

INPES/IPEA

Informe Conjuntural: 11/37

19/08/87

Assunto: Os Riscos de se Converter a Dívida em Capital de
Risco

Eustáquio José Reis

OS RISCOS DE SE CONVERTER A DÍVIDA EM CAPITAL DE RISCO

Os esquemas de conversão de dívida externa em capital de risco são, nos dias que correm, a menina dos olhos do mercado financeiro internacional. É natural que assim seja: a existência de um mercado secundário para os títulos da dívida externa bancária operando com taxas de deságio que atingem até 45% do valor de face desses títulos desperta a gana dos investidores em potencial no Brasil, na medida em que permitiria ganhos substanciais caso o governo esteja disposto a recomprar esses títulos por alguma coisa próxima a seu valor de face. Para os bancos o esquema parece extremamente vantajoso na medida em que permitiria a eles se desfazer de um estoque de ativos indesejáveis que acarretaram perdas que já estão devidamente contabilizadas. Da perspectiva dos países devedores, vários são os defensores dos esquemas de conversão da dívida externa em capital de risco. O argumento frequentemente apresentado é de que deveríamos nos aproveitar dos níveis de deságio hoje existentes para recomprar em cruzados parte de nossa dívida, dessa forma evitando para o futuro a sangria de recursos cambiais que o serviço da parte recomprada da dívida acarretaria. Trata-se portanto, de uma panacéia. Esse argumento pareceria perfeitamente lógico, não fosse ser totalmente desprovido de sentido.

De fato, o Brasil precisa desesperadamente aumentar suas fontes de financiamento externo; o maior aporte de recursos externos é o ponto nevrálgico das negociações em curso com os bancos credores. A posição brasileira, nesse sentido, tem sido tentar obter voluntariamente esse aporte de recursos, mas caso isso não seja possível, fazer, através da suspensão do pagamento de juros, com que involuntariamente novos recursos sejam aportados.

Entrada de novos recursos externos significa entrada de dólares ou moedas conversíveis que nos permitam, através de aumentos na importação e redução nas exportações, aumentar a oferta de bens e serviços da economia sem ser necessário aumentar a produção. Isso é a contrapartida real do financiamento externo.

Totalmente diverso, contudo, a conversão de dívida em capital de risco significa simplesmente a importação de um título, não existindo qualquer aporte de recursos reais no presente. Na verdade, o que estamos fazendo é amortizar o principal da dívida externa. Até o momento, a rolagem do principal estaria automaticamente garantido e poderia ser considerada como um princípio sacrossanto nos esquemas de renegociação da dívida externa. Os esquemas de reconversão são nesse sentido, não um avanço em termos de negociação, mas um retrocesso substantivo. Lutamos para não pagar juros e, pela porta dos fundos amortizamos o principal cuja rolagem era, para todos os efeitos, automática.

Ainda assim, poder-se-ia insistir no argumento de que mesmo sem vultosos aportes imediatos de divisas, os esquemas de conversão da dívida em capital de risco possibilitam, sem gastar dólares no presente, reduzir o montante de dívida externa, dessa forma poupando os dólares do serviço futuro da dívida. Apesar de obvio, é sempre bom lembrar que apesar de estarmos nos desfazendo de futuros encargos da dívida, com a transformação da dívida em capital de risco, estamos criando obrigações de remessas de lucro para o exterior. Portanto, em termos líquidos a economia de dólares propiciada por esse tipo de esquema são bem menores do que parecem à primeira vista e, pode-se mesmo dizer que, para fins de saldos no balanço de pagamentos os ganhos seriam desprezíveis.

Ao avaliar os esquemas de "debt-equity swaps" contudo, é preciso ter em mente os custos domésticos dessas operações. O des controle das finanças públicas seria um desses custos. Qualquer analista minimamente familiarizado com os fatos e magnitudes da economia brasileira sabe que a dívida externa brasileira é - direta ou indiretamente de responsabilidade quase que exclusiva do governo brasileiro. Isso significa que o Tesouro terá que pagar em

cruzados - pelo valor de face ou com algum deságio - os títulos bancários que os investidores estrangeiros trouxeram para converter o capital de risco e, para tanto, ele terá que expandir a oferta monetária ou emitir títulos da dívida mobiliária federal, caso recursos adicionais não sejam criados através de outras medidas de caráter fiscal. No primeiro caso, o financiamento seria feito através do aumento do imposto inflacionário, mas suas consequências em última instância seriam maiores pressões inflacionárias e todas as sequelas imagináveis. No caso de se aumentar a dívida interna, teríamos necessariamente pressões sobre as taxas de juros e, como consequência última, redução nos níveis de investimento e de atividade econômica. Ou seja, a implementação de um esquema de conversão da dívida que tenha o mínimo de sucesso para ser levado a sério, implicaria, dadas as magnitudes relativas de base monetária, estoques de dívida externa e interna, em riscos significativos de aumento da pressão inflacionária ou então de elevação nas taxas de juros. Tudo isso para permitir que os bancos estrangeiros recebam agora parte do principal de nossa dívida externa. Trata-se, sem dúvida, de uma medida insana, para dizer o mínimo.

Os malefícios de um esquema de "debt-equity conversion" não se esgotam por aí, contudo. Outra consequência seria desestimular todo e qualquer aporte de dólares ou moeda conversível na economia brasileira, a título de investimento direto. Com o deságio dos títulos (não importa se compartilhado ou não com o governo brasileiro) seria sempre mais lucrativo para o investidor potencial passar antes pelo mercado secundário para fazer a operação de arbitramento que lhe permite receber por cada dólar que ele pretenda investir no Brasil uma maior quantidade de cruzados do que aquela paga pela taxa oficial de câmbio. Portanto, entrando em operação um esquema de conversão da dívida, é de se esperar que não ocorra a entrada de mais um centavo sequer de investimento estrangeiro direto em moeda conversível. E mais, haverá todo o incentivo para que as empresas estrangeiras aqui instaladas façam seus reinvestimentos através de vias tortuosas e caras para o país, ou seja, remetam o lucro para o exterior e o retornem via mercado de títulos secundários devidamente "agiados". Os resultados decepcionantes de nossa conta de investimentos diretos no ano

de 1986 me parece ser uma clara indicação nesse sentido.

O quadro que se apresenta na página seguinte, reproduzido do trabalho "Investimentos Diretos no Brasil e a Conversão de Empréstimos em Capital de Risco" de autoria de Luiz A. Correa do Lago (Departamento de Economia da PUC/RJ, Texto para Discussão nº 161, março de 1987), nos apresenta algumas evidências nesse sentido. Note-se, em primeiro lugar que a rubrica de Conversões praticamente substitui aquela de Investimento Estrangeiro Novo. A partir de 1984, felizmente, o Banco Central percebendo esse fato colocou restrições ao tipo de conversões que era permitido, com isso arrefecendo o ímpeto das conversões. Note-se também o que o ano de 1986 experimenta um volume de repatriações nunca dantes observado, tal como seria de se esperar pelo raciocínio que desenvolvemos acima. Obviamente, outros fatores como as incertezas associadas ao Plano Cruzado e à Constituinte bem como, de grande importância, os incentivos para a repatriação de capitais introduzido pela reforma fiscal norte-americana, tiveram alguma influência.

Como dinheiro não tem côr nem é carimbado, pouca criatividade é necessária para se pensar em formas de subfaturar exportações e sobrefaturar importações para se gerar depósitos no exterior que também devidamente "agiados" pelo mercado secundário de títulos voltariam ao país. Todos esses mecanismos são bem conhecidos em taxas de câmbio dupla que é, de fato, o que ocorre quando se implementa um esquema de conversão de dívida em capital de risco: inaugura-se uma taxa de câmbio para transações financeiras que é mais desvalorizada do que aquela que ocorre nas transações comerciais

Por tudo o que foi dito, o governo brasileiro deveria se postar radicalmente contra os esquemas de conversão de dívida em capital de risco e fazer isso de forma imediata e peremptória para não gerar um clima de maiores incertezas e expectativas do que aquele hoje prevalecente. Concluindo, gostaria de chamar a atenção para o fato - proposital - de que em nenhum momento foi levantada a questão da desnacionalização. Definitivamente, esse não é,

Quadro 1 - Brasil - Investimentos Diretos Líquidos, 1978-1986

(Em US\$ milhões)

Discriminação	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ^p
1) Investimento Estrangeiro Novo	1 161	1 831	1 595	1 903	1 370	567	490	485	412,0 ²
Em Moeda	(1 104)	(1 750)	(1 516)	(1 795)	(1 280)	(452)	(362)	(387)	(330,4)
Em Bens	(57)	(81)	(79)	(108)	(90)	(115)	(128)	(98)	(81,6)
2) Conversões	160	207	39	2	143	452	746	581	220,0
3) Total de Entradas de Investimento Direto Estrangeiro (1+2)	1 321	2 039	1 634	1 905	1 513	1 019	1 236	1 067	632,0
4) Repatriações	124	354	147	110	143	158	112	263	636,0
5) Investimento Estrangeiro Direto Líquido (3-4)	1 196	1 685	1 487	1 795	1 370	861	1 123	804	-4,0
6) Investimentos Diretos Brasileiros no Exterior	125 ¹	195 ¹	367	210	379	197	47	84	111,0
7) Investimentos Diretos Líquidos (5-6)	1 071	1 490	1 121	1 584	991	664	1 077	720	-115,0

p Dados preliminares obtidos do Banco Central, mas não publicados.

¹ Dados preliminares do FMI. (Ver nota 7 deste trabalho).

² Distribuição estimada com base em dados preliminares.

Obs: As pequenas diferenças são devidas a arredondamentos.

Fonte: Banco Central do Brasil/DEPEC/DIBAP. Dados reproduzidos in Gazeta Mercantil, 05/11/85 e Banco Central do Brasil, Brasil Programa Econômico, vol. 14, Fev./87, pp. 71-73

a meu ver, o problema crucial dos esquemas de conversão. Pode-se inclusive argumentar que, caso a dívida externa brasileira fosse de responsabilidade basicamente privada e que, portanto, as operações de conversão não tivessem que passar pelo Tesouro Público, não haveria grandes problemas. A conversão seria, nesse caso, tão somente uma troca de ativos entre indivíduos de nacionalidades diferentes e, por mais que isso incomode aos nacionalistas mais ferrenhos, daí não decorreriam grandes desastres para o funcionamento da economia. Mas elas necessariamente terão que passar pelo Tesouro Público e, nesse caso, ainda que tivéssemos garantias que a conversão dos empréstimos em capital de risco se faria sempre de forma a manter o capital estrangeiro como parcela minoritária, haveria razões de sobra para uma posição totalmente contrária aos esquemas de conversão. Antitética e provocativamente, poderíamos dizer que a desnacionalização poderia inclusive ser bem-vinda à economia brasileira, desde que feita com aporte efetivos de divisas, que de fato, implique em maiores volumes de financiamento externo.

