja, considerando-se a correção cambial como fiscalmente neutra, em virtude da própria natureza da operação, não sendo tributada a eventual diferença entre a correção cambial e a correção monetária.

32. Essas medidas facilitariam, sobremaneira, a conversão da dívida, cabendo salientar que os benefícios fiscais já foram utilizados no passado, para este fim. Em relação à Receita Federal, não haveria prejuízo, pois, atualmente, a tributação não alcança o banqueiro estrangeiro que recebe o principal corrigido cambialmente no caso dos empréstimos internacionais e de seus repasses internos.

33. Mesmo prevendo que, em alguns casos, viessem a haver promessas futuras de recompra das ações decorrentes da conversão, assim mesmo o efeito sobre a dívida externa seria imediato e criar-se-ia um novo movimento de inversão de capitais estrangeiros em nosso país, numa base negociada, quando nos últimos anos se verificou um valor de repatriamento superior ao dos ingressos de recursos externos. Haveria, assim, no setor, uma verdadeira "reversão de expectativas".

34. Em alguns países a legislação dificulta a conversão dos créditos dos bancos credores, mas, em tais casos, seria possível a constituição, pelos mesmos, de empresas especializadas para este fim, como parece que já estão sendo criadas, pelos bancos japoneses, ou outros mecanismos análogos, e haveria até como cogitar de negociação diplomática internacional, para facilitar a obtenção de soluções adequadas durante o período de transição que estamos atravessando. Nos Estados Unidos, as instituições financeiras que não são consideradas como bancos comerciais podem realizar a conversão que só é vedada aos bancos de depó-

sito. A solução atualmente dada consiste na transferência dos ativos (créditos a serem convertidos) dos bancos comerciais para outras instituições financeiras do mesmo grupo. Por outro lado, a própria linha de demarcação entre os bancos comerciais e as demais instituições financeiras está se tornando mais fluida nos Estados Unidos e existe tendência da Federal Reserve de assemelhar os regimes jurídicos de ambos.

35. A nova legislação específica para as empresas binacionais, da qual cogitamos, poderá ser permanente ou ter um caráter emergente, justificando-se que seja, inicialmente, fixado um prazo para a sua vigência, como por exemplo vinte anos, período que corresponde aos prazos almejados na reestruturação da dívida.

36. Descendo a maiores minúcias, as ações preferenciais decorrentes de conversão, não deveriam estar sujeitas a algumas das regras da lei societária, devendo ser fixada uma proporção maior do que a atualmente vigente entre as ações ordinárias e preferenciais sem voto, além de serem eventualmente afastadas as normas que concedem o direito e voto aos acionistas preferenciais em certas situações, como o não pagamento dos dividendos durante três anos. Pensamos que, em vez da atual norma que admite o dobro de ações preferenciais em relação às ordinárias, poderiam, no caso de conversão, as preferenciais representar 80% do capital social e as ordinárias 20% do mesmo.

37. Na realidade, há uma sistemática jurídica nova a ser criada para permitir que a conversão seja uma escolha racional, pois a legislação vigente está a privilegiar nos aspectos acima referidos (correção cambial e respectivo regime tributário) os empréstimos em relação ao capital de risco, quando o País precisa é do investimento que cria a riqueza, aumenta a produção e multiplica os empregos e complementa e incentiva o comércio internacional.

38. A conversão se reveste da maior importância para alguns setores de atividades como, por exemplo, as concessões de obras públicas, que acabam de merecer do Governo uma nova regulamentação (3) que permite a sua utilização em grande escala, superando as dificuldades decorrentes da legislação anterior. Trata-se, na realidade, da realização, por particulares, de verdadeiros serviços públicos, que poderão contar com a utilização de capitais estrangeiros, sendo, todavia, a construção das obras e a manutenção dos serviços da responsabilidade exclusiva de empresas nacionais.

39. No plano da privatização, essas novas formas de colaboração, entre o Estado e os particulares, aumentam a eficiência dos serviços públicos e garantem custos operacionais menores, fortalecendo, outrossim, a iniciativa privada nacional. A utilização de recursos externos para a construção de obra, no sistema de concessão, tem a vantagem de não ser inflacionária, pois garante, no futuro, a remuneração do capital estrangeiro pelos próprios usuários dos serviços, criando uma situação de autofinanciamento que não afeta o "déficit público".

40. Por outro lado, a realização das obras tem efeito multiplicador sobre a produção nacional, permitindo, outrossim, ultrapassar as dificuldades decorrentes de certos gargalos de estrangulamento da economia nacional.