

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 46

"A Opção entre Capital de Em  
préstimo e Capital de Risco "

Eduardo A. Guimarães  
Pedro Sampaio Malan

Março de 1982

A OPÇÃO ENTRE CAPITAL DE EMPRÉSTIMO E CAPITAL DE RISCO

Eduardo Augusto Guimarães

Pedro Sampaio Malan

Introdução

- I - Capital de Risco e Capital de Empréstimo: Os Dados Básicos.
- II - Critérios de Decisão a Nível da Firma.
- III - Hipóteses sobre o Comportamento Observado.
- IV - Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversão da Dívida.
- V - Resumo e Conclusões.

Apêndice I: A Legislação sobre Capital Estrangeiro no Brasil.

Apêndice II: Um Esquema Contábil para Análise do Problema da Conversão.

## INTRODUÇÃO

Em exposição feita na Câmara dos Deputados em 26 de junho de 1973, o então Ministro da Fazenda, Antonio Delfim Netto, apresentou uma estimativa do montante de "capital estrangeiro de risco" no Brasil (em 31 de dezembro de 1972).<sup>1</sup> Nesta estimativa, que o próprio Ministro considerava "evidentemente precária", foram adicionados ao estoque de investimento estrangeiro, tal como registrado pelo Banco Central (US\$ 3.404 milhões), nada menos que 1/3 do estoque dos empréstimos em moeda registrados até aquela data (US\$ 1.840 milhões) e 1/3 do estoque de suppliers credits (US\$ 379 milhões), oficialmente registrados no Brasil. A implicação - semi-oficial - era de que os registros do Banco Central, no que se referia a capital estrangeiro, estavam subestimados em cerca de 65% em fins de 1972.<sup>2</sup>

Tão importante quanto discutir a magnitude desta subestimativa<sup>3</sup> e procurar avaliações mais confiáveis é investigar as razões apresentadas para o procedimento adotado pelo então

---

<sup>1</sup>Ver "Dados Complementares à Exposição feita pelo Ministro da Fazenda Antonio Delfim Netto na Câmara dos Deputados em 26 de junho de 1973", mimeo, p. 43.

<sup>2</sup>R. Bonelli e P. Malan apresentaram uma estimativa do estoque de capital de risco na economia brasileira para o período 1965/75. Ver "Os Limites do Possível: Balanço de Pagamentos e Indústria nos Anos 70", Pesquisa e Planejamento Econômico, 1976.

<sup>3</sup>"... official U.S. records regarding direct investment in Latin America probably by now substantially understate the economic value of U.S. commitments in that area". Raymond Vernon, "A Program for Research on Foreign Direct Investment", in Fred Bersten (ed.), The Future of the International Economic Order: An Agenda for Research, Lexington, Mass., 1973, p. 94.

Ministro da Fazenda. Esta discussão nos remete a um problema crucial para a economia brasileira hoje e, estamos seguros, dada a magnitude atual da nossa dívida externa em empréstimos em moeda (cerca de 70% do total) e tendo em vista as perspectivas de investimento estrangeiro direto na economia brasileira, uma questão fundamental para o futuro: as vantagens e desvantagens relativas envolvidas na opção capital de empréstimo versus capital de risco.

O trabalho, cujo objetivo é discutir este dilema e suas implicações para o balanço de pagamentos e para a economia brasileira em geral nos anos 80, está organizado como se segue: a Seção I expõe a colocação global do problema e as informações quantitativas básicas para avaliação de sua importância; a Seção II apresenta uma discussão sobre critérios de decisão a nível da empresa quanto à forma de financiamento de seu programa de investimentos; a Seção III levanta algumas hipóteses sobre o comportamento das empresas estrangeiras, tal como observado no Brasil, dedicando especial atenção à hipótese de viés na legislação tributária brasileira, que levaria a uma preferência revelada por obrigações contratuais vis-à-vis obrigações não contratuais; a Seção IV discute os prós e contras da idéia de conversão de parte da dívida externa em equity capital; e a Seção V fornece, à guisa de conclusão, sugestões de política econômica que derivam de discussão das seções anteriores. Dois apêndices apresentam, respectivamente, um sumário da legislação sobre capital estrangeiro no Brasil e um esquema contábil para análise do problema, a nível das decisões da empresa estrangeira.

I - CAPITAL DE RISCO E CAPITAL DE EMPRÉSTIMO: OS DADOS BÁSICOS

A participação do capital estrangeiro na economia brasileira não é um fenômeno recente. Já em 1956, notava um estudo do Departamento de Comércio Norte-Americano, o Brasil estava em terceiro lugar, após o Canadá e a Inglaterra, como o maior receptor de capital de risco de origem norte-americana na indústria manufatureira.<sup>1</sup>

Esta posição, como é sabido, alterou-se rapidamente em função dos maciços investimentos norte-americanos na Europa, a partir de meados dos anos 50. Com efeito, o valor contábil do estoque de capital norte-americano na Europa mais que triplicou no período 1957/64, quase quadruplicando no que se refere à indústria manufatureira.<sup>2</sup> A criação da Comunidade Econômica Européia parece ter conferido impulso adicional para tal movimento de capitais, na medida em que discriminava contra exportações norte-americanas para a Europa, em favor de vendas provenientes de indústrias localizadas nos países membros, bem como aumentava consideravelmente o tamanho do mercado disponível para o produtor individual, desde que localizado na Europa.

Estas mudanças estruturais na divisão internacional do trabalho teriam clara influência sobre os padrões e o ritmo

---

<sup>1</sup>Ver U.S. Investment in Latin American Economy, U.S. Department of Commerce, 1957. Segundo esta fonte, o investimento direto norte-americano no Brasil em 31 de dezembro de 1956 era da ordem de US\$ 1.200 milhões, dos quais 700 milhões na indústria manufatureira, quase o dobro do México (364 milhões) e quase o triplo da Argentina (256 milhões).

<sup>2</sup>Ver American Business Investments in Foreign Countries, U.S. Department of Commerce, 1960, pp. 92-95, e Survey of Current Business, setembro de 1965, p. 24.

da industrialização brasileira a partir da segunda metade da década de 50. Estudos recentes têm demonstrado que o investimento direto e os suppliers' credits durante o governo Kubitschek podem e devem ser vistos, em boa parte, como associados à competição entre indústrias européias e norte-americanas por posições de mercado. Foi basicamente a ameaça de serem eliminadas (através de medidas protecionistas) de um mercado promissor (até então suprido através de exportações) que encorajou muitas empresas multinacionais a estabelecerem unidades produtivas (mais ou menos integradas verticalmente) no Brasil. Tal evidência empírica tem confirmado, aliás, desenvolvimentos teóricos recentes: de fato, desde os trabalhos de Penrose, Hymer, Rowthorn, Vernon, Knickerbocker, Caves e outros, o investimento no exterior tem sido focalizado principalmente a partir da teoria do crescimento da grande corporação, especialmente como uma reação de firmas, operando em indústrias oligopolistas, a ameaças reais ou potenciais a suas fatias de mercado por outras firmas multinacionais ou por empresas locais.

O segmento do sistema produtivo do país sob controle do capital estrangeiro, que se torna significativo na segunda metade da década de 50, iria expandir-se de forma expressiva desde então. De um lado, porque o avanço do processo de industrialização viabilizava a entrada de novas empresas estrangeiras e, de outro, porque, uma vez instalada, a empresa multinacional tende a acelerar progressivamente seu ritmo de crescimento no país, já que a própria existência da subsidiária permite uma mais pronta identificação de novas oportunidades de investi

mento e reduz os riscos associados a novos empreendimentos. Assim, assegurado um tratamento favorável ao capital estrangeiro, o fluxo de investimento direto depende basicamente da criação de oportunidades de inversão, vale dizer, do ritmo de expansão da economia hospedeira.

No caso brasileiro, não apenas a legislação vigente desde 1964 inclui-se entre as mais favoráveis ao capital estrangeiro, mas também o rápido crescimento econômico assegurou amplas oportunidades de inversão para as firmas multinacionais. A resposta destas empresas a tais oportunidades fica evidenciada no Quadro 1, que apresenta o fluxo de investimentos diretos e reinvestimentos no período 1966/80.<sup>3</sup> Tal fluxo elevou-se de US\$ 159 milhões em 1966 para US\$ 1.923 milhões em 1980, o que corresponde a um crescimento médio de 19,5% ao ano (11,8% em termos reais, quando se usa como deflator o índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos). Em decorrência, o estoque de capital estrangeiro registrado junto ao Banco Central cresceu de US\$ 1.632 milhões em 1966 para US\$ 17.480 milhões, refletindo um crescimento médio de 18,5% ao ano (10,8% em termos reais).

---

<sup>3</sup>O reinvestimento corresponde a duas operações simultâneas e meramente contábeis: a) um certo montante de lucros gerado pela subsidiária é convertido na moeda do investimento original e "remetido" para o investidor estrangeiro; e b) no mesmo momento, este volume de recursos "ingressa" no país, sendo adicionado ao estoque de capital registrado em nome do investidor. Dada a simultaneidade das duas operações, o seu efeito líquido sobre o balanço de pagamentos é nulo; o reinvestimento não é, portanto, contabilizado na apuração deste balanço. Seu único efeito é, por conseguinte, aumentar o montante de capital estrangeiro registrado. Deve ser notado que o momento de registro do reinvestimento depende inteiramente de comunicação da empresa estrangeira.

Cabe apontar aqui algumas dificuldades associadas a esta estimativa do estoque de capital estrangeiro. Como se sabe, o Banco Central registra o investimento direto na moeda em que os recursos ingressam no país. Neste sentido, a determinação do estoque de capital estrangeiro em um dado momento requer a conversão de estoques originários de diversos países - e, portanto, contabilizados em diferentes moedas - a uma mesma unidade monetária. A prática corrente consiste em utilizar, nessa conversão, as taxas cambiais relativas ao dólar observadas no dia 31 de dezembro do ano ao qual se refere o estoque. Assim, se  $x_{i,t}$  é o estoque de capital registrado na moeda  $i$  no final do ano  $t$  e  $p_{i,t}$  a taxa de conversão dessa moeda  $i$  em dólar em 31 de dezembro de mesmo ano, o estoque total de capital estrangeiro, em dólares, pode ser expresso como:

$$E_t = \sum_{i=1}^n x_{i,t} \cdot p_{i,t}$$

Resulta deste modo de estimar o estoque de capital que a diferença entre os estoques em dois períodos não corresponde ao fluxo de investimentos e reinvestimentos neste intervalo de tempo. O estoque de capital estrangeiro registrado na moeda  $i$  no período  $t$  pode ser expresso como  $x_{i,t} = x_{i,t-1} + \Delta x_{i,t}$ , onde  $\Delta x_{i,t}$  corresponde ao fluxo de investimento e reinvestimento no período  $t$ . Por conseguinte, o estoque  $E_t$  pode ser reescrito como

$$E_t = \sum_{i=1}^n x_{i,t-1} \cdot p_{i,t} + \sum_{i=1}^n \Delta x_{i,t} p_{i,t}$$

O primeiro membro do segundo termo desta expressão ( $\sum_{i=1}^n x_{i,t-1} \cdot p_{i,t}$ ) corresponde à estimativa do estoque de capital no período  $t-1$ , homogê-



neizado a partir das taxas de câmbio do período  $t$ . Se a variação da taxa de câmbio for indicada como  $\Delta P_{i,t}$ , ou seja, se  $P_{i,t-1} + \Delta P_{i,t}$ , o estoque de capital no período  $t$  pode ser expresso como:

$$E_t = \sum_{i=1}^n x_{i,t-1} \cdot P_{i,t-1} + \sum_{i=1}^n x_{i,t-1} \cdot \Delta P_{i,t} + \sum_{i=1}^n \Delta x_{i,t} \cdot P_{i,t}$$

ou:

$$E_t - E_{t-1} = \sum_{i=1}^n x_{i,t-1} \Delta P_{i,t} + \sum_{i=1}^n \Delta x_{i,t} \cdot P_{i,t}$$

Assim, a variação do estoque de capital estrangeiro, como indicada pela estatística do Banco Central, pode ser decomposta em duas parcelas: a primeira correspondente à variação do valor em dólares do estoque do período  $t-1$ , resultante de variações das taxas cambiais relativas ao dólar entre  $t-1$  e  $t$ ; e a segunda relacionada ao fluxo de investimento direto e reinvestimento efetuado no período  $t$ , vale dizer, ao acréscimo dos estoques nas diferentes moedas. Assinale-se, no entanto, que, embora se relacione àquele fluxo, esta segunda parcela, como indicada na expressão acima, não corresponde exatamente aos fluxos calculados pelo Banco Central, já que, aparentemente, estes convertem as diversas moedas em dólares no momento mesmo do registro do investimento ou reinvestimento (e não segundo as taxas cambiais vigentes em 31 de dezembro do ano, como implícito em  $P_{i,t}$ ).

Ao lado destas dificuldades de natureza metodológica, cabe apontar ainda a evidência de alguma subestimação dos cálculos do Banco Central relativos ao estoque de capital estrangeiro no país. Quanto a este ponto, convém confrontar a evolu-

ção do estoque de capital norte-americano no Brasil conforme estimativas do Banco Central e do Departamento de Comércio dos Estados Unidos (Quadro 2). Observe-se que, neste caso, sendo  $p_{it} = 1$  para qualquer  $t$ , não existem os problemas de conversão para uma mesma unidade monetária, anteriormente apontados; ademais, a variação verificada no estoque entre os períodos  $t-1$  e  $t$  corresponde efetivamente ao fluxo de capital no período  $t$  ( $\Delta E_t = I_t$ ). O confronto das duas séries revela que os dados do Banco Central são sistematicamente inferiores aos do Departamento de Comércio, correspondendo a uma percentagem significativamente estável da estimativa americana (cerca de 53%). É verdade que as duas séries não são estritamente comparáveis, uma vez que os dados do Departamento de Comércio incluem não apenas equity capital (como no caso do Banco Central), mas também os empréstimos entre matriz e subsidiária. Contudo, se considerarmos que a percentagem correspondente ao equity capital no estoque total de capital norte-americano no setor manufatureiro na América Latina (informação proveniente daquela mesma fonte) é aplicável ao caso brasileiro, o volume estimado do estoque de equity capital norte-americano no Brasil é ainda significativamente superior ao indicado pelas estatísticas do Banco Central, conforme indicado no Quadro 2.

Como reconhecido pela estatística do Departamento de Comércio, é evidente que não se esgota no investimento direto, sob a forma de equity capital, o fluxo de recursos externos canalizados para o país pelas subsidiárias estrangeiras aqui instaladas. Tal fluxo compreende também empréstimos por elas contratados no exterior.

Como se sabe, o endividamento externo das empresas brasileiras - nacionais públicas e privadas e estrangeiras - aumentou significativamente ao longo da década de 70, seja sob a forma de créditos contraídos diretamente pelas empresas (empréstimos segundo a Resolução nº 289 e a Lei nº 4.131), seja através da intermediação do sistema bancário nacional (operações sob amparo da Resolução nº 63). A evolução desse endividamento é apresentada no Quadro 3. Apesar de não se dispor de informações sobre a evolução dos empréstimos contraídos pelas empresas estrangeiras, levantamento realizado pela FIRCE em 1974 indica, porém, que, em relação a uma amostra de 115 grandes empresas estrangeiras, o fluxo líquido de empréstimos (novos empréstimos menos amortizações) foi 4,2 vezes superior ao de investimento e reinvestimento em 1974 (US\$ 551 milhões contra US\$ 131 milhões).<sup>4</sup> Uma outra fonte indica também que, em 1979, 32% do valor da dívida sob o amparo da Lei nº 4.131 (vale dizer, US\$ 8.602 milhões) era de responsabilidade de empresas estrangeiras<sup>5</sup> (tal estimativa corresponde a mais da metade do estoque de investimento direto em 1979).<sup>6</sup> Por outro lado, este dado implica que pelo menos

---

<sup>4</sup> Estas 115 empresas respondiam por 4,7% do total de investimento direto naquele ano (não se dispõe de dados sobre reinvestimentos) e por 22,5% do aumento do endividamento externo sob o amparo da Lei nº 4.131 entre 1973 e 1974.

<sup>5</sup> Ver Paulo Nogueira Batista Jr., "Câmbio e Capital Financeiro Externo: Discussão de Alguns Aspectos da Evolução Recente da Política Cambial Brasileira", texto não publicado, IBE/FGV, junho de 1980.

<sup>6</sup> Tal percentagem não pode ser confrontada com aquela relativa aos investimentos norte-americanos na América Latina, utilizada nas estimativas apresentadas no Quadro 2 (cerca de 85% em 1979), uma vez que refere-se apenas a empréstimos entre matriz e subsidiária.

17% do total da dívida externa brasileira era de responsabilidade de subsidiárias de empresas estrangeiras operando no Brasil.

Cabe destacar aqui que o endividamento externo de subsidiárias estrangeiras é de natureza distinta daquele referente às empresas nacionais, já que as operações de crédito externo envolvendo aquelas subsidiárias não são, a não ser por seu formato legal, facilmente distinguíveis de inversões de capital de risco. A semelhança com uma aplicação sob a forma de equity capital é evidente no caso de empréstimos entre matriz e subsidiária. Em ambos os casos, trata-se de uma mera transferência de fundos no interior da empresa multinacional, vale dizer, de mera realocação de recursos entre suas partes constituintes. Contudo, como se discutirá adiante, mesmo o endividamento de uma subsidiária estrangeira em face do sistema financeiro internacional pode, na verdade, ser colocado em contraponto a uma inversão da matriz na subsidiária sob a forma de equity capital, uma vez que, de certo modo, substitui um possível endividamento da matriz junto ao sistema financeiro internacional e uma subsequente transferência de fundos da matriz para sua subsidiária no exterior.

É esta ambigüidade do endividamento externo das subsidiárias estrangeiras que permite colocar a possibilidade da conversão de capital de empréstimo em capital de risco como um eventual objetivo de política econômica. Neste sentido, este texto propõe-se a examinar as razões determinantes da utilização de cada um destes dois canais de transferência de recursos da matriz para a subsidiária, bem como a possibilidade e a conveniência de se alterar a composição deste fluxo de recursos e/ou da estrutura do passivo das subsidiárias estrangeiras.

Tal exame não pode ignorar, no entanto, que essa recomposição da estrutura do passivo tem implicações quanto à estrutura das remessas das subsidiárias estrangeiras para suas matrizes, as quais, como se sabe, podem ocorrer sob a forma de remessas de lucros, pagamentos de juros e amortização do principal de empréstimos e pagamentos por contratos de transferência de tecnologia. O Quadro 4 apresenta a evolução das remessas sob estas distintas rubricas, relativas à economia brasileira como um todo. Embora não se disponha de informações sobre a evolução dos pagamentos de juros e a amortização do principal e dos pagamentos por transferência de tecnologia por parte das empresas estrangeiras, sabe-se, porém, que, em relação a uma amostra de 115 grandes empresas estrangeiras, tais remessas observavam, em 1974, a seguinte estrutura: lucros e dividendos - 40%; juros e amortizações - 47%; pagamentos por contratos de transferência de tecnologia - 9%; e outros - 4%. Assinale-se, todavia, que, exceto quanto aos lucros e dividendos, tais percentuais não correspondem necessariamente a pagamentos feitos à matriz no exterior. Se admitido que a participação das operações sob o amparo da Lei nº 4.131 no total de pagamentos de juros e de amortização do principal pelo país é idêntica à parcela da dívida externa brasileira correspondente àquelas operações e que 32% dos juros e amortizações referentes à Lei nº 4.131 em 1979 foram de responsabilidade de empresas estrangeiras, é possível estimar ainda que as remessas destas empresas sob a forma de juros e amortizações foram 2,6 vezes maiores que as remessas de lucros e dividendos naquele ano.

QUADRO 1  
INVESTIMENTO DIRETO LÍQUIDO, REINVESTIMENTO E ESTOQUE DE  
CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL - 1966/80

(milhões de dólares)

ANO	INVESTIMENTO LÍQUIDO		REINVESTIMENTO		INVESTIMENTO + REINVESTIMENTO		ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO <sup>1</sup>	
	A	B	A	B	A	B	A	B
1966	74	188	85	216	159	404	1 632	4 142
1967	76	187	39	96	115	283	1 760	4 336
1968	63	149	48	113	111	263	1 857	4 398
1969	189	425	133	299	322	724	2 179	4 898
1970	146	310	22	47	168	357	2 347	4 984
1971	169	343	395	802	564	1 145	2 911	5 915
1972	337	664	201	396	538	1 060	3 404	6 711
1973	977	1 813	512	950	1 489	2 763	4 579	8 497
1974	945	1 579	...	...	...	...	6 027	10 073
1975	1 106	1 693	...	...	...	...	7 304	11 182
1976	1 145	1 658	...	...	...	...	9 005	13 030
1977	935	1 270	...	...	...	...	11 228	15 253
1978	1 196	1 511	975	1 232	2 171	2 743	13 740	17 357
1979	1 685	1 912	721	818	2 406	2 730	15 963	18 117
1980	1 512	1 512	411	411	1 923	1 923	17 480	17 480

FONTE: Boletim do Banco Central, vários números.

<sup>1</sup> Em 31 de dezembro. Calculado segundo a expressão  $\sum_{i=1}^n x_{i,t} p_{i,t}$ , onde  $x_{i,t}$  é o estoque de capital na moeda  $i$  em 31 de dezembro do ano  $t$  e  $p_{i,t}$  a cotação em dólar da moeda  $i$  na mesma data.

A - dólares correntes.

B - dólares de 1980; calculado a partir do índice de preços ao consumidor dos estados Unidos.

QUADRO 2

ESTOQUE DE CAPITAL NORTE-AMERICANO DE RISCO NO BRASIL - 1969/80

(milhões de dólares)

ANO	(I) DADOS DO BANCO CENTRAL	(II) DADOS DO SURVEY OF CURRENT BUSINESS <sup>1</sup>	(III) EQUITY CAPITAL	(I)/(II) (Porcentagem)	(I)/(III)
			SEGUNDO O SURVEY OF CURRENT BUSINESS <sup>2</sup>		
1969	816	1 636		49,4	
1970	986	1 847		53,4	
1971	1 096	2 066		53,0	
1972	1 272	2 505		50,8	
1973	1 717	3 199		53,7	
1974	2 022	3 763	2 935	53,7	68,9
1975	2 395	4 579	3 663	52,3	65,4
1976	2 901	5 416	4 441	53,6	63,3
1977	3 418	5 930	4 922	57,6	69,4
1978	3 822	7 175	6 027	53,3	63,4
1979	4 374	7 514	6 312	58,2	69,3
1980					

FONTE: Boletim do Banco Central, vários números; Survey of Current Business, vários números.

<sup>1</sup>Inclui equity capital e empréstimos da matriz à subsidiária.

<sup>2</sup>Estimado a partir da coluna (II) e da parcela correspondente a equity capital nos investimentos norte-americanos no setor manufatureiro e em toda a América Latina.

## QUADRO 3

## INVESTIMENTO, REINVESTIMENTO, ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO

 E SALDOS DE EMPRÉSTIMOS NO EXTERIOR - 1970/80<sup>1</sup>

(milhões de dólares)

ANO	INVESTIMENTO LÍQUIDO	INVESTIMENTO LÍQUIDO MAIS REINVESTIMENTO	ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO	SALDO EMPRÉSTIMO (Res. nº 289, Lei nº 4.131)	VARIAÇÃO SALDO EMPRÉSTIMO (Res. nº 289, Lei nº 4.131)	SALDO EMPRÉSTIMO	DÍVIDA EXTERNA
1970	146	168	2 347	1 631	459	653	5 295
1971	169	564	2 911	2 210	579	983	6 622
1972	337	538	3 404	3 510	1 300	2 018	9 521
1973	977	1 489	4 579	5 450	1 940	2 398	12 571
1974	945	...	6 027	7 892	2 442	3 319	17 166
1975	1 106	...	7 304	10 827	2 935	3 734	21 171
1976	1 145	...	9 005	13 479	2 652	4 715	25 985
1977	935	...	11 228	16 289	2 810	5 240	32 037
1978	1 196	2 171	13 470	22 227	5 938	7 272	43 511
1979	1 685	2 406	15 963	26 902	4 675	7 723	49 904
1980	1 512	1 923	17 480	27 896	994	9 924	53 847

FONTE: Boletim do Banco Central, vários números.

<sup>1</sup> Os dados relativos a estoque de capital estrangeiro e a saldos de empréstimos referem-se a 31 de dezembro do ano correspondente.



## QUADRO 4

## TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS PARA O EXTERIOR - 1970/80

ANO	LUCROS REMETIDOS	LUCROS REMETIDOS * ESTOQUE CAPITAL ESTRANGEIRO (%)	LUCROS REMETIDOS MAIS REINVESTIMENTOS	JUROS	AMORTIZAÇÕES	(milhões de dólares)	
						JUROS E AMORTI- ZAÇÕES RELATIVOS À LEI Nº 4.131 E RESOLUÇÃO Nº 289 <sup>1</sup>	PAGAMENTOS POR TRANSFERÊNCIA DE TECNOLOGIA
1970	119	5,5	141	284	1 433	529	104
1971	119	5,1	514	344	850	398	132
1972	161	5,5	362	489	1 202	623	154
1973	199	5,8	711	840	1 672	1 089	166
1974	250	4,6	...	1 370	1 920	1 513	212
1975	237	5,2	...	1 828	2 172	2 046	311
1976	383	5,0	...	2 091	2 992	2 637	363
1977	458	4,6	...	2 462	4 060	3 316	513
1978	561	5,0	1 536	3 342	5 324	4 427	591
1979	740	5,4	1 461	5 348	6 356	6 309	...
1980	544	3,4	955	7 457	5 020	6 464	...

FONTE: Boletim do Banco Central, vários números.

<sup>1</sup> Estimado a partir da razão "Saldo de Empréstimos segundo a Resolução nº 289 e Lei nº 4.131"/"Dívida Externa" (ver Quadro 3).

II - CRITÉRIOS DE DECISÃO A NÍVEL DA FIRMA

O exame das formas de financiamento do investimento e da operação de uma subsidiária requer algumas considerações preliminares sobre as perspectivas de longo prazo da empresa multinacional em relação ao país.<sup>1</sup> Sob este aspecto, cabe distinguir inicialmente duas funções diversas que podem ser atribuídas à subsidiária no exterior: a) a exportação de matérias-primas, partes componentes e produtos finais para outras unidades da firma multinacional, para o mercado mundial ou para mercados regionais específicos; e b) o suprimento do mercado doméstico do país em que opera, seja nas suas linhas de produção tradicionais, seja através da diversificação de suas atividades. Tal diferenciação é relevante uma vez que cada uma destas funções reflete estratégias distintas da empresa multinacional e implica perspectivas diversas em relação ao país hospedeiro.

No primeiro caso, trata-se, em geral, de explorar recursos naturais ou de beneficiar-se de condições favoráveis de produção, decorrentes, por exemplo, de menores custos da mão-de-obra ou de incentivos concedidos por governos nacionais. Assim, a existência da subsidiária justifica-se a partir do processo de competição no mercado mundial ou em mercados regionais específicos, representando uma tentativa de obter vantagens so-

---

<sup>1</sup>A designação "firma multinacional" engloba aqui a matriz e todas as suas subsidiárias, caracterizando-se pela existência de um pool, real ou virtual, dos lucros de suas partes constituintes e por algum grau de centralização do controle gerencial. Não corresponde, portanto, ao conceito jurídico de firma.

bre seus concorrentes nestes mercados, e o país hospedeiro aparece, pois, como uma mera base de exportações. Neste contexto, não há por que esperar uma continuidade do ritmo de investimento da firma multinacional no país. Este dependerá, estritamente, da evolução da demanda nos mercados para os quais se destina a produção exportada e refletirá a posição relativa do país vis-à-vis outras bases nacionais, efetivas ou potenciais, de suprimento do mercado mundial. Neste caso, portanto, a subsidiária no exterior pode ser caracterizada como um mero centro de geração de lucros a serem apropriados pela empresa multinacional.

As subsidiárias que produzem para o mercado interno do país hospedeiro constituem caso completamente distinto. A entrada da firma multinacional neste país pode ser focalizada como parte de seu movimento para o mercado externo, em resposta a dificuldades enfrentadas no seu crescimento no país de origem, implicando freqüentemente uma tentativa de obter uma vantagem sobre seus concorrentes em relação ao país hospedeiro, manter posição no mercado ou preservar rendas oligopolistas. Em sua forma típica, a penetração em um mercado nacional específico ocorre sob a forma de exportações; o início da produção no país hospedeiro aparece, via de regra, como uma reação a ameaças à participação da firma multinacional no país em questão, em decorrência da imposição de tarifas e de outros controles de importações ou de iniciativas anteriores de seus competidores. Assim, o país hospedeiro não constitui apenas um centro de geração de lucros, mas sobretudo um espaço de realização de lucros - um escoadouro para a acumulação interna e para o potencial de

crescimento da firma. Neste contexto, o nível de investimento da subsidiária reflete as oportunidades existentes no país hospedeiro: não apenas nos mercados para os quais já produz, mas, de maneira geral, em relação a todas as atividades empreendidas pela empresa multinacional e, eventualmente, de novas atividades no interior de seu horizonte de diversificação.

Por não ser um mero centro de geração de lucros, não cabe resumir, na máxima transferência de recursos para o exterior, o objetivo estratégico deste segundo tipo de subsidiária estrangeira. Contudo, tampouco parece lícito supor, como sugere a gambler's earning hypothesis, que a subsidiária estrangeira é financiada a partir dos lucros por ela gerados, dos quais pode dispor discricionariamente.<sup>2</sup> Cabe assumir, na verdade, que - embora reflita evidentemente as oportunidades de investimento existentes no país hospedeiro - a decisão de uma firma multinacional no sentido de expandir as atividades de cada uma de suas subsidiárias define-se no âmbito do seu plano global de investimento. Trata-se, assim, de alocar o montante de recursos próprios e de terceiros de que a firma pode dispor para investir entre as oportunidades alternativas que se lhe oferecem a nível mundial, as quais podem incluir a expansão de suas diversas sub

---

<sup>2</sup>Sobre esta hipótese, ver E. R. Barlow e I. T. Wender, Foreign Investment and Taxation, Prentice-Hall 1955, pp. XXIV e 164-166. Tal hipótese assume que a empresa considera os lucros obtidos no exterior da mesma forma que alguns jogadores encaram o dinheiro ganho no jogo, no sentido de que está mais disposta a arriscá-los em uma expansão subsequente no exterior (uma nova aposta) do que em relação a um capital "novo". Para uma crítica desta hipótese, ver S. M. Hymer, The International Operations of National Firms, The MIT Press, 1976, e G. V. G. Steven, "The Determinant of Investment", in J. H. Dunning (ed.), Economic Analysis and the Multinational Enterprise, Allen & Unwin, 1974.

sidiárias e a entrada em novos setores e/ou novos países. Reconheça-se, no entanto, que a expansão de subsidiárias já existentes tem a seu favor, vis-à-vis a instalação de novas subsidiárias, não apenas o fato de que a firma multinacional tem em relação àquelas um melhor conhecimento do mercado, das condições de produção e das oportunidades de investimento, mas também o fato de que a gerência de uma subsidiária no exterior tende a advogar, no interior da firma, a causa da sua expansão.

Não cabe examinar aqui os fatores que respondem pela eleição de um determinado investimento em um país específico a partir do leque de oportunidades para investir abertas à firma multinacional a nível mundial. Do ponto de vista da presente discussão, basta assumir que tal decisão independe de qualquer consideração quanto à forma de financiar o investimento.

Neste contexto, cabe examinar as formas através das quais a firma multinacional pode canalizar, para uma subsidiária, os recursos necessários à realização de um investimento previamente selecionado. Tais recursos podem ser mobilizados através de: a) retenção de lucros gerados pela própria subsidiária; b) investimento direto da matriz na subsidiária; c) empréstimo da matriz à subsidiária; d) endividamento da subsidiária em face do sistema financeiro internacional; e e) endividamento da subsidiária em face ao sistema financeiro nacional.

As alternativas "a", "b" e "c" são equivalentes, no sentido de que correspondem apenas a uma operação interna à firma multinacional. Assim - admitindo-se a inexistência de impostos sobre lucros e de restrições e de custos fiscais ou cambiais relativos à transferência de recursos entre as entidades consti

tuintes da firma multinacional -, cabe afirmar a indiferença desta quanto a estas formas alternativas de canalizar recursos para a subsidiária. É, portanto, na incidência destes custos e na possível existência de restrição ao fluxo de recursos no interior da firma multinacional que se pode encontrar os fatores determinantes da escolha entre estas alternativas.

Observe-se, por outro lado, que as alternativas "b" e "c", vale dizer, o investimento direto e o empréstimo da matriz à subsidiária, podem-se originar de recursos da própria empresa ou de fundos captados pela matriz no mercado financeiro. Mais uma vez, a partir do momento em que tais recursos de terceiros são internalizados pela matriz, sua transferência para a subsidiária corresponde apenas a uma operação interna à firma. Neste sentido, cabe ressaltar, por trás das formas aparentes de canalização de fundos para a subsidiária, os mecanismos através dos quais a firma multinacional como um todo pode mobilizar recursos para financiar sua expansão e operação: a retenção de lucros (gerados pela matriz e pela subsidiária) e a captação de recursos de terceiros (pela matriz ou pela subsidiária).

No tocante à utilização de recursos de terceiros, cabe admitir a existência de um limite ao endividamento da firma multinacional como um todo perante o sistema financeiro internacional. Ademais, em que pese ser apenas uma parte de uma entidade mais ampla, a individualidade jurídica da subsidiária implica também a existência de um limite específico ao seu endividamento no sistema financeiro internacional e no sistema financeiro nacional do país em que opera. Tal limite específico, no caso do sistema financeiro nacional, levará em consideração apenas o montan-

te de recursos próprios contabilizados em nome da subsidiária (não obstante o fato de ser parte de uma entidade mais ampla tornar aceitável, para o sistema financeiro nacional, um nível de endividamento mais elevado do que o tolerado no caso de firmas locais). No que diz respeito ao endividamento da subsidiária junto ao sistema financeiro internacional, o limite vigente refletirá provavelmente menos a situação econômico-financeira da subsidiária, enquanto entidade juridicamente individualizada, mas antes o country-risk assessment daquele sistema em relação ao país hospedeiro. (Tal avaliação, além de determinar a magnitude daquele limite, pode implicar também taxas de juros diferenciadas nas operações do sistema financeiro internacional com a matriz e com a subsidiária.) Por outro lado, observe-se que - se existe, como sugerido anteriormente, um limite imposto pelo sistema financeiro internacional ao endividamento da firma multinacional como um todo - a captação de recursos de terceiros pela subsidiária, mesmo no próprio país hospedeiro, tem repercussão sobre a capacidade de endividamento da matriz (o pequeno peso relativo da subsidiária no interior da empresa multinacional tende, no entanto, a reduzir a importância desse efeito). Contudo, se admitíssemos a inexistência de impostos sobre lucros e de restrições e custos relativos à transferência de fundos no interior da firma multinacional e se o custo dos recursos de terceiros for idêntico para a matriz e para a subsidiária, a firma multinacional será indiferente quanto a qual de suas partes constituintes - a matriz ou a subsidiária - se endividará perante o sistema financeiro internacional.

Tais comentários sugerem que a escolha de uma forma de terminada de financiamento dos investimentos a serem realizados

por uma subsidiária depende de: eventuais restrições ao fluxo de recursos no interior da firma multinacional; custos fiscais e riscos cambiais associados a estas transferências; custo dos recursos de terceiros para a matriz e a subsidiária; e incidência de impostos sobre lucros na matriz e na subsidiária. Neste sentido, são tais variáveis que informam a decisão da empresa multinacional quanto à composição dos fundos que serão utilizados pela subsidiária.

Cabe indagar, no entanto, quanto ao critério de decisão da firma multinacional, vale dizer, quanto aos objetivos que terá em vista ao optar por uma determinada estrutura de financiamento do investimento que planeja realizar. A hipótese tradicional da teoria econômica de comportamento maximizador da firma sugere uma resposta imediata: a maximização do lucro da firma como um todo. Tal critério aponta para uma solução definida no contexto de uma análise estática. É verdade que a abordagem tradicional da maximização de lucros assume sua geração e apropriação final em um único ponto no interior da firma, enquanto o presente caso considera a existência de dois centros de geração de lucros - a matriz e a subsidiária. Tal peculiaridade abre, de fato, duas possibilidades para o problema de maximização: a de que os lucros sejam retidos nos centros em que foram gerados e a de que possam ser realocados no interior da firma (neste último caso, esta própria realocação dos lucros pode ser definida a partir do exercício maximizador). Não obstante, para cada uma destas possibilidades é possível ainda determinar uma solução bem definida.

O que esta abordagem não incorpora, no entanto, é o fato de que os planos da firma multinacional quanto à apropriação dos lucros entre matriz e subsidiárias podem não refletir



apenas uma estratégia de maximização de lucros, em particular uma estratégia de maximização formulada em um contexto estático.

Quanto a estes planos relativos à apropriação dos lucros pela matriz e pela subsidiária, há dois aspectos a serem considerados: a existência de eventuais restrições ao fluxo de fundos entre os distintos países em que a firma multinacional opera e os seus programas de investimento no futuro próximo. Tais questões se associam à decisão quanto à forma de canalizar os recursos requeridos pelos investimentos atuais da subsidiária, uma vez que formas distintas acarretam, em geral, possibilidades diferentes de futuras transferências de fundos no interior da firma multinacional.

Como já sugerido anteriormente, não se trata de assumir que a subsidiária deva, necessariamente, maximizar suas remessas para a matriz. Pode-se mesmo admitir que - exceto pela parcela, em geral pequena, requerida para remunerar os acionistas da empresa multinacional - esta é indiferente quanto ao local dos seus investimentos. Assim, a firma multinacional tenderá a reinvestir os lucros gerados por uma subsidiária no país em que opera, e inclusive a suprir fundos adicionais, sempre que as oportunidades de investimento aí existentes se comparem favoravelmente às outras oportunidades que se lhe oferecem a nível mundial. Não obstante, a firma multinacional deve estar preparada para reorientar os recursos mantidos em determinada subsidiária para outras de suas unidades constituintes, quando as oportunidades de investimento no país hospedeiro correspondente se esgotarem ou vierem a se mostrar desinteressantes. Por conseguinte, é lícito admitir que ao lado de uma estratégia de maximização de lucro - a preocupação com a transferência futura de recursos no

interior da firma multinacional possa se constituir também em um critério de decisão quanto à forma de financiar a expansão e a operação de uma subsidiária.

A transferência de fundos da subsidiária para a matriz pode ocorrer através do pagamento de dividendos, da remessa de juros e da amortização do principal de empréstimos contraídos no exterior, de pagamentos apoiados em contratos de transferência de tecnologia e do superfaturamento das importações da subsidiária. Evidentemente, a margem de manobra de que dispõe a firma multinacional para utilizar os referidos canais de transferência depende das decisões passadas que conformaram a estrutura do passivo da subsidiária, bem como da existência dos vínculos necessários previamente estabelecidos entre matriz e subsidiária. Neste sentido, é de se esperar que as decisões relativas ao financiamento da expansão e operação da subsidiária possam ter em vista viabilizar futuras remessas para a matriz. Ademais, dado uma determinada estrutura do passivo da subsidiária, vale dizer, dentro do condicionamento imposto por decisões passadas, a composição do fluxo de remessas da subsidiária para a matriz se ajustará à incidência de impostos sobre as diversas formas de transferência e a eventuais restrições a remessas sob algumas das modalidades acima citadas. Daí por que - da mesma maneira que os diversos canais de suprimento de fundos para a subsidiária são mobilizados de forma articulada pela empresa multinacional - não cabe considerar como estanques as distintas modalidades de remessas de fundos de subsidiária para matriz. Assim, ações governamentais que visem a restringir o fluxo de remessa sob determinada rubrica podem simplesmente implicar a recomposição das transferências para o exterior em favor de outras rubricas.

### III - HIPÓTESES SOBRE O COMPORTAMENTO OBSERVADO

Como já se assinalou, há evidências de que, nos anos recentes, a expansão e a operação de subsidiárias estrangeiras no Brasil têm sido financiadas predominantemente através da contratação de empréstimos no exterior, em detrimento do fluxo de investimento direto no país. Tais empréstimos compreendem tanto créditos concedidos pela matriz à subsidiária quanto operações contratadas com bancos privados estrangeiros.<sup>1</sup>

A interpretação mais difundida desta suposta preferência pelo endividamento atribui-a à política fiscal relativa à transferência de recursos para o exterior, que tem conferido tratamento mais favorável ao pagamento de juros do que à remessa de lucros para o exterior. Assim, no tocante a esta última, têm vigorado as normas previstas na Lei nº 4.390, de 11 de setembro de 1964, incidindo uma alíquota de 25% desde que a média das remessas em um triênio não exceda 12% dos investimentos e reinvestimentos registrados e um imposto suplementar de 40% sobre os lucros entre 12 e 15% do capital registrado, de 50% sobre aqueles na faixa de 15 a 25% e de 60% sobre os que excederem 25%. Por outro lado, no caso dos empréstimos, sucessivos documentos legais, introduzidos ao longo da década de 70, têm autorizado a redução ou mesmo a isenção do imposto de 25% incidente sobre a remessa de lucros. Neste sentido, o Decreto-lei nº 1.215, de 4 de maio de 1972, autorizou o Ministro da Fazenda a

---

<sup>1</sup> Não se dispõe, no entanto, de elementos que permitam avaliar a evolução do endividamento externo das subsidiárias estrangeiras e que possibilitam identificar a importância relativa das suas operações com as matrizes e com o sistema financeiro internacional.

conceder a restituição, redução ou isenção do referido imposto, desde que associado a operação considerada de interesse nacional; sucessivas resoluções do Banco Central regulamentaram a aplicação do referido dispositivo legal. Ademais, os Decretos-leis n.ºs. 1.351, de 14 de outubro de 1974, e 1.411, de 31 de julho de 1975, viriam introduzir a possibilidade de redução indiscriminada do imposto de renda incidente sobre juros remetidos ao exterior, generalizando assim um incentivo que no contexto do decreto-lei anterior deveria ser aplicado caso a caso. As sucessivas resoluções do Banco Central que regulamentaram os referidos decretos-leis fixaram o benefício pecuniário a ser recebido pelos tomadores de empréstimos e financiamentos externos como um percentual do imposto de renda recolhido mediante a aplicação da alíquota de 25%. Este percentual foi fixado em 85% em agosto de 1975, em 50% em julho de 1979, em 95% em dezembro de 1979 e em 40% em maio de 1980, correspondendo a impostos efetivos de, respectivamente, 3,75, 12,5, 1,25 e 15% sobre os juros remetidos.<sup>2</sup>

Os benefícios referentes ao pagamento de juros ao exterior estiveram, como se sabe, associados à política governamental de barateamento do custo dos recursos externos, tendo em vista reduzir os desequilíbrios do balanço de pagamentos. Não há dúvida de que tal tratamento favorecido tem constituído um incentivo ao endividamento externo das empresas que operam no país. No caso das empresas nacionais, esse incentivo aponta pa

---

<sup>2</sup>Para uma discussão mais detalhada da legislação relativa ao capital estrangeiro e a empréstimos e financiamentos externos, ver Apêndice.

ra a substituição de fontes locais de financiamento por crédito externo. No caso da subsidiária estrangeira, no entanto, os empréstimos contraídos no exterior substituem também - e, talvez, sobretudo - o investimento direto da matriz.

Não obstante, não parece lícito encarar a preferência revelada por operação de empréstimos como decorrendo exclusivamente da política fiscal vigente. Na verdade, a literatura corrente sobre empresas multinacionais tem enfatizado igualmente o recurso a empréstimos entre matriz e subsidiária em substituição ao investimento direto. Esta literatura reconhece que uma das razões para a utilização de tais empréstimos é a redução do total de impostos pagos pela matriz e pela subsidiária, sugerindo que, dadas certas hipóteses plausíveis sobre a política de dividendos e a base de cálculo do crédito fiscal resultante de pagamentos de impostos no exterior, é possível que a empresa reduza o montante pago de imposto, ao recorrer a empréstimos, independentemente de ser o imposto no exterior superior ou inferior ao do país de origem sobretudo quando se espera uma desvalorização cambial no país hospedeiro.<sup>3</sup> Isto decorre de que o valor dos juros pagos pela subsidiária é usualmente dedutível no país hospedeiro, enquanto o pagamento de dividendos não o é, bem como de que a amortização de empréstimos pela subsidiária, ao contrário do pagamento de dividendos ou o retorno do capital de risco, não constitui normalmente rendimento tributável (Robbins e Stobaugh, p. 51). Neste sentido, as vantagens do ponto de vis

---

<sup>3</sup>Ver S.M. Robbins e R.B. Stobaugh, Money in the Multinational Enterprise: A Study of Financial Policy, Basic Book, New York, 1973, p. 51.

ta fiscal associadas a operações de empréstimos, vis-à-vis o investimento direto, não podem ser atribuídas apenas ao tratamento privilegiado concedido pela legislação brasileira às remessas de juros para o exterior.

Além disso, mais do que às vantagens fiscais acima mencionadas, a literatura sobre empresas multinacionais atribui a prática de empréstimos entre matriz e subsidiária à maior flexibilidade conferida pelas operações de crédito ao repatriamento de fundos para o país de origem da empresa. Sobre esse aspecto, a literatura reconhece que "os pagamentos de dividendos e a redução do capital são caracteristicamente mais estritamente controlados por regulamentações governamentais do que o pagamento de juros e amortização do principal" (Robbins e Stobaugh, p. 50). Assim, "devido a esta apreensão quanto a controles governamentais sobre pagamento de dividendos e retorno de capital de risco, a firma multinacional realiza um esforço especial para limitar o montante de capital de risco comprometido em um país cuja moeda é considerada fraca".

Esse temor parece justificado se considerarmos, por exemplo, a legislação brasileira. A Lei nº 4.131 prevê a possibilidade de se limitarem a 10% as remessas de lucro e de se proibir o retorno de capital de risco, na ocorrência de grave desequilíbrio do balanço de pagamentos ou diante de sérias razões para prever a iminência de tal situação. A mesma lei afirma explicitamente, no entanto, que não haveria, mesmo nesse caso, restrições para remessas de juros e quotas de amortização constantes de contratos de empréstimo devidamente registrados. Cabe enfatizar, contudo, que o maior risco associado ao investimento

direto não deve ser atribuído à existência do referido dispositivo na legislação brasileira. Seria ingênuo supor que sua revogação afetaria a composição dos fluxos de recursos transferidos da matriz para a subsidiária. Neste sentido, é lícito afirmar que não é suficiente que inexistam controles mais rígidos sobre a remessa de dividendos e a repatriação do capital para que as empresas multinacionais ponham de lado as preocupações acima apontadas. Tais empresas sabem que - em caso de modificações futuras da política vigente, induzidas por exemplo por dificuldades de balanço de pagamentos - o fluxo de dividendos é, sem dúvida, mais vulnerável do que as remessas associadas a empréstimos contraídos no exterior, que têm como contrapartida obrigações contratuais a serem honradas pelo mutuário, independentemente inclusive de sua performance econômica expressa na taxa de lucro derivada de sua atividade.

Essa perspectiva é confirmada, aliás, por documento recentemente encaminhado à Federação das Indústrias do Estado de São Paulo por um grupo de mais de 40 diretores de subsidiárias de empresas estrangeiras, que examina a questão da conversão de empréstimos em capital de risco, apontando razões para a preferência revelada por empréstimos em detrimento de investimento direto, bem como apresentando sugestões destinadas a incentivar a referida conversão.<sup>4</sup> As sugestões serão considera-

---

<sup>4</sup>O referido documento examina, na verdade, as "duas formas pelas quais as empresas brasileiras de capital estrangeiro podem contribuir para a solução do problema do balanço de pagamentos: (a) conversão de empréstimos externos em capital de risco e/ou de novos capitais e (b) aumento de exportações e/ou redução de importações, ao lado do aumento da produção voltada à substituição de importações".

das na próxima seção, mas cabe notar aqui que o documento enviado à FIESP apresenta, sem o distinguir, dois conjuntos de hipóteses sobre a preferência por empréstimos (o tratamento fiscal mais favorável para remessas sob a forma de juros e amortizações, curiosamente, não é sequer mencionado).

O primeiro conjunto tem uma aparente racionalidade econômica e apenas confirma nossos comentários anteriores acerca da insuficiência da hipótese do viés na legislação tributária. Segundo as empresas estrangeiras, as razões básicas estariam relacionadas ao fato de que "o empréstimo tem renda preestabelecida - independentemente dos resultados econômicos obtidos - e prazo certo de retorno, permitindo que os recursos possam ser aplicados sucessivamente em outras atividades ...".<sup>5</sup> Adicionalmente, "os contratos de empréstimos são geralmente estabelecidos segundo normas internacionalmente aceitas cuja estabilidade confere maior segurança ao investimento estrangeiro". Este conjunto de hipóteses apresenta, na verdade, mais uma característica de aversão ao risco que uma preferência revelada devido a um tratamento fiscal diferenciado.

Mas esta aversão ao risco, passível de interpretação econômica, deve ser distinguida do segundo conjunto de hipóteses, também mencionado no documento, que enfatiza algo que poderíamos denominar, sem injustiça ao espírito ou à letra do documento, de "aversão ao pragmatismo da burocracia brasileira", uma variante da aversão ao risco mas com peso suficiente - na visão das empresas estrangeiras - para configurar uma hipótese alter-

---

<sup>5</sup>O documento nota que "as atuais condições do mercado interno brasileiro têm impedido a realização de lucros em níveis adequados aos investimentos", uma observação sem dúvida excessivamente genérica e não utilizável para explicar a já longa "tradição" de preferência revelada por empréstimos.



nativa para explicar a preferência revelada por empréstimos. Nas palavras do documento: "... apesar das leis básicas sobre capitais estrangeiros no Brasil estarem em vigor há 18 anos, não é incomum que atos administrativos modifiquem as regras nelas contidas, aumentando o risco do investidor". Ou, ainda: "a burocracia tem dificultado, e até mesmo impossibilitado, o registro de capitais ingressados antes da promulgação da Lei nº 4.131", o que resultaria, do ponto de vista das empresas estrangeiras, em uma redução da base legal para remessas de lucros e dividendos. Ainda nesta linha de "aversão ao pragmatismo da burocracia brasileira", as empresas estrangeiras mencionam tratamentos "desestimuladores" tais como restrições de acesso às linhas oficiais de crédito, discriminação na participação em empreendimentos de interesse regional e/ou nacional, restrições quanto ao destino dos lucros provenientes de recursos incentivados, discriminação das ações de companhias estrangeiras na composição das reservas técnicas das entidades de previdência privada e nas carteiras dos fundos de investimento constituídos na forma do Decreto nº 157, etc. Não cabe discutir aqui tais questões, mas apenas registrar que são todos argumentos voltados para explicar - do ponto de vista das empresas estrangeiras - aquilo que consideram "entraves que desestimulam a conversão de empréstimos externos em capital de risco e/ou a atração de novos capitais". É natural que a visão de qualquer governo independente pode legitimamente divergir - em vários aspectos - da visão das empresas estrangeiras na defesa de seus interesses específicos.

Em resumo, no que diz respeito ao comportamento efetivamente observado - preferência revelada por empréstimos em vez

de capital de risco - é possível identificar quatro hipóteses explicativas:

a) a de viés da legislação tributária brasileira relativa à transferência de recursos para o exterior, que estabelece alíquota mais reduzida para o pagamento de juros;

b) a que enfatiza as características gerais da legislação tributária do Brasil e dos países investidores, em particular os mecanismos de crédito fiscal destinados a evitar a bi-tributação e o fato de o valor dos juros pagos pela subsidiária ser dedutível para efeito fiscal no país hospedeiro e de as amortizações de empréstimos não serem tributadas;

c) a de aversão ao risco econômico, que leva a uma preferência por obrigações contratuais em detrimento de obrigações não contratuais, independentemente de assimetrias no tratamento fiscal; e

d) a de aversão ao risco político ou "pragmatismo burocrático" que é mais que uma variante da hipótese anterior segundo a análise das próprias empresas estrangeiras, que tendem, por motivos óbvios, a sobreenfatizar este aspecto e insistir na necessidade de estabilidade das regras do jogo (assinale-se, no entanto, que esta tese parece refletir antes um posicionamento e uma reivindicação das empresas estrangeiras, apresentadas em antecipação a uma eventual negociação em torno da possibilidade de conversão de empréstimos externos em capital de risco).

Os resultados obtidos no exercício de simulação desenvolvido no Apêndice II permitem avançar algumas conclusões relativas às questões e hipóteses sugeridas acima. Em primeiro lugar, indicam que, no contexto de uma política de maximização de

lucro da empresa multinacional, o fluxo de transferência de recursos da subsidiária para a matriz envolve apenas o pagamento de juros e amortização do principal de empréstimos contraídos pela primeira em face da segunda. Apontam ainda que o financiamento dos investimentos realizados pela subsidiária envolve tanto investimento direto quanto créditos da matriz, sendo que a parcela correspondente a estes créditos aumenta quando a política da empresa multinacional implica maior repatriamento dos lucros gerados pela subsidiária - 12,4% quando a empresa pretende repatriar 20% destes lucros ( $k=0,2$ ) e 61,8% quando pretende repatriar a totalidade dos lucros ( $k=1$ ). Por outro lado, o modelo permite avaliar o grau em que a parcela correspondente a empréstimos decorre do tratamento favorável concedido às remessas associadas a tais operações. De fato, a solução ótima obtida, quando se considera o imposto de renda incidente sobre o pagamento de juros como idêntico àquele incidente sobre a remessa de dividendos (isto é,  $\gamma = 0,25$ ), implica que a percentagem do investimento da subsidiária correspondente aos empréstimos reduz-se apenas de 12,4 para 11,7% quando  $k = 0,2$  e de 61,8 para 58,6% quando  $k = 1$ .

Em seu conjunto, tais resultados parecem sugerir que a preferência revelada pelo endividamento de subsidiária reflete menos o tratamento privilegiado concedido pela legislação brasileira à remessa de juros do que as expectativas da empresa multinacional quanto à apropriação dos lucros da subsidiária pela matriz. No que diz respeito a este ponto, é lícito esperar que os planos das empresas multinacionais, em anos mais recentes, tenham evoluído no sentido de um maior repatriamento dos

lucros. Na medida em que tais planos levam em consideração o programa de investimento da subsidiária, cabe supor que o fim de um ciclo de investimentos no país hospedeiro induza maior transferência de lucros para a matriz. Ademais, o agravamento dos problemas de balanço de pagamentos do país e a expectativa de mais rápida desvalorização cambial como decorrência da aceleração do processo inflacionário contribuem também para aumentar a referida transferência de lucros para a matriz.

É interessante observar que a solução obtida pelo modelo proposto indica que todo o endividamento da subsidiária no exterior está restrito aos empréstimos contraídos junto à matriz. A inexistência de operações de crédito entre o sistema financeiro internacional e a subsidiária não surpreende. Uma vez que a taxa de juros incidente sobre operações entre o referido sistema e a matriz é inferior àquela vigente sobre contratos entre bancos estrangeiros e a subsidiária (refletindo esse diferencial, de alguma maneira, o country-risk assessment do SFI), a maximização do lucro da empresa multinacional implica que a matriz se endivida perante o sistema financeiro internacional e transfira tais recursos à sua subsidiária. Desta forma, a empresa multinacional estaria bancando o country-risk associado ao país hospedeiro e, portanto, eximindo-se do pagamento do prêmio referente a este risco, representado pelo diferencial apontado entre as duas taxas de juros.

A evidência disponível aponta, no entanto, para a existência de substancial endividamento das subsidiárias estrangeiras que operam no Brasil. Na linha do argumento apresentado, tal endividamento sugeriria que as empresas multinacionais

não estão dispostas a bancar inteiramente o country-risk associado ao país hospedeiro, dispondo-se a pagar o prêmio implícito na taxa de juros mais elevada incidente sobre os empréstimos contraídos via subsidiária. Assinale-se, por outro lado, que o risco associado a operações entre matrizes e subsidiárias é maior do que aquele envolvendo contratos entre estas e o sistema financeiro internacional. De fato, as matrizes são mais passíveis de pressão, por parte do governo do país hospedeiro, no sentido de um eventual reescalonamento da dívida e de seu serviço, do que o sistema financeiro internacional. Na verdade, o próprio debate ora em curso sobre a conversão de empréstimos em capital de risco parece confirmar esta maior vulnerabilidade.

IV - UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE CONVERSÃO DA DÍVIDA

As seções anteriores ofereceram claras indicações da preferência revelada por empréstimos em vez de aportes de equity capital por parte das subsidiárias de empresas estrangeiras que operam no Brasil. Estimativas preliminares sugerem que a dívida externa das empresas estrangeiras (avaliada por empréstimos ingressados ao abrigo da Lei nº 4.131) representava, em 1970, menos de 15% do estoque de capital estrangeiro de risco registrado pelo Banco Central (em 1980, esta proporção era superior a 50%). Esta significativa mudança de comportamento observada ao longo dos anos 70 exige alguma avaliação das hipóteses levantadas para explicar o fenômeno.

As hipóteses baseadas em um viés na legislação tributária que tornariam mais atrativas as remessas sob a forma de amortização e juros - e, portanto, o registro do capital sob a rubrica de empréstimos e financiamentos - não parecem dar conta do fenômeno. Tampouco parece adequada a observação de que o limite de 12% do estoque de capital de risco registrado para remessas sob a forma de lucros e dividendos (após o qual incide o imposto progressivo) ficaria muito aquém da remuneração obtida por empréstimos e financiamentos quando a taxa de juros internacional supera - em muito - a marca de 12%, como é o caso do período recente.

A história desta preferência revelada por empréstimos é mais longa (remonta ao tempo de taxas de juros internacionais inferiores a 12%) e deve ser explicada por outras considerações além das características da tributação e de limites à remessa sob a forma de lucros e dividendos - que na média, na década de

70, estiveram em torno de 5% do estoque de capital registrado, quando o limite legal permaneceu ao nível de 12%.

A hipótese alternativa que levantamos neste trabalho enfatiza a idéia de risk-aversion por parte do investidor estrangeiro, que se expressa na preferência por obrigações contratuais vis-à-vis obrigações não contratuais. As primeiras não dependeriam do desempenho efetivo de subsidiária quanto à geração de lucros, e sim de contratos estabelecidos internacionalmente que envolvem pagamentos sob a forma de juros e amortizações. Para além de uma rationale econômica para a hipótese de risk-aversion, uma importante variante da hipótese diz respeito à aversão ao risco por parte da empresa estrangeira, risco aien tendido como o risco de mudanças nas regras do jogo quanto ao tratamento de lucros e dividendos por parte das autoridades brasileiras.

A conclusão relevante, do ponto de vista das implicações de política econômica, é a seguinte: qualquer discussão sobre medidas para estimular a conversão de parte da dívida externa dos subsídios de empresas estrangeiras em capital de risco tem que partir do reconhecimento de que esta conversão contraria a tendência natural ou a preferência revelada por empréstimos que se observa no Brasil há mais de uma década.

O restante desta seção procura avaliar criticamente os prós e os contras da idéia de conversão, bem como apresentar algumas recomendações gerais de política econômica que resultam deste trabalho, antes do capítulo final que o resume.

O que se poderia caracterizar como o aspecto positivo da idéia de conversão? Em primeiro lugar, o fato de que esta -

caso pudesse se materializar, o que requer discussão adicional - poderia contribuir não apenas para reduzir o montante da dívida externa consolidada (aumentando, em contrapartida, o estoque de capital estrangeiro de risco na economia). Com efeito, além desta redução, a conversão permitiria atenuar o impacto negativo de súbitas e inesperadas elevações da taxa de juros internacional sobre as obrigações contratuais associadas ao serviço da dívida externa. Em outras palavras, um coeficiente de vulnerabilidade do balanço de pagamentos, como é a relação entre a dívida contratada e taxas flutuantes e o total das exportações, poderia ser consideravelmente reduzido.

Adicionalmente, a conversão de parte da dívida em equity capital poderia, em princípio, assegurar um maior controle nacional sobre as remessas totais, via legislação doméstica sobre remessas que já contempla a incidência de um imposto progressivo sobre remessas de lucros superiores ao teto de 12% sobre o capital registrado.

Estes efeitos aparentemente positivos da conversão de parte da dívida devem ser avaliados à luz de duas ordens de considerações. A primeira diz respeito à magnitude dos recursos envolvidos. Em outras palavras, qual o valor estimado da dívida em moeda das empresas estrangeiras que potencialmente poderia ser convertido, em relação à magnitude da dívida global? Segundo informações do Banco Central, referentes ao ano de 1979, as empresas estrangeiras eram responsáveis por 32% do valor da dívida correspondente à Lei nº 4.131 (esta percentagem representava cerca de 8,6 bilhões de dólares, ou seja, algo como 17% da dívida total). Mesmo supondo, como hipótese extremamente oti-



mista, que fosse possível induzir as empresas a converter parte de sua dívida em moeda em equity capital, o resultado final seria modesto, como proporção da dívida global do país.

Contudo, o problema fundamental da proposta de conversão é que esta, em verdade, vai no sentido contrário a uma tendência, ou a uma preferência revelada que tem já uma história relativamente longa (cerca de 15 anos). A conversão parcial, portanto, teria que envolver a concessão de incentivos às empresas estrangeiras para induzi-las a modificar um padrão de comportamento aparentemente consolidado. Adicionalmente, se é verdade que as remessas sob a forma de amortizações e juros e sob a forma de lucros e dividendos (para não mencionar as remessas sob a forma de royalties, assistência técnica, subfaturamento de exportações e superfaturamento de importações) são de certa forma intercambiáveis, o efeito positivo sobre o balanço de pagamentos pode ser desprezível, não justificando os custos - que podem ser apreciáveis - de alteração na legislação. As empresas teriam apenas que recompor a estrutura de suas remessas, dado que, aparentemente, estas funcionam como um sistema de vasos comunicantes no âmbito do qual a forma jurídica da remessa é relativamente secundária.

À luz destas considerações, que recomendações gerais de política poderiam ser apresentadas sobre a questão da conversão? Em primeiro lugar, não parece aconselhável propor qualquer alteração significativa na legislação em vigor sobre o capital estrangeiro. Alterações nas regras do jogo são vistas como negativas pela comunidade internacional, e a legislação atual, em suas linhas básicas em vigor há quase duas décadas, deve ser

mantida como indicador da estabilidade e maturidade da posição brasileira em face do capital estrangeiro. Esta sugestão contraria a proposta das empresas estrangeiras encaminhada ao governo através da FIESP no sentido de elevar o teto legal para remessas sob a forma de lucros e/ou reduzir o imposto progressivo que sobre estas incide. Não há, em princípio, pelos motivos discutidos na seção anterior, razão para crer que a conversão pudesse ser significativa por esta via.

A recomendação anterior aplica-se à questão da conversão de parte do estoque da dívida em moeda acumulada no passado. Aí as possibilidades de conversão parecem limitadas em termos de sua magnitude, muito embora os mapas do Banco Central indiquem freqüentes conversões a nível de empresa. Formas de estimular, caso a caso, tais conversões poderiam e deveriam ser procuradas através de órgãos como o CDI e o INPI.

Entretanto, as possibilidades mais promissoras encontram-se na possibilidade de - sem alteração na legislação básica - afetar a composição do fluxo futuro dos recursos externos captados pelas empresas estrangeiras, induzindo uma maior participação de equity capital no montante global dos recursos captados.

O instrumento de política para tal seria, na verdade, uma modalidade de contingenciamento já em vigor, que limita o acesso das subsidiárias estrangeiras ao mercado doméstico de crédito, visando a orientá-las no sentido de captação de recursos externos. A sugestão a seguir pretende estimular uma composição dos recursos captados no exterior, na qual o capital de risco teria uma participação relativa maior que aquela observada no passado recente.

Trata-se de vincular a captação de recursos externos por subsidiárias estrangeiras a uma determinada composição entre empréstimos e capital de risco. Tal proposta parece, à primeira vista, descabida, tendo em vista a necessidade de mobilizar recursos significativos no exterior para financiar o deficit em conta corrente e as amortizações da dívida externa. Certamente, deve-se evitar qualquer tipo de medida que possa resultar em uma redução do fluxo de empréstimos contraídos pelas empresas estrangeiras, sem a desejada expansão do volume de investimento direto.

Este resultado indesejável poderia decorrer seja de uma redução do ritmo de atividade e/ou de uma expansão da subsidiária estrangeira (e, portanto, da sua demanda de recursos financeiros), seja da substituição de partes estrangeiras por fontes domésticas de crédito. É lícito admitir, no entanto, que a própria necessidade de manter suas posições no mercado brasileiro requer a contínua expansão do capital próprio e de terceiros mobilizados pelas empresas multinacionais. Assim, a medida proposta pretende apenas regular, na margem, a composição do passivo destas empresas. Quanto à substituição da captação de recursos externos pelo endividamento junto ao sistema financeiro nacional, esta é uma possibilidade real, sobretudo em face da tendência recente do diferencial entre o custo da dívida junto a estas duas fontes. Tal efeito da medida proposta pode ser evitado, no entanto, alterando-se os termos do contingenciamento relativo a operações de empréstimos do sistema bancário atualmente em vigor, de modo a reduzir a parcela dos recursos passível de ser alocada a empresas estrangeiras.

A este respeito deve ser notado que já está em vigor, no caso de emissão de debêntures por parte de empresas estrangeiras, a exigência de uma contrapartida de recursos próprios, sob a forma de capital de risco proveniente do exterior. A sugestão ora proposta representa apenas uma variante das modalidades de contingenciamento em vigor e temporário vincular, em proporção a ser definida, a captação de empréstimos no exterior por subsidiárias estrangeiras a um limite definido em função do montante de investimento direto e de reinvestimento realizado por investidores estrangeiros na subsidiária.

Em outras palavras, trata-se de explicitar uma regra segundo a qual para cada dólar de empréstimos captados no exterior (e registrados como tal no Banco Central) seria exigida uma contrapartida (a ser definida através de negociações com as empresas) de recursos próprios sob a forma de capital de risco (também registrado como tal no Banco Central).

A evidência internacional sugere que a composição das fontes de recursos das empresas estrangeiras que operam no Brasil apresenta-se distorcida, com excessiva participação de recursos de terceiros que, em parte, na verdade, constituem formas veladas de capital próprio, conforme reconhecido publicamente pelo Ministro Antonio Delfim Netto há quase uma década. Não se trata, portanto, de propor qualquer mudança nas regras do jogo, mas de transformar uma situação de facto em uma situação de jure, bem como de procurar influenciar, no sentido desejável, a composição dos fluxos futuros de ingressos de recursos do exterior.

V - RESUMO E CONCLUSÕES

O significado de uma política de conversão da dívida externa de subsidiárias estrangeiras em capital de risco depende, evidentemente, da magnitude dessa dívida. As informações a respeito são escassas, sabendo-se apenas que, em 1979, 32% do saldo dos empréstimos externos contratados sob o amparo da Lei nº 4.131 era de responsabilidade de empresas com participação direta do capital estrangeiro. O montante correspondente (US\$ 8,6 bilhões) representava, portanto, mais da metade do estoque de investimentos estrangeiros registrados no Banco Central em 1979. Por outro lado, este dado sugere que pelo menos 17% do total da dívida externa brasileira naquele ano estariam associados a empresas estrangeiras. São igualmente escassas as informações relativas ao serviço da dívida contraída por estas subsidiárias. Dados referentes a uma amostra de 115 empresas estrangeiras em 1974 revelam que, do total de recursos transferidos para o exterior, 40% correspondiam a remessas de lucros e dividendos, 47% a pagamentos de juros e amortização de empréstimos, 9% a despesas derivadas de contratos de transferência de tecnologia e 4% a outras remessas. Por outro lado, uma estimativa baseada no referido percentual de 32% sugere que o serviço da dívida de empresas estrangeiras sob amparo da Lei nº 4.131 foi da ordem de US\$ 2 bilhões em 1979, o que equivale a 2,7 vezes as remessas de lucros e dividendos efetuadas naquele ano.

A cogitação de uma eventual conversão dos empréstimos contraídos por subsidiárias estrangeiras em equity capital decorre da ambigüidade de que se reveste o endividamento externo

destas empresas. Em certo sentido, as operações de crédito externo realizadas por uma subsidiária estrangeira não são, senão no seu formato legal, distintas de uma aplicação de equity capital da matriz na subsidiária. A semelhança entre as duas operações é evidente no caso de contratos entre matriz e filial: em ambos os casos, trata-se de uma mera transferência de recursos no interior da firma multinacional, entendida esta como uma unidade administrativa e como um pool de geração e apropriação de lucros que compreende a matriz e todas as suas subsidiárias. Contudo, mesmo o endividamento de uma subsidiária em face do sistema financeiro internacional pode ser colocado em contraponto a uma operação de investimento direto, já que, nocionalmente, substitui o endividamento da matriz junto ao referido sistema e a subsequente transferência interna dos recursos assim mobilizados para a subsidiária.

Convém explorar aqui, com mais detalhe, tal sugestão, associando-a ao exame da decisão de firma multinacional quanto ao financiamento da expansão e da operação de suas subsidiárias. Este financiamento pode ocorrer através de cinco formas distintas: a) retenção do lucro gerado pela subsidiária; b) investimento sob a forma de equity capital; c) empréstimo de matriz a subsidiária; d) endividamento da subsidiária junto ao sistema financeiro internacional; e e) endividamento de subsidiária junto ao sistema financeiro do país hospedeiro. As três primeiras formas citadas envolvem apenas uma decisão quanto à alocação de fundos no interior da firma multinacional. Quanto às segunda e terceira formas apontadas, cumpre notar que os recursos assim transferidos podem ter origem nos lucros retidos pela matriz ou

no endividamento desta. Assim, por trás das formas aparentes de canalização de fundos para a subsidiária, cabe ressaltar as formas pelas quais a firma como um todo pode mobilizar recursos: sua própria acumulação interna e a utilização de recursos de terceiros. No tocante a estes recursos, existe um limite ao endividamento global da firma multinacional, de modo que o endividamento da subsidiária reduz a capacidade de a matriz captar recursos de terceiros, e vice-versa. No caso da subsidiária, no entanto, o country-risk assessment do sistema financeiro internacional tende a acarretar a existência de limite específico ao seu endividamento, bem como a incidência de taxas de juros mais elevadas. Neste contexto, é possível identificar, como as variáveis relevantes para a decisão da firma multinacional quanto à forma de financiamento da subsidiária, os impostos incidentes sobre os lucros no país de origem e no país hospedeiro, os custos fiscais e cambiais relativos à transferência de fundos e o custo dos recursos financeiros para a matriz e subsidiária.

A teoria econômica sugere um possível critério de decisão para a firma multinacional: a maximização do lucro da firma como um todo. É verdade que, ao contrário do cálculo de maximização tradicional, existem aqui dois centros de geração de lucros e, portanto, a possibilidade de realocação dos lucros entre as partes constituintes da firma. A própria realocação dos lucros, no entanto, pode ser determinada a partir do exercício maximizador.

O problema desta abordagem, contudo, é que ele ignora dois aspectos importantes capazes de afetar a decisão relativa à apropriação dos lucros: eventuais restrições institucionais

ao fluxo de recursos no interior da firma e seu programa de investimento no futuro próximo. Estas questões são relevantes no que concerne às decisões quanto à forma de financiar a subsidiária, uma vez que isto pode afetar a possibilidade de transferências futuras. De fato, a margem de manobra de que dispõe a firma multinacional quanto à composição das remessas da subsidiária segundo os diversos canais de transferência (remessa de lucros, pagamentos de juros e amortização do principal e despesas a título de transferência de tecnologia) depende de decisões passadas, notadamente daquelas que conformaram a estrutura do passivo da subsidiária. Observe-se que não se trata de assumir que a firma multinacional busque maximizar as transferências da subsidiária para a matriz, pois é lícito admitir mesmo que a firma seja indiferente quanto ao local dos seus investimentos. No entanto, a empresa multinacional deve estar preparada para proceder à transferência dos recursos disponíveis na subsidiária se, e quando, escassearem as oportunidades de investimento no país hospedeiro. Daí por que cabe assumir que a preocupação com a transferência futura de recursos constitui um dos critérios da escolha da forma de financiar a subsidiária.

A interpretação mais difundida sobre a preferência por operações de empréstimos revelada pelas empresas multinacionais nos últimos anos enfatiza o tratamento fiscal concedido pela legislação brasileira às remessas de lucros e ao pagamento de juros. Sobre os lucros remetidos para o exterior, incidem uma alíquota de 25%, até o limite de 12% do capital registrado, e um imposto suplementar sobre o montante que exceder aquele limite. No tocante ao pagamento de juros de empréstimos contraí-



dos no exterior, embora incida sobre eles a mesma alíquota de 25%, existe, desde meados da década de 70, um benefício pecuniário a ser recebido pelos tomadores, correspondente a um percentual do imposto recolhido. A existência desse incentivo, cuja magnitude tem variado ao longo do tempo, implicou, sucessivamente, impostos efetivos sobre os pagamentos de juros de 3,75, 12,5, 1,25 e 15%. Tais benefícios aparecem associados à política de barateamento do custo dos recursos externos e de estímulo à captação de empréstimos no exterior. No caso de empresas nacionais, estes incentivos induziriam à substituição de fontes domésticas de crédito, ao passo que, no caso de empresas multinacionais, levariam à substituição de investimento direto por endividamento externo.

O exercício de simulação desenvolvido no presente trabalho permite avaliar o exato significado desse viés da legislação tributária. Assumindo a maximização estática do lucro como o objetivo da firma multinacional, os resultados do exercício sugerem que a subsidiária é financiada através de investimento direto e de empréstimos da matriz para a subsidiária; a proporção relativa destes dois fluxos depende basicamente da política de repatriamento dos lucros gerados pela subsidiária - quanto maior o percentual dos lucros que se pretende transferir para a matriz, maior o peso relativo do crédito matriz-subsidiárias. Os resultados do exercício apontam ainda que o endividamento da subsidiária junto aos sistemas financeiros nacional e internacional é nulo (o que reflete os diferenciais de taxas de juros especificados) e que todas as remessas para a matriz têm lugar sob a forma de pagamento de juros e de amortização do princi-

pal. O exercício permite ainda avaliar o efeito de alterações na legislação fiscal sobre remessas para o exterior, indicando, assim, que a supressão dos benefícios associados ao pagamento de juros e o restabelecimento pleno da alíquota de 25%, embora reduzindo em cerca de 10% o montante de remessas, afetam apenas marginalmente os pesos relativos dos investimentos diretos e dos empréstimos matriz-subsidiária. Da mesma forma, revela a pequena sensibilidade da política da firma multinacional em face da redução do imposto incidente sobre remessa de lucros, o que, entretanto, não significa que os aspectos fiscais sejam irrelevantes na explicação da preferência relevada pelas operações de empréstimos. Contudo, os aspectos do tratamento tributário de maior significação na determinação do comportamento observado são antes aqueles comuns a qualquer legislação tributária do que os específicos do caso brasileiro - o fato de os juros serem debitados como custo na apuração do lucro da subsidiária e de não incidirem impostos sobre as remessas correspondentes à amortização do principal.

Cumprе assinalar, no entanto, que as questões que o exercício de maximização não leva em consideração são talvez mais importantes para a explicação da preferência por empréstimos revelada pelas empresas multinacionais do que os aspectos tributários acima apontados. Cabe referir aqui, em particular, o fato de que as operações de empréstimo entre matriz e subsidiária conferem maior flexibilidade no repatriamento de fundos e envolve menores riscos: de um lado, porque, ao implicar uma obrigação contratual, assegura um fluxo de remessas para o exterior, independentemente inclusive dos resultados operacionais

da subsidiária; e, de outro, porque a remessa de lucros e o retorno de capital de risco são mais sujeitos a controles governamentais do que o pagamento de juros e a amortização do principal. Aliás, a própria legislação brasileira corrobora essa percepção das empresas multinacionais ao admitir, na Lei nº 4.131, a possibilidade de limitar a remessa de lucros e de proibir o retorno de capital no caso de graves desequilíbrios do balanço de pagamentos, ao mesmo tempo em que assegura explicitamente, mesmo nesse caso, o cumprimento do serviço da dívida externa. Não cabe, no entanto, atribuir a este dispositivo legal a política adotada pelas empresas estrangeiras, pois de fato seria ingênuo supor que uma alteração da legislação viesse afetar o comportamento observado. O ponto relevante é que as empresas estrangeiras sabem que é politicamente mais fácil a intervenção de governos nacionais em relação à remessa de lucros e ao retorno de capital do que em relação ao serviço da dívida. Em um caso, trata-se de uma decisão soberana de um Estado nacional que o contrapõe a um conjunto de investidores estrangeiros; em outro, envolve, de uma maneira ou de outra, uma declaração unilateral de moratória à qual não pode ser indiferente a comunidade financeira internacional.

Neste contexto, cabe pôr em questão a eficácia de uma política voltada para induzir a conversão dos empréstimos contraídos pelas empresas estrangeiras em capital de risco. Aqui, o ponto a enfatizar é que não parece haver medidas de política diretamente relacionadas a ambos os fluxos capazes de modificar a preferência revelada pelas empresas estrangeiras. Assim, se tais empresas devem ser convencidas a aceder e realizar a con-

versão desejada, faz-se necessário propor-lhes incentivos alternativos no âmbito de um processo de negociação. Uma vez que os eventuais incentivos não têm a ver diretamente com o objeto da negociação, permanece indefinido o espaço desse processo de negociação e, portanto, ficam indeterminados os limites ao poder de barganha de cada uma das partes. Acrescente-se que, no caso em questão, parece lícito sugerir o reduzido poder de barganha das autoridades brasileiras. De resto, é duvidoso que possam ser identificados incentivos, aceitáveis do ponto de vista nacional, capazes de estimular um movimento generalizado por parte das empresas estrangeiras no sentido da conversão desejada. Isto não exclui, no entanto, a possibilidade de que determinadas empresas sejam induzidas, através de negociações individualizadas, a transformar o endividamento externo de suas subsidiárias em equity capital. O possível significado de um esforço nesse sentido depende, no entanto, do grau de concentração do endividamento das subsidiárias estrangeiras, em relação a que não se dispõe de informações.

À dificuldade de induzir a conversão de empréstimos em capital de risco, cabe contrapor o limitado benefício dessa conversão. Haveria, sem dúvida, uma vantagem imediata daí derivada: a redução da dívida externa brasileira e a conseqüente melhoria dos indicadores segundo os quais o país é avaliado pela comunidade financeira internacional. Parece que aí se esgotam, no entanto, os benefícios da conversão proposta. Uma outra vantagem aparente - a redução do serviço da dívida na proporção mesma da diminuição da própria dívida - deve ser posta em questão. Na verdade, uma vez que os diversos canais de transferência de

recursos para o exterior não são estanques, a redução do endividamento das subsidiárias estrangeiras pode significar tão-somente a recomposição do fluxo de remessas, assegurando-se a manutenção do nível de transferência desejado pela empresa estrangeira através da expansão das remessas de lucros e dividendos. O próprio fato de alguns empresários terem apontado a existência de imposto progressivo sobre estas remessas como um obstáculo à conversão de empréstimos em capital de risco parece indicar uma intenção de responder a esta conversão com uma recomposição do fluxo de transferências. Desta forma, a única maneira de se assegurar a efetiva redução da remessa de recursos para o exterior seria introduzir, simultaneamente, limites mais rígidos à transferência de recursos sob outras rubricas. Tal solução não parece, no entanto, aconselhável, já que não apenas poderia desestimular a própria conversão de empréstimos em capital de risco, mas ainda repercutir negativamente sobre o fluxo de investimentos diretos que, apesar da preferência revelada por empréstimos, continua a fluir para o país.

Neste contexto, uma recomendação fundamental desse trabalho é que os eventuais e limitados benefícios de conversão da dívida das empresas estrangeiras em capital de risco não justificam qualquer alteração da legislação básica sobre o estatuto do capital estrangeiro no Brasil, em vigor há quase duas décadas.

Não obstante, as seguintes medidas poderiam ser contempladas: a) declaração oficial do interesse governamental no sentido de que as empresas estrangeiras motu proprio convertam parte do estoque de seu capital de empréstimo em capital de ris

co, transformando uma situação de facto em uma situação de jure; b) como este anúncio, conforme discutido neste trabalho, provavelmente não seria suficiente, caberia recorrer a uma variante das normas de contingenciamento em vigor, como, por exemplo, aquela que restringe o acesso de empresas estrangeiras ao mercado doméstico de crédito e aquela que exige uma contrapartida de recursos próprios do exterior para o lançamento de debêntures no mercado doméstico; e c) este contingenciamento teria como objetivo alterar a composição dos fluxos futuros de recursos captados no exterior por parte de empresas estrangeiras, no sentido de aumentar a participação relativa do capital de risco, vinculando, a cada dólar captado sob a forma de empréstimo, uma determinada contrapartida (a ser negociada com as empresas estrangeiras) de recursos captados no exterior sob a forma de capital de risco (os riscos de uma proposta deste tipo já foram apontados na Seção IV).

O ponto fundamental a ter presente em qualquer discussão sobre este tema é o fato de que apenas a existência de oportunidade de reinvestimento, no país, dos lucros gerados pelas subsidiárias estrangeiras parece assegurar a redução do fluxo de remessas para o exterior. Sob esse aspecto, pelo menos, um quadro recessivo tem implicações negativas sobre o problema do desequilíbrio do balanço de pagamentos.

APÊNDICE IA LEGISLAÇÃO SOBRE CAPITAL ESTRANGEIRO NO BRASIL

- 1 - A EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO ATÉ 1962
- 2 - AS LEIS Nºs 4.131 e 4.390
- 3 - A LEGISLAÇÃO RECENTE SOBRE FINANCIAMENTO DAS IMPORTAÇÕES
- 4 - A LEGISLAÇÃO RECENTE SOBRE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS
- 5 - O IMPOSTO DE RENDA SOBRE AS REMESSAS PARA O EXTERIOR
- 6 - A CONVERSÃO DE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS EXTERNOS EM INVESTIMENTOS

## 1 - A EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO ATÉ 1962

As primeiras restrições impostas ao livre trânsito de capital estrangeiro e seus rendimentos constam do Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946. O documento legal - não obstante a disponibilidade de divisas, traduzida, aliás, no liberalismo cambial incorporado no mesmo decreto-lei - limitou as remessas a título de lucros, juros e dividendos em 8% e o retorno de capital em 20% do capital estrangeiro devidamente registrado na Carteira de câmbio do Banco do Brasil, considerando transferência de capital as remessas a título de lucros, juros e dividendos que excedessem o percentual de 8%.

Seis meses depois, a Instrução nº 20, da SUMOC, "tendo em vista as condições favoráveis do mercado de câmbio", revogou, temporariamente, os dispositivos do Decreto-Lei nº 9.025 referentes à transferência de capital, lucros, juros e dividendos para o exterior. Apesar de a instrução ter sido, por sua vez, revogada em junho de 1947 e de, posteriormente, passar a vigorar o regime de licença prévia para importações, as exigências formuladas no decreto-lei não voltaram a ser observadas.

Em 1952, no entanto, o Decreto nº 30.363, de 3 de janeiro, revigorou os dispositivos do Decreto-Lei nº 9.025 relativos ao capital estrangeiro. Estipulando também que as remessas de rendimentos que excedessem os 8% permitidos seriam consideradas retorno de capital, declarou extinta a faculdade de retorno no caso em que as remessas já realizadas ultrapassassem o capital efetivamente oriundo do estrangeiro, mais 8% relativos a juros, lucros e dividendos. Cabe destacar que o revigoreamento



das disposições restritivas foi simultâneo ao aparecimento de graves problemas no balanço de pagamentos: o ano de 1951 apresentou o deficit mais elevado do período de pós-guerra.

Apesar do agravamento do desequilíbrio verificado no balanço de pagamentos (o deficit em 1952 foi o dobro do observado em 1951), a Lei nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953 revogou os artigos do Decreto-Lei nº 9.025, referentes ao tratamento de remessas provenientes do capital estrangeiro no país.

Por outro lado, a Lei nº 1.807, ao criar taxas de câmbio diferenciadas, incorporou nova sistemática às remessas de rendimentos: uma taxa de câmbio fixa - pela qual poderiam ser efetuadas as remessas correspondentes a empréstimos, financiamentos e investimentos, considerados de especial interesse para a economia nacional, até os limites respectivos de 8 a 10% do capital registrado - e uma taxa de câmbio flexível - pela qual seriam realizadas remessas que ultrapassassem os limites fixados e aquelas correspondentes a inversões não incluídas na especificação anterior. Foram definidos como investimentos de "especial interesse" os que se destinassem à execução de planos, aprovados pelo Governo Federal, de aproveitamento econômico de regiões sob condições climáticas desfavoráveis ou de áreas menos desenvolvidas, bem como os destinados à instalação e desenvolvimento de serviços nos setores de energia, comunicação e transporte.

Desde então, até a promulgação da Lei nº 4.131 em 1962, todos os novos documentos legais relativos ao capital estrangeiro visaram a incentivar seu ingresso. É de ressaltar-se a Instrução nº 113, de 17 de janeiro de 1955, e o Decreto nº 42.280,

de 16 de setembro de 1957, que autorizaram a realização de investimentos estrangeiros no país sob a forma de importação de máquinas e equipamentos sem cobertura cambial no caso de atividades consideradas essenciais à economia nacional. O referido decreto regulamentava ainda as operações de empréstimos no exterior e de financiamentos de importações sem cobertura cambial e estabelecia que seriam efetuadas no mercado de taxa oficial as remessas de amortizações e juros relativos a empréstimos e financiamentos referentes a investimentos considerados essenciais ao processo de desenvolvimento e à segurança nacional (sobre os quais incidiria sobretaxa não inferior à média ponderada das bonificações pagas aos exportadores), bem como de amortizações e juros relativos aos demais empréstimos autorizados pela SUMOC e aos financiamentos (sobre os quais incidiria sobretaxa não inferior à média ponderada resultante das licitações na categoria geral). Dispunha, por outro lado, que os pagamentos de amortizações e juros correspondentes a financiamentos de importações sem cobertura cambial, além de não poderem ultrapassar a taxa de 8% ao ano, dependeriam das possibilidades do balanço de pagamentos, conferindo, no entanto, tratamento de prioridade cambial àqueles referentes à importação de equipamentos e peças destinados a investimentos essenciais ao processo de desenvolvimento e à segurança nacional. Por fim, concedia inteira liberdade de movimentação pelo mercado de taxa livre de câmbio aos investimentos e empréstimos oriundos do exterior sob a forma de moeda, bem como aos rendimentos deles derivados. Observe-se que esta sistemática introduzida pelo Decreto nº 42.280 viria a ser superada quando da adoção da Instrução nº 204, de março de 1961, que unificou os mercados de câmbio.

2 - AS LEIS NºS 4.131 E 4.390

A regulamentação vigente sobre a aplicação de capital estrangeiro e remessas de rendimentos para o exterior tem sua origem, em suas linhas gerais, na Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, que juntamente com o Decreto nº 53.451, de 20 de janeiro de 1964, que a regulamentou, revigoraram restrições contidas em documentos legais passados. Assim, foram estabelecidos limites de 10 e 20% sobre o valor dos investimentos registrados, para remessa de lucros e retorno de capital, respectivamente, considerando-se como retorno do capital investido a parcela de lucros remetidos que excedesse aquele limite. Previa ainda que, na ocorrência de grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou diante de sérias razões para prever a iminência de tal situação, a SUMOC poderia, por prazo limitado, proibir o retorno de capital de risco e limitar a 10% as remessas de lucros. Da mesma forma, autorizava que fossem limitados, em tal situação, os pagamentos de royalties e assistência técnica ao limite máximo cumulativo anual de 5% da receita bruta da empresa, afirmando explicitamente, no entanto, que não haveria restrições para remessas de juros e quotas de amortização constantes de contratos de empréstimos devidamente registrados.

No tocante ao tratamento fiscal das remessas de lucros e dividendos para o exterior, a Lei nº 4.131 estabelecia que estariam sujeitas ao pagamento na fonte às taxas que vigorassem para os dividendos devidos às ações ao portador, prevenindo a cobrança de um adicional de 20% no caso de empresas engajadas em atividades econômicas de menor interesse para a economia

nacional. Por outro lado, proibia a concessão de condições mais favoráveis do que aquelas aplicadas às importações da categoria geral às compras de câmbio para remessa de rendimentos para o exterior.

Assinale-se que a Lei nº 4.131 regulamentou, pela primeira vez, as remessas referentes à tecnologia transferida para o País. Passou a ser exigido o registro dos contratos que justificassem remessas, conferiu-se à SUMOC a competência para verificar a efetividade da assistência técnica prestada e instituíram-se favores fiscais destinados a promover a absorção da tecnologia importada.

Cabe ressaltar que os dispositivos referentes à transferência de tecnologia, ainda que situados no contexto geral de uma lei cuja preocupação básica consistia na imposição de restrições a remessas de rendimentos para o exterior, visavam, ao lado dessas restrições, a incentivar a absorção de tecnologia, criando, inclusive, uma estrutura de incentivos diferenciais segundo o grau de essencialidade da indústria à qual se destinasse a tecnologia. Nesse sentido, a Lei nº 4.131 limitou a um máximo de 5%, num prazo de cinco anos, as deduções, nas declarações de renda das pessoas jurídicas, por remessas correspondentes à importação de tecnologia, considerando como lucro distribuído as parcelas que excedessem os limites estipulados. A atribuição de definir os coeficientes percentuais de dedução para as diversas indústrias, conferida ao Ministério da Fazenda, levou a que tivesse sido utilizada a Portaria nº 436, de 30 de dezembro de 1958, que estabelecia aludidos percentuais com vistas à determinação do lucro real das pessoas jurídicas.

Em que pese ser apenas uma regulamentação da Lei nº 4.131, o Decreto nº 53.451 introduziu modificações importantes no que se refere à disciplina da transferência de tecnologia: não apenas limitou a cinco anos o prazo durante o qual os contratos gozavam da faculdade de gerar remessas, mas ainda restringiu o montante de tais remessas a 2% do custo do produto fabricado ou da receita bruta do produto fabricado e vendido.

A lei nº 4.131 foi modificada pela Lei nº 4.390, de 11 de setembro de 1964, ainda em vigor. O novo texto legal revogou os limites impostos ao retorno de capital e à remessa de lucros previstos no documento anterior, estabelecendo, no entanto, o limite de 8% do capital registrado para a remessa de lucros relativos a capital estrangeiro aplicado em atividades produtoras de bens e serviços de consumo suntuário a serem definidas por decreto do Poder Executivo (diante da inexistência de tal decreto, este limite jamais foi observado). Por outro lado, manteve os limites às remessas de lucros e aos pagamentos por transferência de tecnologia previstos na Lei nº 4.131 nos casos de grave desequilíbrio do balanço de pagamentos, bem como reafirmou a ausência de restrições para remessas de juros e quotas de amortização de empréstimos. Por fim, ao revogar o Decreto nº 53.451, a nova lei aboliu também o limite de 2% sobre a receita bruta de empresa imposto por aquele decreto para os pagamentos de royalties e assistência técnica.

No tocante ao tratamento fiscal das remessas de lucros e dividendos para o exterior, a Lei nº 4.390 introduziu um imposto suplementar a ser cobrado sempre que a média das remessas em um triênio exceder a 12% dos investimentos e reinvestimentos

registrados. Este imposto suplementar é de 40% sobre os lucros entre 12 e 15% do capital registrado, de 50% sobre aqueles na faixa de 15 a 25% e de 60% sobre os que excederem 25%. Manteve ainda o dispositivo da Lei nº 4.131 que previa a cobrança de adicional de 2% sobre o imposto no caso de empresas dedicadas a atividades de menor interesse para a economia nacional (o qual, devido à ausência de definição quanto a estas atividades, não chegou a ser cobrado). Observe-se que, de acordo com o artigo 77 da lei Nº 3.470, de 28 de setembro de 1958, incorporado ao Decreto nº 76.186, de 2 de setembro de 1975 (Regulamento do Imposto de Renda), estão sujeitos ao desconto de imposto de renda na fonte, à alíquota básica de 25%, os rendimentos percebidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior, inclusive os ganhos de capital relativos a investimentos em moeda estrangeira. Convém ressaltar, no entanto, que acordos de tributação firmados entre o Brasil e alguns países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Japão, Noruega, Portugal e Suécia) implicam alíquotas inferiores para as remessas de dividendos e/ou juros (em geral, da ordem de 15%).

### 3 - A LEGISLAÇÃO RECENTE SOBRE FINANCIAMENTO DAS IMPORTAÇÕES

Posteriormente à Lei nº 4.390, a Instrução nº 291, de 12 de fevereiro de 1965, viria regulamentar as importações de máquinas e equipamentos financiados por prazo inferior a oito anos - bem como as importações sem cobertura cambial, como investimento direto do capital estrangeiro -, restringindo-as a projetos de real interesse para o processo de desenvolvimento do

país, a critério da SUMOC e da CACEX. Estabelecia que, dentre tais operações, mereceriam tratamento preferencial aquelas com um período de carência nos anos iniciais e, sucessivamente, aquelas em que houvesse menor incidência de pagamentos nos primeiros dois anos e menor prazo de liquidação, assim como aquelas que se referissem a importações de países integrantes da ALALC. Incorporava ainda um elemento de proteção à indústria doméstica de bens de capital.

Em 1968, a Resolução nº 91, de 21 de maio, estabeleceu que, quando o pagamento da mercadoria importada fosse integralizado no prazo de 180 dias a contar da data de embarque, não se caracterizava uma operação de financiamento, podendo a remessa de divisas para o exterior processar-se segundo procedimento aplicado às importações não financiadas. Por outro lado, subordinava a registro no Banco Central as importações liquidáveis em prazo superior a 360 dias.

A Resolução nº 152, de 27 de agosto de 1970, viria requerer que as condições financeiras de operações de financiamento com prazo superior a um ano fossem submetidas à aprovação do Banco Central previamente ao pedido de registro. O comunicado FIRCE nº 17, que regulamentou esta Resolução na mesma data, dispensou, no entanto, a anuência prévia no caso de operações no valor de até US\$ 500 mil, estabelecendo ainda que a parte não financiada não deveria exceder 20% do valor de importação e que as prestações do principal deveriam ser distribuídas no tempo, de modo que, a cada momento, a proporção entre o total amortizado e o valor do financiamento não fosse superior à proporção entre o prazo já decorrido e o prazo total de operação.

Em 1975, a Resolução nº 355, de 2 de dezembro, viria alterar os critérios estabelecidos 10 anos atrás pela Instrução nº 291, ao autorizar o Banco Central a registrar financiamentos externos para fins de importação sem distinção da qualidade do importador e da destinação da mercadoria. Por outro lado, esta resolução e o Comunicado FIRCE nº 25, da mesma data, reafirmavam as disposições das resoluções anteriores relativas à exigência de anuência prévia do Banco Central, ao limite de 20% para a parte não financiada da importação e à distribuição no tempo das prestações do principal.

Assinale-se, por fim, que a Resolução nº 443, de 14 de setembro de 1977, que condicionou a autorização de importações à realização de depósito do valor FOB das mercadorias importadas pelo prazo de 360 dias, liberou desta exigência as importações de bens de capital, de partes e componentes constantes de programas de nacionalização aprovados pelo CDI e de equipamentos de uso em hospitais ou por profissionais liberais quando amparados por operações de crédito externo. A Circular nº 371, de 5 de abril de 1978, fixou em cinco anos o prazo mínimo requerido destas operações de crédito para que fizessem jus à mencionada liberação do depósito, prazo este que foi reafirmado pela Circular nº 416, de 24 de janeiro de 1979, mas, logo em seguida, ampliado para oito anos pela Circular nº 419, de 21 de fevereiro do mesmo ano.

#### 4 - A LEGISLAÇÃO RECENTE SOBRE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS

A Instrução nº 289, de 14 de janeiro de 1965, dispunha sobre a contratação de empréstimo externo em moeda estrangeira,



diretamente entre empresas do país e do exterior. Nas operações amparadas por esta instrução - que dependiam de aprovação prévia do FIRCE e destinavam-se exclusivamente ao financiamento de capital de giro - assegurava-se, na ocasião da venda de dívidas à Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, o direito de recomprá-las, na mesma ou em outra moeda, para entrega pronta ou futura. Garantia-se ainda o direito de remessa de juros para o exterior, nas mesmas condições estabelecidas para o principal. Posteriormente, a Resolução nº 83, de 3 de janeiro de 1968, revogou a faculdade de contratar câmbio para liquidação futura, mantendo no entanto a garantia de disponibilidade de câmbio para remessas destinadas ao pagamento de principal e juros. A Resolução nº 133, de 30 de janeiro de 1970, estendia aos bancos autorizados a operar em câmbio a faculdade de comprar divisas resultantes de operações amparadas na Instrução nº 289. O Comunicado GECAM nº 137, da mesma data, estabelecia, por outro lado, que o direito de compra de divisas para amortização do principal e pagamento de juros poderia ser exercido de 60 a 360 dias da data do fechamento do câmbio. Mais tarde, o Comunicado GECAM nº 156, de 21 de agosto de 1970, alteraria este intervalo para 180 a 360 dias. Finalmente, a Instrução nº 289 foi revogada pela Resolução nº 237, de 19 de outubro de 1972.

Uma nova modalidade de empréstimos viria a ser definida pelas Resoluções nºs 63 e 64, de 21 e 23 de agosto de 1967, que autorizavam os bancos comerciais, os bancos de investimento e o BNDE a obterem empréstimos em moeda estrangeira a serem repassados a empresas industriais e comerciais no país, para financiamento de capital fixo ou de giro. Os referidos repasses,

feita a conversão dos empréstimos, deveriam ser sempre em moeda nacional, obrigando-se o mutuário à respectiva liquidação mediante cláusula de paridade cambial. Posteriormente, a Circular nº 180, de 29 de maio de 1972, autorizou, em relação a cada operação de empréstimo contratada no exterior, o repasse do contravalor em moeda nacional a uma ou mais empresas e a prazos inferiores ao da operação externa, observado, no entanto, o prazo mínimo de seis meses para os bancos comerciais e de um ano para os bancos de investimento e o BNDE. Dispunha ainda que o equivalente em cruzeiros dos recursos oriundos do exterior que não estivesse empregado nas operações de repasse deveria estar aplicado em LTN de curto prazo, adquiridas no mercado aberto e mantidas em custódia no Banco Central até a data em que se efetivasse o repasse.

Os empréstimos externos sob o amparo de Lei nº 4.131 foram objeto de regulamentação pela Resolução nº 125 e pelo Comunicado FIRCE nº 10, de 12 de setembro de 1969, que os condicionaram à prévia anuência do Banco Central. Posteriormente, a Resolução nº 229, a Circular nº 186 e o Comunicado FIRCE nº 20, todos de 1º de setembro de 1972, autorizaram que os empréstimos externos concedidos diretamente a empresas no país fossem, à opção do credor, renovados com o mesmo devedor ou contratados sucessivamente com diferentes mutuários, por prazos inferiores ao da amortização final no exterior, desde que os recursos externos permanecessem no país consoante as condições de prazo de pagamento no exterior estabelecidos inicialmente. Estabelecia-se ainda que o valor do saldo resgatado internamente, enquanto não reaplicado no país em novo empréstimo, deveria ser mantido

no Banco Central em conta em moeda estrangeira em nome do credor externo, fazendo jus a juros à taxa fixada pelo Banco Central. A Circular nº 186 estabelecia, por outro lado, que o prazo de resgate interno não poderia ser inferior a 18 meses, prazo este que foi ampliado para 36 meses pela Circular nº 231, de 29 de agosto de 1974.

Aponte-se que a Resolução nº 229 estendia assim aos empréstimos sob amparo da Lei nº 4.131 o mesmo mecanismo de desdobramento interno de uma operação contratada no exterior, que a Circular nº 180 introduzira para os empréstimos apoiados nas Resoluções nºs 63 e 64. Por outro lado, como se mencionará adiante, a possibilidade de manter os saldos não repassados sob a forma de depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central, introduzida pela Resolução nº 229 para as operações amparadas na Lei nº 4.131, seria estendida mais tarde pela Circular nº 230 para os empréstimos sob o amparo da Resolução nº 63.

Uma nova modalidade de depósito junto ao Banco Central de parcela dos empréstimos contratados no exterior viria a ser introduzida pela Resolução nº 236, de 19 de outubro de 1972. Tratava-se agora de depósito compulsório, a ser realizado no ato de ingresso, do empréstimo no país, e tinha por objetivo reduzir o recurso a empréstimos externos. Dispunha a referida resolução - bem como a Circular nº 190 que a regulamentou - que os novos empréstimos contratados nas condições da Lei nº 4.131 e das Resoluções nºs 63 e 64 ficavam sujeitos, no ato de ingresso, a depósito no Banco Central de 25% sobre o contravalor em cruzeiros resultante de negociação das divisas. Este depósito deveria ser restituído por ocasião da amortização da dívida - ob

servando-se a mesma proporção entre o valor da parcela resgatada e o total do empréstimo - pelo valor em cruzeiros equivalente à moeda estrangeira à taxa de câmbio vigente no momento de liberação. Assinale-se que, simultaneamente à criação deste depósito compulsório, a Resolução nº 237 eliminou a possibilidade de contratação de empréstimos externos sob o amparo da Instrução nº 289, como mencionado anteriormente.

A exigência deste depósito foi suspensa pela Resolução nº 259, de 12 de junho de 1973, para as operações registradas a partir daquela data e, ao mesmo tempo, a Circular nº 207 que estabeleceu esquema de liberação dos valores depositados. A Resolução nº 265, de 31 de agosto de 1973, e a Circular nº 218 que a regulamentou revigorariam a Resolução nº 236, restabelecendo portanto o depósito compulsório previsto naquela resolução que, no entanto, agora era fixado em 40% do contravalor em cruzeiros do empréstimo. Finalmente, a Resolução nº 279, de 7 de fevereiro de 1974, viria suspender, mais uma vez, a exigência deste depósito.

No segundo semestre de 1974, a Circular nº 230, de 29 de agosto, estendeu, às operações contratadas segundo as Resoluções nºs 63 e 64, a possibilidade aberta em 1972 pela Resolução nº 229 para os empréstimos sob o amparo da Lei nº 4.131. Assim, facultava-se aos bancos, alternativamente à aplicação em LTN autorizada pela Circular nº 180/72, a realização de depósito junto ao Banco Central do valor em moeda estrangeira correspondente aos recursos oriundos do exterior que não estivessem empregados em operações de repasse. Tal depósito seria feito na moeda do empréstimo externo, adquirida à taxa de cobertura cambial vi

gente, fazendo jus à taxa de juros vigente no mercado interbancário de Londres para depósitos na moeda do empréstimo. O depósito seria liberado para atender às amortizações no exterior ou para a efetivação de repasse no país, observando-se na venda das divisas ao Banco Central a taxa de repasse cambial então vigente.

Esta faculdade de manter em moeda estrangeira a parcela dos empréstimos contratados no exterior foi ampliada pela Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977, que permitia, a qualquer mutuário de empréstimos externos contratados ao amparo da Lei nº 4.131, realizar depósitos em moeda estrangeira junto aos bancos. A Circular nº 349, que regulamentou esta resolução na mesma data, estabelecia que a constituição e o levantamento do depósito, bem como a conversão em cruzeiros dos juros sobre os depósitos, seriam baseados na taxa cambial vigente para compra ou venda de moeda. Dispunha ainda que as contas em moeda estrangeira venceriam juros, a favor do depositante, à mesma taxa aprovada para a correspondente operação de empréstimo externo que tivesse vigorado durante o período de depósito. Os bancos depositários deveriam realizar depósitos junto ao Banco Central ou levantá-los no mesmo dia em que tivesse lugar a operação com o mutuário, incidindo sobre eles juros de valor exatamente igual àquele pago pelo estabelecimento bancário sobre o correspondente depósito recebido do cliente.

O mecanismo introduzido pela Resolução nº 432 veio a ser utilizado, com a Resolução nº 479, de 20 de junho de 1978, para restringir a entrada de divisas provenientes de empréstimos externos, ressuscitando-se assim, embora sob forma diversa,

a exigência de depósito compulsório que vigorara no período 1972/74. A Resolução nº 479 estabelecia que os empréstimos externos que ingressassem no país a partir daquela data teriam seu contravalor em cruzeiros transitoriamente destinado à simultânea constituição de depósito em moeda estrangeira na forma da Resolução nº 432, dispondo ainda que, no caso de o mutuário ser estabelecimento autorizado a operar com câmbio, vale dizer, no caso dos empréstimos contratados sob a Resolução nº 63, o depósito seria efetuado diretamente junto ao Banco Central. A liberação do depósito ocorreria ao término do prazo estipulado pelo Banco Central ou, antecipadamente, para efeito de amortização do principal ou de pagamento de encargos decorrentes de empréstimos e financiamentos externos. O referido prazo foi fixado pela Circular nº 379, da mesma data, em 30 dias, tendo sido ampliado para 120 dias pela Circular nº 385, de 14 de julho do mesmo ano, para os empréstimos ingressados após esta data. Posteriormente, a Resolução nº 497, de 22 de novembro de 1978, veio fixar novo cronograma para liberação dos depósitos decorrentes de novos empréstimos (20% no fim de 150 dias de constituição do depósito, 40% após 180 dias e 40% após 210 dias), bem como reformular o cronograma relativo aos depósitos já realizados àquela data. Finalmente, a Resolução nº 595, de 16 de janeiro de 1980, reduziu o depósito requerido no caso de novos empréstimos a 75% do seu contravalor em cruzeiros, estabelecendo sua liberação em três parcelas iguais no fim de 30, 60 e 90 dias após a constituição do depósito.

No final de 1979, o mecanismo previsto pela Resolução nº 432 e pela Circular nº 230 foi significativamente alterado.

Assim, a Resolução nº 588, de 7 de dezembro, estabeleceu que a liberação dos depósitos voluntários em moeda estrangeira já constituídos, ou que viessem a se constituir, sob a Resolução nº 432 só poderia ocorrer nas datas de vencimento das parcelas de principal, juros e comissões correspondentes à operação que lhes deu origem. Considerava, como possíveis exceções a esta norma, as liberações antecipadas que se vinculassem à simultânea conversão dos respectivos empréstimos em investimentos diretos de capital ou casos considerados especiais pelo Banco Central. Por outro lado, a Resolução nº 589, também de 7 de dezembro, estabelecia que a liberação dos depósitos realizados sob a Circular nº 230 para repasse no país só poderia ocorrer após terem decorridos 180 dias de sua constituição (tal disposição deveria vigorar inclusive para aqueles depósitos já constituídos). Posteriormente, a Resolução nº 618, de 23 de maio de 1980, veio permitir que o depósito fosse liberado para repasse no país no prazo de 15 dias após sua constituição, no caso de os recursos depositados já terem sido repassados no país; findo este prazo, no entanto, o levantamento do depósito com aquela finalidade ficava subordinado à condição imposta pela Resolução nº 589.

#### 5 - O IMPOSTO DE RENDA SOBRE REMESSAS PARA O EXTERIOR

O imposto incidente sobre os rendimentos percebidos pelas pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior foi fixado em 15% pela Lei nº 154, de 25 de novembro de 1947. Este percentual seria alterado pela Lei nº 2.354, de 29 de novembro de 1954, que estabeleceu uma alíquota de 20%

para os rendimentos em geral, excetuado o caso das remessas a título de royalties decorrentes da exploração de marcas e patentes sobre as quais incidia uma alíquota de 25%. A Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, modificou, no entanto, a legislação anterior, unificando sob a alíquota de 25% o imposto incidente sobre todas as modalidades de rendimentos percebidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior. Tal percentual é ainda hoje o vigente, tendo sido incorporado aos novos documentos legais que regulamentaram o imposto de renda a partir daquela data.

Como já se assinalou, a Lei nº 4.390 introduziu um imposto suplementar incidente sobre as remessas de lucro sempre que a média das remessas em um triênio exceda a 12% dos investimentos e reinvestimentos registrados. Este imposto suplementar é de 40% sobre os lucros entre 12 e 15% do capital registrado, de 50% sobre aqueles na faixa de 15 e 25% e de 60% sobre os que excederem 25%. A Lei nº 4.390 manteve ainda o dispositivo introduzido pela Lei nº 4.131 que previa a cobrança de adicional de 20% sobre o imposto no caso de empresas engajadas em atividades de menor interesse para a economia nacional (como se observou, este dispositivo não chegou a ser aplicado).

Como já foi também apontado, diversos acordos de tributação firmados entre o Brasil e alguns (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Japão, Noruega, Portugal e Suécia) implicaram alíquotas inferiores aos 25% previstos pela lei para as remessas de dividendos e/ou juros. Estas alíquotas especiais têm sido, em geral, da ordem de 15%.



No caso dos empréstimos e financiamentos externos, no entanto, sucessivos documentos legais introduzidos ao longo da década de 70 têm autorizado a redução ou mesmo a isenção do imposto devido sobre a remessa de juros.

Neste sentido, o Decreto-Lei nº 1.215, de 4 de maio de 1972, autorizou o Ministro da Fazenda a conceder a restituição, redução ou isenção do imposto de renda na fonte incidente sobre juros, comissões, despesas e descontos relacionados a empréstimos e financiamentos obtidos no exterior, observado o prazo mínimo de amortização fixado pelo Conselho Monetário Nacional, desde que o empréstimo ou financiamento seja considerado de interesse nacional. A implementação deste decreto-lei foi regulamentada pela Resolução nº 222, de 29 de maio de 1972, que fixou em 10 anos o prazo mínimo de amortização requerido para que se fizesse jus ao benefício previsto no decreto-lei, bem como estipulou que as prestações do principal deveriam ser distribuídas no tempo, de modo que, em qualquer momento, a proporção entre o total já amortizado e o valor do empréstimo não fosse superior à proporção existente entre o prazo já decorrido e o prazo total do empréstimo. O período mínimo estabelecido para a amortização do empréstimo ou financiamento foi, posteriormente, objeto de sucessivas alterações: a Resolução nº 261, de 19 de julho de 1973, estendeu-o para 12 anos, a Resolução nº 300, de 13 de setembro de 1974, reduziu-o para oito anos e a Resolução nº 498, de 22 de novembro de 1978, restabeleceu o prazo inicial de 10 anos.

O Decreto-Lei nº 1.351, de 14 de outubro de 1974, viria introduzir, em seu artigo 9º, a possibilidade de redução in

discriminada do imposto de renda incidente sobre os juros remetidos ao exterior, generalizando assim o incentivo que no contexto do Decreto-Lei nº 1.215 deveria ser aplicado caso a caso. Embora esta redução do imposto fosse considerada explicitamente como de caráter temporário, a nova redação dada ao artigo 9º deste documento legal pelo Decreto-Lei nº 1.411, de 31 de julho de 1975, eliminaria a referência ao caráter temporário do incentivo, estabelecendo ainda que, alternativamente à redução do imposto sobre as remessas relativas ao pagamento de juros, poderiam ser concedidos benefícios pecuniários em favor dos tomadores de empréstimos e financiamentos externos.

O incentivo previsto nestes decretos-leis foi regulamentado pela Resolução nº 335, de 5 de agosto de 1975, que fixou o benefício pecuniário a ser recebido pelos tomadores de financiamentos e empréstimos externos em 85% do imposto de renda recolhido mediante a aplicação da alíquota de 25% (ou, no caso de operações abrangidas por acordos de tributação com países estrangeiros, da alíquota específica) sobre juros, comissões e despesas resultantes destas operações de crédito. Dispunha ainda que, no caso de financiamentos, o benefício só seria concedido se o montante financiado tivesse vencimento final igual ou superior a cinco anos. Estes dispositivos foram objeto de sucessivas alterações a partir de 1979: a Resolução nº 559, de 26 de julho de 1979, fixava o benefício pecuniário em 50% e o prazo mínimo requerido no caso das operações de financiamento em oito anos, mas posteriormente o benefício pecuniário foi alterado para 95% pela Resolução nº 587, de 7 de dezembro de 1979, e para 40% pela Resolução nº 613, de 8 de maio de 1980.

6 - A CONVERSÃO DE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS EXTERNOS EM INVESTIMENTO

A possibilidade de conversão de empréstimos externos em capital de risco está prevista no Decreto nº 55.762, de 17 de fevereiro de 1965, que regulamenta a Lei nº 4.131 na sua versão introduzida pela Lei nº 4.390. Dispõe o artigo 50 do referido decreto que a SUMOC poderia autorizar a conversão, em investimento, do principal de empréstimos registrados ou de quaisquer quantias, inclusive juros, remissíveis para o exterior.

Posteriormente, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, que alterou a Legislação do Imposto de Renda, autorizou, em seu artigo 59, que fossem deduzidos do lucro real os dividendos de ações preferenciais pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior, desde que tais ações fossem criadas mediante capitalização, a ser requerida até 31 de dezembro de 1978, de financiamento ou empréstimo externo registrado até 31 de dezembro de 1977. Tal dedução era permitida apenas às empresas cuja maioria do capital com direito a voto pertencesse a pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior e deveria vigorar durante período a ser fixado pelo Banco Central em cada caso, observado o limite máximo de 10 anos. Os prazos previstos neste decreto-lei foram prorrogados pelo Decreto-Lei nº 1.654, de 29 de dezembro de 1978, que estendeu este benefício a empréstimos e financiamentos registrados até 31 de dezembro de 1978, desde que o pedido de conversão fosse submetido ao Banco Central até 31 de dezembro de 1979.

O mecanismo introduzido pelo artigo 59 de Decreto-Lei nº 1.598 foi regulamentado pela Resolução nº 480 e pela Circular nº 380, ambas emitidas pelo Banco Central em 20 de junho de 1978 (os dispositivos introduzidos por estes textos reaparecem na Resolução nº 511 e na Circular nº 417, de 24 de janeiro de 1979, que atualizam os prazos indicados nestes documentos, tendo em vista a prorrogação prevista no Decreto-Lei nº 1.654). Esta regulamentação estabeleceu que as ações preferenciais de que trata o referido artigo 59 seriam nominativas, inconversíveis em outra espécie, irresgatáveis e inalienáveis a pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas no país por período a ser fixado pelo Banco Central, que não deveria, no entanto, ser inferior ao período ainda a decorrer de cada parcela da dívida acrescido de cinco anos, ou exceder o limite máximo de 10 anos a partir da conversão. Tais disposições aplicam-se igualmente às ações recebidas como bonificação. A Circular nº 380 estabeleceu ainda que o montante de dividendos passível de dedução na apuração do lucro real não poderia ser superior aos juros aprovados pelo Banco Central na oportunidade da conversão. Nesse sentido, o Banco Central deveria observar que não fossem excedidas as taxas de juros constantes do Certificado de Registro do empréstimo ou financiamento externo pelo prazo contratual restante, bem como a compatibilidade com as taxas de juros vigentes no mercado internacional na data da autorização.

APÊNDICE II

UM ESQUEMA CONTÁBIL PARA ANÁLISE  
DO PROBLEMA DA CONVERSÃO

- 1 - HIPÓTESES BÁSICAS
- 2 - RESULTADO DO MODELO
- 3 - ESQUEMAS CONTÁBEIS
- 4 - NOTA SOBRE BITRIBUTAÇÃO

## 1 - HIPÓTESES BÁSICAS

A discussão apresentada na Seção II pode ser desdobrada na formulação de um modelo de simulação da decisão de uma empresa multinacional relativa à estrutura de financiamento dos investimentos realizados por uma de suas subsidiárias. Tal modelo permitiria identificar as conseqüências de medidas de política econômica relacionadas àquele processo de decisão.

O modelo aqui desenvolvido considera o volume de investimento que a empresa multinacional pretende realizar na matriz e na subsidiária, como definido exogenamente, e propõe-se a identificar a estrutura de financiamento escolhida pela empresa. Assumindo que a decisão quanto a esta estrutura tem em vista a maximização de uma determinada função-objetivo, a questão pode ser formulada em termos de programação linear. A solução obtida não interessa aqui por si mesma, mas antes por suas implicações relativas a certos focos de preocupação da política econômica. Em particular, importa considerar as conseqüências da solução adotada pela firma do ponto de vista do fluxo de divisas entre o país e o exterior. Ademais, uma vez que a decisão da firma reflete certos parâmetros institucionais, muitos dos quais passíveis de manipulação pelo governo, o modelo permite identificar possíveis implicações de determinadas medidas de política governamental.

Assinale-se que a formulação do problema em termos de programação linear apresenta inconvenientes óbvios. Em particular, implica conferir tratamento estático ao que é, antes de mais nada, um processo.

O modelo proposto distingue dois segmentos no interior da empresa multinacional: sua subsidiária em um país específico (SUB) e a matriz (MAT), definida aqui em sentido amplo para abranger não apenas a matriz propriamente dita, mas também todas as suas subsidiárias em outros países que não o país em questão. Ademais, o modelo compreende ainda o sistema financeiro internacional (SFI) e o sistema financeiro nacional do país em que opera a subsidiária individualizada (SFN).

O modelo apóia-se em algumas hipóteses que refletem, embora de forma simplificada, a análise desenvolvida na Seção II, assumindo-se que o sistema financeiro internacional relaciona-se com a empresa multinacional ou suas partes a partir da avaliação do grau de endividamento da empresa como um todo. Neste sentido, a capacidade da empresa multinacional para contrair novos empréstimos junto ao sistema financeiro internacional fica definida pela desigualdade  $E \leq eA$ , onde  $E$  é o volume de novos empréstimos contraídos por MAT e SUB,  $A$  o montante de lucro retido e  $e$  a taxa de endividamento máxima imposta pelo sistema financeiro. Assinale-se, no entanto, que se admitirá adiante que o sistema financeiro internacional trata de forma diferenciada suas operações com a MAT e com a SUB: tal diferenciação refletir-se-á na fixação de taxas de juros distintas para cada uma daquelas operações. Por outro lado, postula-se ainda que o sistema financeiro nacional individualizado pelo modelo (SFN) relaciona-se exclusivamente com a SUB, admitindo-se, neste caso, que o sistema financeiro nacional dispõe-se a financiar uma dada percentagem ( $n$ ) dos investimentos a serem realizados pela subsidiária. Por fim, assume-se que a decisão de investir na subsidiária

ria depende apenas das oportunidades de investimento existentes no país em questão, vis-à-vis as demais oportunidades de investimento identificadas pela empresa multinacional no resto do mundo; tal decisão antecede, portanto, qualquer definição quanto à forma de financiar esse investimento.

Os planos de investimento da empresa multinacional implicarão, portanto, a igualdade:

$$(1) A + E = I_M + I_S$$

onde  $I_M$  é o investimento planejado na MAT e  $I_S$  o investimento planejado na SUB. Definindo-se como  $g$  a relação entre a acumulação interna (A) e o investimento planejado ( $I_M + I_S$ ), o montante total de recursos de terceiros requerido para a realização desse investimento pode ser expresso por:

$$(2) E = (1 - g) (I_M + I_S)$$

onde  $g \geq \frac{1}{e + 1}$ .

Uma vez que importa considerar aqui antes as magnitudes relativas das variáveis envolvidas do que seus valores absolutos, é possível referir aquelas magnitudes ao investimento planejado na SUB, fazendo  $I_S = 1$  e reescrevendo a expressão (2) como:

$$(2a) E = (1 - g) (I_M + 1)$$

A estes planos de investimento, estão evidentemente associadas determinadas expectativas de lucro.  $P_M$  e  $P_S$  designa-



rão o lucro operacional esperado dos investimentos planejados em MAT e em SUB, respectivamente, definindo-se como lucro operacional aquele apurado antes do pagamento dos impostos e das obrigações contratuais (juros de empréstimos e pagamentos por contratos de transferência de tecnologia) associados ao investimento. Os símbolos  $\pi_M$  e  $\pi_S$  indicarão as taxas esperadas de lucro operacional na matriz e na subsidiária, definidas segundo as expressões:

$$(3) \quad \pi_M = \frac{P_M}{I_M} \quad e \quad \pi_S = \frac{P_S}{I_S}$$

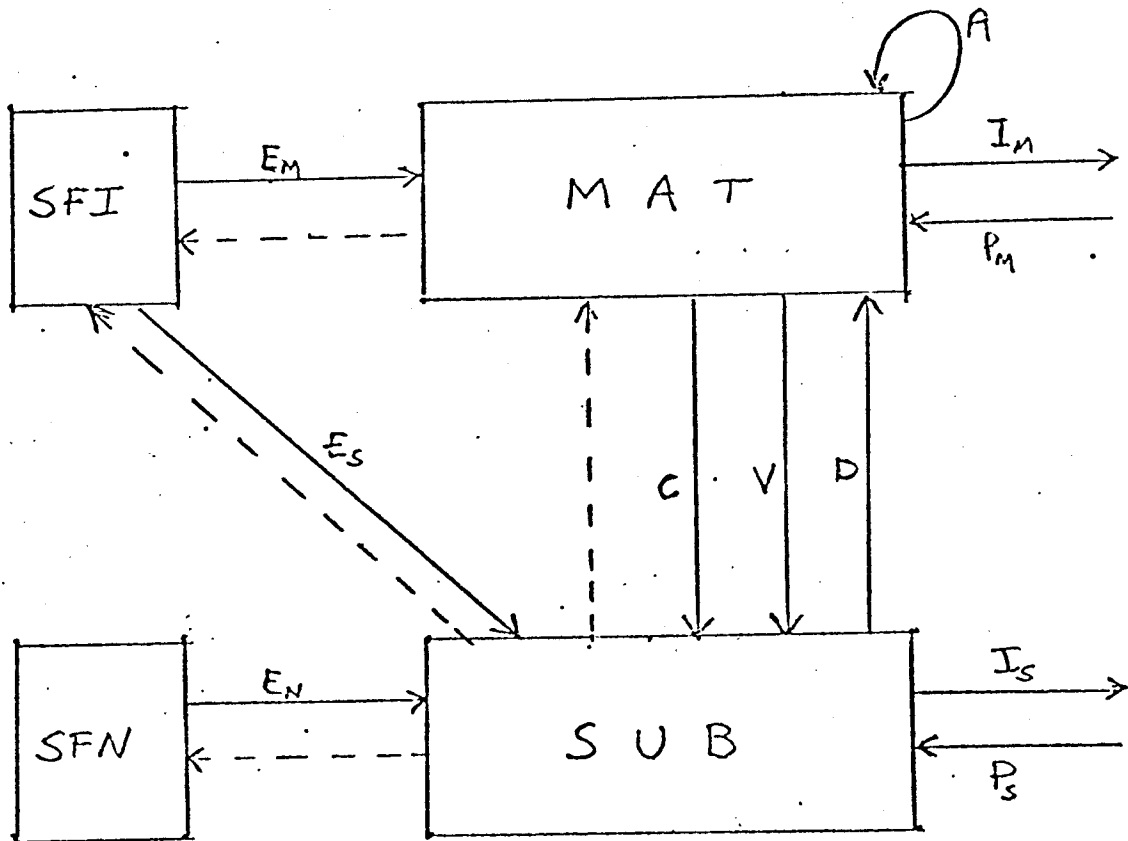
ou, se  $I_S = 1$ :

$$(3a) \quad \pi_M = \frac{P_M}{I_M} \quad e \quad \pi_S = P_S$$

Assim, os planos de investimento de uma empresa multinacional ficam definidos a partir da especificação de valores para as variáveis  $I_M$ ,  $g$ ,  $\pi_M$  e  $\pi_S$ . É a partir destas variáveis e das equações (2a) e (3a) que cabe examinar a estratégia de financiamento dos investimentos na subsidiária.

O diagrama a seguir indica os fluxos de recursos associados a esta estratégia.

Assume-se que os lucros retidos pela empresa multinacional (A) encontram-se em poder da matriz. Assim, o investimento aí realizado ( $I_M$ ) será financiado a partir destes lucros retidos e dos empréstimos contraídos junto ao sistema financeiro internacional ( $E_M$ ). Por outro lado, os investimentos na subsidiária ( $I_S$ ) poderão ser financiados através do suprimento de



fundos pela matriz - seja sob a forma de investimento direto (V) ou de empréstimo de MAT para SUB(C) -, bem como através de empréstimos contraídos pela subsidiária junto ao sistema financeiro internacional ( $E_S$ ) e ao sistema financeiro nacional ( $E_N$ ). A possibilidade de transferência de fundos da matriz para a subsidiária implica, por outro lado, que os lucros retidos na matriz (A) e os empréstimos por ela contraídos ( $E_M$ ) deverão financiar não apenas seus investimentos ( $I_M$ ), mas ainda aquela transferência ( $C + V$ ). Tais restrições podem ser expressas através de:

$$(4) \quad A + E_M = I_M + C + V$$

$$(5) \quad E_N + E_S + C + V = I_S = 1$$

Considerando-se que  $(I_M + I_S) - A = E$ , como indicado anteriormente, é possível obter, a partir da soma das igualdades (4) e (5), a expressão:

$$(4a) \quad E_M + E_N + E_S = E = (1 - g) (I_M + I)$$

onde E é definido pela equação (2a). Assim, as equações (4a) e (5) exprimem, respectivamente, as estruturas de financiamento do investimento total da firma multinacional como um todo e do investimento da subsidiária.

Observe-se ainda que, dada a hipótese de que o sistema financeiro nacional dispõe-se a financiar uma dada percentagem (n) dos investimentos a serem realizados pela subsidiária, a decisão da empresa multinacional quanto à estrutura de financiamento do seu investimento deve levar em conta a restrição:

$$(6) \quad E_N \leq nI_S, \quad \text{ou seja,} \quad E_N \leq n$$

A política de financiamento adotada pela empresa multinacional reflete-se no balanço da matriz e da subsidiária e no balanço consolidado da empresa multinacional conforme o Esquema Contábil I, apresentado ao final deste Apêndice.

As operações de empréstimo contraídas para financiar os investimentos implicam, no fim de um período, fluxos de recursos no sentido inverso, correspondentes ao pagamento de juros e à amortização do principal. Tais pagamentos podem ser expressos por  $r_x X$  e  $w_x X$ , onde  $X$  é o montante dos empréstimos,  $r_x$  a taxa de juros incidente sobre a operação e  $w_x$  a parcela do empréstimo amortizada durante o período. Ademais, cabe considerar ainda a possível existência de um fluxo adicional de recur-

tos de SUB para MAT correspondente ao pagamento de dividendos (remessa de lucro) e/ou pagamento por contratos de transferência de tecnologia (D). Observe-se que - ao contrário dos fluxos associados a operação de empréstimo - não apenas D pode ser igual a zero, mesmo que tenha ocorrido investimento direto da matriz na subsidiária, mas também pode ser positivo, embora tais investimentos não tenham tido lugar (neste caso, D corresponderia a pagamentos decorrentes de contratos de transferência de tecnologia).

Neste ponto, é necessário levar em consideração que as operações financeiras realizadas pela matriz e subsidiária envolvem duas moedas distintas e que a taxa de câmbio pode variar entre o momento da realização dos investimentos e o fim do período considerado. Assim, nos esquemas contábeis apresentados ao final deste Apêndice, o balanço da matriz e o balanço consolidado da empresa multinacional aparecem em dólares e o balanço da subsidiária em cruzeiros. Por outro lado, a variação da taxa de câmbio ao longo do período pode ser incorporada à análise, assumindo-se que  $US\$ 1 = Cr\$ 1$  no início do período e  $US\$ 1 = Cr\$ d$  no fim do período (a desvalorização cambial durante o período, é portanto, igual a  $d - 1$ ).

É igualmente necessário considerar aqui a existência de impostos sobre lucros e a incidência de impostos sobre os pagamentos de juros e a remessa de lucros para o exterior. Os parâmetros  $\alpha_E$  e  $\alpha_N$  indicam as alíquotas de imposto de renda incidentes sobre os lucros apurados na matriz e na subsidiária, enquanto  $\beta$  e  $\gamma$  designam por sua vez, os impostos incidentes, respectivamente, sobre os lucros remetidos para a matriz e sobre o paga

mento de juros de empréstimos contraídos pela subsidiária no exterior. Admitiu-se aqui, contrariamente à prática corrente, que o pagamento de impostos sobre a remessa de juros é de responsabilidade do credor estrangeiro. Por conseguinte, ao fixar os valores de  $r_c$  e  $r_s$ , é necessário majorar a taxa vigente no mercado internacional (e que será efetivamente recebida pelo credor estrangeiro) de uma parcela correspondente ao imposto a ser pago, através da fórmula  $r_s = \frac{\text{(taxa do mercado)}}{1 - \gamma}$ .

O Esquema Contábil II, ao final deste Apêndice apresenta os balanços da matriz e da subsidiária e o balanço consolidado da empresa multinacional, após o pagamento de impostos, dos juros de empréstimos e da remessa de dividendos da subsidiária para a matriz, mas antes da amortização dos empréstimos. Conforme aí indicado, os lucros retidos na matriz e na subsidiária são expressos, respectivamente, em dólares e cruzeiros, através das expressões:

$$(7) \quad L_M = [P_M + (1 - \gamma)r_c C - r_M E_M] (1 - \alpha_E) + \\ + [(1 - \beta) (1 - t\alpha_E) + t (\beta + \frac{\alpha_N}{1 - \alpha_N})] D$$

$$(8) \quad L_S = [P_S - dr_S E_S - dr_c C - r_N E_N] (1 - \alpha_N) - dD$$

onde  $t = 0$  se o imposto incidente sobre  $D$  no país da subsidiária for maior que o imposto incidente sobre  $D$  no país da matriz e  $t = 1$  em caso contrário (a propósito, ver nota ao Esquema Contábil II).

Por outro lado, o lucro consolidado da empresa multinacional corresponde, em dólares, a:

$$\begin{aligned}
 (9) \quad L &= L_M + \partial L_S = P_M (1 - \alpha_E) + \partial P_S (1 - \alpha_N) + \\
 &+ \left[ (1 - \beta) (1 - t\alpha_E) + t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1 - \alpha_N} \right) - 1 \right] D + \\
 &+ \left[ (1 - \alpha_E) (1 - \gamma) - (1 - \alpha_N) \right] r_C C + \\
 &+ (\alpha_E - 1) r_M E_M + (\alpha_N - 1) r_S E_S + (\alpha_N - 1) \partial r_N E_n
 \end{aligned}$$

onde  $\partial = 1/d$ .

Por fim, o Esquema Contábil III apresenta o balanço da matriz e da subsidiária, bem como o balanço consolidado da firma multinacional após a amortização dos empréstimos contraídos. A passagem do Esquema II para o Esquema III envolve, portanto, apenas transferência de fundos no interior da empresa multinacional e pagamentos junto aos sistemas financeiros internacional e nacional; assim, o montante de lucros indicado nos dois esquemas são idênticos. Releva, no entanto, destacar no Esquema III as disponibilidades de recursos na matriz e na subsidiária expressas, respectivamente em dólares e cruzeiros, por:

$$(10) \quad \text{Disponível em MAT} = L_M + W_C C - W_M E_M$$

$$(11) \quad \text{Disponível em SUB} = L_S - d(W_C C + W_S E_S) - W_N E_N$$

ou seja:

$$(10a) \quad \text{Disponível em MAT} = (1 - \alpha_E) P_M + \left[ (1 - \beta)(1 - t\alpha_E) + t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1 - \alpha_N} \right) \right] D + \left[ (1 - \gamma)(1 - \alpha_E) r_C + W_C \right] C - \left[ (1 - \alpha_E) r_M + W_M \right] E_M$$

$$(11a) \quad \text{Disponível em SUB} = (1 - \alpha_N) P_S - dD - d \left[ r_C(1 - \alpha_N) + W_C \right] C - d \left[ r_S(1 - \alpha_N) + W_S \right] E_S - \left[ (1 - \alpha_N) r_N + W_N \right] E_N$$

O Esquema Contábil III aponta, assim, para duas restrições adicionais a serem consideradas pela empresa multinacional quando de sua decisão quanto à forma de financiamento de seus investimentos. De fato, para que a matriz e a subsidiária sejam capazes de cumprir suas obrigações contratuais, a disponibilidade de cada uma delas, como indicada no Esquema Contábil III, deve ser não-negativa. Cabe, portanto, derivar das expressões (10a) e (11a) as restrições:

$$(12) \quad \left[ (B - 1)(1 - t\alpha_E) - t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1 - \alpha_N} \right) \right] D + \left[ (\gamma - 1)(1 - \alpha_E) r_C - W_C \right] C + \left[ (1 - \alpha_E) r_M + W_M \right] E_M \leq (1 - \alpha_E) P_M$$

$$(13) \quad dD + d \left[ r_c (1 - \alpha_N) + W_c \right] C + d \left[ r_s (1 - \alpha_N) + W_s \right] E_s + \left[ (1 - \alpha_N) r_N + W_N \right] E_N \leq (1 - \alpha_N) P_s$$

Deve-se considerar, por fim, o destino que a empresa multinacional pretende dar ao lucro gerado pela subsidiária, cabendo especificar, neste sentido, a receita líquida resultante da transferência de recursos da subsidiária para a matriz (os dividendos remetidos mais o pagamento de juros e a amortização do principal relativo a empréstimos concedidos pela matriz) como uma percentagem mínima  $k$  do montante de lucros da subsidiária não comprometido com o pagamento de juros e a amortização do principal de empréstimos contraídos pela subsidiária junto aos sistemas financeiros internacional e nacional. Assim, pode ser especificada a restrição:

$$(14) \quad dD + d \left[ r_c (1 - \alpha_N) + W_c \right] C \geq k \left\{ \left[ P_s - d r_s E_s - r_N E_N \right] (1 - \alpha_N) - W_s E_s - W_N E_N \right\}$$

$$(14a) \quad dD + d \left[ r_c (1 - \alpha_N) + W_c \right] C + kd \left[ r_s (1 - \alpha_N) + W_s \right] E_s + k \left[ (1 - \alpha_N) r_N + W_N \right] E_N \geq k P_s (1 - \alpha_N)$$

Observe que, quando  $k = 1$ , a equação (14a) é semelhante à expressão (13), dela diferindo apenas pelo sentido da desigualdade. Neste caso, as equações (13) e (14a), em conjunto, implicariam que o disponível da subsidiária fosse nulo no fim do período, o que refletiria o fato de todos os seus recursos líquidos terem sido transferidos para a matriz.

Convém resumir aqui os passos anteriores da construção do modelo proposto. A decisão da empresa multinacional quan



to ao investimento a ser realizado na matriz e na subsidiária fica caracterizada pelas variáveis  $I_M$ ,  $g$ ,  $\pi_M$  e  $\pi_S$ , observadas as condições expressas pelas equações (2a) e (3a). Tais valores alimentam, portanto, o modelo que visa a determinar a estrutura de financiamento de tais investimentos. A definição de uma política de financiamento envolve sete variáveis sob controle da empresa multinacional: os montantes de empréstimos contraídos pela matriz e subsidiária junto ao sistema financeiro ( $E_M$ ,  $E_S$  e  $E_N$ ), investimento direto e crédito da matriz à subsidiária ( $V$  e  $C$ ), os dividendos remetidos pela subsidiária para a matriz ( $D$ ) e a percentagem mínima dos lucros gerados na subsidiária que deverão ser canalizados para a matriz ( $k$ ). Dentre estas variáveis,  $k$  será fixado exogenamente, refletindo a política da empresa, enquanto as seis outras serão determinadas pelo modelo. Além disso, o processo de decisão deve levar em consideração alguns parâmetros institucionais, relativos a imposto de renda sobre o lucro apurado ( $\alpha$ ), imposto sobre transferências financeiras ( $\beta$  e  $\gamma$ ), desvalorização cambial ( $d - 1$ ) e juros e condições de amortização dos empréstimos ( $r$  e  $W$ ). Em resumo, o problema proposto envolve as seguintes variáveis:

- variáveis relativas ao investimento:  $I_M$ ,  $g$ ,  $\pi_M$  e  $\pi_S$ ;
- variáveis relativas à estrutura de financiamento (sob o controle da empresa):  $E_M$ ,  $E_S$ ,  $E_N$ ,  $V$ ,  $C$ ,  $D$  (endógenas) e  $k$  (exógena); e
- parâmetros institucionais:  $\alpha_N$ ,  $\alpha_E$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ ,  $d$ ,  $r_N$ ,  $r_M$ ,  $r_S$ ,  $r_C$ ,  $W_N$ ,  $W_M$ ,  $W_S$  e  $W_C$ .

Como supõe-se que a escolha de uma política de financiamento tem o propósito de maximizar o lucro consolidado da em-

presa multinacional, o objetivo da firma pode ser definido como a maximização da equação (9). Esta maximização está condicionada por restrições relativas ao montante do investimento a ser financiado na matriz e na subsidiária (equações 4a e 5) ao volume de financiamento a que a empresa tem acesso (equações 4a e 6), à capacidade de a empresa cumprir suas obrigações contratuais (equações 12 e 13) e à política de transferência de recursos da subsidiária para a matriz adotada pela empresa multinacional (equação 14a).

Neste sentido, a decisão da empresa multinacional relativa à estrutura de financiamento de seus investimentos na matriz e na subsidiária pode ser formulada no marco do problema de programação linear abaixo:

$$\begin{aligned}
 \max \quad & c_1 z_1 + c_2 x_2 + c_3 x_3 + c_4 x_4 + c_5 x_5 \\
 & x_3 + x_4 + x_5 = b_1 \\
 & x_5 \leq b_2 \\
 & x_2 + x_4 + x_5 + x_6 = b_3 \\
 & a_{41} x_1 + a_{42} x_2 + a_{44} x_4 + a_{45} x_5 \leq b_4 \\
 & a_{51} x_1 + a_{52} x_2 + a_{53} x_3 \leq b_5 \\
 & a_{61} x_1 + a_{62} x_2 + a_{64} x_4 + a_{65} x_5 \geq b_6 \\
 & x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6 \geq 0
 \end{aligned}$$

onde:  $x_1 = D$      $x_2 = C$      $x_3 = E_m$      $x_4 = E_s$      $x_5 = E_n$      $x_6 = V$

$$c_1 = (1-\beta)(1-t\alpha_E) + t\left(\beta + \frac{\alpha_n}{1-\alpha_n}\right) - 1 \quad c_2 = \left[ (1-\alpha_E)(1-\gamma) - (1-\alpha_n) \right] r_c$$

$$c_3 = (\alpha_E - 1) r_m \quad c_4 = (\alpha_n - 1) r_s$$

$$c_5 = (\alpha_n - 1) \delta r_n$$

$$b_1 = (1-g)(I_m + 1)$$

$$b_2 = n$$

$$b_3 = 1$$

$$b_4 = (1-\alpha_n) P_s$$

$$b_5 = (1 - E) P_m$$

$$b_6 = k(1-\alpha_n) P_s = k b_4$$

$$a_{41} = d$$

$$a_{42} = d \left[ r_c (1-\alpha_n) + \omega_c \right]$$

$$a_{44} = d \left[ r_s (1-\alpha_n) + \omega_s \right]$$

$$a_{45} = r_n (1-\alpha_n) + \omega_n$$

$$a_{51} = (\beta - 1)(1-t\alpha_E) - t\left(\beta + \frac{\alpha_n}{1-\alpha_n}\right)$$

$$a_{52} = (\gamma - 1)(1-\alpha_n) r_c - \omega_c$$

$$a_{53} = (1-\alpha_E) r_m + \omega_m$$

$$a_{61} = d = a_{41}$$

$$a_{62} = d \left[ r_c (1-\alpha_n) + \omega_n \right] = a_{42}$$

$$a_{64} = kd \left[ r_s (1-\alpha_n) + \omega_s \right] = k a_{44}$$

$$a_{65} = k \left[ r_n (1-\alpha_n) + \omega_n \right] = k \cdot a_{45}$$

Do ponto de vista da questão aqui considerada, importa focalizar, em particular, as implicações de uma determinada estrutura de financiamento sobre o fluxo de divisas entre o país e o exterior. Tais fluxos são indicados pelas expressões:

$$\text{Ingresso de divisas (no início do período)} = R = C + V + E_s$$

$$\text{Gasto de divisas (no fim do período)} = G = (1 - \beta) D + \\ + [(1 - \gamma)r_c + W_c] C + [(1 - \gamma)r_s + W_s] E_s$$

2 - RESULTADOS DO MODELO

Um exercício inicial com o modelo proposto especificou os seguintes valores para as variáveis institucionais:

$$\alpha_N = 0,30 \quad \alpha_E = 0,50 \quad \beta = 0,25 \quad \gamma = 0,15 \quad r_N = 1,20$$

$$r_N = 0,15 \quad r_C = r_S = 0,20 \quad d - 1 = 1,0$$

$$W_N = W_M = W_C = W_S = 0,20$$

Definiu-se, por outro lado, um programa de investimentos de uma empresa multinacional caracterizado pelos valores:

$$I_M = 7 \quad g = 0,75 \quad \pi_M = 25,7\% \quad \pi_S = 30\%$$

ou seja, assumiu-se que o investimento da subsidiária corresponde a 12,5% do investimento total da firma multinacional, que a acumulação interna desta corresponde a 75% dos seus investimentos, que a taxa de lucro esperado da matriz é de 25,7% e que o lucro esperado da subsidiária implica uma taxa de 30% sobre o valor do investimento convertido em cruzeiros pela taxa cambial vigente no fim do período.

Quanto à política de realocação dos lucros gerados pela empresa entre suas partes constituintes, foram consideradas hipóteses alternativas, atribuindo-se os valores 0, 0,2, 0,5 e 1 ao coeficiente  $k$ . Cabe lembrar que o valor  $k = 0$  implica que os lucros serão mantidos nos centros em que são gerados, enquanto  $k = 1$  significa que a matriz apropria-se da totalidade do lucro gerado pela subsidiária. Evidentemente, não existe nenhuma razão a priori para adotar um valor particular para  $k$ , pois es-

te refletirá, provavelmente, os planos futuros de investimento da subsidiária e as expectativas da empresa multinacional em relação à situação cambial do país hospedeiro. Assim, a existência de programas de investimento na subsidiária tenderá a reduzir o valor de  $k$ , dispondo-se a empresa multinacional a manter no país hospedeiro os lucros requeridos para o financiamento das futuras inversões. Por outro lado, a expectativa de desvalorização cambial poderá induzir uma maior transferência de recursos para a matriz, elevando o valor de  $k$ .

Os resultados obtidos a partir dos valores atribuídos acima às diversas variáveis serão apresentados adiante. Convém anteceder-los, no entanto, de uma análise de sensibilidade da solução obtida aos valores atribuídos às variáveis que caracterizam o programa de investimento da empresa multinacional. Tal análise permite evidenciar o grau em que a política de financiamento ótima, indicada abaixo, reflete o programa de investimento especificado.

O montante de empréstimos contraídos pela matriz ( $E_M$ ), o crédito concedido por esta à subsidiária ( $C$ ) e o investimento direto da matriz na subsidiária ( $V$ ) são as variáveis básicas da solução obtida a partir dos valores especificados acima. A análise paramétrica da referida solução revela que:

- os valores assumidos pelas variáveis básicas não se alteram quando a taxa de lucro da matriz ( $\pi_M$ ) varia (este resultado independe do valor de  $k$ );

- os valores assumidos pelas variáveis  $C$  e  $V$  não se alteram quando o investimento planejado pela matriz ( $I_M$ ) varia, mas o valor de  $E_M$  se altera segundo a equação  $E_M = I_M$ ; de qual-

quer maneira, a política de financiamento à subsidiária é invariante a alterações no valor de  $I_M$  (este resultado independe do valor de  $k$ ); e

- embora o valor de  $E_M$  não se modifique diante de variações da taxa de lucro da subsidiária ( $\pi_S$ ), os valores assumidos por  $C$  e  $V$  se alteram (considerando-se a hipótese de  $k = 0,2$ , esta alteração obedece às equações  $V = 1 - 0,41\pi_S$  e  $C = 0,41\pi_S$ , o que significa que a base não se altera para valores positivos plausíveis de  $\pi_S$ , mas quando se considera a hipótese de  $k = 1$  as equações obtidas -  $V = 1 - 2,06\pi_S$  e  $C = 2,06\pi_S$  - implicam uma mudança de base quando  $\pi_S \geq 0,485$ , e neste caso a variável  $D$  - dividendos pagos pela subsidiária - substitui  $V$  na base); e

- os valores assumidos pelas variáveis básicas não se alteram para  $1 \geq g \geq 0,511$ , enquanto para  $g < 0,511$ , no entanto, o problema se torna não factível (este resultado independe do valor de  $k$ ).

Os resultados da análise paramétrica revelam, portanto, que a solução apresentada a seguir, referente à política de financiamento da subsidiária, independe da magnitude relativa dos investimentos da matriz e da subsidiária, bem como da taxa de lucro da primeira e indicam ainda como variam os valores das variáveis básicas para diversos valores da taxa de lucro da subsidiária, apontando, por fim, que a factibilidade do problema proposto pressupõe que a acumulação interna da empresa multinacional seja suficiente para financiar pelo menos 51% do investimento planejado.

As soluções obtidas a partir dos valores especificados acima para os diversos valores de  $k$  estão indicados abaixo:

	<u>k = 0</u>	<u>k = 0,2</u>	<u>k = 0,5</u>	<u>k = 1,0</u>
D	-	-	-	-
C	-	0.124	0.309	0.618
E <sub>M</sub>	2.000	2.000	2.000	2.000
E <sub>S</sub>	-	-	-	-
E <sub>N</sub>	-	-	-	-
V	1.000	0.876	0.691	0.382
G	-	0.046	0.114	0.227

A solução para  $k = 0$  é trivial. Uma vez que não se pretende nenhuma transferência de lucros da subsidiária para a matriz, os lucros consolidados da empresa multinacional serão maximizados se esta não incorrer nos custos fiscais associados àquelas transferências. Por outro lado, dadas as taxas de juros incidentes sobre as diversas operações de empréstimo da matriz e da subsidiária, os custos financeiros são minimizados quando todo o endividamento da empresa multinacional é realizado através da matriz. Da mesma forma, a transferência de recursos desta para a subsidiária resume-se ao investimento direto; uma vez que, ao contrário de C, este não implica necessariamente transferências à matriz no fim do período, evita-se incorrer nos custos fiscais associados a tais transferências.

A hipótese de  $k > 0$  implica um novo conjunto de variáveis básicas. Dados os diferenciais de taxas de juros acima mencionados, o endividamento da empresa multinacional está ainda restrito a operações de empréstimo contraídas pela matriz (E<sub>M</sub>). Agora, no entanto, o financiamento dos investimentos da subsi-

diária compreende tanto o investimento direto (V) quanto o crédito da matriz para a subsidiária (C). Assinale-se, ademais, que a parcela correspondente a este último cresce com  $k$ , segundo a expressão  $C = 0,62k$ , ou seja, quanto maior a parcela dos lucros da subsidiária que deve ser remetida à matriz, maior a participação dos créditos concedidos pela matriz (vis-à-vis o investimento direto) no financiamento dos investimentos da subsidiária.

Examinou-se, por fim, as implicações sobre a solução de modelo das alterações de alguns parâmetros institucionais, mas deve-se assinalar que isto não comporta uma análise paramétrica de pós-otimização, já que aquelas alterações afetam não apenas os termos independentes  $b_i$  das restrições e os coeficientes  $c_j$  da função objetivo, mas também os elementos  $a_{ij}$  da matriz de restrição.

1 - A elevação da alíquota do imposto de renda incidente sobre os juros remetidos para o exterior ( $\gamma$ ), de modo a igualá-la àquela incidente sobre o pagamento de dividendos ( $\beta = 0,25$ ), implicaria uma redução da parcela do investimento da subsidiária financiado através de crédito fornecido pela matriz, bem como uma diminuição da ordem de 10% dos gastos de divisas.

2 - O aumento do prazo de amortização dos empréstimos contraídos no exterior para 10 anos ( $Wc = 0,10$ ) implicaria significativa elevação da parcela do investimento da subsidiária financiada através de créditos supridos pela matriz, acarretando ainda aumento da ordem de 3% do dispêndio de divisas.

3 - A abolição do imposto incidente sobre a remessa de dividendos para o exterior ( $\beta = 0$ ) implicaria que todo o in-



vestimento da subsidiária fosse financiado através da aplicação de equity capital da matriz, acarretando ainda o fato de que a transferência de recursos na direção oposta teria lugar apenas através do pagamento de dividendos. Neste caso, o dispêndio de divisas apresentaria uma redução da ordem de 8% em relação a solução inicial. Assinale-se, no entanto, que esta recomposição da estrutura do financiamento do investimento da subsidiária só ocorre quando  $\beta$  se aproxima de zero; para  $\beta = 0,05$ , a solução ótima é idêntica àquela obtida com  $\beta = 0,25$ .

4 - A alteração da taxa de juros vigente no país hospedeiro, dentro de limites plausíveis, não afeta a solução do modelo. Assim, para  $r_N = 0,30$ , a solução ótima é ainda idêntica à obtida para os valores iniciais (quando  $r_N = 0,20$ , no entanto, o investimento da subsidiária é, praticamente, financiado apenas pelo sistema financeiro nacional).

5 - Para examinar a sensibilidade da solução do modelo a diferentes valores da desvalorização cambial esperada ( $d - 1$ ), faz-se necessário considerar o efeito destes distintos valores sobre a taxa esperada de lucro da subsidiária ( $\pi_s$ ). Esta taxa foi definida como a razão entre a massa de lucro esperada e o valor do investimento convertido em cruzeiros segundo a taxa cambial vigente no fim do período. Cabem aqui duas hipóteses:

a) Como a taxa de lucro esperada não depende da desvalorização cambial (portanto, a massa de lucro esperada em cruzeiros variará no mesmo sentido das alterações das expectativas relativas à desvalorização cambial), a solução ótima resulta invariante a alterações nas expectativas referentes à desvalorização; e

b) Uma vez que a massa de lucros esperada em cruzeiros não depende da desvalorização cambial (portanto, a taxa de lucro esperada variará em sentido inverso às alterações das expectativas relativas à desvalorização cambial), a parcela correspondente ao crédito suprido pela matriz no financiamento do investimento a ser realizado pela subsidiária declina à medida que cresce a desvalorização cambial esperada (tal resultado já foi, aliás, sugerido anteriormente na análise da sensibilidade da solução ótima a variações de  $\pi_s$ ).

Solução inicial	$\gamma=0,25$	$w=0,1$	$\beta=0$	$r_N=0,2$	$d=1,8$ $\pi_s=0,30$	$d=2,2$ $\pi_s=0,30$	$d=1,8$ $\pi_s=0,33$	$d=2,2$ $\pi_s=0,27$	
Política $k = 0,2$									
D				0,042					
C	0,124	0,117	0,175		0,026	0,124	0,124	0,137	0,112
$E_M$	2,000	2,000	2,000	2,000	1,026	2,000	2,000	2,000	2,000
$E_S$					0,974				
$E_N$									
V	0,876	0,883	0,825	1,000		0,876	0,876	0,863	0,888
G	0,046	0,041	0,047	0,042	0,010	0,046	0,046	0,051	0,041
Política $k = 1,0$									
D				0,210	0,040				
C	0,618	0,586	0,875			0,618	0,618	0,686	0,562
$E_M$	2,000	2,000	2,000	2,000	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
$E_S$									
$E_N$					1,000				
V	0,382	0,414	0,125	1,000		0,382	0,382	0,314	0,438
G	0,229	0,205	0,236	0,210	0,030	0,229	0,205	0,254	0,208

ESQUEMA CONTÁBIL I

SITUAÇÃO CONTÁBIL NO INÍCIO DO PERÍODO

	ATIVO	PASSIVO
<u>MAT</u>	$I_M$	A
(US\$)	C	$E_M$
	V	
<u>SUB</u>	$I_S$	V
(Cr\$)		C
		$E_S$
		$E_N$
MNE	$I_M + I_S$	A
(US\$)		$E_M$
		$E_S$
		$E_N$

ESQUEMA CONTABIL II

SITUAÇÃO CONTABIL NO FIM DO PERÍODO (APÓS PAGAMENTO DE JUROS, DIVIDENDOS E IMPOSTOS, MAS ANTES DA AMORTIZAÇÃO DE EMPRÉSTIMOS)

<u>MAT</u>	$L_M$ (disponível)	A
(US\$)	$I_M$	$L_M = \left[ P_M + (1-\gamma)r_c C - r_M E_M \right] (1-\alpha_E) + \left[ (1-\beta)(1-t\alpha_E) + t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1-\alpha_N} \right) \right] D$
	C	$E_M$
	V	
<u>SUB</u>	$L_S$ (disponível)	$L_S = (P_S - dr_s E_S - dr_c C - r_N E_N)(1-\alpha_N) - dD$
(CR\$)	$I_S(1+m)$	$V + mI_S - (d-1)(C+E_S)$
		dC
		dE_S
		E_N
<u>MNE</u>	$L_M + \delta L_S$ (disponível)	$A + L_M + \delta L_S$
(US\$)	$I_M + \delta I_S(1+m)$	$\delta(V + mI_S) - (d-1)(C+E_S)$
	V	$E_M$
		$E_S$
		$\delta E_N$

ESQUEMA CONTÁBIL III
SITUAÇÃO CONTÁBIL NO FIM DO PERÍODO (APÓS AMORTIZAÇÃO DE EMPRÉSTIMO)

<u>MAT</u>	$L_M + \omega_C C - \omega_M E_M$ (disponível)	$A + L_M$
(US\$)	$I_M$	$(1 - \omega_M) E_N$
	V	
	$(1 - \omega_C) C$	
<u>SUB</u>	$L_S - d(\omega_C C + \omega_S E_S) - \omega_N E_N$ (disponível)	$L_S$
(Cr\$)	$I_S(1+m)$	$V + mI_S - (d-1)(c+Es)$
		$(1 - \omega_C) dC$
		$(1 - \omega_S) dE_S$
		$(1 - \omega_N) EN$
<u>MNE</u>	$L_M + \delta L_S - \omega_M E_M - \omega_S E_S - \delta \omega_N E_N$ (disponível)	$A + L_M + \delta L_S$
(US\$)	$I_M + \delta I_S(1+m)$	$\delta(V + mI_S) - (d-1)(c+Es)$
	V	$(1 - \omega_M) E_M$
		$(1 - \omega_S) E_S$
		$(1 - \omega_N) \delta E_N$

NOTA SOBRE BITRIBUTAÇÃO E DETERMINAÇÃO DE  $L_m$  e  $L$

O pagamento de dividendo da subsidiária para a matriz implica a possibilidade de bitributação dos lucros transferidos. Incorporou-se, na construção do modelo, o tratamento do problema da bitributação adotado pela legislação fiscal norte-americana. Assim, "o imposto devido pela matriz ao governo norte-americano será reduzido do montante de imposto de renda pago no exterior pela filial ou subsidiária sobre esta mesma receita. Portanto, se as taxas de imposto de renda no exterior são iguais ou superiores às vigentes nos Estados Unidos, nenhum pagamento de imposto será requerido nos Estados Unidos. Por outro lado, se as taxas efetivas no exterior forem inferiores às vigentes nos Estados Unidos, algum imposto será pago neste país." (Robbins e Stobaugh, 1973, p. 27).

A contribuição dos dividendos para o lucro da matriz pode ser expressa por  $(1 - \beta)D - T'$ , onde  $T'$  é o imposto efetivamente pago pela matriz, levando em consideração a regra acima indicada relativa à tributação. Se designarmos  $T_M$  como o imposto a ser pago no país da matriz na inexistência do problema de bitributação e  $T_s$  como o imposto pago no país da subsidiária, a referida regra implica que:

$$T' = 0 \text{ se } T_M \leq T_s \text{ e } T' = T_M - T_s \text{ se } T_M \geq T_s.$$

Sendo:  $T_M = \alpha_E (1 - \beta)D$

$$T_s = \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1 - \alpha_N} \right) D$$

resulta que:

$$T' = t \left[ \alpha_E (1-\beta) - \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1-\alpha_N} \right) \right] D$$

onde:  $t = 0$  se  $T_M \leq T_s$  e  $t = 1$  se  $T_M \geq T_s$ .

Logo, a contribuição dos dividendos para o lucro líquido de impostos da matriz pode ser expressa por:

$$(1-\beta)D - t \left[ \alpha_E (1-\beta) - \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1-\alpha_N} \right) \right] D = \left[ (1-\beta)(1-t\alpha_E) + t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1-\alpha_N} \right) \right] D$$

O efeito do pagamento de dividendos sobre o lucro consolidado da empresa multinacional fica, por sua vez, determinado pela expressão:

$$(1-\beta)D - T' - D = \left[ (1-\beta)(1-t\alpha_E) + t \left( \beta + \frac{\alpha_N}{1-\alpha_N} \right) - 1 \right] D$$