
AO COM MARTELA

A CONVERSÃO DE DÍVIDA EM INVESTIMENTO E AS NOVAS FORMAS DE FINANCIAMENTO EXTERNO

Monica Baer

Este trabalho é fruto das discussões no Grupo de Análise de Conjuntura do CEBRAP, integrado por Lídia Goldenstein, Maria Carolina Leme, Monica Baer, Plínio Sampaio Jr. e Rui Afonso. A responsabilidade pelas opiniões e conclusões expressas no artigo é, no entanto, totalmente da autora. Este texto foi realizado em junho de 1987, e portanto somente considera os dados e fatos disponíveis até aquela data.

1 Para maiores detalhes, ver CEBRAP "Informe Semanal", n.º 130,25.05.87, mimeo.

Há alguns meses a conversão de créditos da dívida externa começou a ser debatida no Brasil. O tema ganhou maior relevância com a política deliberada de formação de reservas por parte dos principais bancos norte-americanos, liderada pelo CITICORP¹, e a expectativa em torno da nova proposta de renegociação da dívida externa preparada pelo ministro Luiz Carlos Bresser Pereira, que, como foi divulgado, deverá basear-se em um *menu* de alternativas.

Antes de mais nada, cabe *definir* os aspectos que estão em discussão, já que no debate eles têm se confundido. Do lado das obrigações a serem convertidas, há duas situações básicas: (a) *conversão de dívida externa já contraída*. Neste caso, cabe ainda destacar a diferença de dois tipos de crédito. O caso mais comum se refere a um crédito junto a terceiros, geralmente uma instituição financeira. O outro diz respeito a créditos contraídos junto a empresas coligadas, isto é, um co-proprietário da pessoa jurídica devedora brasileira; (b) *conversão de obrigações com juros que estão por vencer*, o que significa, na realidade, alguma forma de capitalização de juros.

Com relação aos *ativos resultantes* da conversão, também se apresentam várias alternativas: (a) investimentos diretos por empresas estrangeiras individualmente, ou atra-

PRER DO O

vés de companhias de investimento; (b) aplicações em bolsas de valores, através de fundos de investimento, organizados sob a forma de condomínio fechado², ou de fundos semelhantes ao apontado no Decreto-Lei nº 1.401³; (c) novos tipos de títulos brasileiros negociáveis no mercado internacional de capitais⁴.

Estes mesmos tipos de ativos estão em discussão não só na conversão do estoque da dívida já existente, mas também como forma de captar *novos recursos* no mercado financeiro internacional. Por exemplo, o lançamento do *Fundo-Brasil* no final de junho passado refere-se a um fundo de investimento para aplicação de *recursos novos* nas bolsas de valores brasileiras e não abarca qualquer tipo de conversão de dívida para reinvestimento no mercado acionário.

No Brasil, através da Carta Circular nº 1.125 do Banco Central, de 9.11.84, proibiu-se qualquer conversão de dívida externa junto a terceiros. Ou seja, até o momento (junho/1987), o único mecanismo de conversão de dívida existente no país refere-se a conversões de créditos diretos interempresas ou de bancos que passam a ser acionistas. Todo o debate hoje gira exatamente em torno da proposta de ampliar o esquema de conversão.

2 Trata-se de fundos organizados como condomínio fechado, com cotas negociáveis, mas não resgatáveis, seguindo a experiência mexicana e coreana.

3 Seriam carteiras de títulos e valores mobiliários mantidos no país por entidade de investimento coletivo estrangeira. AN-BID, *Carta Econômica*, ano V, set. 1986.

4 Ver E. Bacha e A. Stepan. Decisão do Citi abre novas possibilidades de negociar a dívida. Em *Economia em Perspectiva*, nº 36, jun.1987 CORE - CON-SP

5 Ver SEP-SP, Análise de conjuntura econômica, mar. abr. 1987, item 7.3.

A análise dos prós e contras dos diferentes esquemas específicos de conversão deve ser feita no marco mais amplo do padrão de desenvolvimento da economia brasileira e sua inserção na economia internacional. Neste sentido, cabe destacar três aspectos básicos. Em primeiro lugar, há mudanças significativas no mercado financeiro internacional. Como tentamos mostrar em uma análise detalhada sobre o impasse no qual se encontra o atual processo de renegociação da dívida externa, tudo indica que estamos diante de um *turning-point* no tratamento deste problema⁵. É cada vez mais evidente que a dívida não só será incobrável, como seu serviço tampouco será cumprido integralmente. O mercado secundário já sinaliza a desvalorização dos ativos correspondentes ao estoque da dívida dos países em desenvolvimento. O que está em questão é quem se beneficiará desta desvalorização.

Ao mesmo tempo, a partir da crise de 1982, tornou-se claro que as prioridades dos fluxos de capitais voltaram-se para os países industrializados, especialmente para os EUA. Todos os novos recursos que vieram para a maioria dos países endividados desde então foram empréstimos "não-voluntários", isto é, só foram concedidos para que os países pagassem os juros e desta maneira evitassem perdas imediatas para os bancos. Isso significa que as dificuldades para obtenção de *fresh money* aumentaram e tudo indica que os países em desenvolvimento não terão acesso fácil aos recursos dos bancos privados internacionais.

6 Bank for International Settlements (BIS). *Recent Innovations in International Banking*, abril 1986.

Além disso, também cabe destacar que o mercado financeiro internacional nos últimos anos desenvolveu novos mecanismos de financiamento, que passaram a liderar a expansão dos fluxos de capitais⁶. Esse processo está transformando o modo de operar neste mercado e sem dúvida terá impacto sobre a captação de recursos externos de países endividados. Esta captação dificilmente se dará através de empréstimos, devendo concentrar-se mais em títulos.

7 Para uma discussão mais detalhada sobre este aspecto, ver L.C. Mendonça de Barros, A. Kandir e M. Baer. A redução necessária das transferências de recursos ao exterior: introdução à polêmica e agenda para discussão de uma política de sustentação do crescimento. Mimeo, outubro, 1985.

O segundo aspecto diz respeito à escassez de divisas. Esta continua sendo um obstáculo fundamental à sustentação do crescimento, fazendo-se, portanto, necessária a redução das transferências para o exterior⁷. Todas as avaliações tendem a enfatizar que a conversão de dívida em investimento estrangeiro é restrita em termos de volume de recursos, porque as oportunidades de investimento para o capital estrangeiro na grande maioria dos países subdesenvolvidos são restritas e/ou porque o país só deve absorver uma parte limitada destes investimentos para não perder o controle de seus setores estratégicos. Portanto, o processo de conversão em investimento é somente um *alívio marginal* à restrição externa que representa o atual estoque de dívida acumulado⁸. É importante, no entanto, que se avalie a contribuição marginal que aquele processo possa dar ao país diante das mudanças em andamento no sistema financeiro internacional.

8 R.S. Weinert. Swapping Third World Debt, em *Foreign Policy*, nº 65, winter 1986-1987.

Por último, é imprescindível que a avaliação do processo de conversão de dívida em investimento não seja feita somente em termos de sua contribuição mais imediata (entrada de divisas para fechar o balanço de pagamentos), mas também de suas repercussões de médio e longo prazos em termos de padrão de desenvolvimento e gestão da política econômica⁹.

9R. French-Davis, Debt equity conversion: a view from the LDCs, em *The CTC Reporter*, abr. 1987.

A partir destas considerações, que, apesar de genéricas, são fundamentais, pode-se analisar os aspectos específicos em discussão nas diferentes alternativas de conversão propostas no caso do Brasil.

Conversão ou captação de recursos novos para investimento na bolsa de valores

A contribuição que o capital estrangeiro poderia dar, em termos de divisas, para aliviar a restrição do balanço de pagamentos é insignificante, pois a bolsa de valores do

país não comporta um acréscimo significativo de recursos. Assim, esta entrada no mercado acionário deveria estar associada a uma política de ampliação da colocação de títulos primários, o que corresponderia a uma perspectiva de alongamento do horizonte de planejamento e investimento. Em outras palavras, na medida em que os investimentos produtivos, públicos e privados, fossem retomados, seria possível avaliar a contribuição que o capital estrangeiro, canalizado através da bolsa, poderia dar para consolidá-la como uma importante fonte de financiamento de longo prazo.

No atual momento, não se vislumbram sinais de retomada dos investimentos. Nestas circunstâncias, abrir a bolsa de valores à entrada de capital estrangeiro significaria nada mais que acirrar a dinâmica especulativa desse mercado, havendo o risco de desencadear um movimento de ruptura, com efeitos perversos sobre a estrutura produtiva.

Conversão de dívida interempresas em investimento

Como foi indicado anteriormente, esse mecanismo continuou sendo permitido após novembro de 1984, através da Carta Circular nº 1.125 do Banco Central, que autoriza a conversão caso a caso. A atual lei, embora restrinja a conversão a acionistas da empresa endividada, e com isso limite o acesso a este tipo de operações, não protege o país da venda de patrimônio com desconto. Qualquer acionista estrangeiro de uma empresa no Brasil pode, no mercado secundário, comprar um financiamento de seu credor no exterior com deságio, e convertê-lo em capital.

A existência deste mecanismo de conversão também tende a desincentivar a entrada de investimento direto novo em grandes volumes. Como a empresa estrangeira pode, uma vez acionista, converter créditos com desconto, ela tende a trazer o mínimo de capital original sob a forma de investimento direto novo. Uma vez instalada, assume créditos de terceiros com deságio e os converte. Os dados da tabela 1 mostram como nos últimos anos, mesmo depois de 1984, a maior parte do investimento direto é resultante de conversões. Dado o significativo deságio que o mercado secundário sinaliza em relação aos créditos brasileiros (30%-3 5%), é possível que o processo de conversão por esta via se acelere.

Embora este tipo de conversão possa ser positivo do ponto de vista do saneamento financeiro de algumas empresas, pois melhora sua posição patrimonial, do ponto de vista macroeconômico tende a desembocar na venda barata de empresas brasileiras em setores estratégicos e/ou altamente rentáveis, sem necessariamente garantir ampliação e/ou modernização do parque produtivo. Além disso, neste tipo de conversão, não há nenhum aporte de recursos novos, e, portanto, do ponto de vista do balanço de pagamentos, não traz nenhuma vantagem.

Conversão de dívida junto a instituições financeiras em investimento direto

Este, sem dúvida, é o caso mais polêmico, porque, se a conversão for realizada estritamente nos termos das condições de mercado, não traz vantagem alguma para o país. Em primeiro lugar, não há aporte de recursos, dado que simplesmente se troca o registro de uma dívida pelo registro de investimento direto. O efeito global, no entanto, pode ser até pior. Como existe a possibilidade de conversão de dívida em investimento com o desconto sinalizado pelo mercado, investimentos estrangeiros que viriam de qualquer maneira serão aplicados na conversão. Ou seja, existe o risco de um efeito de substituição de investimento normal por investimento via conversão, que em termos globais

reduz o aporte de recursos para o país. Para verificar se, em termos de imediata disponibilidade líquida de divisas, é mais vantajoso o esquema de conversão, seria necessário comparar o investimento estrangeiro potencial normal com a redução no serviço da dívida, basicamente pagamento de juros, resultante da conversão¹⁰.

10 E. Lahera. La conversión de la deuda externa de América Latina. Solución de que problema? SELA, mimeo, 1987.

Em segundo lugar, na operação de conversão se está realizando o pagamento antecipado de uma dívida no seu valor integral, quando no mercado financeiro internacional já se dá por certa uma desvalorização real deste ativo.

E, por último, também é duvidoso que a remessa de lucros e dividendos do investimento resultante da conversão seja menos onerosa para o país que o pagamento dos juros sobre a dívida original. "Na medida em que os preços de compra dos ativos correspondem aos de uma fase recessiva, em que estão mais desvalorizados e, portanto, apresentam a melhor oportunidade de investimento, é perfeitamente possível que a taxa de retorno do capital investido via conversão possa chegar a ser superior às taxas de juros no médio prazo"¹¹. Ou seja, talvez haja vantagens em termos do *timing* da remessa dos lucros versus o do pagamento dos juros, que, entretanto, não se apresenta em termos do volume de recursos a ser remetido ao exterior.

11 R. French-Davis, citado por E. Lahera, 1987.

Tudo isso indica que no esquema convencional de conversão a vantagem criada pela desvalorização do estoque da dívida externa no mercado secundário fica totalmente nas mãos dos investidores estrangeiros que comprarem o ativo com desconto. Isso significa, em outros termos, liquidar parte da dívida externa — ao convertê-la pelo seu valor de face — através da venda de patrimônio do país com desconto.

Portanto, qualquer estratégia que pretenda viabilizar operações de conversão de dívida em investimento deve ter como objetivo básico maximizar para o país as vantagens criadas pela desvalorização real do estoque da dívida externa. Neste sentido, as exigências feitas aos investimentos resultantes desta operação devem ser diretamente proporcionais ao interesse do capital estrangeiro e inversamente proporcionais às prioridades do país. Em outras palavras, se o investidor estrangeiro demonstrar grande interesse num determinado empreendimento, devem-se aumentar as exigências para maximizar as vantagens para o país. Por outro lado, se o país quiser atrair capital para determinada área, deve reduzir suas exigências para que isso aconteça.

Entre os tipos de exigências *ou condições* complementares à conversão de dívida em investimento podem ser ressaltadas as seguintes: a) Definição das situações em que o investimento pode ser utilizado para a absorção de empresas já existentes e em quais deve corresponder a investimentos novos para ampliar a capacidade produtiva e/ou financeira interna do país. b) Partilha do lucro do deságio entre o país devedor e o investidor. Caso a operação não seja prioritária para o país, o registro do investimento direto deve ser feito no valor de mercado do título da dívida, isto é, considerando integralmente o deságio. c) Obrigações de aporte de dinheiro novo. Na medida em que o investidor estrangeiro mostrar grande interesse em alguma área, pode-se exigir-lhe que complemente a conversão com aporte de recursos novos, em igual proporção ao montante da dívida convertida, d) Critérios diferenciados de remessa de lucros e repatriação de capital, e) Compromissos de desenvolvimento tecnológico, até de pesquisa e desenvolvimento no país¹². Este aspecto, apesar de relevante, é pouco discutido. Diante das mudanças tecnológicas em andamento, é extremamente importante que se defina o tipo de aporte que o capital estrangeiro pode e deve ter para que o país não só obtenha acesso a esta tecnologia, mas também absorva conhecimentos básicos de pesquisa pura e aplicada que aumentem o seu nível de capacitação tecnológica, nas mais diferentes instâncias (empresas, universidades, centros de pesquisa e treinamento), f) Critérios de associação com capitais nacionais, privados e/ou estatais. A inserção da economia brasileira na economia internacional é um fato e cumpre definir o espaço do capital estrangeiro no país em função de três aspectos básicos: em primeiro lugar, o reordenamento da economia internacional devido à crise, para que o Brasil alcance uma inserção dinâmica neste processo;

12 Sugestão de Mário Amato, presidente da FIESP, em seminário no Rio de Janeiro sobre conversão de dívida em investimento direto (1986).

em segundo, garantir o máximo de autonomia para a definição da gestão da política econômica; e, por último, adequar a competência entre os diferentes capitais para melhorar, antes de mais nada, sua eficiência no âmbito da economia brasileira, o que também terá resultados positivos em termos de sua competitividade a nível internacional, g) Compromissos de *performance* de exportação e de substituição de importações. Na medida em que se aprofunda a inserção da economia brasileira no contexto internacional, é extremamente importante que o capital estrangeiro que opera aqui não venha só aproveitar-se do mercado interno e ainda tirar vantagem da proteção que o país oferece. Neste sentido, devem ser cada vez maiores as exigências de produzir também para o mercado externo e de internalizar processos tecnológicos que contribuam para diversificar a estrutura produtiva.

Em suma, a conversão de dívida externa em investimento nos termos convencionais, no atual contexto internacional, é extremamente negativa para o país. Este esquema só pode significar alguma vantagem se ele for complementado com exigências aos investidores e reavaliado no marco mais amplo da estratégia de desenvolvimento do país, o que supõe uma definição clara em torno da política industrial e tecnológica e do papel do capital estrangeiro neste contexto. Isso também exige uma definição a respeito do padrão de financiamento de médio e longo prazos para avaliar o significado de uma eventual participação de investimentos estrangeiros no setor financeiro.

Conversão de juros vincendos em investimento direto e exit-bonds

Do ponto de vista do caixa do governo, a conversão de juros é, sem dúvida, a alternativa mais interessante, já que reduziria a saída de divisas. No entanto, tal como no caso anterior, dado o deságio no mercado secundário, a permissão deste tipo de operação teria um efeito de substituição total sobre operações de investimento direto normais. Para evitar isso, deve-se dar um tratamento mais exigente a este tipo de operação em termos de remessa de dividendos (prazo e valor) e repatriamento do principal, para compensar a vantagem do deságio.

Para adequar este tipo de conversão ao atual funcionamento do mercado financeiro internacional, considera-se a possibilidade de realizá-la através do lançamento de títulos — *bonds* que rendam juros ao nível da *libor*, capitalizados a cada seis meses. Estes títulos, denominados em moeda estrangeira, só poderiam ser resgatados através de um certificado de investimento direto. Este certificado, tal como na conversão da dívida, deveria ser complementado por regras que determinassem as prioridades do país em matéria de investimento estrangeiro.

Neste caso, ao contrário da conversão de dívida, os bancos não só não mostram interesse, como alegam dificuldades contábeis e de imagem junto a seus depositantes e acionistas. Na realidade, a conversão de juros não "limpa" seus ativos, que é o principal interesse dos bancos estrangeiros no atual momento. No entanto, na medida em que o país não tiver condições de pagar os juros, é possível que bancos internacionais aceitem esta alternativa como *second best*, já que a revenda dos *bonds* lhes permitiria recuperar pelo menos parte de suas receitas perdidas com a suspensão do pagamento dos juros.

Outra conversão em discussão é aquela que visa dar saída aos pequenos bancos, que tendem a emperrar as negociações com os credores externos. Estima-se que, no caso do Brasil, convertendo em torno de 1,2 bilhão de dólares da dívida, seria possível tirar quatrocentos pequenos bancos do caminho.

Neste caso, tratar-se-ia de converter um montante da dívida, até um certo limite previamente especificado (por exemplo, 15 milhões por instituição), em investimento direto, através do lançamento de títulos (*exit-bonds*), mais ou menos nas mesmas condi-

ções especificadas no caso da conversão de juros.

Conversão de créditos referentes à dívida em novos instrumentos de financiamento

O professor Edmar Bacha sugere a conversão "da dívida na forma de empréstimos por novos tipos de títulos brasileiros negociáveis no mercado internacional de capitais"¹³. A vantagem desta operação consistiria basicamente no fato de que se realizaria uma parte da desvalorização do estoque da dívida externa em favor do país. Além disso, nas sugestões de lançamento de novos títulos¹⁴ existem as vantagens de uma maior flexibilidade na sua remuneração e um prazo de resgate possivelmente mais longo.

No entanto, também há aspectos negativos. Em primeiro lugar, o financiamento por meio destes títulos não resguarda o país dos riscos de maiores alterações no cenário internacional, já que eles rendem juros flexíveis e são emitidos em moedas fortes. Em segundo, na medida em que títulos desse tipo estejam atrelados a direitos de receitas geradas por certos setores (exportações de empresas estatais, vendas de serviços públicos), pode-se criar complicações ao nível da gestão de política econômica. E, por último, é necessário avaliar a viabilidade de colocação destes títulos. Aparentemente, este tipo de financiamento é fortemente pró-cíclico. Isso significa que ele só se viabilizaria em dimensões significativas, quando a essência do atual estrangulamento financeiro (do país e/ou da empresa que eventualmente lançaria o título) já estivesse superada.

Em suma, a conversão de dívida ou de juros vincendos em novos instrumentos financeiros é, sem lugar a dúvida, diante das mudanças no mercado financeiro internacional, onde se esgotou a fonte de dinheiro novo, a alternativa mais provável de financiamento externo. No entanto, não se deve subestimar o fato de que o mercado de títulos é ainda mais seletivo que o de crédito e os riscos de mudanças no cenário internacional não são minimizados. Ou seja, são soluções de mercado, cujo impacto não deve ser desprezado, mas que continuam a ser limitadas do ponto de vista do problema do estoque de dívida acumulado.

13 Ver E. Bacha e A. Stepan, *op.cit.*

14 "... títulos dando direito a seu proprietário sobre uma parcela de exportações de empresas estatais brasileiras, títulos com uma taxa de juros básica fixa, mais uma parcela das exportações acima de um certo valor;... troca de empréstimos por uma garantia, válida por vinte anos, de uma percentagem das vendas de um novo investimento produtivo, como uma hidroelétrica ou uma rodovia com pedágio." E Bacha e A. Stepan, *op. cit.*

Monica Baer é pesquisadora do CEBRAP e professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

Novos Estudos
CEBRAP
nº 18, setembro 87
pp. 70-76

TABELA I
INVESTIMENTOS

	1978		1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986(P) 1 sem.	
		%		%		%		%		%		%		%		%		%
INVESTIMENTOS	1160,6	100,0	1831,2	100,0	1595,1	100,0	1903,1	100,0	1369,9	100,0	567,0	100,0	490,1	100,0	485,2	100,0	198,0	100,0
MOEDA	1104,1	95,1	1750,4	95,6	1515,9	95,0	1795,3	94,3	1280,1	96,4	452,2	79,8	362,3	73,9	386,8	79,7	151,9	76,7
BENS	56,5	4,9	80,8	4,4	79,2	5,0	107,9	5,7	89,6	6,6	114,8	20,2	127,8	26,1	98,4	20,3	46,1	23,3
(-)REPATRIações	124,1		353,5		147,1		110,3		143,0		157,8		112,3		262,9		231,8	
(+) LUCROS E DIVIDENDOS	-560,5		-635,7		-309,8		-369,6		-585,2		-757,8		-796,1		-1056,5		480,4	
Receita	3,5		104,3		234,1		217,0		277,4		4,3		3,2		79,6		12,3	
a) Despesa	564,0		740,0		543,9		586,6		862,6		762,1		799,3		1136,1		492,7	
LÍQUIDO	476,0		842,0		1138,2		1423,3		641,7		-348,6		-418,3		-834,2		-514,2	
(+)CONVERSÕES	159,9		207,4		39,3		1,8		143,2		452,0		745,6		591,3		161,0	
TOTAL	635,9		1049,4		1177,5		1425,1		784,9		103,4		327,3		-252,9		-353,2	
B) ESTOQUE DE INVEST. + REINVEST	13740,4		15963,0		17480,0		19246,7		21176,4		22302,1		22843,5		25664,5		27052,3	
A (t)/B(t-1),%)	5,0		5,4		3,4		3,4		4,5		3,6		3,6		5,0		1,9	

(P) Preliminar
Fonte: Banco Central
Em 04.11.86