

Bad Debt Tsunami and Debt-Equity Swaps

Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.

John Maynard Keynes

“Debt-equity swaps” are well-known debt-to-equity instruments. They were used in the 1980s to convert foreign debt from emerging countries into real assets to reduce indebtedness. They were also used in Japan in the 1990s to convert corporate bank debt with large companies, resulting in debt reduction. With the 2008 crisis, such instruments were again used in the United States and Europe, including the active role played by the US Treasury in providing liquidity via direct equity investments in companies considered strategically important to the economy. In China, such instruments began to be regulated by the government in 2016 as a way of reducing the high degree of corporate debt.

The International Monetary Fund (IMF) recommends the use of “debt-equity swaps” as an alternative to debt renegotiation. This can be a way of allowing companies with good assets to resume normal operations more quickly while simultaneously preserving assets, jobs and maintaining investment capacity.

The use of debt-equity swaps has returned to the spotlight now due the Covid-19 crisis. This month, the UK government announced the *Project Birch* program, whereby the Treasury itself can provide primary equity injections or convert “non-performing loans” (NPLs or bad debts) acquired from banks into equity stakes in companies considered strategically important.

But waiting for governments to make their move to clear the balance sheets of commercial banks that are filling up with NPLs before the market seems to involve a series of legal adjustments and a time frame which, unfortunately, may be too short before the tsunami of recovery processes and bankruptcies reaches each country's financial system, resulting in global systemic effects.

Just as Covid-19 spread rapidly across the globe, the bad debt tsunami could have an equally or more devastating effect for companies and banks. Acting quickly and in a coordinated manner will be essential. In this case, banks should be prepared to select the best companies that can be quickly recovered and replaced in the economy.

In Brazil, BNDESPar, the investment arm of the Brazilian Development Bank—BNDES, was used, in part, as an anti-cyclical instrument to provide liquidity via equity contributions to companies during the 2008 crisis. Although there have been studies on the possibility of BNDES also converting NPLs into equity in companies through BNDESPar, this measure was never adopted by that bank.

In the case of public banks, however, the IMF's recommendation is not that the shares of such companies remain in the portfolio, directly or indirectly, of the countries' treasuries for a long time. Recycling the portfolio through the capital market, as soon as there is a reopening of the economies and tender offerings windows, is one of the advantages of debt-equity swap instruments. The United States Treasury liquidated the equity transactions it carried out with companies in the 2008 crisis at a profit (see, for example, the cases of Citibank and General Motors).

BNDES took longer to recycle its expanded portfolio as of 2008 and followed a more expansionary policy of the state's role as a risk taker in the market. Despite all the criticism received by the bank, namely that it had become a kind of "junkyard for companies", we cannot ignore the technical capacity and the importance that BNDESPar can have in implementing faster solutions, via the capital markets and via conversions of debt into equity. Few countries' national treasuries have an indirect equity arm that is as agile and prepared as BNDESPar is.

Moreover, Brazil has few commercial banks that, since they already exist in a concentrated market, can and must act in coordination during times of crisis. In fact, it is exactly in times of crisis that the concept of a "crisis cartel" provided for by antitrust legislation can be used. But there is no need to be direct coordination or even the formation of "crisis cartels". It would be enough for commercial banks and BNDESPar to consider selecting companies that can be delevered and saved more quickly because they have good assets, fundamentals and are strategically

important to the economy, and use debt-equity swap instruments through Equity Investment Funds (“FIPs”) managed by private managers in the capital markets or through other equity derivative instruments, such as mandatorily convertible debentures or financial derivatives of future credit rights linked to equity liquidity events (“earn-outs”, “equity kickers”, etc).

In this way, commercial banks and the BNDES could use debt-equity swap instruments and not have any direct equity exposure in companies. They would not be controlling shareholders, and they would not have the fiduciary responsibilities of shareholders. Such instruments are already available in the Brazilian capital market legislation and can be triggered immediately. But the coordination effect between banks must occur for the selection, together with professional and independent fund managers, of those companies that can be saved. Unfortunately, it will not be possible to save all companies and those that are more efficient and that have more cash available will be consolidators in the market via mergers and acquisitions.

As Calixto Salomão Filho pointed out in an article published in the Folha de São Paulo newspaper (“Creating a new credit market could prevent

bankruptcy and mass layoffs”, 05/07/20), we must have the necessary institutional creativity and willingness to implement said creativity in order to make faster extrajudicial recoveries feasible, given that judicial reorganization processes and bankruptcies are slow and, in general, do not help companies recover quickly by resuming investments and generating jobs.

The use of debt-equity swap instruments in the capital market could be a quicker alternative that is already available, with the coordination between banks and fund managers being sufficient for the recovery of companies. The recovery of credit via equity, with the immediate deleveraging of companies, may be the only viable way to continue to sustain investment and increase gross capital formation in the economy. The credit wheel needs to keep turning, but it will stop if the tsunami of bad debts harms banks’ balance sheets and destroys good companies and assets in the economy. The Brazilian experience with judicial recoveries and bankruptcies has already proved to be insufficient in order to deal with the problem of NPLs and will be clearly insufficient (and even inadequate) to deal with the current crisis.

Paulo Mattos, CEO of IG4 Capital

Tsunami de Inadimplências e Conversões de Dívidas em Equity

Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.

John Maynard Keynes

“Debt-equity swaps” são instrumentos de conversão de dívida em equity conhecidos. Foram utilizados na década de 1980 para conversão de dívidas externas de países emergentes em ativos reais para redução de endividamento. Também foram utilizados no Japão na década de 1990 para conversão de dívidas corporativas de bancos junto a grandes empresas, com redução de endividamento. Com a crise de 2008, tais instrumentos novamente foram utilizados nos Estados Unidos e na Europa, inclusive com a atuação ativa do Tesouro Norte-Americano em prover liquidez com investimentos diretos em equity em empresas consideradas estratégicas na economia. Na China, tais instrumentos começaram a ser regulados pelo governo

em 2016 como forma de redução do grau elevado das dívidas corporativas das empresas.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) recomenda o uso de “debt-equity swaps” como instrumento alternativo a renegociação de dívidas. Essa pode ser uma forma de permitir que empresas com bons ativos voltem mais rápido para a economia real, preservando ativos, empregos e a manutenção da capacidade dos investimentos.

Agora com a crise do Covid-19, o uso de instrumentos de “debt-equity swaps” voltou ao debate. Neste mês, o governo do Reino Unido anunciou programa *Project Birch*, pelo qual o próprio Tesouro poderia realizar injeções primárias de capital ou

converter “non-performing loans” (NPLs ou bad debts) adquiridos junto a bancos em participações acionárias em empresas consideradas estratégicas.

Mas esperar que os governos façam, antes do mercado, o movimento de limpar os balanços dos bancos comerciais que estão ficando cheios de NPLs parece envolver uma série de ajustes legais e um tempo que, infelizmente, poderá ser escasso antes do tsunami de processos de recuperação judicial e falências atingir o sistema financeiro de cada país, com efeitos sistêmicos globais.

Tal como o Covid-19 se alastrou rapidamente em todo o planeta, o tsunami de bad debts poderá ter efeito igualmente ou mais devastador, no caso das empresas e bancos. Agir rápido e de forma coordenada será essencial. Neste caso, os bancos deveriam estar preparados para selecionar as melhores empresas que podem ser recuperadas e recolocadas rapidamente na economia.

No Brasil, a BNDESPar, braço de investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social—BNDES, foi utilizada, em parte, na crise de 2008, como instrumento anticíclico para prover liquidez via aportes de equity para empresas. Apesar de ter havido estudos sobre a possibilidade de o BNDES também converter NPLs em equity em empresas por meio da BNDESPar, tal medida nunca chegou a ser adotada por aquele banco.

No caso de bancos públicos, porém, a recomendação do FMI não é que as ações de tais empresas fiquem por muito tempo na carteira, direta ou indiretamente, do Tesouro dos países. Reciclar a carteira por meio do mercado de capitais, assim que haja a reabertura das economias e das janelas de ofertas públicas de ações, é umas das vantagens dos instrumentos de “debt-equity swaps”. O Tesouro nos Estados Unidos liquidou com lucro as operações com equities que realizou em empresas na crise de 2008 (vide, por exemplo, os casos do Citibank e da General Motors).

Já o BNDES, no Brasil, demorou para reciclar a sua carteira ampliada a partir de 2008 e seguiu uma política mais expansionista do papel do Estado como tomador de riscos no mercado. Apesar de todas as críticas feitas ao banco, como se tivesse se transformado em uma espécie de “estaleiro de empresas”, não podemos ignorar a capacidade técnica e a importância que a BNDESPar pode ter na implementação de soluções mais rápidas, via mercado de capitais, de conversão de dívidas em equity em empresas. São poucos os países que tem o Tesouro Nacional com um braço de participação indireta em equities tão ágil e preparado como a BNDESPar.

Por sua vez, o Brasil tem poucos bancos comerciais que, por estarem já em um mercado concentrado, podem e devem agir em coordenação em momentos de crise. Aliás, é exatamente em momentos de crise que o conceito de “cartel de crise” previsto na legislação antitruste pode

ser usado. Mas não precisa haver uma coordenação direta ou mesmo a formação de “cartéis de crise”. Bastaria que os bancos comerciais e a BNDESPar considerassem selecionar as empresas que podem ser desalavancadas e salvas mais rapidamente por terem bons ativos, fundamentos e serem estratégicas na economia e utilizarem instrumentos de “debt-equity swaps” por meio de Fundos de Investimentos em Participações (“FIPs”) geridos por gestores privados no mercado de capitais ou por meio de outros instrumentos derivativos de equity, tais como as debêntures mandatoriamente conversíveis ou derivativos financeiros de direitos de créditos futuros vinculados a eventos de liquidez de equity (“earn-out”, “equity kicker” etc).

Desta forma, os bancos comerciais e o BNDES poderiam usar instrumentos de “debt-equity swaps” e não ter qualquer exposição direta de equity nas empresas. Não seriam controladores, não teriam responsabilidades fiduciárias de acionistas. Tais instrumentos já estão disponíveis na legislação brasileira de mercado capitais e podem ser acionados imediatamente. Mas o efeito coordenação entre bancos precisa ocorrer para a seleção, junto com gestores de fundos profissionais e independentes, daquelas empresas que podem ser salvas. Infelizmente não será possível salvar todas as empresas e aquelas mais eficientes e que tiverem mais disponibilidade de caixa vão ser consolidadoras no mercado por meio de

fusões e aquisições.

Como bem apontou Calixto Salomão Filho em artigo publicado no Jornal Folha de São Paulo (“Criar novo mercado de crédito poderia evitar falência e demissões em massa”, 07/05/20), temos que ter a criatividade institucional necessária e a disposição de implementá-la para viabilizar recuperações extrajudiciais mais céleres, dado que processos de recuperação judicial e falências são morosos e, em general, não recolocam as empresas rapidamente na economia, retomando investimentos e gerando empregos.

O uso de instrumentos de “debt-equity swaps” no mercado de capitais poderia ser uma alternativa mais rápida e que já está disponível, bastando a coordenação entre os bancos e gestores de fundos para a recuperação de empresas. A recuperação de créditos via equity, com a desalavancagem imediata das empresas, poderá ser a única saída viável para continuar a sustentar investimentos e aumentar a formação bruta de capital na economia. A roda do crédito precisa continuar a girar, mas vai parar se o tsunami de bad debts comprometer o balanço dos bancos e destruir boas empresas e ativos na economia. A experiência brasileira com recuperações judiciais e falências já mostrou não ser suficiente para lidar com o problema dos NPLs e será claramente insuficiente (e mesmo inadequada) para lidar com a crise atual.

Paulo Mattos, CEO da IG4 Capital

Tsunamis de Deuda Incobrable y Canjes de Deuda por Acciones

Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.

John Maynard Keynes

Los “debt-equity swaps” son instrumentos bien conocidos para convertir a deuda en acciones. Se utilizaron en la década de 1980 para convertir las deudas externas de los países emergentes en activos reales para reducir el endeudamiento. También se usaron en Japón en la década de 1990 para convertir deudas que los bancos corporativos tenían con grandes empresas, resultando en una importante reducción de la deuda. Con la crisis de 2008, dichos instrumentos se utilizaron nuevamente en los Estados Unidos y Europa, incluyendo el papel activo del Tesoro de los Estados Unidos para proporcionar liquidez con inversiones directas de capital en empresas consideradas estratégicamente importantes para la economía. En China, tales

instrumentos comenzaron a ser regulados por el gobierno en 2016 como una forma de reducir el alto grado de deuda corporativa de las empresas.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) recomienda el uso de “debt-equity swaps” como alternativa a la renegociación de la deuda. Esta puede ser una forma de permitir que las empresas con buenos activos se recuperen más rápido, preservando activos, empleos y manteniendo la capacidad de inversión.

Ahora con la crisis de Covid-19, el uso de canjes de deuda por acciones ha vuelto al debate. Esta semana, el gobierno del Reino Unido anunció el programa *Project Birch*, mediante el cual el propio Tesoro podría proporcionar inyecciones de capital primario o

convertir los “non-performing loans” (NPLs o deudas incobrables) adquiridos de los bancos en participaciones accionarias en empresas consideradas estratégicamente importantes.

Pero esperar a que los gobiernos se muevan antes que el mercado para liquidar los balances de los bancos comerciales que se están llenando de préstamos dudosos parece implicar una serie de ajustes legales y un horizonte de tiempo que, desafortunadamente, puede ser muy corto antes que el tsunami de los procesos de recuperación y las quiebras inunden a los sistemas financieros de cada país, con efectos sistémicos globales.

Al igual que Covid-19 se extendió rápidamente por todo el mundo, el tsunami de deudas incobrables podría tener un efecto igualmente devastador para las empresas y los bancos. Actuar de manera rápida y coordinada será esencial. En este caso, los bancos deben estar preparados para seleccionar las mejores empresas que puedan recuperarse y reemplazarse rápidamente en la economía.

En Brasil, BNDESPar, el brazo de inversión del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social—BNDES, se utilizó, en parte, durante la crisis de 2008, como un instrumento anticíclico para proporcionar liquidez a través de contribuciones de capital a las empresas. Aunque se han realizado estudios sobre la posibilidad de que el BNDES también pueda convertir los NPLs en acciones a través de BNDESPar, ese banco nunca adoptó dicha medida.

Sin embargo, en el caso de los bancos públicos, la recomendación del FMI no es que las acciones de dichas empresas permanezcan en la cartera, directa o indirectamente, de los Tesoros de estos países durante mucho tiempo. Reciclar la cartera a través del mercado de capitales, tan pronto haya una reapertura de las economías y ventanas de ofertas públicas de acciones, es una de las ventajas de los instrumentos de “debt-equity swaps”. El Tesoro de los Estados Unidos liquidó las transacciones de capital que realizó con empresas durante la crisis de 2008 con ganancias (véanse, por ejemplo, los casos de Citibank y General Motors).

BNDES, en Brasil, tardó mucho tiempo en reciclar su cartera ampliada a partir de 2008 y siguió una política más expansiva del papel del Estado como tomador de riesgos en el mercado. A pesar de todas las críticas hechas al banco, como si se hubiera convertido en una especie de “depósito de compañías chatarra”, no podemos ignorar la capacidad técnica y la importancia que BNDESPar puede tener para implementar soluciones más rápidas, a través del mercado de capitales y la conversión de deuda en acciones. Pocos países tienen un Tesoro Nacional con un brazo de participación de capital indirecto que es tan ágil y preparado como lo es BNDESPar.

A su vez, Brasil tiene pocos bancos comerciales que, dado que ya están en un mercado concentrado, pueden y deben actuar en coordinación durante

tiempos de crisis. De hecho, es exactamente en tiempos de crisis que se puede utilizar el concepto de “cartel de crisis” previsto en la legislación antimonopolio. Pero no se necesita una coordinación directa o incluso la formación de “carteles de crisis”. Sería suficiente que los bancos comerciales y BNDESPar seleccionen compañías que puedan ser recuperadas más rápidamente porque cuentan con buenos activos, fundamentos, estratégicamente importantes para la economía y usar instrumentos de canje de deuda por acciones a través de fondos de inversión de capital (“FIPs”) administrados por gestores privados en el mercado de capitales o a través de otros derivados de capital, como “mandatory convertible debentures” o derivados financieros de derechos de créditos futuros vinculados a eventos de liquidez de capital (“earn-out”, “equity kicker”, etc.).

De esta forma, los bancos comerciales y el BNDES podrían utilizar instrumentos de canje de deuda en acciones y no tener ninguna exposición directa accionaria a estas empresas. No serían accionistas controladores y no tendrían las responsabilidades fiduciarias de los accionistas. Dichos instrumentos ya están disponibles en la legislación del mercado de capitales brasileño y pueden activarse de inmediato. Pero el efecto de coordinación entre los bancos debe ocurrir para la selección, junto con los gestores de fondos profesionales e independientes, de aquellas compañías que pueden salvarse. Desafortunadamente, no será posible salvar a todas las compañías y aquellas que sean más eficientes y que tengan más disponibilidad

de efectivo serán consolidadores en el mercado a través de fusiones y adquisiciones.

Como Calixto Salomão Filho señaló en un artículo publicado en el periódico Folha de São Paulo (“Crear un nuevo mercado crediticio podría evitar la bancarrota y los despidos masivos”, 05/07/20), debemos tener la creatividad institucional necesaria y la voluntad de implementar esta creatividad para que las recuperaciones extrajudiciales sean más rápidas, dado que los procesos de reorganización judicial y las bancarrotas son lentos y, en general, no vuelven a poner recuperar a las empresas a través de la retomada de inversiones y la generación de empleos.

El uso de instrumentos de canje de deuda en el mercado de capitales podría ser una alternativa más rápida que ya está disponible, con la coordinación entre bancos y gestores de fondos que es suficiente para la recuperación de las empresas. La recuperación del crédito a través del capital, con el desapalancamiento inmediato de las empresas, puede ser la única forma viable de continuar manteniendo las inversiones y aumentar la formación bruta de capital en la economía. La rueda de crédito debe seguir girando, pero esta se detendrá si el tsunami de deudas incobrables trastorna los balances de los bancos y destruye las buenas empresas y activos en la economía. La experiencia brasileña con recuperaciones judiciales y bancarrotas ya ha demostrado ser insuficiente para enfrentar el problema de los NPLs y será claramente insuficiente (e incluso inadecuada) para enfrentar la crisis actual.

Paulo Mattos, CEO de IG4 Capital

Disclaimer

The opinions expressed in this publication are those of the authors. They do not purport to reflect the opinions or views of IG4 Capital Advisors LLP or its affiliated companies and members.

© IG4 Capital Advisors LLP 2020

Reproduction of the material contained in this publication may be made only with the written permission of the IG4 Capital Advisors LLP.

Aviso Legal

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores. Eles não pretendem refletir as opiniões ou pontos de vista da IG4 Capital Advisors LLP ou de suas empresas e membros afiliados.

© IG4 Capital Advisors LLP 2020

A reprodução do material contido nesta publicação pode ser feita somente com a permissão por escrito da IG4 Capital Advisors LLP.

Descargo de responsabilidad

Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores. No pretenden reflejar las opiniones u opiniones de IG4 Capital Advisors LLP o sus empresas y miembros afiliados.

© IG4 Capital Advisors LLP 2020

La reproducción del material contenido en esta publicación solo se puede realizar con el permiso por escrito de IG4 Capital Advisors LLP.

IG4 Capital Advisors LLP

1 Ropemaker Street
11th floor, EC2Y 9HT
London, UK
T +44 20 8885 8472
paulo.mattos@ig4capital.com