

# 1 Introdução

## 1.1. Contexto do SDRM

O Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana<sup>1</sup> (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, ou simplesmente “SDRM” ou “Mecanismo”) foi proposto pela primeira vez por Anne Krueger, vice-diretora gerente do Fundo Monetário Internacional (“FMI” ou simplesmente “Fundo”), em um discurso proferido em 26 de novembro de 2001.<sup>2</sup>

A proposta de sua criação deve ser entendida no contexto da busca de soluções mais duradouras para as crises de endividamento dos países “em desenvolvimento” ou “emergentes”<sup>3</sup> pelo *staff* do FMI<sup>4</sup> e pelos governos dos

---

<sup>1</sup> O foco desta dissertação será a modalidade de empréstimo (privado e oficial) externo aos governos, o que convencionalmente se chama de “dívida externa soberana” (*external sovereign debt*). Algumas vezes, o termo também pode incluir a dívida externa de emissão de unidades políticas do soberano, como províncias, estados e municípios, mas a emissão pelos governos centrais ou federais geralmente constitui a maior parte deste tipo de endividamento.

<sup>2</sup> Cf. KRUEGER, 2001a. A proposta de criação do SDRM não foi a primeira ou a única; para um levantamento histórico criterioso sobre as diversas propostas, cf. ROGOFF & ZETTELMEYER, 2002a e 2002c.

<sup>3</sup> Esses termos são muito controvertidos, especialmente pela carga normativa que lhes é atribuída. No caso do SDRM, por exemplo, eles pressupõem a inferioridade de determinados ordenamentos sociais “em desenvolvimento”, além de justificarem a interferência pelo FMI com o fim de promover seu “fortalecimento”. Cf. a seção 4.1.4 para uma discussão sobre esse processo. Apesar disso, diante da sua presença ubíqua nos documentos e discursos tanto dos defensores quanto dos críticos (incluindo os devedores) do SDRM, os utilizaremos na presente dissertação.

<sup>4</sup> Usaremos o termo “*staff* do FMI” para nos referirmos aos membros da estrutura administrativa do Fundo que lançaram e levaram adiante a proposta de criação do SDRM. Como essa proposta não obteve o endosso de alguns países membros, que fazem parte do *Board of Governors*, a instância máxima de decisões dentro da instituição, entendemos que uma referência genérica ao FMI como o autor da proposta poderia sugerir que a proposta teria sido fruto de um processo de decisão unânime ou consensual. Lex Rieffel sugere inclusive que Anne Krueger teria agido com autonomia ao propor a criação do SDRM em seu discurso de novembro de 2001, surpreendendo o *Executive Board*, órgão executivo do FMI (subordinado ao *Board of Governors*) e do qual faz parte. Rieffel argumenta em suporte à sua suposição que o discurso de Krueger, ao contrário do *modus operandi* convencional do Fundo, precedeu qualquer autorização por parte do *Executive Board*: “*Contrary to convention, the Krueger initiative was announced before the IMF executive board had a chance to consider it. The board quickly scheduled a discussion of the proposal, and it began changing shape in response to various political forces*” (RIEFFEL, 2003, p. 253). De fato, a primeira menção a uma reunião do *Executive Board* para a discussão do SDRM foi feita em uma coletiva de imprensa datada de 31 de janeiro de 2002 (e portanto mais de dois meses após o primeiro discurso de Krueger) por Thomas Dawson, diretor de Relações Externas do Fundo. Dawson mencionou ainda que a reunião ocorreria provavelmente em fevereiro seguinte

países “desenvolvidos”. Durante a segunda metade da década de 90,<sup>5</sup> vários países emergentes foram atingidos com frequência por crises financeiras, cujos efeitos se propagaram pelo mercado de capitais internacional (o que ficou conhecido como “contágio”), desafiando a capacidade do FMI de manter a estabilidade do sistema. Mais do que isso, porém, os acontecimentos no México, no final de 1994 e início de 1995; na Tailândia, em agosto de 1997; na Indonésia, em outubro do mesmo ano; na Rússia, em julho de 1998; no Brasil, em janeiro de 1999; na Turquia, em fevereiro de 2001 e na Argentina, no final de 2001,<sup>6</sup> afetaram a credibilidade do FMI e lançaram os fundamentos de uma extensa discussão sobre seu futuro, a qual continua até hoje.

As maiores críticas feitas ao Fundo estão relacionadas à política adotada em conjunto com os governos dos países desenvolvidos, especialmente os Estados Unidos, para combater e tentar evitar a propagação sistêmica dessas crises, e que consistia no fornecimento de empréstimos em altos volumes para os países devedores.<sup>7</sup> À época, o fornecimento de liquidez pela comunidade internacional era visto como essencial para assegurar aos credores, tanto no mercado doméstico quanto no internacional, que o devedor possuía em suas reservas internacionais os recursos em moeda estrangeira suficientes à continuidade dos pagamentos de suas obrigações contratuais externas e à eventual conversão dos investimentos feitos por estrangeiros em moeda local

---

(DAWSON, 2002). Além dessa entrevista, o discurso de Krueger, datado de 6 de março de 2002, proferido em um seminário do *Executive Board* (KRUEGER, 2002c), foi o primeiro documento formal do período a mencionar o envolvimento do órgão nesse debate.

<sup>5</sup> As crises de endividamento têm ocorrido no sistema financeiro internacional ao menos desde que as primeiras “ondas” de empréstimos no início do século XIX ajudaram a financiar os Estados nascentes da América Latina, recém independentes de Portugal e Espanha. Cf. EICHENGREEN & LINDERT, 1989, p. 2. Podemos inclusive encontrá-las em períodos ainda mais antigos. Jacques Le Goff nos mostra por exemplo que o *default* dos soberanos ingleses no século XIV levou à falência diversos mercadores e banqueiros florentinos, causando repercussões econômicas para a república (GOFF, 1991, p. 63). William McNeill corrobora a informação de Le Goff: “*The bankruptcy of the English King Edward III in 1339, for example, triggered a general financial crisis in Italy and provoked the first clearly recognizable business cycle in European history*” (MCNEILL, 1982, p. 72). Martin van Creveld, por sua vez, também nos mostra como o pesado endividamento do governo espanhol após a Guerra dos Trinta Anos e as medidas impopulares tomadas pelo governo para tentar diminuí-lo levaram ao caos econômico que chegou inclusive a comprometer o comércio da Espanha com suas colônias e possibilitou sua substituição pelos ingleses e holandeses (CREVELD, 1999, p. 227). Para uma extensa análise histórica do período até a 1ª Guerra Mundial na América Latina, cf. DAWSON, 1990 e FISHLOW, 1989.

<sup>6</sup> A respeito da cronologia dos eventos, suas conseqüências e a resposta da comunidade internacional, cf. BLUSTEIN, 2001; EICHENGREEN, 2002; MUSSA, 2002a e RIEFFEL, 2003.

<sup>7</sup> Para exemplos dos valores dos pacotes de ajuda do FMI e uma apresentação cronológica dos eventos, cf. BLUSTEIN, 2001; CROCKETT, 2004 e VINES & GILBERT, 2004. Para uma descrição da crise Argentina, cf. BLUSTEIN, 2005 e MUSSA, 2002a e 2002b.

(através da compra de títulos representativos de dívida emitidos no mercado doméstico, também chamados de *bonds*,<sup>8</sup> por exemplo) para moeda estrangeira.

Ainda de acordo com essa perspectiva, na ausência dessa garantia os credores tentariam “partir na frente dos demais” para receber seus créditos externos ou seus créditos domésticos e convertê-los em moeda estrangeira, em um movimento que alguns autores compararam a uma “correria em direção à saída” (*rush to the exit*, em inglês).<sup>9</sup> Na medida em que a situação financeira do devedor e sua capacidade de gerar recursos em moeda estrangeira se deteriorassem, cresceria a desconfiança dos credores acerca de sua capacidade e vontade política em observar seus compromissos contratuais, especialmente diante de pressões políticas e sociais domésticas em favor do inadimplemento (em inglês, *default*).<sup>10</sup>

Temos que considerar que a opção pela cessação dos pagamentos se apresenta aos devedores e é percebida pelos credores como um dilema político que envolve mais do que a aplicação de fórmulas ou do cálculo da relação entre seus custos e benefícios:

*The underlying question regarding judgments about the sustainability of a country's debt (...) is also a political issue, as the capacity to service debt by a sovereign is, in part, a matter of its willingness and ability to implement policies to generate the resources needed to service that debt. Debt can almost always be serviced in some abstract sense, through additional taxation and through the diversion of yet more domestic production to exports to generate the revenue and foreign exchange needed to service the debt. But there is a political and social, and perhaps moral, threshold beyond which policies to force these results become unacceptable. (BOORMAN, 2002b)<sup>11</sup>*

---

<sup>8</sup> Para efeito de simplificação, utilizaremos o termo “*bond*” ao longo da dissertação para designar tanto os títulos representativos de um crédito contra o soberano emitidos no mercado doméstico quanto os títulos emitidos no mercado internacional, apesar do foco do trabalho no endividamento soberano externo. Os credores titulares dos *bonds* serão designados por *bondholders* para diferenciá-los de titulares de outros tipos de crédito, como por exemplo os créditos comerciais estendidos pelos bancos, que se consubstanciam em contratos de empréstimo, chamados no mercado internacional de “*loans*”, normalmente atrelados a linhas de crédito pré-aprovadas. Nada impede que os bancos também detenham créditos contra o soberano na forma de *bonds* e, nesses casos, deverão ser incluídos na definição de *bondholders*.

<sup>9</sup> Cf. EINCHEGREEN, 2002, p. 9. Para Krueger, “*the understandable fear that restructuring will prove difficult and disorderly encourages creditors to scramble to get their money out when a country gets into difficulties – in order to beat others to it*” (KRUEGER, 2002a).

<sup>10</sup> Para os efeitos da presente dissertação, traduzimos o conceito de *default* pelo conceito jurídico de inadimplemento contratual ou simplesmente inadimplemento, que nada mais é do que o descumprimento de uma obrigação assumida com um terceiro, o qual dá ao prejudicado o direito de exigir o cumprimento da obrigação conforme o acordado, geralmente acrescido de uma penalidade ou multa contratual. Algumas vezes, o termo “moratória” também é utilizado como sinônimo para o inadimplemento contratual, mas procuraremos evitá-lo.

<sup>11</sup> Eichengreen é da mesma opinião: “*economic policy is framed in a politicized environment. It cannot be assumed that regulators and other economic policymakers will carry out their tasks without allowing themselves to be influenced by political considerations. To the contrary, lobbying*

Desta forma, a “corrida para a saída” se intensificaria com a percepção pelos credores do aumento no risco de que o devedor decidisse interromper os pagamentos. Para evitar prejuízos, os credores externos acelerariam o movimento de venda de seus *bonds* domésticos, converteriam o valor resultante em moeda estrangeira (em dólares norte-americanos, euros, libras esterlinas ou ienes) e os remeteriam ao exterior. A moeda para conversão sairia das reservas internacionais dos devedores e, dependendo do grau de abertura de suas contas de capitais, os credores domésticos (ou mesmo não-credores) poderiam seguir o exemplo dos estrangeiros, fazendo remessas e depositando seus valores em jurisdições consideradas mais estáveis. Esse movimento de aversão ou fuga do risco, também chamado de corrida em busca de segurança (em inglês, *flight to quality*), poderia se agravar com o aumento da percepção das conseqüências que o inadimplemento oficial traria para a solvência do sistema financeiro doméstico.<sup>12</sup>

Com o aumento das remessas para o exterior, as reservas internacionais do devedor diminuiriam ainda mais, mas sem que ele pudesse contar com empréstimos externos para recompô-las temporariamente, uma vez que diminuiria a disposição dos credores externos em concederem novos financiamentos ao devedor e “rolarem” as obrigações ainda não vencidas. O movimento de venda dos *bonds* também geraria uma depreciação generalizada dos preços dos ativos e uma resistência ainda maior dos credores a novas emissões; estas se tornariam cada vez mais difíceis e somente ocorreriam mediante o pagamento de prêmios de risco mais altos aos credores, tornando a já complicada situação financeira do devedor insustentável a médio prazo. Da mesma forma que os *bondholders*, os bancos diminuiriam sua exposição ao devedor, recebendo seus créditos a medida que vencessem e não renovando suas linhas de financiamento. A diminuição na liquidez internacional teria seu efeito multiplicado na economia doméstica, uma vez que muitas firmas exportadoras e instituições financeiras domésticas dependeriam dos empréstimos externos para suas atividades, o que agravaria ainda mais a crise

---

*and pressure politics inevitably shape the policies that are pursued*” (EICHENGREEN, 1999, p. 4).

<sup>12</sup> Cf. Mussa, 2002a, para o exemplo da Argentina. Essa é uma das preocupações do *staff* do FMI e uma das motivações por detrás do SDRM; para Krueger, por exemplo, “[e]ven an orderly restructuring can impose severe economic costs and devastate the domestic financial system” (KRUEGER, 2001a).

econômica e reforçaria a pressão doméstica sobre o governo em favor do inadimplemento.

No entanto, como ocorreu nas duas últimas décadas, o fornecimento de liquidez pelo FMI e pelos governos dos países desenvolvidos muitas vezes não foi suficiente para trazer a estabilidade esperada para o sistema financeiro internacional, seja impedindo o surgimento de novas crises, seja limitando os efeitos das crises já ocorridas. Em razão de suas falhas, ele também passou a ser responsabilizado pelo agravamento das crises, como nos mostra Barry Eichengreen:

*For two years following the Mexican rescue and for a year following the outbreak of the Asian crisis, the IMF was subjected to a firestorm of criticism for bailing out governments and international investors. Its actions, in the view of the critics, only reduced the incentives for meaningful policy reform and, by shielding the private sector from losses, encouraged more reckless lending and set the stage for further crises. (EICHENGREEN, 1999, p. 14)*

À ação do FMI foi atribuído o aumento do “risco moral” (*moral hazard*, em inglês) tanto dos credores quanto dos devedores. O risco moral pode ser definido como o efeito negativo que uma determinada organização ou instituição social exerce sobre os incentivos dos indivíduos, o que os levaria a assumir riscos que não assumiriam normalmente, na crença de que a mencionada organização ou instituição mitigaria ou compensaria as eventuais conseqüências de um erro de avaliação de sua parte.<sup>13</sup> Assim, por saberem que teriam acesso a recursos adicionais em caso de crise, os devedores prefeririam evitar medidas econômicas que lhes permitiriam resistir às crises mas poderiam ser impopulares domesticamente. Os credores, por sua vez, seriam menos cuidadosos na avaliação do risco soberano, e emprestariam indiscriminadamente a “bons” e “maus” devedores.

Se a solução para as crises não repousava apenas no fornecimento de liquidez para o mercado internacional, como se poderia impedi-las ou, ao menos, mitigar seus efeitos? Diversas propostas, elaboradas pelos mais variados fóruns governamentais e instituições de pesquisa, começaram a circular com sugestões

---

<sup>13</sup> Stanley Fischer explica que o conceito de risco moral era aplicado originalmente no setor de seguros; um exemplo comum de risco moral seria o do indivíduo que após fazer um seguro contra incêndio para sua residência passa a agir de maneira negligente. Sabendo que o seguro lhe reembolsaria no caso de sinistro, o morador não se precaveria contra incêndios como faria caso não tivesse adquirido o seguro. No mercado de capitais doméstico, Fischer vê exemplos parecidos: “*moral hazard problems could arise with respect to both the actions of managers of financial institutions who believe they are better protected against risk because they would receive loans from the lender of last resort during a crisis, and the actions of investors in those financial institutions*” (FISCHER, 2004, p. 15).

para mudanças no que era visto como o verdadeiro problema do sistema financeiro internacional: suas instituições ou sua “arquitetura”.<sup>14</sup> Ao emprestar aos países em crise, o FMI estaria atacando os efeitos, mas não as causas do problema (e, o que era pior, estaria contribuindo para que o problema se agravasse). O verdadeiro fundamento das crises estaria não na escassez de capital ou na diminuição da liquidez internacional, mas na insuficiência do arcabouço institucional do mercado e dos ordenamentos sociais dos devedores. Portanto, esses arcabouços institucionais deveriam ser fortalecidos para permitir a absorção dos choques que lhes seriam inerentes.<sup>15</sup>

Algumas sugestões para a reforma do arcabouço institucional do mercado compreendiam o papel dos credores privados na prevenção e solução das crises, o que passou a ser chamado de “Envolvimento do Setor Privado” (*Private Sector Involvement*, ou simplesmente PSI, em inglês). Na verdade, essa perspectiva não era inteiramente nova e vinha sido debatida desde a crise do México, em 1994.<sup>16</sup> Dentre essas sugestões, algumas pretendiam interferir de forma mais direta nas relações entre os credores e devedores, como por exemplo uma proposta de alteração dos estatutos do FMI para lhe conferir maior controle sobre os fluxos privados de capitais.<sup>17</sup> Outras procuravam reforçar a participação dos credores através de mecanismos de mercado, como a inclusão de cláusulas nos *bonds* facilitando a reestruturação, também chamadas de Cláusulas de Ação Coletiva (*Collective Action Clauses*, ou CACs, em inglês).<sup>18</sup>

---

<sup>14</sup> Para uma discussão mais aprofundada sobre as diversas sugestões para a reforma do sistema financeiro internacional, cf. EICHENGREEN, 1999. Ele comenta: “*There is no shortage of proposals for reforming the international financial architecture. The French government has one, the German government has one, the Canadian government has one, the US government has one. The Group of 22 (G-22) (...) has released three reports on the reform of international financial institutions and arrangements. Group of Seven (G-7) ministers have issued a separate declaration about how to renovate the international financial house. International Monetary Fund Managing Director Michel Camdessus has made a series of speeches with titles such as ‘Toward an Agenda for International Monetary and Financial Reform.’ Voices from academia and the markets have chimed in with yet additional schemes*” (EICHENGREEN, 1999, p. 1).

<sup>15</sup> Para Eichengreen, “*crises are an unavoidable concomitant of the operation of financial markets*” (EICHENGREEN, 2002, p. 4). Para Flemming Larsen, “[w]hile much can be done to reduce the risk of financial crises, crises do occur” (LARSEN, 2002). Os credores também concordam com essa visão: “*Even with such systemic improvements, crises will occur from time to time*” (EMCA et. al, 2002).

<sup>16</sup> Para uma discussão mais aprofundada sobre o PSI, cf. RIEFFEL, 2003, especialmente o capítulo 11.

<sup>17</sup> Cf. RIEFFEL, 2003, p. 225.

<sup>18</sup> Entre essas propostas está um relatório encomendado pelo G-10 (composto por Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Reino Unido e os Estados Unidos), com sugestões de redações para as CACs. Segundo esse relatório, seria essencial que as estruturas institucionais que viessem a ser criadas adotassem as práticas de mercado e se aproveitassem da experiência reunida por seus participantes. Cf. G-10, 2002, p. 1. Para mais informações sobre o G-10, cf. <http://www.bis.org/about/gten.htm>.

As CACs seriam cláusulas incluídas na documentação de emissão dos *bonds* e que teriam por objetivo facilitar sua reestruturação em situações de crise e promover o envolvimento dos credores privados nesse processo. Entre as cláusulas a serem incluídas nos *bonds*, o relatório do G-10 apontava duas mais importantes: uma que impedisse que uma minoria dos credores fosse capaz de vetar a reestruturação e outra que impedisse o recurso ao judiciário por credores insatisfeitos com a reestruturação.<sup>19</sup> Como veremos, essas limitações à agência dos credores se tornaram os principais elementos do SDRM e foram incluídas através das CACs em diversos *bonds* emitidos por países emergentes a partir de 2003.

Mas nada neste debate se compararia à proposta de criação do SDRM, seja pela dimensão de seus objetivos, seja pelo grau de interferência que teria sobre as relações contratuais entre credores e devedores.

## 1.2. O SDRM e os Problemas de Coordenação no Mercado de Capitais Internacional

A proposta de criação do SDRM também inovou ao focar a questão do risco moral a partir de uma perspectiva diferente. Para o *staff* do FMI, a intervenção oficial não causaria por si mesma o risco moral. Os financiamentos do Fundo continuariam a ser catalisadores importantes para a recuperação dos devedores e manteriam essa função também dentro do SDRM. O principal problema era que a insuficiência do arcabouço institucional do mercado de capitais internacional e dos ordenamentos sociais dos devedores tornava a atuação do FMI e da comunidade internacional compulsória:

*much has been done to strengthen the architecture of the international financial system in response to the recent emerging market financial crises. But there remains a gaping hole: we lack incentives to help countries with unsustainable debts resolve them promptly and in an orderly way. At present the only available mechanism requires the international community to bail out the private creditors.* (KRUEGER, 2001a)

Na ausência do SDRM, o baixo grau de institucionalização do mercado de capitais internacional não seria capaz de impedir (ou ao menos dificultar) o surgimento de problemas de coordenação entre os credores e entre estes e os devedores. Assim, conforme descrito anteriormente, ao invés de colaborar com o devedor na busca de uma reestruturação rápida e eficiente, os credores tentariam maximizar seus ganhos, inclusive desestabilizando a reestruturação ao

---

<sup>19</sup> Cf. G-10, 2002, pp. 1 e ss.

atuar como *holdouts* e recorrer ao poder judiciário doméstico na tentativa de receber seus créditos em linha com os contratos originais. E os problemas de coordenação também alcançariam os devedores, que postergariam ao máximo a reestruturação, o que além de piorar substancialmente seu perfil de endividamento aumentaria os custos da crise para a economia doméstica e para o mercado de capitais internacional. Krueger define de maneira muito clara o que entende serem esses problemas de coordenação:

*What I want to do is limit my remaining remarks to the key market failure, which is the failure of collective action. This market failure, which provides the rationale for public intervention, complicates the process of reaching an agreement on restructuring. If you only had one creditor, there would be no problem. But when there are a lot of individual creditors, the danger is that they decline to participate in a voluntary restructuring, or at least delay their participation, in the hope that they can get paid on the original contractual terms, even though creditors as a group would be best served by agreeing to a restructuring (...). The collective action problem is at its worst when the potential gains for solving it quickly are greatest. (KRUEGER, 2003b)*

Para o *staff* do FMI, esses problemas de coordenação teriam se intensificado com o processo de desregulamentação e descentralização dos fluxos de capitais ocorrido a partir da década de 70 do século XX. Vale lembrar que até a 2ª Guerra Mundial, os fluxos de capital eram relativamente livres e o financiamento dos soberanos era feito através da emissão de *bonds* e sua colocação por instituições financeiras junto ao público em geral. As renegociações, quando necessárias em situações de crise, eram feitas de maneira direta<sup>20</sup> entre devedores e comitês *ad hoc* compostos por representantes dos credores.<sup>21</sup> Os governos dos países dos credores não intervinham de forma direta no processo de reestruturação,<sup>22</sup> exercendo quando muito uma influência indireta no resultado das negociações.

No imediato pós-guerra, os fluxos de financiamento passaram a provir de fontes oficiais, como Instituições Financeiras Internacionais (*International Financial Institutions*, ou “IFIs”, em inglês, como o FMI e o Banco Mundial) e agências governamentais dos países “desenvolvidos”. As eventuais

---

<sup>20</sup> EICHENGREEN & LINDERT, 1989, p. 3: “Debtors and private creditors tended to confront each other directly, eventually working out compromises that called for partial repayment”.

<sup>21</sup> Diversos organismos permanentes de representação de credores foram criados na Inglaterra (a *Corporation of Foreign Bondholders*, CFBH), na Europa continental e nos Estados Unidos (*Foreign Bondholders Protective Council*, FBPC), mas os comitês para cada renegociação eram escolhidos caso a caso. Cf. por exemplo EICHENGREEN & PORTES, 1989; FISHLOW, 1989; JORGENSEN & SACHS, 1989 e RIEFFEL, 2003.

<sup>22</sup> EICHENGREEN & LINDERT, 1989, p. 3.

renegociações<sup>23</sup> ocorriam no âmbito das IFIs ou através dos procedimentos do Clube de Paris.<sup>24</sup>

A partir dos anos 70, o papel de principal financiador da dívida soberana dos países em desenvolvimento retornou aos bancos (no caso da América Latina, especialmente os bancos norte-americanos) mas na forma de linhas de crédito e contratos de empréstimo; os *bonds* somente reapareceriam como fonte relevante de financiamento no decorrer das décadas de 80 e de 90.<sup>25</sup> Especificamente a partir da década de 90, os *bonds* se tornaram a principal fonte de financiamento aos soberanos. No entanto, apesar da liberalização, os processos para renegociação não retornaram completamente a suas características anteriores à 2ª Guerra Mundial, incorporando diversos elementos da era do financiamento oficial, incluindo a intervenção estatal na tentativa da resolução das crises.

A combinação entre a liberalização dos fluxos de capital, a pulverização das fontes de financiamento e as intervenções estatais através de grandes pacotes de financiamento teria transformado de tal maneira o mercado de capitais internacional que a dinâmica de endividamento e crise seria muito difícil de ser quebrada de maneira voluntária pelos próprios agentes no mercado; por isso o SDRM seria fundamental. Ele tinha por objetivo declarado criar incentivos para que os credores e devedores resolvessem de maneira voluntária seus problemas de coordenação, através da promoção do fortalecimento institucional do mercado de capitais internacional e o dos ordenamentos sociais dos devedores. Segundo Krueger, “*Our aim would be to create a catalyst that will encourage debtors and creditors to come together to restructure unsustainable debts in a timely and efficient manner*” (KRUEGER, 2001a).

---

<sup>23</sup> Segundo Charles Lipson, entre 1956 e 1980, apenas 12 devedores precisaram renegociar suas dívidas (LIPSON, 1986b, p. 220). Isso não significa, no entanto, que os credores oficiais fossem mais generosos que os demais; em virtude de sua menor flexibilidade e dos termos de renegociação mais rigorosos, os devedores precisaram reestruturar mais de uma vez seus débitos: “*Some countries had to renegotiate their debts repeatedly, in part because of the creditors’ conservative, short-term approach. (...) [T]he twelve countries that did reschedule their official debts in the 1950s, 1960s, and 1970s engaged in some 38 separate negotiations*” (LIPSON, 1986b, p. 220).

<sup>24</sup> Como fruto das negociações para evitar o *default* da Argentina em sua dívida externa, diversos países desenvolvidos que eram credores de países em desenvolvimento criaram o Clube de Paris, em 1956. Seu objetivo, em sua fundação como também hoje, era o de servir de fórum para esse tipo de renegociação. Cf. RAHNAMA-MOGHADAM et al., 1998, p. 71. Para mais informações, cf. [www.clubdeparis.org](http://www.clubdeparis.org).

<sup>25</sup> Em alguns momentos, Krueger atribui essa tendência à mudança na composição dos fluxos de investimento mas também ao Plano Brady, que promoveu a troca de empréstimos bancários ou *loans* por *bonds*. Cf. Krueger, 2002a. Para mais detalhes sobre o Plano Brady, cf. nota 81 abaixo.

O SDRM se constituiria assim em uma maneira de se aliar os benefícios da negociação voluntária pelos agentes no mercado com os benefícios da centralização. E, apesar das críticas da parte de alguns Estados-membros para que fossem estabelecidos maiores controles sobre os procedimentos e regras de financiamento do Fundo,<sup>26</sup> o *staff* do FMI conseguiu desviar o debate, direcionar o foco das discussões para a necessidade de solução dos problemas de coordenação entre os credores e devedores e, assim, manter sua política de concessão de empréstimos.

### 1.3. Benefícios e Incentivos do SDRM

Segundo o discurso do *staff* do FMI, o SDRM promoveria vários incentivos para que os credores e devedores pudessem resolver seus problemas de coordenação. O devedor se beneficiaria com a diminuição dos custos normalmente associados a uma reestruturação: “*Debtors would benefit from incentives that encouraged them to address unsustainable debt burdens at an early stage*” (FMI, 2002<sup>a</sup>, p. 2). Já os credores seriam beneficiados com a retomada dos preços dos *bonds*<sup>27</sup> e dos pagamentos pelo devedor, com a garantia de respeito a seus direitos (objetivo ressaltado por Krueger e outros membros do *staff* do FMI em diversas ocasiões)<sup>28</sup> e com a diminuição dos custos

---

<sup>26</sup> Masajuro Shiokawa, então ministro da fazenda japonês, propôs em pronunciamento ao *International Monetary and Financial Committee* (“IMFC”) do FMI a instituição de um controle mais rigoroso sobre os empréstimos excepcionais pelo FMI: “*whenever the IMF management and staff recommend the granting of exceptional financing, they should explain fully to the Board why such financing is necessary and justified*” (SHIOKAWA, 2002). Rodrigo de Rato, então ministro da fazenda espanhol e presidente do Conselho de Ministros da Fazenda da União Européia, possui opinião semelhante: “*To ensure that access to Fund credits beyond normal limits is provided only in exceptional circumstances, it should be subject to special criteria and procedure*” (RATO, 2002).

<sup>27</sup> Segundo Krueger, “*Most creditors should welcome such an approach. The threat of a disorderly workout means that the value of creditor claims currently falls more sharply on the secondary market when a country gets into trouble than it would likely do in a more predictable environment*” (KRUEGER, 2002a). Esse incentivo seria especialmente importante para os chamados “investidores institucionais”, como fundos de investimento, fundos de pensão e bancos, que estão obrigados a registrar seus ativos em balanço pelo preço de mercado, e não pelo preço de aquisição. Para os bancos e fundos de pensão, a volatilidade ou a queda acentuada nos preços dos *bonds* no mercado secundário poderia afetar, por exemplo, os requisitos de patrimônio e liquidez que estão obrigados a cumprir por força das normas e regulamentos (domésticos ou internacionais, como é o caso das normas de Basileia) a que estão sujeitos. Para os fundos de investimento, a “marcação a mercado” (ou *mark-to-market*), como também é chamado o registro dos *bonds* a preço de mercado, é fundamental para a determinação do valor das cotas de titularidade dos cotistas, calculadas na razão do valor do aporte de cada investidor em proporção ao patrimônio total do fundo. Portanto, a volatilidade ou a queda acentuada nos preços dos *bonds*, ao impactar o patrimônio do fundo, também teria impacto sobre o valor da cotas e, em consequência, sobre sua rentabilidade.

<sup>28</sup> Cf. por exemplo FMI, 2002a, p. 2 e 2002d, p. 5; KRUEGER, 2002d, pp. 2 e 4, 2002j e 2003a.

da reestruturação, uma vez que quanto mais rápido se desse a renegociação, menor seria o tamanho do “desconto” (*haircut*) a ser suportado pelos credores para que o perfil de endividamento do devedor voltasse a ser sustentável. Krueger resume esses benefícios da seguinte maneira:

*The first [desafio] is to create incentives for debtors with unsustainable debt burdens to address their problems promptly in a manner that preserves asset values and paves the way toward a restoration of sustainability and growth, while avoiding the creation of incentives for the misuse of the mechanism. (...) Most creditors would also gain if the debtor acted before it had dissipated its reserves and would benefit from the resolution of collective action problems that would otherwise impede a sustainable restructuring. Moreover, creditors would benefit from the creation of a predictable restructuring framework that provides assurances that the debtor will avoid actions that reduce the value of creditor claims.* (KRUEGER, 2002d, p. 5)

O SDRM traria ainda benefícios para os países membros do FMI (como os Estados Unidos) ao assegurar a maior participação dos credores privados nos processos de reestruturação, o que por sua vez diminuiria o volume de recursos oficiais necessários à resolução das crises, reduziria o risco de descapitalização do FMI<sup>29</sup> e contribuiria para a maior estabilidade do mercado de capitais internacional.<sup>30</sup>

#### 1.4. A Rejeição do SDRM

Como era de se esperar, a proposta de Krueger gerou um enorme debate entre os participantes do mercado e da academia acerca da conveniência e da necessidade de criação do SDRM. Entre os credores, e particularmente os credores privados e *bondholders*, o Mecanismo foi muito mal recebido. Alguns analistas chegaram a sugerir que a proposta levou o mercado a acelerar o processo de inclusão das CACs na documentação dos *bonds*.<sup>31</sup> Mas se mesmo

---

<sup>29</sup> O *staff* do FMI é muito claro a esse respeito: “*by limiting Fund exposure, it [o SDRM] helps the Fund safeguard its resources*” (FMI, 2001b, p. 11).

<sup>30</sup> Segundo Krueger, “[*t*]he new approach would also benefit the international community more widely, by contributing to a more stable international financial system” (KRUEGER, 2001a). Para outros membros do *staff* do FMI, “*to the extent that an orderly debt restructuring forces creditors to bear the costs of the risks that they incur when they lend, it helps avert future crises and, more generally, provides greater stability to the international financial system*” (FMI, 2001b, p. 11).

<sup>31</sup> Em 26 de fevereiro de 2003, o México emitiu seu primeiro *bond* contendo uma cláusula de “reestruturação majoritária” (chamadas em inglês de *Majority Restructuring Provisions*), permitindo a renegociação de seus termos pelo voto favorável de *bondholders* representando 75% dos créditos do total da emissão e uma cláusula obrigando os credores dissidentes a aceitar os termos aprovados pela maioria (chamadas em inglês de *Majority Enforcement Provisions*) (AUTHERS, 2003; FMI, 2003b). Apesar de não ter sido pioneira, até mesmo na jurisdição de Nova York, a emissão foi particularmente importante pelo *timing*, derrubando os argumentos de

com os incentivos do SDRM a reação dos credores privados era esperada, o mesmo não se pode dizer da rejeição do SDRM por alguns dos maiores devedores emergentes, como o México e o Brasil,<sup>32</sup> e pelo governo norte-americano.

Brasil e México, acompanhados por membros do G-24<sup>33</sup>, se mostraram contrários ou reticentes à proposta de criação do SDRM desde o início do debate. Pedro Malan, por exemplo, então ministro da fazenda do Brasil, em discurso proferido em reunião do IMFC,<sup>34</sup> foi claro ao expor suas dúvidas quanto à efetividade do SDRM e ao manifestar sua preferência pela implementação das CACs:

---

alguns credores e mesmo devedores de que as CACs não seriam aceitas no mercado ou trariam custos adicionais para os devedores. Para o *staff* do FMI, “[t]he spread at issue was in line with the Mexican yield curve, suggesting that any premium paid for CACs was negligible, and the bond has continued to trade well in the secondary market. (...) [T]his issuance is of particular significance because the existence and design of these clauses was the subject of extensive discussion at the time the bonds were issued” (FMI, 2003b). Cf. também FMI, 2003c, p. 3. Seguiram-se à emissão mexicana emissões governadas pela lei do estado de Nova York do Brasil, da África do Sul, da Coreia, Uruguai e outros devedores menores. Segundo o *staff* do FMI, diversos emissores emergentes e desenvolvidos se utilizaram das CACs em suas emissões segundo a lei inglesa e a lei japonesa, como Croácia, Hungria, Israel, Filipinas, Polônia, Tailândia, Ucrânia, Áustria, Grécia, Islândia, Nova Zelândia e Suécia, entre outros (FMI, 2003c, p. 6). Curiosamente, o México estava entre os devedores que criticaram, no início do debate, a utilização até mesmo das CACs (AUSTHER, 2003; SALMON, 2002 e 2003).

<sup>32</sup> Diversos jornais e revistas registraram a forte oposição dos devedores, e também dos credores, ao SDRM. Alan Beattie escreveu para o Financial Times: “Representatives from across the private financial sector yesterday backed a drive by rich countries to change the rules on borrowing by emerging-market governments (...). But the institutions continued to oppose a statutory approach to an international sovereign bankruptcy procedure, also being pushed by the G-7 and the International Monetary Fund” (BEATTIE, 2002, p. 12). Felix Salmon, escrevendo para a revista Euromoney, mesmo admirando a força da proposta de criação do SDRM, chama a atenção para a resistência de bancos, *bondholders* e dos devedores soberanos: “At the IMF’s annual meetings this year (...) [Krueger] saw her pet project (...) endorsed by everyone who matters, from the G-7 to the Fund’s own international monetary & financial committee (IMFC). Everyone, that is, except for the two constituencies at which it is squarely aimed: emerging-market borrowers and private-sector lenders. (...) [S]o far no-one in the private sector has come out in favor of it. (...) Borrowers, too, are worried about SDRM” (SALMON, 2002). Para John Dizard, escrevendo para o Financial Times, “[a]mong the many obstacles [ao SDRM] – legal, logical, financial, material and moral – is the fierce opposition of both creditors and debtors” (DIZARD, 2002). O Brasil e o México foram escolhidos para uma maior ênfase ao longo da dissertação por serem dois dos maiores devedores soberanos e por representarem outros devedores emergentes dentro dos órgãos decisórios do FMI.

<sup>33</sup> O G-24 foi criado em 1971 por diversos países “em desenvolvimento” da África, Ásia, Américas e Caribe para representar seus interesses em assuntos monetários e de desenvolvimento. Atualmente, é composto pelos seguintes países: (a) na África, por Argélia, Costa do Marfim, Egito, Etiópia, Gabão, Gana, Nigéria, África do Sul e República Democrática do Congo; (b) nas Américas e Caribe, por Argentina, Brasil, Colômbia, Guatemala, México, Peru, Trinidad e Tobago e Venezuela; (c) na Ásia, por Índia, Irã, Líbano, Paquistão, Filipinas, Sri Lanka e Síria. Para mais informações, cf. [www.g24.org](http://www.g24.org). Em um comunicado datado de 19 de abril de 2002, o G-24 mostra cautela: “They [os ministros] stress the need to consider voluntary, country-specific, and market-based approaches to crisis resolution, noting the ongoing work in the IMF and other fora” (G-24, 2002, p. 2).

*I continue to believe that a contractual approach based on greater use of existing collective action clauses in new international sovereign bond issues offers better prospects of practically improving the current process for restructuring international sovereign debt than the SDRM (...). While there seems to be support, among a number of members, for a statutory debt restructuring mechanism, I remain unconvinced that the benefits of such initiative will be higher than its potential costs. (MALAN, 2002)*

Agustín Carstens, então ministro da fazenda do México, tinha opinião semelhante:

*The real question (...) is if the SDRM is the mechanism or is the best mechanism. (...) I think that the Fund has been very receptive in including different ideas and in having the mechanism evolve through time. The question is: Have we really reached a satisfactory situation? And there my opinion is that definitely we haven't gotten [sic] there. (CARSTENS, 2003).*

Mas sem dúvida foi a rejeição do governo norte-americano, formalizada em uma declaração do Secretário do Tesouro John Snow em abril de 2003, que selou o destino do SDRM; os Estados Unidos são o maior cotista do FMI e detêm de fato o poder de veto sobre as deliberações do *Board of Governors*, a assembléia dos Estados-membros. Em sua declaração, Snow também elogia a emissão de *bonds* contendo as novas CACs pelo governo mexicano:

*The United States welcomes the excellent progress made in developing and incorporating collective action clauses in external sovereign bond contracts. (...) Mexico's successful issuances demonstrate that emerging market countries can follow a contractual approach that would help promote a more orderly restructuring process. (...) The IMF's exploration of a sovereign debt restructuring mechanism has raised important issues. But clearly, given the reactions of markets and emerging market countries, we should move forward with collective action clauses. These clauses, and not a centralized mechanism, are the vehicle to resolve the issues connected with sovereign debt restructuring. (...) [I]t is neither necessary nor feasible to continue working on SDRM. (SNOW, 2003)*

Alguns autores sugerem que o *staff* do FMI, e especialmente Krueger, teriam se surpreendido com a posição do governo norte-americano. Segundo a revista *Euromoney*, “*what happened at the spring meetings of the IMF in Washington came as a surprise even to the most optimistic private-sector lobbyists. (...) US Treasury secretary John Snow was much more blunt than anyone had expected*” (EUROMONEY, 2003). Para Rieffel, Krueger imaginava que teria o apoio norte-americano, uma vez que sua proposta teria sido influenciada por um discurso de Paul O'Neill à época em que era o Secretário do

---

<sup>34</sup> No IMFC, o Brasil representa os seguintes países da América do Sul e Caribe: Colômbia, República Dominicana, Equador, Guiana, Haiti, Panamá, Suriname e Trinidad e Tobago.

Tesouro: *“Anecdotal evidence suggests that she took a comment by U.S. Treasury secretary Paul H. O’Neill in a congressional hearing as evidence that the U.S. government would support such a move”* (RIEFFEL, 2003, p. 251).<sup>35</sup>

Diante de toda a resistência que levantou, o SDRM foi oficialmente rejeitado pelo IMFC em abril de 2003, não tendo sido sequer levado para discussão no âmbito do *Board of Governors*. Nas palavras de Gordon Brown, atuando como Diretor do órgão,

*In particular let me pay tribute to the leadership of the First Deputy Managing Director Anne Krueger and the Fund staff, whose work on crisis resolution and on the SDRM has helped to promote a much better understanding of the issues that must be addressed. It appears that it may not be feasible to proceed with the SDRM at the moment. But it is important to take forward work on the issues identified in the development of the SDRM, including aggregation, inter-creditor equity and the framework for sovereign debt restructurings.* (BROWN, 2003)<sup>36</sup>

### 1.5. Pergunta de Pesquisa, Hipótese e Enquadramento Teórico

A rejeição do SDRM se apresenta assim como uma pergunta de pesquisa muito interessante. Afinal, mesmo que a reação dos credores privados fosse esperada, o que explicaria a rejeição do Mecanismo pelo governo norte-americano e, especialmente, por devedores emergentes como o Brasil, os quais seriam, ao menos em teoria, os maiores beneficiários do Mecanismo?

A hipótese que apresentamos para responder a essa pergunta nos afasta de algumas perspectivas teóricas na disciplina de Relações Internacionais que tratam tradicionalmente do papel das instituições e das normas no sistema internacional. Geralmente inspiradas por teorias de escolha racional, essas perspectivas procuram explicar as interações ocorridas no espaço internacional a partir do comportamento observável dos agentes e de um conjunto de preferências exógenas à sua própria interação. Para essas perspectivas, os agentes se tornam “atores racionais” movidos principalmente pelo desejo de maximizar seus ganhos ou preferências, seja cooperando com os demais atores através de instituições ou regimes, seja não-cooperando e atuando mesmo em detrimento dos ganhos ou objetivos dos demais. Portanto, mesmo quando são consideradas, as instituições e normas não passariam de meros instrumentos da

---

<sup>35</sup> A observação de Rieffel é confirmada por Eichengreen: *“it came as something of a surprise when US Treasury Secretary Paul O’Neill resuscitated the idea of a bankruptcy procedure for sovereign debtors in September 2001. O’Neill was motivated by frustration with the failure of official efforts to arrange an orderly restructuring of Argentina debts”* (EINCHENGREEN, 2002, p. 97). Cf. também SALMON, 2002.

<sup>36</sup> Cf. também IMFC, 2003.

vontade dos agentes ou de um sub-produto de sua interação. Sua função, quando muito, seria assegurar que os incentivos corretos fossem fornecidos aos agentes para que eles pudessem se coordenar e, dessa forma, aumentar as chances de que o resultado final fosse o mais eficiente para todos os envolvidos.

Por essa mesma razão, nossa hipótese também nos afasta da perspectiva teórica racionalista que comanda o discurso utilizado pelo *staff* do FMI para justificar a criação do SDRM e o fortalecimento institucional do mercado de capitais internacional e dos ordenamentos sociais dos devedores. Em nossa opinião, da mesma forma que as perspectivas tradicionais não permitem uma explicação convincente de por que os agentes escolhem cooperar ou não com os demais, a visão simplista do *staff* do FMI não permite explicar de maneira convincente os motivos por trás da rejeição do SDRM. Devemos lembrar que apesar de rejeitarem o Mecanismo, os credores e devedores aceitaram a incorporação aos novos *bonds* das CACs, cláusulas que estabeleceriam novos limites aos direitos dos credores, especialmente no caso dos *bonds* emitidos segundo a lei de Nova York.

Nesse sentido, propomos estudar o Mecanismo através da abordagem construtivista de Friedrich Kratochwil. O construtivismo de normas nos parece ser o mais acertado para a análise que traçaremos nesta dissertação, uma vez que através dele é possível resgatar o papel das normas e da linguagem na constituição das instituições do mercado de capitais internacional e, principalmente, na constituição das preferências dos agentes que nele atuam, sejam eles credores, devedores soberanos ou o próprio FMI. Dessa forma, a rejeição do SDRM pode ser melhor explicada no contexto da disputa entre o *staff* do FMI e os destinatários do Mecanismo, especialmente os *bondholders*, pelo conteúdo das normas que dele fariam parte. Ao contrário do que sugeriu o *staff* do FMI em seu discurso, o menor grau de institucionalização do mercado de capitais internacional em comparação com os ordenamentos domésticos não significaria a ausência de normas, que não apenas estão presentes, como são fundamentais para a interação social por constituírem e limitarem a agência de credores, devedores e do próprio Fundo. Normas como os preceitos também têm uma função específica ao fornecerem os significados que permitem a interpretação do conteúdo das normas e da interação social. O SDRM, sendo um complexo de normas, alteraria os limites à agência dos atores e à interpretação dessas normas, por isso a importância do debate em torno de seu conteúdo.

Ao considerarmos o papel da linguagem nos ordenamentos sociais, podemos entender o papel do discurso e, em conseqüência, das estratégias

discursivas utilizadas pelo *staff* do FMI e pelos críticos do SDRM dentro do debate acerca de sua criação. Como veremos, as posições dos agentes em um debate necessitam ser justificadas, uma vez que explicações meramente idiossincráticas não são aceitáveis, mesmo em ordenamentos sociais com grau de institucionalização intermediário, como é o caso do mercado de capitais internacional. Tal justificativa pode ser fornecida por normas como os preceitos.

Por ser um ordenamento social menos institucionalizado, ele permite que os agentes se utilizam de determinadas estratégias discursivas na tentativa de desqualificar a justificativa apresentada pelos adversários. Como veremos, o *staff* do FMI se utilizou dessas estratégias quando procurou representar os credores que exercessem seus direitos contratuais como *holdouts* ou *rogue creditors*. Finalmente, veremos como as estratégias discursivas utilizadas pelo *staff* do FMI se mostraram incapazes de desqualificar a posição dos credores e como sua interpretação para alguns preceitos importantes também não foi capaz de justificar para os críticos a adoção do Mecanismo. Ao contrário, em alguns casos, as estratégias tiveram por efeito aumentar a resistência ao SDRM, especialmente quando foram utilizadas para justificar a limitação do exercício de direitos pelos credores.

Por fim, entendemos que o estudo do SDRM através de uma perspectiva construtivista pode contribuir para aprofundar o debate em torno do papel das normas no sistema internacional. Pretendemos através dele mostrar como o espaço internacional, mesmo sendo marcado pela descentralização do poder e pela desregulação, é constituído por normas que também constituem a agência dos diferentes atores e estabelecem limites à sua atuação. Como veremos mais de uma vez ao longo desta dissertação, em nosso entender a baixa densidade institucional do espaço internacional não significa a ausência de normas.

## 1.6. Estrutura da Dissertação

A dissertação está estruturada em cinco capítulos, contando com esta introdução.

No segundo capítulo, analisaremos em mais detalhes o quadro teórico da dissertação, baseado na teoria construtivista de regras de Friedrich Kratochwil, além de examinarmos as estratégias discursivas utilizadas pelo *staff* do FMI para desqualificar os argumentos dos críticos do SDRM. Fecharemos o capítulo com uma análise da interpretação do *staff* do FMI e dos críticos do Mecanismo para

os preceitos fundamentais na interpretação das instituições que fariam parte do SDRM.

No terceiro capítulo, analisaremos em detalhes as instituições que comporiam o SDRM, enquanto no quarto analisaremos nossa hipótese para as razões da rejeição do Mecanismo pelos credores privados, pelos devedores e também pelo governo norte-americano.

Encerraremos a dissertação com uma breve conclusão no capítulo quinto.