

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 161

Investimentos diretos no Brasil e a conversão
de empréstimos em Capital de Risco

Luiz Aranha Corrêa do Lago



PUC-Rio – Departamento de Economia

www.econ.puc-rio.br

Março de 1987

Ao longo do ano de 1986, observou-se uma significativa remessa de lucros e dividendos de empresas estrangeiras para as suas matrizes no exterior e, o que representa um fato particularmente preocupante, uma repatriação de capital estrangeiro em volume sem precedentes. Cabe avaliar a evidência empírica disponível sobre esses movimentos de capital bem como as suas causas, e examinar as possibilidades de reversão dessa tendência recente através de mecanismos alternativos de atração de recursos externos.

O Estoque de Investimentos Diretos no Brasil

O total dos investimentos diretos registrados no Banco Central inclui tanto investimentos originariamente efetuados por estrangeiros no Brasil como o reinvestimento de parte dos lucros gerados por esses investimentos, que deixa de ser remetida para o exterior.

A contabilização desses investimentos é feita na moeda em que se observa a entrada de capital, o que cria problemas para comparações intertemporais do estoque de investimentos aferido em dólares, em virtude das flutuações das taxas de câmbio entre a moeda norte-americana e as demais moedas. Assim, a diferença entre o estoque de capital em dólares ao final de dois anos sucessivos não coincide com o fluxo de investimentos e reinvestimentos de um ano para o outro¹ e a desagregação do estoque total ao final de um determinado ano, segundo subperíodos em que os investimentos forem realizados, também muda a cada publicação da estatística. Mas mesmo tendo em vista essas limitações, e o fato de que as estatísticas de outros países sobre os seus investimentos no Brasil geralmente apresentam totais bastante mais elevados do que os registrados pelo Banco Central (notadamente em virtude da não inclusão pelo Banco Central dos empréstimos de matriz para subsidiária)², das informações disponíveis se obtém uma ideia aproximada de ordens de magnitude e

¹ Para uma discussão em profundidade dessa questão, ver Eduardo A. Guimarães, Pedro S. Malan, José Tavares de Araújo Jr., “Changing International Investment Strategies: The New Forms of Foreign Investment in Brazil”, IPEA/INPES, Jan/82, mimeo, especialmente pp. 9-11. Cabe observar que o próprio Banco Central do Brasil, em números mais recentes do seu *Boletim* também se refere a esse problema.

² As discrepâncias, em certos casos, são muito significativas. Quanto aos investimentos americanos no Brasil, enquanto os dados do Banco Central para dez/82 indicam um total de investimentos registrados de US\$ 6.601 milhões, para a mesma data os dados do Departamento de Comércio dos EUA mostram um total de US\$ 9.051 milhões incluindo contas entre matrizes e filiais (“intercompany accounts”). Este último total representava 4,1% dos investimentos diretos americanos no exterior no final de 1982, segundo a mesma fonte. Ver William W. Lohr, *Foreign Investment in Brazil*, Office of Trade and Investment Analysis, US Department of Commerce, Washington, DC, Mar/84, pp. 7, 10 e Table A1. No caso dos investimentos suíços, a subestimativa dos dados do Banco Central não se deve apenas a diferenças de critérios de aferição. Em estudo específico sobre essas aplicações, conclui-se que a estatística oficial brasileira difere dos registros das próprias companhias, especialmente no tocante a operações mais antigas, mais difíceis de documentar. Assim, no caso das 14 principais empresas suíças instaladas no Brasil (que respondem talvez, por 4/5 do investimento suíço total no país), o saldo não registrado equivaleria a cerca de 15 a 20% do total oficial. Mas, também nesse caso, aparecem diferenças devidas a critérios distintos. A título de ilustração, em 31/12/71, além de US\$ 192 milhões registrados no FIRCE, que os autores do referido estudo “corrigem” para entre US\$ 225 e 240 milhões, a Suíça também respondia por empréstimos regidos pela Lei N9 4131 (empréstimos tomados diretamente no exterior por empresas localizadas no Brasil) da ordem de US\$ 122,5 milhões. Os autores lembram que “empréstimos internacionais... na medida em que seu vencimento é bastante distante ou que sua renovação periódica está assegurada podem também servir para financiar as instalações ou

da evolução dos investimentos diretos no Brasil nas duas últimas décadas.

Segundo estatísticas do Banco Central em dólares correntes, o estoque de capital estrangeiro investido no Brasil (incluindo, a partir de 1950, os investimentos em bolsa regidos pelo Decreto-Lei Nº 1401 e investimentos incentivados pela Resolução Nº 480) passou de US\$ 1.652 milhões em 1966 para US\$ 2.547 milhões em 1970, US\$ 17.480 milhões em 1980 e US\$ 25.665 milhões em 1985. Nesta última data os reinvestimentos respondiam por 30% do total (ver Quadro 1).

Quadro 1
Investimentos diretos, reinvestimentos e
Estoque de Capital Estrangeiro no Brasil, 1966-1985 (US\$ milhões)

| Anos | Estoque Total (a preços correntes) | Investimentos (a preços correntes) | Reinvestimentos (a preços correntes) | Estoque Total (a preços de 1985)* |
|------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|--------------------------------------|
| 1966 | 1 652 | | | 5 055 |
| 1967 | 1 760 | | | 5 432 |
| 1968 | 1 857 | | | 5 593 |
| 1969 | 2 179 | | | 6 316 |
| 1970 | 2 347 | | | 6 556 |
| 1971 | 2 912 | 1 790 | 1 122 | 7 892 |
| 1972 | 3 404 | 2 081 | 1 323 | 8 819 |
| 1973 | 4 579 | 2 859 | 1 721 | 10 502 |
| 1974 | 6 027 | 3 925 | 2 102 | 11 615 |
| 1975 | 7 304 | 4 903 | 2 401 | 12 882 |
| 1976 | 9 005 | 6 194 | 2 811 | 15 185 |
| 1977 | 11 228 | 7 540 | 5 689 | 17 851 |
| 1978 | 13 740 | 8 898 | 4 842 | 20 265 |
| 1979 | 15 965 | 10 595 | 5 368 | 20 921 |
| 1980 | 17 480 | 11 994 | 5 486 | 20 092 |
| 1981 | 19 247 | 13 532 | 5 714 | 20 260 |
| 1982 | 21 176 | 14 634 | 6 542 | 21 851 |
| 1985 | 22 302 | 15 548 | 6 754 | 22 734 |
| 1984 | 22 844 | 16 340 | 6 503 | 22 755 |
| 1985 | 25 665 | 17 925 | 7 739 | 25 665 |

* Os totais a preços correntes foram transformados para preços de 1985 com base no índice de preços por atacado nos EUA. Foram utilizados índices de preços médios, mais facilmente disponíveis, e não os relativos a dezembro de cada ano. Porém, as distorções resultantes não alteram substancialmente as magnitudes reais envolvidas e a tendência de mais longo prazo.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Inflacionando-se os valores mais antigos com base no índice de preços por atacado dos EUA, os mesmos dados a preços de 1985 mostram um total de US\$ 5,1 bilhões em 1966, que passa para US\$ 6,6 bilhões em 1970 e US\$ 20,1 bilhões em 1980. Fica, portanto, evidente o forte aumento real nos anos 70, quando o crescimento foi de 204%, e é nítida a desaceleração no último quinquênio,

equipamentos de uma empresa”. Ver Charles Iffland e Alfred Stettler, *Les Investissements Industriels Suisses au Brésil*, Centre de Recherches Européennes, Lausanne, 1973, pp. 61-63.

período em que o estoque de investimentos e reinvestimentos cresceu apenas 28%. Cabe examinar se tal redução de ritmo está associada com uma queda de novos investimentos, com um aumento relativo das remessas de lucros e dividendos e com uma redução dos reinvestimentos, ou com crescentes repatriações de capital.

As Remessas de Lucros e Dividendos

Após alcançar US\$ 1.056,5 milhões em 1985, ultrapassando pela primeira vez o limite de US\$ 1 bilhão, as remessas líquidas de lucros e dividendos (deduzidos os recebimentos relativos a investimentos brasileiros no exterior e exclusive reinvestimentos) totalizaram cerca de US\$ 1.237 milhões em 1986, segundo estimativas preliminares do Banco Central. Tais cifras contrastam com as médias de US\$ 777 milhões e de US\$ 492 milhões observadas respectivamente nos períodos 1983-84 e 1978-82. Verificou-se, portanto, um significativo aumento absoluto das remessas nos dois últimos anos.

Porém, em termos do estoque de investimentos e reinvestimentos registrado no país em 31/12/85, a remessa líquida de lucros e dividendos verificada em 1986 não excede 4,8 b do total. Em contraste, entre 1970 e 1980 a média das remessas líquidas anuais como percentagem do estoque de investimentos e reinvestimentos no final do ano anterior foi um pouco superior a 5%³ passando para 3,1 b entre 1981 e 1984 e 4,6 b em 1985. Portanto, não é a magnitude relativa das remessas de lucros e dividendos com relação ao estoque de capital que vem sendo atípica. De fato, é em confronto com a evolução dos investimentos diretos líquidos nos últimos anos que tais remessas se tornam preocupantes.

Os Investimentos Diretos Líquidos

Os investimentos diretos líquidos são o resultado de investimentos diretos de estrangeiros no Brasil (entradas menos repatriações), deduzidos os investimentos de brasileiros no exterior. Tais investimentos são normalmente examinados excluindo-se os reinvestimentos de lucros auferidos em moeda nacional que são registrados em moeda estrangeira no FIRCE (Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros do Banco Central do Brasil), e sobre os quais também passam a poder ser feitas remessas de lucros e dividendos nos anos seguintes.

Desde cerca dos anos 60 até 1982, excetuando-se o ano de 1968, as entradas líquidas de

³ Sobre os anos 70, veja-se, por exemplo, Paulo Nogueira Batista Jr., "A Conversão de Empréstimos Externos em Investimentos Diretos", in *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983, especialmente Tabela 5. Para dados mais recentes veja-se o Quadro 5 do presente trabalho.

investimento direto excederam com folga as saídas líquidas de juros e dividendos, resultando em significativa entrada de capital estrangeiro no país (ver Quadro 2). A média anual dos investimentos diretos líquidos foi de cerca de US\$ 800 milhões entre 1970 e 1980, passando para quase US\$ 1.500 milhões em 1981-82 enquanto a média das remessas anuais de lucros e dividendos nos mesmos períodos foram respectivamente US\$ 311 milhões e US\$ 478 milhões.

Em 1985, ano de recessão, os investimentos diretos líquidos foram da ordem de US\$ 664 milhões enquanto as remessas de lucros e dividendos atingiram o nível até então sem precedentes de US\$ 758 milhões, resultando em saldo negativo de US\$ 94 milhões. Em 1984 a situação se inverteu temporariamente, apesar das remessas de lucros e dividendos terem alcançado US\$ 796 milhões, em virtude de uma entrada líquida de investimentos diretos da ordem de US\$ 1.077 milhões. Em 1985, porém, voltou a ocorrer uma saída líquida de recursos da ordem de US\$ 336 milhões, dado que, como já se viu, as remessas de lucros e dividendos alcançaram cerca de US\$ 1.056 milhões enquanto os investimentos diretos líquidos caíram para US\$ 720 milhões.

Para 1986, a estimativa preliminar e de uma remessa de lucros e dividendos da ordem de US\$ 1.257 milhões, somada a uma saída líquida de investimentos diretos de US\$ 115 milhões. Parece ter ocorrido, portanto, uma saída líquida de recursos de cerca de US\$ 1.352 milhões, em um momento em que a economia brasileira requer um importante esforço de investimento por parte do setor privado, como já se enfatizou em trabalhos anteriores⁴.

⁴ Dados preliminares do Banco Central do Brasil. Quanto à questão da retomada dos investimentos, veja-se Luiz Aranha Corrêa do Lago, “Seis Meses do Plano Cruzado: A Necessidade de Ajustes”, Set/86, *mimeo*, e a “Retomada dos Investimentos”, FGV/IBRE/CEMEI, Nov/86, *mimeo*.

Quadro 2

Brasil – Investimentos Diretos Líquidos, Reservas Líquidas de Juros e Dividendos, 1947-86 (US\$ milhões)

| Ano | Investimentos Diretos e Líquidos* (A) | Remessas de Lucros e Dividendos** (B) | Saldo (A- B) (C) |
|------|---|---|------------------------|
| 1947 | 36 | 23 | 13 |
| 1948 | 25 | 38 | -13 |
| 1949 | 5 | 41 | -36 |
| 1950 | 3 | 47 | -44 |
| 1951 | -4 | 70 | -74 |
| 1952 | 9 | 14 | -5 |
| 1955 | 22 | 93 | -71 |
| 1954 | 11 | 49 | -38 |
| 1955 | 43 | 43 | 0 |
| 1956 | 89 | 24 | 65 |
| 1957 | 143 | 26 | 117 |
| 1958 | 110 | 31 | 79 |
| 1959 | 124 | 25 | 99 |
| 1960 | 99 | 40 | 59 |
| 1961 | 106 | 31 | 77 |
| 1962 | 69 | 18 | 51 |
| 1965 | 30 | n.d. | - |
| 1964 | 28 | n.d. | - |
| 1965 | 70 | 16 | 52 |
| 1966 | 74 | 42 | 32 |
| 1967 | 76 | 75 | 3 |
| 1965 | 61 | 84 | -23 |
| 1969 | 177 | 81 | 96 |
| 1970 | 132 | 119 | 13 |
| 1971 | 168 | 118 | 50 |
| 1972 | 318 | 161 | 157 |
| 1975 | 940 | 198 | 742 |
| 1974 | 887 | 248 | 639 |
| 1975 | 892 | 235 | 657 |
| 1976 | 959 | 380 | 579 |
| 1977 | 810 | 455 | 355 |
| 1978 | 1071 | 561 | 510 |
| 1979 | 1491 | 636 | 855 |
| 1980 | 1121 | 310 | 811 |
| 1981 | 1584 | 370 | 1214 |
| 1982 | 991 | 585 | 406 |
| 1963 | 664 | 758 | -94 |
| 1984 | 1077 | 796 | 280 |
| 1985 | 720 | 1056 | -336 |
| 1986 | -115 | 1217 | -1352 |

* Investimentos Diretos de Estrangeiros rio Brasil (entradas sob a forma de moeda e de bens, inclusive conversões, menos repatriações) menos investimentos de Brasileiros no estrangeiro. Os totais excluem o reinvestimento de lucros auferidos em moeda nacional e registrados em moeda estrangeira no FIRCE.

** Lucros e dividendos remetidos para o exterior menos lucros e dividendos recebidos de investimentos brasileiros no exterior.

Fonte:

1947-65 – Dados oficiais, reproduzidos in Rubens ae Freitas Novaes, “Foreign Investments in Brazil: An Economic Analysis”, Ph.D. Dissertation, University of Chicago, 1974, *mimeo*, p. 146.

1966-83 – Paulo Nogueira Batista Jr., “International Financial Flows to Brazil since the late 1960s: An Analysis of Debt Expansion and Current Payments Problems”, FGV/IBRE/CEMED, *mimeo*, out/84, pp. 16, 24, 53.

1984-85 – Banco Central do Brasil, DEPEC/DIBAP, dados reproduzidos in *Gazeta Mercantil* 5/11/86, p. 8.

1986 – Banco Central do Brasil. *Brasil Programa Econômico*, vol. 14, fev/86, pp. 71-73 e 90.

Investimentos Diretos, Repatriações e Conversões

Para uma compreensão adequada dessas tendências recentes é importante desagregar o total dos investimentos diretos líquidos segundo os seus componentes. O investimento direto propriamente dito, envolvendo novos recursos ou investimento “novo” era tradicionalmente efetuado sob duas formas, a entrada de moeda estrangeira ou a entrada de bens (principalmente máquinas) para a realização do investimento (esta segunda modalidade foi muito importante durante os anos 50, em função da Instrução 113 da SUMOC, mas em anos mais recentes tem tido menor relevância apesar de que esteja voltando a crescer)⁵. A partir do final dos anos 70, a conversão em capital de risco de empréstimos contraídos junto a instituições financeiras ou não financeiras no exterior passou a ser permitida e tornou-se uma nova fonte de recursos para investimentos diretos, como se discutirá mais adiante.

Para se chegar ao total dos investimentos diretos estrangeiros líquidos, devem-se subtrair do total dos ingressos (sob forma de moeda ou bens, ou resultantes de conversões de empréstimos em capital de risco) as repatriações anuais de capital. Finalmente, os investimentos diretos líquidos são o resultado da diferença dos investimentos estrangeiros líquidos e dos investimentos brasileiros no exterior (ver Quadro 5).

Cabe observar que, nas contas de balanço de pagamentos os reinvestimentos de lucros gerados por investimentos diretos podem ser ou não incluídos. Se forem incluídos na conta de remessas de lucros no computo das transações correntes, deve-se incluir o mesmo total no item de investimentos diretos da conta de capital. Porém, como se trata de lucros gerados em moeda nacional, e cuja conversão em moeda estrangeira é contábil e apenas para fins de registro no FIRCE, normalmente as estatísticas do balanço de pagamentos do Brasil excluem os reinvestimentos tanto da conta de serviços como da conta de investimentos diretos⁶.

Feita essa ressalva, a redução dos investimentos diretos líquidos nos anos 1984 e 1985, período em que se passou da recessão para uma clara retomada do crescimento econômico, causa especial preocupação por resultar de uma queda do ingresso de investimento estrangeiro “novo”. De fato,

⁵ Segundo informações do DEPEC/DIBAP/Banco Central do Brasil, reproduzidas in *Gazeta Mercantil*, 05/11/86, p. 8, foi a seguinte a proporção de bens no total dos investimentos diretos nos últimos anos (em %): * (preliminar)

| | | | |
|------|-----|-------|------|
| 1978 | 4,9 | 1982 | 6,6 |
| 1979 | 4,4 | 1983 | 20,2 |
| 1980 | 5,0 | 1984 | 26,1 |
| 1981 | 5,7 | 1985 | 20,3 |
| | | 1986* | 19,8 |

⁶ Os dados de reinvestimentos são normalmente excluídos de quadros do balanço de pagamentos, mas constam de outras demonstrações do Banco Central. O Brasil, contrariamente a vários países, mantém um controle dos reinvestimentos ao exigir o seu registro no FIRCE. Quanto à falta de controle de reinvestimentos em vários países, ver International Monetary Fund, Research Department, *Foreign Private Investment in Developing Countries*, Occasional Paper N° 53, IMF, Washington, Jan/85, Appendix I.

entre 1978 e 1982, a entrada de investimentos sob forma de moeda e bens alcançou uma média de US\$ 1572 milhões, reduzindo-se para US\$ 567 milhões em 1983, US\$ 490,1 milhões em 1984 e US\$ 485 milhões em 1985. A repatriação média anual entre 1978 e 1982 foi da ordem de US\$ 176 milhões, passando para US\$ 157,8 milhões em 1985, US\$ 112,5 milhões em 1984 e US\$ 262,9 milhões em 1985. Portanto, senão tivessem ocorrido significativas conversões de empréstimos nos últimos anos, que de uma média de US\$ 110 milhões entre 1978 e 1982, aumentaram para US\$ 452 milhões em 1983, US\$ 745,6 milhões em 1984 e US\$ 581,5 milhões em 1985, os investimentos estrangeiros líquidos (ex-repatriações) e conseqüentemente os investimentos diretos líquidos (deduzidos os investimentos brasileiros no exterior) ter iam sido muito pouco significativos (ver Quadro 3).

Quadro 3 – Brasil
Investimentos Diretos Líquidos, 1978-1986
(Em US\$ milhões)

| Discriminação | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 ^P |
|--|------------------|------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------------------|
| 1) Investimento Estrangeiro Novo | 1161 | 1831 | 1595 | 1903 | 1370 | 567 | 490 | 485 | 412 ² |
| em Moeda | (1104) | (1750) | (1516) | (1795) | (1280) | (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 |
| 3) Total de Entradas cie Investimento Direto Estrangeiro (1+2) | 1321 | 2039 | 1634 | 1905 | 1513 | 1019 | 1236 | 1067 | 652 |
| 4) Repatriações | 124 | 354 | 147 | 110 | 143 | 158 | 112 | 263 | 636 |
| 5) Investimento Estrangeiro Direto Líquido (3-4) | 1196 | 1685 | 1487 | 1795 | 1370 | 861 | 1123 | 804 | -4 |
| 6) Investimentos Diretos Brasileiros no Exterior | 125 ¹ | 195 ¹ | 367 | 210 | 379 | 197 | 47 | 84 | 111 |
| 7) Investimentos Diretos Líquidos (5-6) | 1071 | 1490 | 1121 | 1584 | 991 | 664 | 1077 | 720 | -115 |

^PDados preliminares obtidos do Banco Central, mas *não* publicados.

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

²Distribuição 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.

Cabe, portanto, indagar até que ponto a entrada de investimentos novos não foi inibida pela possibilidade da conversão de empréstimos em capital de risco, e ressaltar que até 1985 as repatriações não responderam por uma parte significativa da queda do investimento direto líquido.

Em contraste, em 1986 as repatriações parecem ter alcançado US\$ 636 milhões (cerca de 2,51 do estoque de investimentos diretos em 31/12/85), diante de um ingresso líquido de investimento novo sob a forma de moeda e bens (exclusive conversões) de apenas US\$ 412 milhões. Não fosse a conversão de empréstimos em capital de risco recentemente estimada em US\$ 220 milhões, ocorreria um saldo negativo de US\$ 224 milhões na conta de investimentos estrangeiros líquidos, que seria agravado por uma saída de recursos resultante de investimentos brasileiros no exterior da ordem de US\$ 111

milhões⁷. Como se vê, nos últimos anos a conversão de empréstimos em investimentos diretos tem tido especial relevância e merece, portanto, maior exame.

A Regulamentação Legal das Conversões

Uma primeira medida de estímulo à transformação da dívida externa em capital de risco parece ter sido a criação de incentivos fiscais através do Decreto-Lei Nº 1598 de 26/12/77. Esse instrumento legal autorizou a dedução do lucro real das empresas, dos dividendos de ações pertencentes a pessoas residentes ou domiciliadas no exterior, desde que as ações tivessem sido criadas pela capitalização de financiamento ou empréstimo externo registrado até 31/12/77 pelo Banco Central. Tal incentivo fiscal foi estendido por mais um ano pelo Decreto-Lei Nº 1654 de 29/12/78.

A conversão de empréstimos em capital de risco foi reforçada quando da maxidesvalorização de dez/79. Naquela ocasião, as autoridades econômicas resolveram “congelar” os empréstimos em moeda (contraídos de acordo com a Lei Nº 4151) que tinham sido anteriormente depositados no Banco Central na forma da Resolução Nº 432, para evitar o impacto monetário que poderia ser ocasionado pela sua retirada. Porém, na Resolução Nº 588 foi aberta uma exceção para liberações para pagamentos de juros e principal daqueles empréstimos, para a transformação de empréstimos em capital de risco (ou – por decisão do Banco Central – para casos especiais)⁸.

Com a crise da dívida dos países em desenvolvimento em 1982, aumentaram-se no fim do ano os incentivos para a conversão. Pelo Decreto-Lei Nº 1994 de 29/12/82 ficou instituído “um crédito financeiro para as pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil” que convertessem “em capital social, até 31/12/83, o principal ou os juros de empréstimos diretos em moeda estrangeira ... (ou) ... de financiamentos para importação de bens e serviços”⁹.

Somente em fins de 1984, quando a situação cambial do Brasil já tinha melhorado

⁷ Dados preliminares do Banco Central do Brasil. O Brasil é um dos poucos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo que faz investimentos no exterior de magnitude não negligenciável. Dados do FMI mostram que, juntamente com a África do Sul, o Brasil se destaca entre aqueles países, como se depreende dos dados a seguir:

Investimento no Exterior Registrado, 1975-1982 (US\$ Milhões)

| Discriminação | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total de países em desenvolvimento não exportadores de petróleo | 146 | 228 | 270 | 535 | 533 | 520 | 338 | 1425 | 1039 | 856 |
| Brasil | 37 | 59 | 112 | 183 | 146 | 125 | 195 | 369 | 208 | 571 |
| Colômbia | 1 | 6 | 5 | 12 | 21 | 31 | 23 | 109 | 53 | 52 |
| Coréia do Sul | 2 | 14 | 4 | 6 | 21 | 28 | 19 | 13 | 43 | 146 |
| Filipinas | 1 | 0 | 1 | 6 | 17 | 30 | 126 | 222 | 71 | 177 |
| África do Sul | 50 | 114 | 121 | 32 | 68 | 259 | 11 | 756 | 647 | -5 |

Ver IMF, Foreign Private Investment in Developing Countries, Occasional Paper Nº 33, Jan/85, p. 43.

⁸ Ver Paulo Nogueira Batista Jr., “A Conversão de Empréstimos Externos em Investimentos Diretos”, pp. 107-109 e *Conjuntura Econômica*, Jan/80, p. 41.

⁹ Decreto-Lei Nº 1994 de 29/12/82, in *Diário Oficial da União*, 30/12/82.

significativamente, o Banco Central passou a colocar restrições a certos tipos de conversão, através da carta circular Nº 1125 de 09/11/84, que continuava em vigor no início de 1987. Aquele órgão verificou que vinham ocorrendo cessões de direitos creditícios com deságio, operações em que frequentemente matrizes de empresas estrangeiras estabelecidas no Brasil adquiriam créditos de instituições financeiras credoras do país, com descontos apreciáveis, para posteriormente registrá-los pelo seu valor de face, no FIRCE, como investimentos diretos. Assim, o Banco Central determinou que somente passavam a ser “passíveis de autorização as conversões em investimentos de: a) créditos concedidos originalmente por entidades não financeiras do exterior a empresas no Brasil (créditos ‘intercompany’) e b) créditos de instituições financeiras internacionais, não precedidos de cessão de direitos creditícios, assumindo tais instituições a titularidade do investimento”¹⁰.

Tendo-se restringido o espaço para conversões, que haviam aumentado de US\$ 143 milhões em 1982 para US\$ 452 milhões em 1983 e US\$ 745,6 milhões em 1984, declinaram para US\$ 581,5 milhões em 1985 e, como já se viu, parecem ter alcançado cerca de US\$ 220 milhões em 1986 (ver Quadro 3).

No entanto, a partir da carta circular Nº 1125, muitos créditos de instituições financeiras internacionais contra o Brasil continuavam a ser transacionado no mercado secundário através de operações de *swap*. De fato, os bancos internacionais frequentemente reavaliam a sua *exposure* relativamente a países específicos e trocam instrumentos da dívida de um país pelos de outro. Nessas transações, segundo informações relativas aos últimos meses de 1986, os “papéis-Brasil” eram cedidos a cotações equivalentes a entre 70% e 80% do seu valor de face, dependendo da natureza do empréstimo e garantias. Porém, caso voltassem a ser permitidos todos os tipos de conversão é provável que o desconto viesse a se reduzir em função de uma maior procura por papéis da dívida brasileira. De fato, parece claro o interesse de muitas instituições financeiras na intermediação de conversões se estas forem plenamente restabelecidas. Constitui um passo nesse sentido, a Circular Nº 1068 do Banco Central do Brasil (de 08/09/86), que regulamentou a Resolução Nº 1189 da mesma data, e que abriu a possibilidade de utilização de recursos da chamada fase 5 da negociação da dívida externa “para fins de sua conversão em capital de risco no país”. Porém, as restrições da Carta Circular Nº 1125 foram mantidas, e as operações de empréstimo e de conversão pelos bancos credores foram regulamentadas pela Carta Circular Nº 1492 de 24/10/86.

Conversão Versus Investimentos Diretos

As restrições impostas à transformação de empréstimos em capital de risco no final de 1984

¹⁰ Banco Central do Brasil, Carta Circular Nº 1125, 09/11/84.

parecem ter-se fundamentado na ideia de que as conversões estavam “substituindo” a entrada de investimentos diretos espontâneos, que não envolvessem cessão de créditos.

Antes da existência de mecanismos de conversão, como por exemplo durante boa parte dos anos 70, ocorreu efetivamente uma entrada apreciável de capital externo no país (ver Quadros 1 e 2). As estatísticas referentes aos anos mais recentes também sugerem alguma substituição na medida em que a soma das conversões e do investimento direto novo está bem mais próxima da média das entradas nos anos anteriores do que a cifra referente apenas ao investimento direto com dinheiro novo (ver Quadro 3). Porém, esse tipo de evidência estatística não comprova qualquer relação causal. Por outro lado, ao longo dos anos 70, paralelamente ao crescimento do total dos investimentos registrados no FIRCE, ocorreu um forte aumento do endividamento externo das empresas estrangeiras instaladas no Brasil. Segundo uma estimativa relativa a 1979, 32% do valor dos empréstimos contraídos segundo a Lei Nº 4131 eram referentes a empréstimos contraídos por empresas com participação estrangeira direta, total este que correspondia a cerca da metade dos investimentos e reinvestimentos registrados no FIRCE naquele ano¹¹.

Tal endividamento envolveu tanto empréstimos entre matrizes e filiais (*intercompany loans*) como dívidas de empresas estrangeiras para com bancos internacionais que, por sua vez, tinham frequentemente fortes ligações com as matrizes daquelas filiais. Como se destacou em um trabalho de início dos anos 80, tais empréstimos configuravam em muitos casos um tipo de investimento “disfarçado”¹². Esta forma de “investimento” seria motivada, entre outras razões, pelo tratamento fiscal diferenciado dos juros e dos dividendos, tanto no Brasil como no exterior, favorecendo o endividamento, mas também pelo maior risco, em caso de crise de balanço de pagamentos, de suspensão de remessas de lucros e dividendos do que de interrupção dos pagamentos de juros (este risco, aliás, está previsto na legislação sobre capital estrangeiro em vigor)¹³.

Em tal contexto, era natural, mesmo após nov/84, que continuasse permitida a conversão de *intercompany loans* em capital de risco, tornando-se explícitos investimentos diretos que já existiam na prática. Por outro lado, era também cabível a autorização de participação direta dos bancos em empresas estrangeiras das quais fossem credores (o que normalmente não é permitido aos bancos

¹¹ Ver Paulo Nogueira Batista Jr., “A Conversão de Empréstimos paternos em Investimentos Diretos”, pp. 106-107.

¹² Ver Guimarães, Malan e Tavares de Araújo Jr., “Changing International Investment Strategies”, p. 14 e pp. 83-84. A hipótese de que uma parte da dívida externa do Brasil configura uma forma de investimento direto já fora levantada por estudos anteriores, notadamente in Carlos Von Doellinger e Leonardo C. Cavalcanti, *Empresas Multinacionais na Indústria Brasileira*, IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1975, pp. 96-99.

¹³ Ver Guimarães, Malan e Tavares de Araújo Jr., “Changing International Investment Strategies”, p. 108. A lei fala de “restrições de emergência”. Os autores enfatizam que, na impossibilidade de estabelecer uma filial no Brasil, diversas empresas também optaram pela forma da “joint-venture” (notadamente no setor petroquímico), ou de contratos de assistência técnica ou de licenciamento. O controle de empreendimentos pela matriz, dadas essas novas formas de participação é menor, mas o risco também se reduz no caso de desapropriação ou outros eventos imprevisíveis. Essas “novas formas de investimento”, que representam uma “adaptação” das empresas multinacionais a novas situações nos países em desenvolvimento vêm se generalizando como se destaca in Jean Masini, *Le Profit et la Croissance: Multinationales et Pays en Développement*, P. U. F. e I. R. M., Paris e Genebra, 1986, pp. 56- 61.

americanos em se tratando de empresas não-financeiras, mas é factível no caso de outros países). Dadas as relações entre matrizes e filiais e entre bancos credores no exterior e empresas estrangeiras no Brasil, é duvidoso que a total proibição de conversões em fins de 1984 tivesse motivado investimentos diretos novos e espontâneos em escala equivalente à das conversões que se materializaram posteriormente e que dependeram daquela vinculação.

Na hipótese de conversão livre, inclusive através de compra de créditos com deságio, o incentivo para a conversão e para a “substituição” é muito mais claro, na medida em que o custo em moeda estrangeira dos novos investimentos se reduz apreciavelmente em função do deságio.

Os Obstáculos a Novos Investimentos Diretos

Mas a redução ou até mesmo a interrupção de investimentos diretos estrangeiros na economia brasileira não pode ser examinada apenas a partir das possibilidades de conversão. O investimento estrangeiro, como se sabe, é muitas vezes motivado pela ocupação de espaços de mercado, efetivo ou potencial, notadamente em setores de atividade que se encontram oligopolizados a nível mundial. Assim, como foi confirmado por um estudo de dois professores americanos relativo aos investimentos estrangeiros na década de 1950 no Brasil¹⁴, e por outros estudos específicos de setores da economia brasileira¹⁵, diversas empresas estrangeiras se instalaram no Brasil buscando antecipar-se às suas concorrentes, bem como a possíveis medidas restritivas de acesso de produtos importados ao mercado brasileiro. Numa segunda etapa, de acordo com a chamada “Teoria do Ciclo do Produto” e de uma estratégia das empresas multinacionais a nível mundial, diversas sucursais se voltaram para a exportação¹⁶.

Porém, se o mercado brasileiro ainda exerce uma forte atração pelo seu dinamismo e forte potencial de expansão no longo prazo (o que, em setores oligopolizados somente permitiria um adiamento de novos investimentos, sem risco de perda de parcelas de mercado, durante breve período) e se várias filiais de empresas multinacionais já têm também um mercado de exportação bem estabelecido, existem outros fatores de mais curto prazo que podem estar inibindo a ampliação dos investimentos já existentes e até mesmo motivar repatriações (temporárias ou definitivas) de capital

¹⁴ Ver Gordon, Lincoln e Grommers, Engelbert L., *United States Manufacturing Investment in Brazil: The Impact of Brazilian Government Policies, 1946-1960*, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 1962, especialmente p. 29.

¹⁵ Sobre a indústria de bens de capital, ver Luiz Aranha Corrêa do Lago, Fernando Lopes de Almeida e Beatriz M. F. de Lima, *A Indústria Brasileira de Bens de Capital: Origens, Situação Recente e Perspectivas*, Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1979, especialmente capítulo 11 e pp. 288-304.

¹⁶ Veja-se a respeito, Von Doellinger e Cavalcanti, *Empresas Multinacionais na Indústria Brasileira*, pp 5-21 que, por sua vez, se baseiam em parte nos trabalhos de Raymond Vernon. Para um estudo recente dos principais fatores que podem influenciar a decisão de investidores potenciais em países do terceiro mundo, ver Jean Masini, *Le Profit et la Croissance: Multinationales et Pays en Développement*, P. U. F. & Paris et Genève, 1986, pp. 36-42.

estrangeiro.

É indubitável que o Plano Cruzado, apesar de ter propiciado, de início, condições para a estabilização da economia brasileira, também motivou, em virtude do congelamento geral dos preços por tempo indefinido e uma política cambial pouco agressiva, uma reavaliação de perspectivas por parte das empresas estrangeiras instaladas no país e o adiamento de decisões de investimentos.

É fato conhecido que o congelamento de preços, ao fixar uma dada estrutura de preços relativos, criou inicialmente condições bastante favoráveis para muitas empresas que vinham reajustando os seus preços com frequência. Mas observaram-se, também, diversos casos de empresas surpreendidas com os seus preços “desalinhados” e que não se tinham plenamente recuperado dos anos de recessão. Mesmo empresas cujo preço determinado pelo plano de estabilização propiciava, de início, uma margem de lucro adequada, passaram a enfrentar ao longo do ano fortes pressões de custos de mão-de-obra e de matérias-primas e componentes sujeitos a ágios crescentes, ou até mesmo uma oferta inelástica de insumos. Tal situação, ao perdurar, deveria estimular, com a devida defasagem, remessas de lucros ou repatriações por parte de determinadas empresas estrangeiras. Os juros nominais e, a partir de certo momento, também os juros reais mostraram tendência de elevação e a incerteza quanto a sua tendência no futuro vem inibindo investimentos de maior porte inclusive por parte de empresas brasileiras.

Diante de uma taxa de câmbio oficial que permaneceu fixa entre 28/02/86 e 15/10/86, mas que deveria vir a ser realinhada no futuro, (como de fato ocorreu a partir de fins de novembro), também foi forte o incentivo para remessas de dividendos para o exterior (mesmo em caráter temporário) e uma menor taxa de reinvestimento de lucros nas atividades das empresas estrangeiras no Brasil. Paradoxalmente, a própria lucratividade das empresas, ampliada em certos casos pelo Plano Cruzado, possibilitou tais remessas em 1986, que aliás, como se viu, não se desviaram, em termos relativos, do seu padrão histórico.

Nesse contexto, cabe assinalar que os reinvestimentos de lucros em 1986, segundo estimativas do Banco Central, parecem não ter excedido US\$ 450 milhões, contra US\$ 542 milhões em 1985, US\$ 472 milhões em 1984 e US\$ 850 milhões entre 1980 e 1983¹⁷.

Quanto a investimentos novos de matrizes em suas filiais, não se deve descartar a possibilidade de que o declínio do dólar com relação às principais moedas, decidido na reunião dos cinco maiores países industrializados em 22/09/85, tenha também levado a adiamentos até mesmo antes do Plano

¹⁷ Segundo informações do DEPEC/D1BAP/Banco Central, foram os seguintes os montantes de reinvestimentos de 1980 a 1985 (em US\$ milhões):

| | | | |
|------|--------|------|-------|
| 1980 | 411,2 | 1983 | 694,8 |
| 1981 | 741,4 | 1984 | 472,1 |
| 1982 | 1555,9 | 1985 | 542,8 |

Para 1986, o dado preliminar é de US\$ 450 milhões.

Cruzado. Na medida em que investidores em moedas outras que o dólar acreditasse que a moeda brasileira acompanharia a desvalorização da moeda norte-americana ao longo do ano de 1986, seria cabível que eles postergassem, até o estabelecimento de um novo equilíbrio do dólar no mercado internacional, a conversão de sua moeda em moeda brasileira. De fato, qualquer investimento em marco ou iene, por exemplo, internalizado em cruzados no primeiro trimestre ao ano, já teria sofrido corrosão muito maior com relação a sua moeda de origem do que a desvalorização do cruzado com relação ao dólar (ver Quadro 4). Se tal descompasso fosse mantido durante certo período, seriam necessários maiores lucros em cruzados para uma dada remessa de dividendos naquelas moedas.

Quadro 4 - Brasil - Taxas Nominais de Câmbio*
(Fim de Período - Cz\$/Moeda)

| Período | Dólar EUA | Iene | Marco | Franco Francês | Lira | Libra | Florim | DES |
|--------------|--------------|--------|--------|-------------------|--------|---------|--------|---------|
| 1980 - Média | 0,0537 | 0,0002 | 0,0295 | 0,0127 | 0,0001 | 0,1261 | 0,0270 | n. d. |
| 1983 - Fev. | 0,3814 | 0,0016 | 0,1575 | 0,0555 | 0,0003 | 0,5793 | 0,1426 | 0,4158 |
| 1985 - Mar. | 4,4500 | 0,0178 | 1,4500 | 0,4744 | 0,0023 | 5,5247 | 1,2887 | 4,4112 |
| Jun. | 5,9800 | 0,0241 | 1,9763 | 0,6504 | 0,0031 | 7,8434 | 1,7572 | 5,9697 |
| Set. | 7,8250 | 0,0363 | 2,9213 | 0,9581 | 0,0043 | 10,9221 | 2,5919 | 8,2898 |
| Dez. | 10,4900 | 0,0523 | 4,2675 | 1,3910 | 0,0063 | 15,1413 | 3,7884 | 11,4953 |
| 1986 - Jan. | 12,1550 | 0,0633 | 5,1035 | 1,6656 | 0,0075 | 17,1847 | 4,5201 | 13,5060 |
| Fev. | 13,8400 | 0,0767 | 6,2060 | 2,0175 | 0,0091 | 20,4600 | 5,4923 | 15,9588 |
| Mar. | 13,8400 | 0,0780 | 5,9087 | 1,9230 | 0,0087 | 20,4330 | 5,2430 | 15,7537 |
| Abr. | 13,8400 | 0,0826 | 6,3805 | 2,0039 | 0,0093 | 21,4450 | 5,6603 | 16,2753 |
| Mai. | 13,8400 | 0,0795 | 5,9635 | 1,8715 | 0,0087 | 20,4330 | 5,2990 | 15,8211 |
| Jun. | 13,8400 | 0,0848 | 6,3165 | 1,9797 | 0,0092 | 21,3290 | 5,6098 | 16,2976 |
| Jul. | 13,8400 | 0,0902 | 6,6274 | 2,0400 | 0,0097 | 20,6670 | 5,8849 | 16,6500 |
| Ago. | 13,8400 | 0,0902 | 6,8383 | 2,0860 | 0,0099 | 20,7120 | 6,0611 | 16,7034 |
| Set. | 13,8400 | 0,0899 | 6,8548 | 2,0918 | 0,0099 | 20,0250 | 6,0651 | 16,7937 |
| Out. | 14,0900 | 0,0864 | 6,8534 | 2,1017 | 0,0099 | 19,8500 | 6,0348 | 16,7193 |
| Nov. | 14,1960 | 0,0879 | 7,2094 | 2,2007 | 0,0104 | 20,4270 | 6,3817 | 17,1364 |
| Dez. | 14,8950 | 0,0933 | 7,6656 | 2,3164 | 0,0110 | 21,9240 | 6,7877 | 18,1747 |

*Taxas de venda em fim de período.

Obs.: Todos os valores anteriores a mar/86 foram convertidos na razão de 1000 para 1. Fonte: Dados da Gazeta Mercantil, reproduzidos in FGV/IBRE/CEMEI, Banco de Dados Nacionais e Internacionais, nov/86, Tabela 27, e jan/87, Tabela 30.

Da mesma forma, a falta de definição de critérios explícitos para futuras desvalorizações da moeda brasileira, e a conseqüente insegurança quanto a movimentos futuros da taxa de câmbio tenderia a representar uma das fontes principais de preocupação das matrizes e das filiais de empresas estrangeiras. De fato, movimentos na taxa de câmbio afetam não apenas as perspectivas de remessas de lucros e dividendos, mas também os resultados das filiais, que estão muitas vezes envolvidas com comércio exterior e endividadas junto ao mercado financeiro internacional. Nesse contexto a criação, pelas Resoluções Nº 1208 e Nº 1209 de 30/10/86, de depósitos em moeda estrangeira no Banco

Central por exportadores e importadores e empresas receptoras de capital estrangeiro, remunerados pela LIBOR, veio diminuir parte dessa incerteza, pelo menos no curto prazo.

No campo da regulamentação das atividades econômicas, certamente tiveram um papel de desestímulo a novas entradas de investimento, já a partir de 1985, o debate sobre a questão da informática e os problemas comerciais com os EUA dela decorrentes, bem como a possibilidade de extensão do conceito de reserva de mercado a novas áreas, notadamente a de química fina. Mesmo diante dos desmentidos do novo governo, a possibilidade de restrições a um acesso amplo de empresas estrangeiras a outros mercados no Brasil não foi descartada por todos os observadores.

Deve ser acrescentada a esses fatores a incerteza de natureza política associada com a eleição de uma Assembleia Constituinte (ainda que talvez fossem até mesmo maiores os riscos durante o período de transição para um governo democrático), e até mesmo uma insegurança de mais longo prazo quanto à inter-relação futura entre fatores econômicos e políticos em função dos maiores compromissos sociais e nacionalistas do novo governo. Em tal contexto é compreensível que certas empresas estrangeiras tenham se desfeito de alguns de seus investimentos e repatriado capital em 1985 e em 1986, tendência que pode ter sido reforçada por uma reavaliação, a nível mundial, dos objetivos de suas matrizes, como certamente vem ocorrendo também em outros países em que operam empresas multinacionais¹⁸.

Deve-se notar, porém, que ainda que as repatriações tenham alcançado US\$ 636 milhões, ou seja cerca de 2,5% do estoque de capital estrangeiro no Brasil, fração não observada nos últimos anos (mas inferior aos 2,6% de repatriações em 1979 como se vê no Quadro 5), aquelas não significam, na maioria dos casos um abandono total do mercado brasileiro pelas empresas estrangeiras envolvidas. Há casos de grupos que se desfizeram recentemente de empresas coligadas, mas que estão, paralelamente, aumentando os investimentos na sua atividade principal. Em certos casos, verifica-se uma troca de controle estrangeiro, com venda para outra empresa estrangeira e não para sócios ou novos investidores brasileiros.

Assim, somente se as repatriações continuassem a se ampliar, em termos absolutos e relativos, paralelamente a maiores remessas de lucros e dividendos, ou seja, se a saída de capital de risco se revelar se de caráter mais permanente, caberia examinar medidas mais específicas para reverter tal tendência.

¹⁸ Ver IMF, *Foreign Private Investment in Developing Countries*, pp. 26 e 27. No caso específico dos Estados Unidos, também podem estar tendo uma influência temporária mudanças na legislação fiscal, aprovadas ao longo de 1986, mas já previstas no início do ano. Na medida em que, nos próximos anos, as remessas de empresas filiais estabelecidas no Brasil para as suas matrizes nos EUA passarão a estar sujeitas a uma tributação mais elevada, a menos da introdução de *rebates* (descontos), pareceria plenamente justificado um aumento dessas remessas ao longo do corrente ano. Tal aumento não teria caráter duradouro, mas é importante de um ponto de vista conjuntural na medida em que os EUA respondem por cerca de um terço dos investimentos estrangeiros no Brasil (ver Apêndice 1), mas a participação de firmas americanas no total das remessas de lucros e de repatriações, ao longo de 1986, foi, segundo informações preliminares, sendo bem mais elevada.

De fato, deve-se destacar que a retração dos investimentos novos e a saída de capital que se vêm observando no período recente não parecem associadas com a legislação referente ao capital estrangeiro já existente. A Lei Nº 4151 de 03/09/62 – modificada pela Lei Nº 4390 de 29/08/64 e pelo Decreto Nº 55 762 de 17/02/85 – definiu um conjunto claro de regras que, ainda que consideradas demasiadamente restritivas por alguns observadores, garantiram por duas décadas um contexto estável para o investimento estrangeiro, estabilidade que representou uma vantagem; indiscutível como é ressaltado inclusive próprios investidores estrangeiros. A manutenção no futuro dos princípios básicos estabelecidos naquela legislação aparece como fator fundamental para um influxo adequado de investimentos no Brasil¹⁹.

O Investimento Direto no Mercado de Capitais

Se a legislação em vigor não parece ter impedido, durante duas décadas, investimentos diretos importantes em vários setores da economia brasileira, os mecanismos criados para orientar as aplicações em bolsas de valores por investidores estrangeiros não tiveram resultados significativos. O Decreto-Lei Nº 1401 de 07/05/75 e a Resolução Nº 525 de 08/05/75 regulamentaram as aplicações externas no mercado acionário brasileiro e determinaram que estas fossem necessariamente efetuadas através de Sociedades de Investimento de Capital Estrangeiro (já previstas na Lei Nº 4728 de 14/07/65) constituídas com o propósito específico de obter recursos externos através da venda de suas próprias ações a investidores estrangeiros e de utilizar tais recursos para compra de ações ou debêntures conversíveis nas bolsas de valores.

A mesma legislação continha uma série de restrições quanto ao período de permanência e à taxação dessas aplicações pois, talvez paradoxalmente, pretendia-se assim evitar um ingresso excessivo de recursos em prazo breve. Até 1978 chegaram a se formar dezesseis Sociedades de Investimento, mas seu número foi diminuindo gradualmente para apenas oito em 1984, apesar do Decreto-Lei Nº 1986 de 28/12/82 e de diversas resoluções divulgadas pelo Banco Central no sentido de ampliar os incentivos para a atração de novos recursos²⁰. Assim, foi reduzido de dois anos para três meses o prazo mínimo de permanência dos recursos externos e o imposto de 15% que incidia tanto sobre ganhos de capital como sobre dividendos foi mantido apenas no caso dos dividendos. Em um contexto de recessão e inflação elevadas, tais medidas de liberalização surtiram pouco efeito e a transição para o regime democrático foi acompanhada de frequentes mudanças de regras no mercado

¹⁹ Para uma comparação dos regulamentos e restrições referentes ao capital estrangeiro nos principais países em desenvolvimento, veja-se IMF, *Foreign Private Investment in Developing Countries*, Appendix II. A legislação brasileira, em confronto com a de muitos países, não se destaca como particularmente restritiva.

²⁰ Ver Roberto Teixeira da Costa, *Brazil's Experience in Creating a Capital Market*, BOVESPA, São Paulo, 1985, pp. 82-85. Segundo o Relatório do Banco Central do Brasil de 1985, existiam no ano passado 9 Sociedades regidas pelo Decreto-Lei Nº 1401.

de capitais que até o momento não criaram um sentimento de estabilidade nem mesmo entre os investidores brasileiros. Explica-se, por tanto, a estagnação do volume de recursos ingressados nos Fundos Decreto-Lei Nº 1401 remanescentes, cujo patrimônio chegou a alcançar cerca de US\$ 70 milhões no primeiro semestre de 1986, mas declinou para menos de US\$ 50 milhões poucos meses depois²¹.

Diante do insucesso dos Fundos Decreto-Lei Nº 1401, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários estudaram conjuntamente, ao longo de 1986, a possibilidade de criação de novos mecanismos de atração de recursos externos para o mercado de capitais brasileiro foram aprovados pelo Conselho Monetário Nacional em fins de novembro projetos de regulamentos disciplinando o “Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro” e a “Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no país por entidade de investimento coletiva estrangeira” (Resolução Nº 1224 de 28/11/86 e Anexos I e II).

O segundo daqueles instrumentos corresponde ao que se vem chamando de “Fundo-Brasil”, e baseia-se em parte em experiência prévia de fundos de países em desenvolvimento (Coreia, México) criados no exterior, sob a forma de condomínios fechados, com cotas negociáveis, mas não resgatáveis. Tal Fundo visaria captar “dinheiro novo”, principalmente nos EUA, sendo registrado na Bolsa de Nova Iorque e submetido ao órgão regulador americano, a Securities and Exchange Commission. Instituições estrangeiras aprovadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários seriam responsáveis pela administração da Carteira e pela distribuição no exterior dos valores mobiliários correspondentes a participações no Fundo, sendo também indicada uma instituição administradora brasileira, para ser custodiante dos títulos e valores mobiliários correspondentes da Carteira.

Os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro representariam uma simplificação dos Fundos Decreto-Lei Nº 1401 e uma ampliação das áreas de aplicação destes. Do valor global das aplicações, no mínimo 70% deveriam ser representados por ações de companhias (percentual semelhante ao que seria exigido no caso do Fundo-Brasil). Porém, em contraste com os Fundos Decreto-Lei Nº 1401, seria permitido ao Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro realizar operações nos mercados futuros de câmbio e de índices de ações.

Até o início de fev/87 não tinham sido concedidas autorizações para o funcionamento desses dois novos mecanismos de atração de investimentos externos, estando em estudo, no âmbito do Banco Central, a transferência para a Comissão de Valores Mobiliários da plena responsabilidade por todos os tipos de aplicações de capital estrangeiro no mercado acionário. Porém, enquanto não houver uma decisão definitiva quanto a essas novas medidas, que poderão representar inovações na área de

²¹ Ver, por exemplo, *O Globo*, 51/08/86, p. 47 e *Gazeta Mercantil*, 27/09/86, p. 28.

investimentos externos em bolsa, não cabe examiná-las mais longamente²².

Algumas Conclusões

Os investimentos diretos no Brasil mostraram um significativo aumento nas últimas duas décadas, mas vêm crescendo mais lentamente nos últimos anos.

Destacou-se acima que o menor ingresso líquido de investimentos diretos nos últimos anos vem resultando não apenas de algum aumento das repatriações, mas principalmente de uma redução dos investimentos novos. Estes, (excluídas as conversões de empréstimos em capital de risco) têm alcançado níveis muito reduzidos, enquanto as remessas de lucros e dividendos têm atingido volumes nunca antes observados em termos absolutos. Ainda que o quadro se altere um pouco quando se examinam essas mesmas cifras em termos relativos, ou seja em confronto com o estoque total de investimentos e reinvestimentos, a tendência recente dos investimentos diretos é preocupante.

Na medida em que é altamente improvável que os bancos comerciais concedam empréstimos voluntários ao Brasil nos próximos anos em volume apreciável e que é limitada a possibilidade de novos empréstimos por organismos internacionais, a entrada de investimentos diretos em volume significativo é de grande relevância para um maior equilíbrio das contas externas do país (que passaram a apresentar superávits comerciais fortemente decrescentes a partir de final de 1986). Tal constatação é válida até mesmo tendo-se em mente que novos investimentos estrangeiros poderiam, em princípio, acarretar remessas anuais para o exterior até mesmo superiores aos pagamentos que resultariam de um volume equivalente de empréstimos a juros flutuantes que, no entanto, não se encontram mais disponíveis. (Na realidade, esta não tem sido a experiência brasileira, como se pode inferir do Quadro 5).

Também diante dessa constatação, a questão da conversão de empréstimos em capital de risco reveste-se de particular importância. Na medida em que existe sem dúvida uma clara disposição para concessões de crédito ou para a conversão por parte de diversos credores, e que conversões vêm constituindo uma parcela significativa dos ingressos de investimentos diretos nos últimos anos, é natural que o governo encare medidas de maior liberalização nessa área como um elemento de barganha em um contexto mais amplo, que envolva eventual mente uma reestruturação da dívida externa do país. No processo de negociação, e em troca de concessões palpáveis, não seriam talvez de se excluir inclusive conversões para aplicações no mercado acionário.

²² Já encerrada a redação e revisão desse trabalho, a Resolução N° 1289 de 20/05/87 transferiu para a Comissão de Valores Mobiliários a responsabilidade de supervisionar: Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro, Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro e Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidos no País por Entidade de Investimento Coletivo Estrangeira, cuja regulamentação consta de anexos àquela Resolução.

Quadro 5

Brasil – Repatriações e Remessas de Lucros e Dividendos como Percentagem do Estoque de Investimentos Diretos do Ano Anterior, 1978-1986

| Ano | Repatriações ¹ | | Remessas de Lucros e Dividendos ² | |
|-------------------|----------------------------------|------|--|------|
| | Estoque de Investimentos Diretos | | Estoque de Investimentos Diretos | |
| | Em US\$ Milhões | Em % | Em US\$ Milhões | Em % |
| 1978 | 124,1 | 1,1 | 561 | 5,0 |
| 1979 | 353,5 | 2,6 | 636 | 4,6 |
| 1980 | 147,1 | 0,9 | 310 | 1,9 |
| 1981 | 110,3 | 0,6 | 570 | 2,1 |
| 1982 | 145,0 | 0,7 | 585 | 3,0 |
| 1983 | 157,8 | 0,7 | 758 | 3,6 |
| 1984 | 112,3 | 0,5 | 796 | 3,6 |
| 1985 | 262,9 | 1,2 | 1056 | 4,6 |
| 1986 ^P | 636,0 | 2,5 | 1257 | 4,8 |

¹ Repatriações no ano t e estoque de investimentos diretos no ano t-1.

² Remessas de lucros e dividendos no ano t e estoque de investimentos diretos no ano t-1.

^P Dado preliminar do Banco Central do Brasil.

Fontes: Quadros 1 e 2 e Banco Central do Brasil.

Os problemas mais frequentemente levantados com relação à conversão incluem a possível pressão sobre a base monetária, o risco de remessas de lucros e dividendos superiores aos juros iniciais dos empréstimos, a rápida repatriação do empréstimo convertido em capital e a desnacionalização da economia. Porém, para todas essas questões pode haver uma regulamentação específica, fixando-se metas mensais e anuais para os montantes a serem convertidos, prazos de carência ou tetos para a remessa de lucros e dividendos, prazos mínimos de permanência no país para o principal do empréstimo convertido em investimento, e algum controle do direcionamento das aplicações, com ou sem exigência de algum dinheiro novo proporcional aos totais convertidos. Poder-se-ia também, no caso de cessões de crédito, para efeitos de registro no FIRCE, considerar um total inferior ao do empréstimo original, de forma que os benefícios do deságio fossem repartidos entre o investidor e o país.

Naturalmente, quanto mais restritiva vier a ser a regulamentação das conversões, menor o seu atrativo para investidores potenciais. Porém, de momento, parece fundamental, se se pretende manter a contribuição de recursos externos para o crescimento do investimento global do país, que as regras estáveis que se observaram no passado possam ser mantidas no futuro em suas grandes linhas. Na medida em que uma maioria de membros da Assembleia Constituinte se mostre comprometida com uma economia de livre mercado é provável que a legislação sobre capital estrangeiro já existente, fundada na Lei Nº 4131, não necessite ser muito alterada em seus princípios básicos, reforçando uma estabilidade que gerou resultados indiscutivelmente favoráveis no passado em termos de entradas líquidas de recursos externos. Informações disponíveis até 15/03/87.

Investimentos e Reinvestimentos Externos no Brasil – Distribuição por País do Investidor
(Posição em 31.12.85 – em US\$ 1.000)

| País | Nº | Investimentos | Reinvestimentos | Total | % sobre o Total |
|----------------------|-----------|-------------------|------------------|-------------------|-----------------|
| África do Sul | 1 | 15.289 | 693 | 15.982 | 0,06 |
| Alemanha Ocidental | 2 | 2.471.644 | 1.074.994 | 3.546.638 | 13,82 |
| Angola | 3 | 37 | - | 37 | 0,00 |
| Antilhas Holandesas | 4 | 209.195 | 20.704 | 229.899 | 0,90 |
| Arábia Saudita | 5 | 24.890 | - | 24.890 | 0,10 |
| Argentina | 6 | 29.905 | 74 | 29.979 | 0,12 |
| Austrália | 7 | 12.734 | 860 | 13.594 | 0,05 |
| Áustria | 8 | 16.894 | 3.450 | 20.344 | 0,08 |
| Bahamas | 9 | 127.167 | 26.313 | 153.480 | 0,60 |
| Barbados | 10 | 277 | 1.689 | 1.966 | 0,01 |
| Bélgica | 11 | 186.482 | 119.849 | 306.331 | 1,19 |
| Bermudas | 12 | 199.880 | 38.257 | 238.137 | 0,93 |
| Bolívia | 13 | 133 | - | 133 | 0,00 |
| Canadá | 14 | 834.478 | 417.524 | 1.252.002 | 4,88 |
| Cayman | 15 | 76.895 | 36.126 | 113.021 | 0,44 |
| Chile | 16 | 1.529 | 101 | 1.630 | 0,01 |
| China Continental | 17 | 3.071 | - | 3.071 | 0,01 |
| Cingapura | 18 | 16.342 | - | 16.342 | 0,06 |
| Colômbia | 19 | 247 | - | 247 | 0,00 |
| Coreia do Sul | 20 | 101 | - | 101 | 0,00 |
| Costa do Marfim | 21 | 92 | - | 92 | 0,00 |
| Costa Rica | 22 | 239 | 1 | 240 | 0,00 |
| Coverde | 23 | 191.467 | - | 191.467 | 0,75 |
| Dinamarca | 24 | 35.996 | 10.964 | 46.980 | 0,18 |
| Egito | 25 | 4 | - | 4 | 0,00 |
| Equador | 26 | 718 | 1.630 | 2.548 | 0,01 |
| Espanha | 27 | 84.919 | 3.605 | 88.525 | 0,31 |
| EUA | 28 | 5.267.756 | 2.767.254 | 8.055.010 | 31,39 |
| Finlândia | 29 | 14.839 | 14.946 | 25.787 | 0,12 |
| Formosa | 30 | 80 | - | 80 | 0,00 |
| França | 31 | 470.776 | 455.052 | 925.828 | 3,61 |
| Holanda | 32 | 369.028 | 149.114 | 518.142 | 2,02 |
| Hong Kong | 33 | 114.149 | 10.612 | 124.761 | 0,49 |
| Irã | 34 | 54.157 | 2.990 | 57.147 | 0,22 |
| Iraque | 35 | 9.056 | 93 | 9.149 | 0,04 |
| Israel | 36 | 342 | - | 342 | 0,00 |
| Itália | 37 | 815.489 | 140.827 | 956.316 | 3,73 |
| Iugoslávia | 38 | 275 | 2 | 277 | 0,00 |
| Japão | 39 | 2.068.347 | 316.829 | 2.385.176 | 5,29 |
| Jordânia | 40 | 31 | - | 31 | 0,00 |
| Líbano | 41 | 3.282 | 9 | 3.291 | 0,01 |
| Libéria | 42 | 465.347 | 15.437 | 480.784 | 1,67 |
| Liechtenstein | 43 | 137.605 | 23.316 | 160.923 | 0,62 |
| Luxemburgo | 44 | 360.035 | 72.457 | 432.492 | 1,69 |
| Maigaxe | 45 | 77 | - | 77 | 0,00 |
| México | 46 | 17.943 | 108 | 18.051 | 0,07 |
| Nigéria | 47 | 36 | - | 36 | 0,00 |
| Noruega | 48 | 22.113 | 1.955 | 24.068 | 0,09 |
| Nova Zelândia | 49 | 125 | 1 | 126 | 0,00 |
| Panamá | 50 | 792.518 | 378.932 | 1.171.450 | 4,56 |
| Paraguai | 51 | 52 | - | 52 | 0,00 |
| Peru | 52 | 224 | - | 224 | 0,00 |
| Polônia | 53 | 76 | - | 76 | 0,00 |
| Portugal | 54 | 52.882 | 2.255 | 55.138 | 0,21 |
| Reino Unido | 55 | 773.378 | 656.416 | 1.429.796 | 5,57 |
| República Dominicana | 56 | 13 | 62 | 95 | 0,00 |
| Suécia | 57 | 294.881 | 112.693 | 407.580 | 1,59 |
| Suíça | 58 | 1.214.368 | 858.453 | 2.072.831 | 8,08 |
| Tchecoslováquia | 59 | 476 | 235 | 712 | 0,00 |
| Uruguai | 60 | 31.494 | 460 | 31.954 | 0,12 |
| Venezuela | 61 | 13.457 | 1.545 | 15.002 | 0,08 |
| Total | 62 | 17.925.332 | 7.739.152 | 25.664.484 | 100,00 |

Observações:

- Inclui investimentos em bolsa (DL nº 1401) e investimentos incentivados (Resolução nº 480, de 20.06.78).
- Moedas convertidas em US\$ às paridades vigentes em 31.12.85.
- Posição com base nos registros expedidos pelo FIRCE até 31.12.85.

Fonte: Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, mai-jun/86, Separata, p. 20.

Investimentos e Reinvestimentos Externos no Brasil
Distribuição por Ramos de Atividades do Receptor
(Posição em 31.12.85 – em US\$ 1.000)

| Ramo de Atividade | Nº | Investimentos | Reinvestimentos | Total | % |
|---|-----------|-------------------|------------------|-------------------|---------------|
| Agricultura | 1 | 108.097 | 44.337 | 152.434 | 0,59 |
| Pecuária | 2 | 74.607 | 453 | 75.060 | 0,29 |
| Pesca | 3 | 1.658 | 0 | 1.658 | 0,01 |
| Indústria Extrativa Mineral | 4 | 631.504 | 112.914 | 744.418 | 2,50 |
| Indústria de Transformação | 5 | 13 016.514 | 6.165.391 | 19.181.905 | 74,74 |
| Transformação de Minerais Não Metálicos | 6 | 228.927 | 205.487 | 434.414 | 1,69 |
| Cimento | 7 | 112.548 | 39.944 | 152.492 | 0,59 |
| Mat. de Const. Civil, Cerâmica e Anel de cimento | 8 | 56.531 | 91.963 | 148.494 | 0,58 |
| Vidro e Cristal | 9 | 59.848 | 73.580 | 133.428 | 0,52 |
| Metalurgia | 10 | 1.483.013 | 450.835 | 1.933.848 | 7,54 |
| Siderurgia | 11 | 510.495 | 37.480 | 547.975 | 2,14 |
| Metalurgia | 12 | 972.518 | 413.355 | 1.365.873 | 5,40 |
| Mecânica | 13 | 1.786.216 | 576.555 | 2.362.772 | 9,21 |
| Material Eletrônico, Elétrico e de Comunicação | 14 | 1.338.120 | 632.951 | 1.971.071 | 7,68 |
| Material de Transportes | 15 | 2.579.338 | 962.399 | 3.541.737 | 13,80 |
| Autopeças | 16 | 332.261 | 254.274 | 566.535 | 2,29 |
| Construção Aeronáutica | 17 | 2.980 | 0 | 2.980 | 0,01 |
| Construção Naval | 18 | 70.913 | 31.320 | 102.233 | 0,40 |
| Material Ferroviário | 19 | 21.114 | 2.840 | 23.954 | 0,09 |
| Veículos Automotores | 20 | 2.152.070 | 673.955 | 2.826.035 | 11,01 |
| Madeira | 21 | 319.158 | 90.679 | 410.037 | 1,60 |
| Celulose, Papel e Papelão | 22 | 338.454 | 211.383 | 549.737 | 2,14 |
| Borracha | 23 | 316.301 | 330.559 | 646.860 | 2,52 |
| Química | 24 | 2.394.878 | 1.194.358 | 3.689.236 | 13,99 |
| Adubos e Fertilizantes | 25 | 82.814 | 21.614 | 104.426 | 0,41 |
| Derivados do Processamento de Petróleo | 26 | 460.736 | 341.961 | 802.697 | 3,13 |
| Fósforo de Segurança, Tintas Vernizes e Lacas | 27 | 104.956 | 93.122 | 198.078 | 0,77 |
| Produtos Químicos Básicos | 28 | 1.746.372 | 737.651 | 2.484.033 | 9,68 |
| Produtos Medicinais, Farmacêuticos e Veterinários | 29 | 774.802 | 338.257 | 1.113.069 | 4,34 |
| Têxtil | 30 | 246.129 | 167.858 | 413.997 | 1,61 |
| Vestuário, Calçados e Artefatos de Tecidos | 31 | 162.527 | 43.581 | 206.108 | 0,80 |
| Produtos Alimentares | 32 | 431.361 | 767.300 | 1.198.661 | 4,87 |
| Beneficiamento, Torrefação e Moagem | 33 | 32.206 | 96.955 | 129.171 | 0,50 |
| Frigoríficos | 34 | 5.579 | 1.190 | 6.769 | 0,03 |
| Produtos Alimentares Diversos | 35 | 393.576 | 669.145 | 1.062.721 | 4,14 |
| Bebidas | 36 | 121.266 | 37.315 | 158.581 | 0,82 |
| Fumo | 37 | 212.261 | 77.517 | 289.778 | 1,13 |
| Editorial e Gráfica | 38 | 28.635 | 20.519 | 49.154 | 0,19 |
| Diversos | 39 | 255.128 | 57.717 | 312.845 | 1,22 |
| Serviços de Utilidade Pública | 40 | 41.741 | 9.155 | 50.897 | 0,20 |
| Abastecimento de Água | 41 | 318 | 355 | 683 | 0,00 |
| Produção e Distribuição de Gás | 42 | 43 | 0 | 43 | 0,00 |
| Serviços Sanitários | 43 | 1.128 | 0 | 1.128 | 0,00 |
| Transporte Aeroviário | 44 | 1.799 | 12 | 1.811 | 0,01 |
| Transporte Marítimo e Fluvial | 45 | 12.941 | 5.326 | 19.267 | 0,08 |
| Transporte Rodoviário | 46 | 24.512 | 3 453 | 27.965 | 0,11 |
| Outros Serviços | 47 | 3.652.879 | 1.276.017 | 4.928.896 | 19,2 |
| Bancos Comerciais | 48 | 406.476 | 244.283 | 650.759 | 2,54 |
| Bancos de investimentos | 49 | 172.748 | 63.975 | 236.723 | 0,92 |
| Comércio Imobiliário | 50 | 130.801 | 10.317 | 141.118 | 0,55 |
| Comercio em Geral, Importação e Exportação | 51 | 802.962 | 186.126 | 989.088 | 3,85 |
| Companhia de Seguros | 52 | 46.763 | 48.040 | 94.803 | 0,37 |
| Cons. Reps. Participações e Adm. de Bens | 53 | 1.808.869 | 674.355 | 2.483.264 | 9,68 |
| Outras instituições Financeiras | 54 | 70.695 | 10.712 | 81.407 | 0,32 |
| Serviços Técnicos e Auditoria | 55 | 191.213 | 33.887 | 225.100 | 0,85 |
| Turismo | 56 | 22.352 | 4.292 | 26.644 | 0,10 |
| Outras Atividades | 57 | 398.332 | 130.854 | 529.216 | 2,06 |
| Total Geral | 58 | 17.925.332 | 7.739.152 | 25.664.484 | 100,00 |

Observações:

- Inclui investimentos em bolsa (D.L. nº 1401) e investimentos incentivados (Resolução nº 480, de 20.06.78).
- Moedas convertidas em US\$ as paridades vigentes em 31.12.85.
- Posição com base nos registros expedidos pelo FIRCE em 31.12.85.

Fonte: Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, mai-jun/86, Separata, p. 21.