

3

A operação dos relacionamentos

Ao engajarem-se em relações, os intermediários financeiros reduziam o custo marginal de coleta de informações específicas sobre as nacionalidades com quem mantinham o relacionamento e aumentavam a sua capacidade de monitorar e aconselhá-los. Essas economias de escala eram tanto derivadas diretamente, pelo acesso que o intermediário tinha das contas governamentais, como indiretamente, pela construção de uma rede de contatos com representantes governamentais e firmas comerciais estabelecidas no país com o qual o intermediário relacionava-se.

Devido ao fato de que o intermediário financeiro era geralmente responsável pelos pagamentos de cupons e pela manutenção de operações de amortização da dívida [Borchard (1951, p. 21)], tanto pelo sorteio de títulos a serem recomprados pelo valor de face ou indo diretamente ao mercado e recomprando os títulos em nome dos países, este tinha uma fonte direta de informações sobre a situação financeira do país endividado. Para o pagamento de cupons e de amortização, os países eram obrigados a depositar em adiantado os montantes necessários para a realização destas operações. Portanto, qualquer dificuldade ou atraso do devedor em fazer tais pagamentos era informação privada do banco, pelo menos em um primeiro instante. Nos momentos de dificuldade, o país poderia tentar manter suas obrigações com empréstimos de curto prazo, dos quais o mercado não sabia, mas o intermediário sim. Um intermediário relacional ao líder com a grande maioria dos empréstimos de um país em determinada praça, tinha acesso a uma compreensiva imagem das condições financeiras de curto prazo que o país possuía. Por exemplo, a relação entre Brasil e Rothschilds aponta para a importância das contas governamentais como canal direto de transmissão de informação para o intermediário financeiro. Como o *Committee to enquire into the organization of the N. M. Rothschild and Sons Limited Accounts*, em 18 de novembro de 1908, relata:

“[The Brazilian Account] shows the amount standing to the credit of the Brazilian government, and the amounts debited for dividends and for sinking funds charges.

The account is balanced at the end of each month and a copy is sent to the government. It contains also a record of the installments received on account of each loan..." (citado em Flores(2007)).

Em alguns casos, além de obter informação diretamente das contas bancárias, o intermediário tinha controle direto sobre fontes de receita governamental. O *Imperial Ottoman Bank* assumiu controle sobre a coleta dos tributos prometidos como garantia dos empréstimos de 1858 e 1862, anos antes da intervenção internacional no país [Wynne (1951)]. Da mesma maneira, as negociações para o *1887 Greek "Monopoly" loan* resultaram na constituição de um firma responsável pela coleta de tributos e pelo envio das receitas diretamente para os intermediários financeiros responsáveis pelo empréstimo (um sindicato formado por bancos franceses e pelo *merchant bank* britânico *C. J. Hambro and Sons* (Hambro), o intermediário relacional da Grécia na praça londrina). A nova empresa, chamada *Société de Regie de Monopoles de Grèce*, era dirigida por representantes dos intermediários financeiros [Levandis (1944, p. 69)].

Intermediários também adquiriam informação na medida em que novos contratos de empréstimo eram assinados. O estabelecimento da quantia a ser oferecida ao mercado, o preço inicial da oferta, e, principalmente, o esquema de distribuição de risco entre país e intermediário (isto é, se o intermediário iria se comprometer a comprar os títulos caso a demanda para eles fosse insuficiente) e as garantias a serem oferecidas aos investidores eram o resultado das condições do mercado, a situação financeira do devedor e a competição entre bancos pelo contrato de emissão. Pior a condição financeira do país ou a situação geral do mercado, pior a capacidade do devedor para barganhar melhores condições e melhores as condições dos intermediários para imporem maiores garantias e cláusulas de condicionalidades nos empréstimos. Desta feita, era crucial para o forjamento do contrato que o intermediários estivessem bem informados a respeito do país. A contratação em seqüência de emissão de empréstimos com o mesmo intermediário minorava seu custo marginal de coleta de informações ao mesmo tempo em que aumentava o benefício marginal de adquirí-las.

Informação específica sobre a situação de longo prazo dos países, incluindo projeções sobre o futuro político, comercial e financeiro, era basicamente obtida pelos contatos pessoais que a direção do banco mantinha. Esta rede de contatos incluía representantes governamentais e empresários atuando no país de interesse.

A Bulgária constitui um exemplo da construção dessa rede de contatos. Depois de tornar-se independente do Império Otomano em 1878, este país iniciou sua história como devedor emitindo uma série de empréstimos em 1889, 1892 e 1896. Em 1902, 1904 e 1907 a Bulgária contratou uma outra série de empréstimos em Paris e outras praças continentais por meio de um sindicato liderado pelo banco francês *Banque de Paris et des Pays-Bas* (Paribas). As negociações que resultaram destas emissões estabeleceram a indicação de um “*money doctor*” na Bulgária, com poder de controle efetivo sobre as finanças deste país. Embora esta posição tenha sido alcunhada de “*bondholders representative*”, o seu ocupante mantinha relações pessoais com o escritório central do Paribas, sendo indicado por este banco. Como Avramov [2003] relata “*the bulk of his [the delegate] correspondence was not with the bondholders, but with the Paribas headquarters. His personal promotion and numerous regalia were directly dependent on Paribas*”. Este exemplo mostra como um representante internacional, que mantinha laços estreitos com o intermediário financeiro responsável pela emissão de títulos búlgaros no mercado parisiense, tinha acesso a contatos pessoais na administração, fontes primárias de informação que ajudavam o banco a suplantar eventuais alterações nos balanços governamentais. O viés governamental na divulgação de informações foi também suplantado no caso português, pelo banco *Crédit Lyonnais*, quando, em 1898, um funcionário do governo português revelou ao banco os procedimentos adotados pelo governo para manipular os balanços financeiros [Flandreau, (1988)].

Desde o começo do seu relacionamento com o Brasil, no início da década de 1820, os Rothschilds construíram uma vasta rede de agentes para fornecimento de informações privilegiadas sobre o país. Até a década de 1850, Samuel, Phillips & Co. era o principal agente comercial dos Rothschilds no país. Por exemplo, a correspondência entre os Rothschilds e esta firma contém informações sobre os conflitos de fronteira entre Brasil e Argentina durante a década de 1820 [Shaw (2005)].

Outras importantes informações que Samuel, Phillips & Co. forneciam aos Rothschilds eram os dados sobre exportações de *commodities* brasileiras. Os registros também mostram uma considerável troca de cartas entre Nathan M. Rothschilds (dono do banco) e membros da diplomacia brasileira em Londres. Além disso, as relações entre Brasil e Rothschilds também envolviam benefícios

privados. Barão de Penedo, diplomata brasileiro em Londres entre 1855 e 1889 e um dos principais articuladores do contrato de exclusividade que garantiu o monopólio do banco na emissão de dívida externa brasileira em 1858, recebeu dos Rothschilds aconselhamento sobre investimentos pessoais e cerca de £200,000 em presentes [Shaw (2005)].

Informação coletada via operação dos relacionamentos era um ativo estratégico para o intermediário financeiro. Assim como era estratégica a decisão de divulgar informações para o público. Por exemplo, se o país relacional estivesse com problemas financeiros, mas o intermediário, por meio de análises baseadas na sua informação privilegiada, acreditasse que o problema era passageiro (por exemplo, se o intermediário acreditasse que a turbulência era causada por um choque externo temporário), o comportamento ótimo do empresário poderia envolver não revelar a informação dos problemas totalmente para o público, pois, caso o mercado tivesse essa informação e fosse mais pessimista, os investidores poderiam parar de financiar o país no curto-prazo.

Nos dois casos de *distress* financeiro envolvidos neste estudo para testar a hipótese de contágio informacional (Grécia em 1893 e Brasil em 1898), o comportamento do intermediário relacional acerca da divulgação de informações foi bastante distinto. No caso brasileiro, quando o *funding loan* foi anunciado, este foi acompanhado de uma publicação de duas curtas cartas entre o presidente recém-eleito, Campos Salles, e Nathan Rothschild. Nestas cartas, o novo governo brasileiro prometia adotar as medidas econômicas negociadas no acordo de *funding loan* com os principais investidores, que consistiam principalmente de medidas para garantir a redução do meio circulante. De maneira distinta, o processo de negociação do *funding loan* grego entre o país e Hambro, como é discutido em maiores detalhes na próxima seção, envolveu primeiramente a visita de um enviado para a Grécia, com a missão de escrever um relatório sobre as finanças desse país. A viagem deste funcionário britânico era de conhecimento público e o seu relatório tornou-se público antes mesmo do anúncio do *funding loan*. De fato, no caso brasileiro, o esquema de *funding loan* foi executado como planejado, sugerindo que o país enfrentava um problema de liquidez. Já o *funding loan* grego durou apenas alguns meses, sendo abandonado e substituído pelo *default* unilateral, sugerindo que o problema grego era de insolvência. A diferença

da profundidade de crise pode parcialmente explicar as diferentes atitudes tomadas pelos intermediários financeiros em cada um dos episódios.

Quanto maior o conhecimento do intermediário da situação financeira dos países devedores, maior a capacidade de impor seu aconselhamento e suas condicionalidades, especialmente em momentos em que os países enfrentavam dificuldades. Enquanto as associações de investidores usavam ações retaliatórias (como tentar impedir títulos de países em *default* que fossem negociados na bolsa), os intermediários com relacionamento, no seu papel de conselheiros sobre as condições do mercado de títulos em Londres e por manterem linhas de crédito de curto-prazo, poderiam impor condicionalidades de maneira mais regular, ao longo da operação normal da relação [Flandreau (2003, p. 33)]. Esta capacidade de conduzir o comportamento dos devedores não era total e, assim como sugerido pela literatura de *relationship lending*, variava de acordo com a competição entre bancos. Por exemplo, Flores (2007) argumenta que a competitividade entre bancos franceses e alemães e os Barings – o principal emissor de títulos argentinos em Londres – permitiu ao país ter acesso aos mercados financeiros europeus mesmo após uma considerável deterioração dos seus fundamentos macroeconômicos após 1885¹³. Em um outro exemplo, embora a situação fiscal do governo brasileiro tenha se deteriorado de forma significativa a partir do início da década de 1890, os Rothschilds foram incapazes, apesar de diversas tentativas, de convencer o governo brasileiro a arrendar a *Estrada de Ferro Central do Brasil* como maneira de levantar fundos [Abreu (1994)].

Não apenas as relações permitiam a intermediários terem acesso a informação privilegiada, mas também o mercado era capaz de observar essas relações e sua pertinência para as finanças de um país. Em algumas ocasiões, as reclamações dos investidores eram direcionadas não para representantes dos países, mas para os intermediários. Este foi o caso do *Italian loan of 1881*:

“In July, 1881, a prospectus of ‘ the Italian Government 5 per cent. Loan for £14,600,000 ‘ was issued by Messrs. Baring Brothers and Co., in conjunction with Messrs. C. J. Hambro and Sons.

Letters were at once addressed to them, bringing to their notice the fact that the amount of income tax the Italian Government intended to place upon the Coupons of the Bonds of this new Loan held by external holders, had not been stated, and

¹³ Entre 1881 e 1889, Barings emitiu £42 milhões de dívida argentina em Londres, dos quais £20 milhões foram emitidos em 1888, a apenas dois anos antes da bancarrota.

referring to the treatment of the Coupons of the Sardinian (1851) 5 per cent. Loan which had been subjected to an income tax of 13'20 per cent., although the bonds had expressly declared them exempt from taxation. The reply received from the Agents for the issue of the Loan conveyed a communication from the Ministry of the Treasury that there was no question of imposing any further tax than the income tax of 13'20 per cent, at present chargeable (Annual Report of the Corporation of Foreign Bondholders, 1881, p.51)".

Em um outro exemplo, logo após o *funding loan* brasileiro ser anunciado, o *Council of Foreign Bondholders*, por meio de uma carta privada endereçada a Nathan Rothschild, discutiu com o banqueiro sua opinião sobre o acerto que acabara de ser realizado.

Mais ainda, o fato de que investidores reconheciam a existência de relacionamento quando faziam decisões de investimento era discutido pela imprensa da época, como sugere o seguinte trecho do *Investors Monthly Manual*, logo após o anúncio do *funding loan* brasileiro.

"At one time investors were justified in the robust faith they reposed in the princes of Finance, who invited their subscriptions to foreign loans; but that faith was rudely shaken by the breakdown in Argentine and the collapse of the Barings and Murrieta, and it is not likely to be restored by the Brazilian experience, with which Messrs. Rothschild are more particularly concerned. [...] Surely the time has arrived when the investing classes should think for themselves, and not to follow blindly whoever chooses to lead them, whether Rothschilds or Barings, Parmatos or Hooleys" [Investors Monthly Manual, June 1898, p. 6]

Dada à forma de funcionamento dos relacionamentos e à percepção do mercado sobre essa realidade, conjectura-se neste estudo, que quando o mercado aprendia que uma crise em um país que mantinha relacionamento com um intermediário estava acontecendo, este fato podia revelar que o intermediário estava subinvestido na coleta de informações específicas sobre os países, ou que ele estava dando maus conselhos de política econômica, ou que o banco foi oportunista ao vender papéis de países que ele já sabia estarem em situação ruim. Durante a crise, portanto, os investidores recalculavam suas crenças sobre os efeitos dos relacionamentos com determinado intermediário, o que influenciava na precificação de outros países que se relacionavam com o mesmo banco do país em crise, independente de alguma informação sobre os fundamentos destes países, o que caracteriza o *spillover*. A próxima seção descreve a estratégia empírica que este trabalho emprega para testar a hipótese de contágio gerado via compartilhamento de mesmo intermediário financeiro.