

3 O SDRM

Como vimos, o SDRM foi proposto pela primeira vez por Krueger em novembro de 2001. Seguiu-se a seu discurso mais de um ano de debates em torno da interpretação dos preceitos utilizados pelo *staff* do FMI para justificar as normas a serem incorporadas ao SDRM, e a proposta original acabou sofrendo alterações por influência das críticas que recebeu de credores, devedores, acadêmicos e analistas.

Desde o início, o *staff* do FMI teve de lidar com compromissos delicados em busca da aprovação do Mecanismo, além da forte oposição de credores, devedores e do governo norte-americano à sua criação. Os motivos da oposição serão discutidos em mais detalhes no quarto capítulo. No entanto, podemos identificar alguns fatores. Em primeiro lugar, os preceitos analisados no capítulo segundo parecem não ter sido suficientes para justificar a criação do SDRM e o conteúdo de suas normas para os credores, os maiores devedores emergentes e o governo norte-americano. Em segundo lugar, a contradição entre os objetivos declarados do SDRM e o conteúdo dessas instituições também parece ter contribuído de maneira decisiva para a rejeição.

Apesar do objetivo declarado do Mecanismo ser a criação de incentivos para a solução voluntária dos problemas de coordenação entre os credores e devedores, suas instituições promoveriam principalmente a discriminação dos *bondholders*, a limitação e a desqualificação dos direitos dos credores e a interferência oficial na política doméstica dos devedores.

Mas que instituições comporiam o SDRM? Segundo o *staff* do FMI, ele deveria ser composto por normas capazes de implementar os seguintes objetivos:¹¹⁹

(a) impedir que os credores pudessem desestabilizar as negociações com o devedor antes do fechamento de um acordo para a reestruturação,¹²⁰

¹¹⁹ Cf. KRUEGER, 2001a e KRUEGER, 2001b, para um sumário de alguns dos objetivos do SDRM.

¹²⁰ Essa questão está relacionada ao momento em que o credor se torna inadimplente em suas obrigações de pagamento, ou seja, o momento do *default*.

(b) impedir que credores recorressem às cortes domésticas após a aprovação do acordo e obrigá-los a respeitar seus termos;

(c) assegurar, através da atuação e da fiscalização do FMI, que o devedor negociaria de boa-fé com seus credores, tratando a todos com igualdade e implementando políticas econômicas responsáveis;

(d) encorajar os credores a fornecer recursos adicionais ao devedor para que ele pudesse cumprir seus compromissos financeiros durante o processo de renegociação;

(e) criar uma “ordem de prioridades” no recebimento dos créditos através de distinções entre diferentes tipos de credores; apenas os credores que compusessem a mesma “classe” seriam tratados da mesma maneira; e

(f) criar um órgão arbitral para decidir em disputas entre os credores.

Trataremos a seguir dos dois primeiros objetivos.

3.1. Proteção aos Devedores

Um dos principais objetivos do SDRM seria o de proteger os devedores da ação dos credores quando uma renegociação dos termos dos contratos de dívida se fizesse necessária.¹²¹ Como vimos acima, a atuação de credores na garantia de seus direitos contratuais foi apontada desde o começo pelo *staff* do FMI como um dos principais obstáculos a um processo de reestruturação. A possibilidade de os credores recorrerem à justiça para exigirem o pagamento de seus créditos nos termos originais previstos nos contratos e os efeitos que isso poderia ter sobre o soberano, os demais credores e o processo de reestruturação com um todo foram exaustivamente discutidos pelo *staff* do FMI com as justificativas oferecidas pelos preceitos da anarquia no mercado de capitais internacional, do envolvimento do setor privado e da estabilidade do mercado de capitais internacional.

Como vimos anteriormente, o fator mais utilizado pelo *staff* do FMI para explicar o maior risco de litígios judiciais envolvendo credores e devedores foi o processo de descentralização (também chamado de “desintermediação”) e de pulverização do mercado de capitais a partir dos anos 80. Mas o aumento do número de participantes no mercado, por si só, não seria suficiente para justificar a mudança no comportamento de credores. Para tentar explicar esse problema,

¹²¹ Cf. FMI, 2002d, p. 5.

o *staff* do FMI também enfatizou a “mudança qualitativa” nos credores, menos sujeitos ao “controle” por parte de seus respectivos governos e, indiretamente, do próprio FMI. Os credores porventura insatisfeitos com os termos de uma reestruturação ou cujos interesses não se alinhassem com os interesses do Fundo passaram a ser qualificados com *holdouts* ou “abutres” (*vulture investors*, em inglês).¹²²

Segundo o *staff* do FMI, o efeito mais importante que o risco de resistência por parte de alguns credores poderia ter sobre o devedor seria o de desencorajá-lo a iniciar um processo de reestruturação enquanto ainda fosse possível renegociar a dívida sem pôr em risco o crescimento econômico doméstico e a estabilidade do sistema financeiro internacional. A resistência do devedor em renegociar com seus credores o levaria a postergar o “inevitável” até uma situação tal em que sua dívida tornaria a reestruturação mais custosa para os credores, para sua economia doméstica e para o sistema financeiro internacional. Como vimos, o risco de contágio e desestabilização sistêmica levou a comunidade internacional, geralmente através do FMI, a fornecer liquidez para o mercado por meio de empréstimos volumosos aos devedores na tentativa de solucionar as crises.

O SDRM procuraria solucionar esse problema ao fornecer os incentivos para que credores e devedores iniciassem uma renegociação voluntária o mais depressa possível, evitando que o peso da dívida tornasse mais custosa a reestruturação e diminuindo a necessidade de aporte de recursos por parte da comunidade oficial. Contudo, apesar da ênfase em incentivos às partes e no caráter voluntário da renegociação, o SDRM representaria a visão do *staff* do FMI sobre a necessidade de uma intervenção maior da comunidade internacional, representada pelo próprio Fundo, na relação contratual entre credores e devedores e sobre o fortalecimento do mercado de capitais internacional.

Essa intervenção se faria necessária para permitir que os devedores e credores iniciassem negociações sem o risco da ação desestabilizadora de eventuais *holdouts* e para proteger os devedores das possíveis conseqüências

¹²² O termo não parece ter sido cunhado pelo FMI, mas foi amplamente utilizado por Krueger em seus discursos para reforçar a idéia da necessidade do SDRM (cf., por exemplo, KRUEGER, 2001a e KRUEGER, 2002a). Em alguns casos, o comportamento desses credores mais agressivos não é considerado muito diferente ao do crime organizado: “*the threat litigation continues to pose to orderly restructuring was underlined more recently when an aggressive holdout creditor in effect held Peru to ransom*” (KRUEGER, 2002a – ênfase nossa). No primeiro documento em que detalha a estrutura do SDRM, o *staff* do FMI é mais explícito: “*it has also made the sovereign vulnerable to a form of blackmail*” (FMI, 2001b, p. 4 – ênfase nossa).

jurídicas de uma moratória ou da mudança nos termos dos *bonds*.¹²³ Tecnicamente, qualquer alteração unilateral dos termos dos contratos pode ser considerada uma “quebra” do contrato e, por conseguinte, seu inadimplemento ou *default*. A interrupção de pagamentos de juros ou principal é a forma mais clara de inadimplemento. No entanto, a situação é mais complexa quando o devedor não deseja interromper os pagamentos mas propõe sua renegociação, que para surtir o efeito desejado no perfil da dívida deve envolver, no mínimo, a dilatação dos prazos para pagamento.

Esses casos cinzentos são ainda mais complicados na ausência de uma definição precisa do que seria um *default*. Para Borchard: “*Nor is default easy to define precisely. Any departure from the terms of the loan contract would be a breach of contract but some (...) may not result in material damage to the bondholder*” (BORCHARD, 2000, p. 116). Borchard complementa: “*The word ‘default’ (...) fails to describe the character of the default or its consequences, factual or legal. And, obviously, not every default or breach in the terms of the contract is an admission of insolvency*” (BORCHARD, 2000, p. 117).

No caso de concordância dos credores em relação aos termos da proposta do devedor, o *default* poderia ser remediado. Mas no caso dos *bonds* emitidos em jurisdições como a do estado de Nova York, que requer a concordância unânime dos *bondholders* para que a modificação dos termos financeiros do contrato possa ser mantida judicialmente,¹²⁴ as dificuldades aumentam na mesma proporção do poder que é obtido pelos credores eventualmente insatisfeitos.¹²⁵

¹²³ O staff do FMI é bem claro a respeito: “*the mechanism would need to prevent creditors from taking action that would disrupt negotiations prior to a restructuring agreement*” (FMI, 2001b, p. 8). Krueger complementa que o SDRM “*would take the form of a framework offering a debtor country legal protection from creditors that stand in the way of a necessary restructuring*” (KRUEGER, 2001a). Cf. também FMI, 2002d, p. 5; KRUEGER, 2002d, p. 15 e ss; 2002h e 2002i.

¹²⁴ Tradicionalmente, os *bonds* emitidos segundo a lei do Estado de Nova York possuem cláusulas que exigem a unanimidade dos credores para a modificação dos termos financeiros do contrato, como principal, taxa de juros e data de vencimento, como vimos anteriormente ao descrevermos um *bond* emitido pelo México. Outras cláusulas consideradas “não-financeiras” mas legalmente significativas, como as que estabelecem a renúncia do soberano à imunidade de jurisdição, podem ser alteradas pelo voto favorável da maioria dos credores (o quorum varia normalmente de 51% a 75%). O grande problema fica por conta de algumas cláusulas, como as que estabelecem os eventos que dão surgimento à mora ou inadimplemento do devedor (os chamados *events of default*), o direito de “aceleração” (ou seja, de antecipação do vencimento do *bond* pelos credores quando preenchidas algumas condições, geralmente graves mas que não são consideradas legalmente como *default*) e a cláusula que estabelece o foro aplicável em caso de disputas. Essas cláusulas ocupam uma área cinzenta e não há consenso entre os especialistas sobre se seriam consideradas como “financeiras”, sujeitas então à unanimidade, ou como “não-financeiras”, estando sujeitas ao quorum mais baixo. Cf. CHAMBERLIN, 2001, pp. 1 e 2.

¹²⁵ Uma estratégia jurídica interessante recentemente utilizada por alguns Estados, como o Equador e o Uruguai, respectivamente em 2000 e 2003, para tentar diminuir os riscos associados

Diante de todas essas dificuldades, para ser efetiva, a proteção aos devedores precisaria incorporar instituições que permitissem a intervenção nos direitos dos credores, para impedi-los de desestruturar a renegociação antes da aprovação do acordo de reestruturação ou após sua aprovação, caso não concordasse com seus termos.

Na tentativa de permitir que o devedor iniciasse uma renegociação com os credores que não pudesse ser desestabilizada, o *staff* do FMI sugeriu inicialmente que a ativação do SDRM desse início a um “Período de Tolerância” (*stay* ou *standstill*, em inglês) automático, durante o qual as cortes nacionais não considerassem as ações ajuizadas pelos credores insatisfeitos:

A formal mechanism for sovereign debt restructuring would allow a country to come to the Fund and request a temporary standstill on the repayment of its debts, during which time it would negotiate a rescheduling or restructuring with its creditors, given the Fund's consent to that line of attack. (KRUEGER, 2001a)¹²⁶

com os *holdouts* é a chamada “*exit consent*”. Ela se utiliza de cláusulas contratuais existentes nos próprios bonds, que estabelecem “situações excludentes” e limitam a agência dos credores em relação a algumas situações, para facilitar uma reestruturação. A grande questão está relacionada não com as “cláusulas de saída”, mas com a disputa entre os atores pela interpretação de seu conteúdo e com a maneira pela qual os devedores procuraram reinterpretar cláusulas existentes nos contratos antigos dos *bonds* para “forçar” os credores recalcitrantes a aceitar a oferta de troca dos *bonds* antigos por novos (com termos mais favoráveis aos devedores). Como pelos termos dos contratos antigos as cláusulas consideradas como “não-financeiras” poderiam ser alteradas sem a necessidade do voto favorável da unanimidade dos *bondholders*, a interpretação de quais cláusulas podem ser consideradas como “não-financeiras” se tornou fundamental na estratégia dos devedores. Cláusulas que se encontravam na “zona cinzenta” entre as consideradas “financeiras” e as “não-financeiras”, como a de “aceleração”, mas que garantem recursos de poder importantes aos credores, foram reinterpretadas pelos devedores como sendo “não-financeiras” e, portanto, excluídas do requisito da unanimidade. O problema no entanto é mais amplo e envolve uma discussão sobre a legitimidade da utilização da estratégia de “*exit consent*”. Como observa o próprio *staff* do FMI, “*this technique has been somewhat controversial and it may not be immune from legal challenge in the future*” (FMI, 2002a, p. 12). Para Chamberlin, “[i]n examining the use of any particular exit consent, U.S. courts have sometimes attempted to examine the intent of the parties (...) [w]ould the parties have envisioned an exit consent being used for this purpose, etc.” (CHAMBERLIN, 2001, p. 2). Ele argumenta ainda que “[u]nlike the exit consents in the early Brady deals (which were intended mainly to conform the terms of old instruments to new ones), the Ecuador exit consents had the effect of making the old bonds (...) less easily defaulted and enforced” (CHAMBERLIN, 2001, p. 2). A discussão sobre as “*exit clauses*” envolve principalmente a interpretação de preceitos. A estratégia do “*exit consent*” se divide em duas etapas. Em primeiro lugar, o devedor propõe a substituição “voluntária” dos *bonds* antigos por *bonds* que contenham termos que lhe sejam mais favoráveis. Evita-se assim alterar os termos “financeiros” dos *bonds* antigos, o que exigiria a unanimidade dos credores e fortaleceria potenciais *holdouts*. A segunda parte da estratégia consiste em exigir que os credores que aceitem a troca de seus títulos votem pela alteração dos termos “não-financeiros” dos *bonds* antigos, tornando-os menos interessantes e menos valorizados, incentivando os *holdouts* a também migrarem para os novos títulos. Cf. CHAMBERLIN, 2001, p. 2.

¹²⁶ Cf. também FMI, 2002a, p. 4.

3.1.1. Instauração do Período de Tolerância

Os primeiros documentos preparados pelo *staff* do FMI previam que com a ativação do SDRM a pedido do devedor¹²⁷ o Período de Tolerância seria automaticamente implementado. Na verdade, a princípio, a implementação não era literalmente automática, uma vez que sua concessão dependeria da aprovação do FMI.¹²⁸

Na qualidade de guardião da estabilidade do sistema financeiro internacional, o FMI teria um papel importante na implementação do Período de Tolerância e, em consequência, do próprio SDRM, apesar de não se envolver de forma direta na conclusão do acordo entre devedor e credores:

The Fund's involvement would be essential to the success of such a system. We are the most effective channel through which the international community can reach a judgment on the sustainability of a country's debt and of its economic policies, and whether it is doing what is necessary to get its balance of payments back into shape and to avoid future debt problems. (...) The standstill would be activated if a request by the debtor country was endorsed by the Fund. The Fund would agree if in light of the limitations on the official finance available, the member's debt profile was unsustainable and it had little prospect of securing access to private capital in the foreseeable future. (KRUEGER, 2001a)

A aprovação da implementação do Período de Tolerância dependeria da verificação, pelo FMI, do cumprimento de alguns critérios por parte do devedor, a saber: a falta de sustentabilidade do perfil da dívida, eventuais dificuldades no acesso ao mercado de capitais internacional para a obtenção de financiamentos adicionais e a implementação de um programa de ajustes nos moldes acordados

¹²⁷ A influência do preceito da soberania e o caráter representativo do FMI é fundamental nesse aspecto: “*The mechanism should not interfere with the sovereignty of debtors*” (FMI, 2002g, p. 7) e “*The SDRM could only be initiated by the sovereign debtor*” (FMI, 2002f, p. 25). Para Krueger, “[*u*se of the mechanism would be for the debtor country to request; and not for the IMF or creditors to impose” (KRUEGER, 2002d, p. 4). A esse respeito, cf. também FMI, 2002d, p. 6 e 2003a, pp. 4 e 24; KRUEGER, 2002e e 2002h. O SDRM é comparado por Krueger ao Capítulo 9 da lei de falências norte-americana, reservada aos municípios, mais do que ao Capítulo 11, relativo às falências privadas. Krueger aponta algumas diferenças entre os dois procedimentos: “*only the municipality (not its creditors) may commence proceedings and propose a reorganization plan. Moreover, the bankruptcy court may not interfere with any of the municipality's political or governmental powers, property or revenue or the municipality's use or enjoyment of any income-producing property. Finally, a Chapter 9 case cannot be converted into a liquidation case*” (KRUEGER, 2002d, p. 13). As semelhanças entre o procedimento previsto para os municípios na lei norte-americana e o SDRM não escondem diferenças importantes, ressaltadas por Krueger: “*There are (...) important differences between a municipality and a sovereign state that would have implications on the design of any sovereign debt restructuring mechanisms. Unlike a sovereign state, a municipality is not independent. Chapter 9 legislation acknowledges – and does not impair – the power of the state within which the municipality exists to continue to control the exercise of the powers of the municipality, including expenditures*” (KRUEGER, 2002d, p. 14).

¹²⁸ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 23.

com o Fundo.¹²⁹ Esses requisitos teriam por função limitar a agência do devedor, impedindo a utilização do SDRM quando o serviço da dívida pudesse ser mantido: “*The requirement of Fund endorsement (...) would ensure that members with strong fundamentals and, in particular, sustainable debt would be precluded from trying to shirk their financial obligations through the mechanism*” (FMI, 2001b, p. 12).

Ao longo dos primeiros debates sobre o SDRM, o papel do FMI na aprovação do Prazo de Tolerância passou a sofrer críticas e a ser visto como uma extensão injustificada de seus poderes. Principalmente por conta de sua posição como possível credor, o FMI poderia ser acusado pela comunidade internacional de parcialidade. O problema foi reconhecido pelo próprio *staff* do FMI: “*as a creditor and as an institution that reflects the interests of the debtor and its official creditors, there might be a perception that the Fund would not be entirely impartial in exercising that authority*” (FMI, 2002a, p. 6).¹³⁰

Diante da controvérsia, foram apresentadas algumas alternativas para diminuir o papel formal a ser exercido pelo FMI na implementação do Período de Tolerância e, assim, devolver parte da responsabilidade pelas decisões aos credores.

Pela primeira alternativa, sua implementação ficaria suspensa até a aprovação pela maioria dos credores reunidos em assembléia.¹³¹ No entanto, para o *staff* do FMI, essa alternativa teria o inconveniente da demora, uma vez que poderiam transcorrer meses até que os credores pudessem se organizar para uma votação.¹³² A indefinição e a demora na implementação no Período de Tolerância poderiam provocar uma corrida dos credores às cortes, na tentativa de obter uma decisão judicial que pudesse ser executada antes da votação,¹³³ o que negaria na prática os efeitos desejados pelo SDRM.

Pela segunda alternativa, o devedor poderia implementar o Período de Tolerância concomitantemente à ativação do SDRM sem a aprovação formal do FMI ou dos credores, o qual valeria inicialmente por 90 dias. Durante esse prazo se esperaria que os credores tivessem tempo para se organizar e votar sobre a

¹²⁹ Cf. FMI, 2002a, p. 8 e KRUEGER, 2002d, p. 23.

¹³⁰ Esse problema se tornou ainda mais sério quando o FMI reivindicou o *status* de credor privilegiado e procurou especificar que os recursos emprestados no contexto de programas de ajuste seriam excluídos do SDRM. É interessante se notar que o *status* de credor privilegiado do FMI, apesar de aceito de maneira generalizada principalmente entre os devedores, não se encontra oficializado em nenhum tratado ou documento.

¹³¹ Cf. FMI, 2002a, p. 10.

¹³² Cf. FMI, 2002a, p. 10; KRUEGER, 2002d, p. 26 e 2002e.

¹³³ Cf. FMI, 2002a, p. 10.

conveniência de se estendê-lo ou não.¹³⁴ O inconveniente dessa alternativa seria a possibilidade de “abuso” do mecanismo pelos devedores, que poderiam usufruir do benefício do Período de Tolerância pelo período inicial de 90 dias mesmo que não preenchessem os requisitos para a instauração do SDRM.¹³⁵

Pela terceira alternativa, a instauração do Período de Tolerância seria aprovada pelo FMI e valeria por um período inicial de 90 dias. Qualquer extensão dos 90 dias iniciais precisaria contar com o voto favorável de uma maioria de credores reunidos em assembléia.¹³⁶ Apesar de ao menos em teoria evitar a possibilidade de abuso por parte do devedor, essa alternativa não afasta as críticas à imparcialidade do Fundo.

Por uma quarta alternativa, apresentada pelo *staff* do FMI em novembro de 2002 em resposta às críticas dos credores, a ativação do SDRM não implicaria na implementação automática do Período de Tolerância.¹³⁷ O mecanismo não conteria nenhuma suspensão explícita do direito de recurso dos credores às cortes domésticas antes do fechamento de um acordo sobre a reestruturação com o devedor (a obrigatoriedade de observância do acordado pela maioria após o fechamento do acordo permaneceria como uma das normas mais importantes do SDRM). Para dissuadi-los, o *staff* do FMI sugeriu que aqueles que eventualmente obtivessem o pagamento de quaisquer valores nas cortes domésticas tivessem seus créditos no SDRM proporcionalmente reduzidos, de maneira a compensar os demais credores.¹³⁸ Em um argumento que ecoa de forma surpreendente as críticas aos efeitos negativos que o SDRM teria sobre os direitos dos credores, o *staff* do FMI justificou a sugestão de alteração dos planos originais com o argumento de que “*a generalized stay would constitute a significant erosion of contractual rights in an environment where contractual rights against a sovereign are already quite fragile*” (FMI, 2002g, p. 33). Finalmente, o *staff* do FMI também defendeu essa quarta alternativa alegando que uma cessação generalizada dos pagamentos ou a suspensão dos direitos dos credores, mesmo que temporária, teria conseqüências jurídicas que poderiam reforçar a interpretação favorável das cortes domésticas ao pleito dos credores.

A forma encontrada para se fazer tal compensação foi inspirada na “*Hotchpot Rule*”. O conceito original por trás do *hotchpot* era a arrecadação de

¹³⁴ Cf. KRUEGER, 2002d, p 26.

¹³⁵ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 26 e 2002e.

¹³⁶ Cf. FMI, 2002a, p. 9; KRUEGER, 2001a, 2002d, pp. 26 e 27 e 2002e.

¹³⁷ Cf. FMI, 2002g, p. 9 e 2003a, p. 5; KRUEGER, 2003a.

diversos patrimônios (mesmo que de tamanhos diferentes) para permitir a distribuição do monte arrecadado em quinhões iguais. Essa prática teria tido origem na Idade Média e, modernamente, seria utilizada em matéria de sucessões permitindo que eventuais adiantamentos feitos aos herdeiros antes da morte do *de cuius* fossem computados no monte a ser distribuído, de modo a uniformizar os quinhões de cada herdeiro.¹³⁹ No âmbito do SDRM, essa regra seria adaptada para permitir que os créditos obtidos judicialmente por um credor fossem deduzidos do valor a ser eventualmente obtido através da reestruturação, de modo a neutralizar a vantagem obtida sobre os demais credores.¹⁴⁰

Finalmente, em uma última alternativa, a regra do *hotchpot* seria suplementada, a pedido do devedor, pela aplicação do Período de Tolerância nos casos em que a reestruturação pudesse ser comprometida pelas demandas ajuizadas pelos credores, desde que tivesse a aprovação dos credores reunidos em assembléia. Dependendo das circunstâncias, esses Períodos de Tolerância poderiam ter escopos diferenciados, abrangendo a totalidade dos credores sujeitos a uma reestruturação (o chamado Período de Tolerância Generalizado)¹⁴¹ ou apenas grupos limitados de credores (o chamado Período de Tolerância Específico).¹⁴²

O Período de Tolerância Específico afetaria apenas os litígios que fossem considerados pelo *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum* (ou SDDRF), o órgão de solução de controvérsias do SDRM, como capazes de desestabilizar o processo de reestruturação.¹⁴³ O pedido feito pelo devedor para a implementação do Período de Tolerância deveria ser aprovado pelo voto dos credores que detivessem 75% dos créditos ou, caso fosse requerido antes do término da verificação dos créditos, pelo comitê de credores.¹⁴⁴

3.1.2. Duração do Período de Tolerância, sua Renovação e Revogação

Nas primeiras propostas e debates em torno do SDRM, a questão do prazo de duração do Período de Tolerância não recebeu atenção imediata por parte do

¹³⁸ Cf. FMI, 2002g, p. 9.

¹³⁹ Cf. BLACK's, 1991, p. 508.

¹⁴⁰ Cf. FMI, 2003a, p. 10.

¹⁴¹ Cf. FMI, 2003a, p. 11.

¹⁴² Cf. FMI, 2003a, pp. 11 e 25.

¹⁴³ Cf. FMI, 2003a, p. 11.

¹⁴⁴ Cf. FMI, 2003a, p. 12 e 25.

staff do FMI. Diante da preocupação de críticos do mecanismo com sua interferência no equilíbrio entre os direitos de credores e devedores, procurou-se minimizar os efeitos dessa intervenção através da fixação de um prazo que garantisse a efetividade do Período de Tolerância, sem no entanto permitir seu prolongamento injustificado. Assim, independente de qual das alternativas acima fosse incorporada à versão final do SDRM, o Período de Tolerância deveria contar com prazo de duração fixa, renovável por períodos iguais.¹⁴⁵

Para obter a renovação do Período de Tolerância, o devedor deveria demonstrar que estava negociando de boa-fé com seus credores, o que incluiria:

to negotiate an appropriate restructuring agreement with its creditors and pursue policies that will enable it to resolve its external difficulties. (...) [T]he sovereign would need to refrain from taking actions that would prejudice the interests of creditors generally. Thus, for example, it would be precluded from making payments to favored private creditors during the period of the stay. (FMI, 2001b, p. 12)

O FMI teria papel fundamental na aferição da boa-fé do devedor, auxiliando-o a implementar um programa de ajuste que permitisse o retorno à sustentabilidade de sua dívida e ao crescimento econômico após a reestruturação. Além disso, a proposta original do SDRM previa que o FMI tivesse maior controle sobre a conduta do devedor e assumisse a responsabilidade pela aprovação da instalação do mecanismo. O Período de Tolerância seria dessa forma concedido por tempo limitado, sendo renovado na medida em que o devedor demonstrasse boa-fé em cumprir as condições acordadas no programa de ajuste: *“the Fund would endorse the stay for limited periods, which could be renewed upon the completion of the review under the relevant program (i.e., on a quarterly basis)”* (FMI, 2001b, p. 13).¹⁴⁶

Com a mudança no papel do FMI no SDRM e dependendo de qual das alternativas descritas acima fosse adotada no formato final do SDRM, os credores teriam maior peso nas decisões sobre a implementação ou renovação do Período de Tolerância.¹⁴⁷ Naturalmente, o FMI ainda exerceria grande influência sobre qualquer decisão da parte dos credores, seja por seu papel na fiscalização do cumprimento pelo devedor das condições estabelecidas no

¹⁴⁵ Cf. KRUEGER, 2002e.

¹⁴⁶ Cf. também KRUEGER, 2001a e 2002d, p. 23.

¹⁴⁷ Cf. FMI, 2002a, p. 10; KRUEGER, 2002d, p. 27 e 2002e.

programa de ajuste, seja pela possibilidade de concessão de financiamentos adicionais a despeito da vontade dos credores.¹⁴⁸

3.1.3. Os Efeitos do Período de Tolerância e Procedimentos para Sua Instalação

Os primeiros discursos de Krueger não dão detalhes sobre como a validade do Período de Tolerância poderia ser estendida a todos os credores. Como vimos quando discutimos os preceitos que informaram o debate e justificaram a criação do SDRM, se o mercado de capitais internacional é um ambiente descentralizado e a maioria dos credores é composta por fundos de investimento e outros credores privados, a pressão política exercida pelo FMI e sua autoridade (na linguagem utilizada pelo *staff* do FMI, *moral suasion*) não seriam suficientes para garantir a efetividade do Período de Tolerância. Elas somente poderiam ser exercidas indiretamente, sobre seus Estados-membros e os respectivos poderes judiciários, ou para impedi-los de julgar os processos que fossem iniciados pelos credores durante o Período de Tolerância ou, ao menos, para suspendê-los até que se determinasse, por exemplo, que o devedor não estaria negociando de boa-fé com os credores.

Uma das soluções para esse dilema seria a adoção do SDRM através de um tratado, uma vez que para o *staff* do FMI a alteração da legislação doméstica nas jurisdições onde os *bonds* são usualmente emitidos não seria suficiente para resolver os “problemas de coordenação” entre os credores e garantir a padronização na interpretação das normas por ele criadas.¹⁴⁹ Mas mesmo um tratado também não seria garantia de solução desses problemas, já que os Estados não estariam obrigados a adotá-lo e incorporá-lo à sua legislação doméstica.

Uma outra solução proposta pelo *staff* do FMI seria criar o SDRM através da alteração dos estatutos do FMI, o que permitira que o Mecanismo fosse criado com o apoio de 3/5 dos Estados-membros representando 85% dos votos. Essa proposta de alteração dos estatutos do FMI se mostrou tão controversa quanto a própria proposta de criação do SDRM.

¹⁴⁸ Cf. FMI, 2002a, p. 10 e 2002g, p. 25; KRUEGER, 2002d, p. 27 e KRUEGER, 2002e. Através da política de “*lending into arrears*”, o FMI poderia fazer empréstimos aos devedores mesmo que estivessem em moratória como os credores privados. Cf. a respeito FMI, 2002a, p. 11; KRUEGER, 2002d, p. 28 e 2002e.

¹⁴⁹ Cf. FMI, 2001b, p. 16.

Mas independente da melhor maneira de atingi-los, quais seriam os efeitos do Período de Tolerância e os procedimentos para sua instalação?

Os credores seriam notificados da ativação do mecanismo pelo devedor através de uma “Notificação de Ativação” (*Activation Notification*, em inglês)¹⁵⁰ publicada em alguma mídia de alcance global (que acabou não sendo especificada), a partir do que estariam autorizados a se registrarem junto ao *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum*, ou SDDRF. Também após essa publicação, o devedor apresentaria através da “Notificação de Créditos” (*Claims Notification*, em inglês) encaminhada ao SDDRF informações as mais completas possíveis sobre sua dívida,¹⁵¹ incluindo os créditos a serem reestruturados no SDRM (através da *SDRM Restructuring List*),¹⁵² aqueles a serem excluídos do SDRM e não reestruturados (através da *Non-Impaired List*)¹⁵³ e aqueles sujeitos à reestruturação em outros fóruns (através da *Non-SDRM Restructuring List*).¹⁵⁴

Como veremos adiante, o SDDRF teria jurisdição para “julgar” os casos relacionados ao processo de registro durante essa fase.

Os efeitos do Período de Tolerância, quando fosse iniciado, se limitariam à suspensão do exercício do direito de execução judicial da dívida, não significando sua supressão definitiva, a diminuição do valor do principal ou dos juros,¹⁵⁵ ou ainda a alteração de quaisquer outros direitos dos credores, o que dependeria exclusivamente da negociação do acordo de reestruturação e de sua aprovação em assembléia.

3.1.4. A Imposição dos Termos do Acordo de Reestruturação

A tentativa de evitar o recurso às cortes domésticas pelos credores *antes* que um acordo fosse atingido com o devedor não era o único objetivo do SDRM. Para o *staff* do FMI, o questionamento do acordo por credores insatisfeitos *após* a conclusão das negociações, ou mesmo a mera perspectiva da ação desses credores, também poderia causar dificuldades e até mesmo impedir a efetiva conclusão da reestruturação. O SDRM deveria contornar esses problemas prevendo limites à agência dos credores “minoritários” e garantindo que não seriam obstáculo à reestruturação: “*To be effective, the framework would need to*

¹⁵⁰ Cf. FMI, 2002g, p. 28.

¹⁵¹ Cf. FMI, 2002g, p. 28.

¹⁵² Cf. FMI, 2002g, p. 28.

¹⁵³ Cf. FMI, 2002g, p. 29.

¹⁵⁴ Cf. FMI, 2002g, pp. 29 e 48.

¹⁵⁵ Cf. FMI, 2002g, p. 42.

include (...) provisions that make a restructuring agreed upon by a majority of creditors binding on all creditors" (FMI, 2001b, p. 1).¹⁵⁶ A extensão da obrigatoriedade do acordo de reestruturação para todos os credores, mesmo àqueles que não concordassem ou discordassem de seus termos e condições, foi considerada pelo *staff* do FMI o principal objetivo do Mecanismo.¹⁵⁷

Após sua aprovação e sua certificação pelo SDDRF, o acordo de reestruturação celebrado com o devedor se tornaria obrigatório a todos os credores, valendo inclusive para os credores incluídos pelo devedor no Mecanismo mas que não tenham registrado seus créditos.¹⁵⁸

3.1.5. A Aprovação do Acordo de Reestruturação

Para que tivesse validade e obrigasse todos os credores incluídos na reestruturação, o acordo fechado com o devedor deveria ser subsequenteiramente aprovado em assembléia¹⁵⁹ por um quorum mínimo de 75% do valor dos créditos registrados pelos credores.¹⁶⁰ Caso estes fossem divididos em mais de uma classe, a votação deveria se realizar separadamente em cada uma, o que daria a cada classe um poder efetivo de "veto" sobre os termos do acordo de reestruturação,¹⁶¹ impedindo que o devedor privilegiasse determinados credores em detrimento dos demais.

A aprovação do acordo teria o efeito de uma novação, ou seja, da modificação dos termos dos contratos reestruturados ou mesmo sua substituição por outros. Caso o devedor voltasse a inadimplir suas obrigações contratuais, isso não significaria que os contratos seriam restituídos a seus termos originais.¹⁶²

¹⁵⁶ Cf. KRUEGER, 2001a, 2001b e 2002h.

¹⁵⁷ Cf. FMI, 2002a, p. 4, 2002d, p. 5 e 2002g, p. 7; KRUEGER, 2002e. Uma das vantagens apontadas pelo *staff* do FMI para o SDRM, em contraste com alternativas "de mercado" para a reestruturação, como por exemplo as propostas de inclusão das CACs nos *bonds*, seria a possibilidade de se estender o acordo de reestruturação através do Mecanismo a todos os tipos de credores, não apenas aos *bondholders*. Por sua natureza contratual, as CACs, também chamadas de "*majority restructuring clauses*", teriam seus efeitos limitados aos *bondholders* de uma mesma emissão. Como vimos, nos *bonds* emitidos segundo a lei do estado norte-americano de Nova York, a reestruturação dos termos financeiros dos contratos deveria ser aprovada pela unanimidade dos credores. As cláusulas de "*majority restructuring*" permitiriam a redução desse quorum, mas não poderiam ser aplicadas a outros *bonds* ou a outros tipos de credores, como os bancos ou credores oficiais. Cf. FMI, 2002a, p. 4.

¹⁵⁸ Cf. FMI, 2002g, p. 10.

¹⁵⁹ Cf. KRUEGER, 2002i e 2002j.

¹⁶⁰ Cf. FMI, 2002g, p. 10 e FMI, 2003a, pp. 13 e 26.

¹⁶¹ Cf. FMI, 2002g, p. 48.

¹⁶² Cf. FMI, 2002g, p. 54.

Pela proposta inicial de Krueger, a validade do acordo estaria sujeita à aprovação pelo FMI.¹⁶³ Essa posição mais rigorosa sobre o papel do Fundo acabou não sendo incorporada nas versões subseqüentes do Mecanismo. Mas o *staff* do FMI reconhece que mesmo que não tivesse poderes formais para aprovar ou endossar o acordo, sua influência seria decisiva na reestruturação.¹⁶⁴ A recusa do FMI em conceder novos empréstimos ao devedor poderia inclusive ter o efeito prático de forçar uma nova reestruturação: “*if it did not meet these conditions, the IMF would be effectively prevented from lending until the member had taken further steps to ensure debt sustainability, possibly involving a further restructuring*” (KRUEGER, 2002d, p. 24).¹⁶⁵ Segundo Krueger, o FMI precisaria verificar a consistência do acordo de reestruturação e sua adequação aos termos do programa de ajuste acertado com o devedor, de maneira que os pagamentos a serem feitos aos credores fossem consistentes com os objetivos do programa e com o prognóstico da sustentabilidade de sua dívida.¹⁶⁶

3.2. Proteção aos Credores

Para o *staff* do FMI, o SDRM também deveria fornecer incentivos para que os credores participassem voluntariamente da reestruturação. Para isso, o Fundo deveria garantir que o devedor que instalasse o Mecanismo não agisse de maneira irresponsável¹⁶⁷ e não o utilizasse para prejudicar os credores.

O SDRM deveria garantir portanto que a reestruturação não fosse uma “aventura” iniciada pelo devedor, mas fosse utilizada apenas quando absolutamente necessária para lhe garantir o retorno a um perfil de endividamento sustentável. Segundo o *staff* do FMI, a reestruturação deveria ser suficiente para permitir ao devedor que retomasse o serviço de sua dívida e não incentivá-lo a repudiá-la sempre que lhe fosse conveniente politicamente. Além disso, deveria garantir equidade no tratamento de todos os credores. Para tanto, o *staff* do FMI procurou condicionar a utilização do SDRM pelo devedor à observância de diversos requisitos, reunidos sob a rubrica “negociação de boa-fé”, os quais analisaremos nesta seção.

¹⁶³ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 23.

¹⁶⁴ Cf. FMI, 2002a, p. 8; KRUEGER, 2002c, 2002d, p. 24, 2002e, 2002l e 2002m.

¹⁶⁵ Cf. também a esse respeito FMI, 2002a, p. 8 e 2002e, p. 14.

¹⁶⁶ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 22, 2002e e 2002l.

3.2.1. A Negociação de Boa-Fé com os Credores

Ao longo do debate de mais de ano que se seguiu à primeira proposta de Krueger para a criação do SDRM, diversas alternativas foram propostas para a sua estrutura, principalmente quanto à instauração do Período de Tolerância e ao envolvimento do FMI nas diversas etapas da renegociação entre credores e devedores.

Independente do grau de seu envolvimento no SDRM, vimos que o FMI ainda teria muita influência nos rumos da negociação, especialmente por sua função de “vigilância” no âmbito dos programas de ajuste indicados para o devedor. Para que a negociação¹⁶⁸ entre credores e devedores fosse baseada na “boa-fé”, o devedor deveria cumprir quatro requisitos fundamentais:

- (a) apresentar um perfil insustentável para sua dívida;
- (b) adotar políticas econômicas consideradas “apropriadas”;¹⁶⁹
- (c) negociar prontamente com o credores sem procrastinações;¹⁷⁰ e
- (d) tratar a todos os credores com equidade, não privilegiando alguns em detrimento de outros.¹⁷¹

Analisaremos cada um desses requisitos separadamente.

3.2.1.1. O Perfil Insustentável da Dívida

Para impedir a utilização “irresponsável” do mecanismo pelos devedores, o *staff* do FMI enfatizou entre as condições para a sua instauração o perfil insustentável da dívida.¹⁷² O Mecanismo deveria ser utilizado apenas em casos extremos¹⁷³ nos quais a implementação de políticas econômicas corretivas pelo

¹⁶⁷ Krueger defende claramente que a negociação no âmbito do SDRM deveria prosseguir “*with some guarantee that the debtor country would act responsibly during the course of any standstill*” (KRUEGER, 2001a).

¹⁶⁸ Para imprimir maior agilidade e segurança à negociação, o SDRM permitiria que os credores formassem um comitê (chamado de *creditors’ committee*), nos moldes dos comitês *ad hoc* tradicionalmente utilizados nas reestruturações, logo após o registro de seus créditos, sendo que os custos para sua formação e manutenção seriam arcados pelo devedor. Cf. FMI, 2002g, p. 10 e 2003a, pp. 13 e 25. Para o *staff* do FMI, a formação de um comitê de credores permitiria a diminuição do número de interlocutores, a centralização da negociação e da tomada de decisões e facilitaria a coordenação entre os credores privados e outros credores não sujeitos ao SDRM, como os credores bilaterais “oficiais”. Cf. FMI, 2002g, p. 43 e 2003a, p. 13. A criação do comitê de credores seria opcional, sendo que a autoridade final para a aprovação do acordo de reestruturação e outras matérias de interesse imediato dos credores restaria com a assembléia de credores. Cf. FMI, 2002g, p. 43.

¹⁶⁹ Cf. KRUEGER, 2001a.

¹⁷⁰ Cf. KRUEGER, 2001a; FMI, 2002g, p. 6.

¹⁷¹ Cf. KRUEGER, 2001a.

¹⁷² Cf. KRUEGER, 2003a e FMI, 2002g, p. 6.

¹⁷³ Cf. FMI, 2002a, p. 2.

devedor ou a celebração de um acordo ou programa de ajustes com o FMI não seriam suficientes para permitir o retorno do país ao crescimento econômico e a um perfil de endividamento sustentável sem a concomitante diminuição do estoque da dívida.¹⁷⁴ Para o *staff* do FMI, “*members that are judged to have sustainable debt burdens may on occasion need to approach their creditors for a reprofiling of schedule obligations. It is not intended that a SDRM should be used for such cases*” (FMI, 2002a, p. 2).

Inicialmente, para o *staff* do FMI, a verificação da sustentabilidade do perfil de endividamento de um devedor deveria ser conferida ao FMI, uma vez que o Fundo teria a expertise necessária para essa análise e a faria regularmente por ocasião da concessão de empréstimos e da verificação do cumprimento dos programas de ajuste por seus Estados-membros.¹⁷⁵ Posteriormente, diante da crítica à excessiva interferência do FMI no SDRM,¹⁷⁶ o *staff* do FMI alterou um pouco sua opinião, aceitando que a verificação “independente” do perfil de endividamento do devedor poderia ser uma maneira de se minimizar o risco de ativação imotivada do Mecanismo. Ao final, não se chegou a nenhuma conclusão quanto a quem caberia exercer essa função.

A primeira exposição de quais critérios “técnicos” poderiam ser utilizados na verificação da sustentabilidade do perfil de endividamento de um país foi feita por Krueger apenas em um discurso de novembro de 2002. Segundo Krueger, a dívida seria considerada sustentável se, com a adoção de medidas de ajuste pelo devedor, a relação dívida/PIB tendesse a se estabilizar ou cair no longo prazo sem a necessidade de interrupção no serviço da dívida.¹⁷⁷ Ao contrário, se mesmo com a implementação de políticas econômicas de ajuste a relação dívida/PIB (ou dívida/exportações, em alguns casos) continuasse subindo, a dívida poderia ser considerada insustentável.¹⁷⁸

Apesar de pouco explorada no debate sobre o SDRM, a verificação da sustentabilidade do perfil de endividamento de um país se mostrou um dos pontos mais sensíveis dentro do Mecanismo, seja pelas dificuldades de se

¹⁷⁴ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 4.

¹⁷⁵ Segundo o *staff* do FMI, “*the Fund currently makes two important judgments. First, it assesses the consistency of the restructuring agreement with the adjustment path in the member’s economic program. The payments stream that emerges from the private debt restructuring should be consistent with the member’s program. Second, it assesses whether the resulting medium-term payments profile is consistent with the requirements for debt sustainability*” (FMI, 2002a, p. 7). A esse respeito, cf. também Krueger, 2002d, p. 22.

¹⁷⁶ O argumento era o de que se a verificação ficasse inteiramente a cargo do FMI significaria uma extensão injustificada de seus “poderes”. Cf. FMI, 2002g, p. 26.

¹⁷⁷ Cf. Krueger, 2002m.

¹⁷⁸ Cf. Krueger, 2002m e 2003a.

estabelecer um critério “técnico” e “objetivo” para esse cálculo, seja pelo reconhecimento pelo próprio *staff* do FMI de que, em última análise, a decisão sobre o inadimplemento das obrigações contratuais do soberano é uma decisão eminentemente política.¹⁷⁹ Como veremos no quarto capítulo, esse critério parece ter sido utilizado pelo *staff* do FMI de maneira não muito objetiva, sendo aplicados pesos diferentes para a relação dívida/PIB de devedores em desenvolvimento e desenvolvidos, o que gerou desconforto entre alguns devedores e contribuiu para a rejeição do SDRM.

Passaremos agora ao segundo requisito, o da adoção pelo devedor de políticas econômicas apropriadas ao retorno à sustentabilidade e ao crescimento econômico.

3.2.1.2. A Adoção de Políticas Econômicas “Apropriadas”

O SDRM deveria evitar que a reestruturação se tornasse uma possibilidade mais atraente do que o ajuste econômico por parte do devedor.¹⁸⁰ Para o *staff* do FMI, produzir as condições que levassem à sustentabilidade de longo prazo da dívida de um Estado-membro e evitar novas “crises” era tão importante quanto promover incentivos para a reestruturação; por isso a ênfase colocada na adoção de programas de ajuste pelo devedor e no fortalecimento institucional de seu ordenamento social.

Enquanto negociasse com os credores, o devedor deveria implementar um programa de ajustes monitorado pelo FMI e perseguir uma política econômica que permitisse o crescimento econômico,¹⁸¹ viabilizasse o retorno a um perfil de endividamento sustentável no médio e longo prazos e evitasse a recorrência de novas “crises” no futuro.¹⁸² A política econômica indicada pelo FMI compreendia ainda medidas de ajuste fiscal, fortalecimento do setor financeiro e a flexibilização do regime de câmbio do devedor.¹⁸³

Esse requisito instituiria a interferência do FMI no processo de reestruturação,¹⁸⁴ mesmo que sua atuação “formal” tivesse sido reduzida, além

¹⁷⁹ Cf. na Introdução a opinião de Boorman.

¹⁸⁰ Cf. KRUEGER, 2002d, p. 2 e 2002l.

¹⁸¹ Cf. BOORMAN, 2002a; FMI, 2002a, pp. 5 e 8 e 2002c, p. 5; KRUEGER, 2001a, 2002d, pp. 16 e 22, 2002e e 2002h.

¹⁸² Cf. KRUEGER, 2001a.

¹⁸³ Cf. KRUEGER, 2001a e 2002d, p. 16.

¹⁸⁴ O SDRM também representaria uma maior interferência do FMI sobre o próprio processo de reestruturação: “*The IMF-supported program will specify a fiscal and external adjustment path, which will determine, in broad terms, the amount of resources available for debt service by the sovereign during the program period*” (KRUEGER, 2002d, p. 22 – ênfase no original).

de fortalecer sua agência sobre os assuntos domésticos dos Estados devedores:¹⁸⁵

We [o Fundo] are the most effective channel through which the international community can reach a judgment on the sustainability of a country's debt and of its economic policies, and whether it is doing what is necessary to get its balance of payments back into shape and to avoid future debt problems. (KRUEGER, 2001a)

Dentre as medidas sugeridas pelo *staff* do FMI para promover o fortalecimento institucional do devedor, complementares ou não à adoção de um programa de ajuste, estariam mudanças na política fiscal, na política monetária e na taxa de câmbio, assim como uma eventual reestruturação do setor bancário doméstico e mudanças na legislação de falências.¹⁸⁶ Além dessas medidas (e de forma surpreendente se considerarmos os objetivos previstos nos estatutos do Fundo), o *staff* do FMI reconheceu ainda a necessidade em alguns casos da implementação de alguma forma de controle cambial, mesmo que “temporário”,¹⁸⁷ e da imposição de limites a saques em instituições bancárias domésticas.¹⁸⁸ Krueger justifica tais medidas como incentivos à colaboração por parte dos credores: “*the country would have to provide assurances to its creditors that money was not fleeing the country, which would presumably mean the imposition of exchange controls for a temporary period of time*” (KRUEGER, 2001a).¹⁸⁹

A adoção de controles cambiais sempre foi uma questão controvertida,¹⁹⁰ mas foi considerada pelo *staff* do FMI como uma forma de aumentar, mesmo

¹⁸⁵ A influência do FMI se faria sentir inclusive em aspectos não originalmente incluídos pelos estatutos do Fundo em sua agência: “*One important advance in crisis management has been a change in the content of the adjustment and reform programs that the Fund supports in helping countries recover. In addition to the necessary macroeconomic prescriptions, we focus much more urgently on helping to resolve balance sheet problems in the financial and corporate sectors. In many cases these problems were at the heart of the 1990s crises*” (KRUEGER, 2001a).

¹⁸⁶ Cf. FMI, 2002a, p. 5 e KRUEGER, 2002d, p. 16.

¹⁸⁷ Cf. a respeito FMI, 2002a, pp. 10 e 15 e 2002g, p. 4; KRUEGER, 2002e .

¹⁸⁸ Cf. FMI, 2002g, p. 4.

¹⁸⁹ Curiosamente, o *staff* do FMI atribui aos credores um possível interesse na implementação desses controles, reforçando a idéia de que credores domésticos e externos poderiam ter interesses diferenciados: “*the creditors of the sovereign may have a particular interest in the effective implementation of capital controls to prevent capital flight*” (FMI, 2002a, p. 5; KRUEGER, 2002d, p. 17).

¹⁹⁰ Krueger, por exemplo, mostra alguma relutância com relação aos efeitos não desejados dos controles cambiais: “*The stay might also need to apply to foreign debts owed by nonsovereign residents. This is because of problems created by the use of exchange controls to protect foreign exchange reserves. A company (...) may suddenly find itself vulnerable to litigation because exchange controls might prevent it paying its overseas creditors during the period of the stay*” (KRUEGER, 2001a). A esse respeito, cf. também FMI, 2003a, p. 6 e Krueger, 2002e. De forma também curiosa, o *staff* do FMI argumenta que caso o SDRM venha a incluir e formalizar a

que temporariamente, o controle estatal sobre os fluxos privados de investimento, evitando uma fuga de capitais.

3.2.1.3. A Negociação Sem Procrastinação com os Credores

Um dos objetivos declarados do *staff* do FMI ao criar o SDRM foi agilizar os processos de reestruturação; estes deveriam constituir-se de poucas fases e, após a verificação do perfil de endividamento insustentável do devedor, deveriam prosseguir de forma rápida.¹⁹¹

Conforme visto acima, dependendo da alternativa adotada para o funcionamento do Período de Tolerância, o FMI ou os credores poderiam sinalizar ao devedor sua “insatisfação” com a demora no fechamento de um acordo para a reestruturação não estendendo o Período de Tolerância por prazos adicionais. Além disso, como veremos adiante, por uma das propostas apresentadas pelo *staff* do FMI, o SDDRF também poderia encerrar as negociações para a reestruturação e terminar o SDRM caso entendesse não haver condições para que credores e devedores chegassem a um acordo.

Em todas essas situações, o objetivo era evitar que o devedor procrastinasse as negociações enquanto contasse com os benefícios do Período de Tolerância.

3.2.1.4. O Tratamento Eqüitativo a Todos os Credores

Em nossa interpretação, esta é uma das questões mais importantes de todo o debate do SDRM, transformando-se em um dos principais pontos de disputa entre o *staff* do FMI e os críticos do mecanismo. E também nessa questão há diversas dissonâncias e ambigüidades entre o discurso de justificação do SDRM e o conteúdo proposto para suas normas pelo *staff* do FMI.

Em alguns discursos, Krueger afirma que o mecanismo deveria proteger os direitos dos credores: “*A sovereign debt restructuring mechanism (SDRM) should aim to help preserve asset values and protect creditor’s rights*” (KRUEGER, 2002d, p. 2).¹⁹² Além disso, o *staff* do FMI elegeu a proteção dos direitos dos credores à categoria de um dos princípios orientadores do SDRM: “*Any interference with contractual relations should be limited to those measures that*

possibilidade de criação de controles cambiais pelo devedor, a implementação do Período de Tolerância deveria ficar a cargo do Fundo. Cf. FMI, 2002a, pp. 15 e 16.

¹⁹¹ Cf. FMI, 2002g, p. 6.

¹⁹² Cf. também FMI, 2002a, p. 2 e 2002d, p. 4; KRUEGER, 2002d, p. 4 e 2002j.

are needed to resolve the most important collective action problems” (FMI, 2002g, p. 7).¹⁹³ O objetivo do SDRM era solucionar problemas de coordenação entre credores e devedores mas também problemas entre os próprios credores, garantindo tratamento eqüitativo a todos e impedindo que o devedor procurasse privilegiar a um grupo de credores em detrimento dos demais: “*Creditors that are being asked to provide debt and debt-service reduction will want other creditors to make broadly similar contributions to the restoration of sustainability*” (FMI, 2002d, p. 8 – ênfase nossa).¹⁹⁴

Porém, ao mesmo tempo em que afirmou que o SDRM garantiria a proteção aos direitos dos credores, o *staff* do FMI declarou a necessidade de sua intervenção na relação contratual desenvolvida entre credores e devedores. Isso sugere que o *staff* do FMI entendia que o exercício dos direitos contratuais pelos credores deveria ser suspenso caso se mostrasse (mesmo que apenas em teoria e não na prática) prejudicial ao que o *staff* do FMI considerasse como sendo o interesse da comunidade internacional. Como vimos, o *staff* do FMI tornou possível essa interpretação ao associar o exercício de um direito pelos credores à ação de abutres e especuladores.

Portanto, ao invés de se constituir em um meio para prover incentivos para que os credores e os devedores resolvessem voluntariamente seus problemas de coordenação, o SDRM começou a ser visto pelo *staff* do FMI, mas principalmente pelos credores, como um meio de intervenção direta nas normas e direitos constitutivos da relação entre credores e devedores.

A partir disso o *staff* do FMI passou a diferenciar os credores, para os efeitos da reestruturação, de acordo com seus interesses e características.¹⁹⁵ O tratamento diferenciado aos credores domésticos também passou a ser justificado, apesar da ênfase inicial na necessidade de sua inclusão no SDRM, pela preocupação com os custos domésticos da reestruturação: “*perhaps most importantly, there is a concern that a restructuring may damage the domestic financial system, particularly when local financial institutions hold a significant portion of the sovereign debt*” (FMI, 2001b, p. 3).¹⁹⁶ Sua exclusão do âmbito do

¹⁹³ Cf. também KRUEGER, 2003a.

¹⁹⁴ O SDRM ajudaria ainda a resolver o problema do *free rider* e “*other issues of intercreditor equity*” (KRUEGER, 2002d, p. 7). Para o *staff* do FMI, o problema entre credores seria causado em parte pela falta de informação do tratamento dispensado pelo devedor a outros grupos de credores (FMI, 2002g, p. 6).

¹⁹⁵ Cf. FMI, 2002c, p. 9.

¹⁹⁶ Cf. também FMI, 2002d, p. 13, 2002g, p. 13 e 2003a, p. 6; KRUEGER, 2002d, p. 18 e 2002e. Krueger justifica a exclusão da dívida doméstica do âmbito do SDRM não apenas para proteger o sistema bancário doméstico, mas também para proteger o mercado de capitais doméstico, uma vez

SDRM seria ainda justificada pelo fato de já estarem sujeitos ao poder soberano do devedor, o que permitiria que seus créditos fossem reestruturados com mais “eficiência” localmente (KRUEGER, 2002d, p. 19).¹⁹⁷ Nas palavras do *staff* do FMI:

*the sovereign already has the legal tools to minimize the collective action problems that may arise in the restructuring of these claims. When a creditor holds an instrument that is governed by domestic law and subject to the jurisdiction of the local courts, its ability to disrupt the restructuring process will be limited. In these circumstances, the sovereign may be able to amend its law in a manner that prevents the creditor from obtaining a judgment on its original claim. (FMI, 2002d, p. 15)*¹⁹⁸

Os créditos multilaterais de titularidade das IFIs (incluindo o FMI e o Banco Mundial) e os créditos oficiais bilaterais (cobertos pelo Clube de Paris) também seriam excluídos do SDRM. Ao apresentarmos no segundo capítulo o preceito da estabilidade do sistema financeiro internacional, vimos que uma das justificativas para o envolvimento direto do Fundo na criação do SDRM era sua posição privilegiada como entidade representativa da comunidade internacional e sua função “estabilizante” no sistema financeiro internacional. A justificação do *staff* do FMI para a exclusão dos créditos de titularidade das outras IFIs, como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento, segue a mesma linha, ressaltando sua contribuição para o desenvolvimento dos devedores.¹⁹⁹ Já a exclusão dos credores oficiais bilaterais é justificada com o argumento de que o Clube de Paris já disporia dos instrumentos necessários para promover

que poderia ser uma fonte alternativa barata de financiamento ao devedor enquanto estivesse impedido pela reestruturação de acessar o mercado externo (KRUEGER, 2002d, p. 18).

¹⁹⁷ Para o *staff* do FMI, “[f]or some types of debt, however, the sovereign may already have the tools at its disposal to overcome a range of obstacles to a successful restructuring. As a consequence, it may be possible to design the SDRM in a manner that excluded some categories of claims without jeopardizing the authorities’ ability to restructure those claims” (FMI, 2002d, p. 11). A esse respeito, cf. também FMI, 2002g, pp. 21 e 22.

¹⁹⁸ O poder do soberano não é ilimitado, como o próprio *staff* do FMI reconhece, especialmente pelas restrições constitucionais a que está sujeito e ao *status* particular dos direitos em ordenamentos sociais com alto grau de institucionalização. Cf. FMI, 2002c, p. 16 e 2002f, p. 21. Além disso, o *staff* do FMI também teme o impacto negativo que uma decisão unilateral por parte dos devedores poderia ter sobre suas instituições domésticas: “*the Fund should avoid encouraging sovereign debtors to use sovereign powers to unilaterally restructure domestic claims unless an overall restructuring process is underway that has the support of the international community*” (FMI, 2002g, p. 22). A afirmação sugere ainda que, se apoiado pela “comunidade internacional”, especialmente pelo FMI, o poder do Estado em países emergentes, cujos ordenamentos sociais seriam institucionalmente fracos, poderia ser controlado.

¹⁹⁹ Cf. também BOORMAN, 2003; FMI, 2002g, pp. 9, 22 ss; 2003a, pp. 3 e 24. Com vimos, para o *staff* do FMI, o financiamento do Fundo possui papel catalisador no sistema financeiro internacional, garantindo ao devedor recursos mesmo quando o setor privado se recusa a financiá-lo; cf. por exemplo FMI, 2002g, p. 22. Já os bancos multilaterais e de desenvolvimento deveriam contar com tratamento diferenciado por financiarem o investimento em capital físico e humano a taxa mais baratas que o mercado de capitais; cf. FMI, 2002g, p. 22.

reestruturações de maneira rápida e eficiente.²⁰⁰ Os credores oficiais, por sua homogeneidade, também não estariam sujeitos a problemas de coordenação e não teriam por hábito processar judicialmente os devedores na tentativa de recuperar seus créditos.²⁰¹

Os créditos que contassem com garantias sobre bens ou direitos do soberano (chamadas de *collateral*, incluindo por exemplo hipotecas ou depósitos em garantia) dependeriam para sua inclusão no SDRM do consentimento do credor.²⁰² A justificativa para sua eventual exclusão do âmbito do SDRM seria a de que esses credores poderiam exercer o direito de excussão (ou seja, de apropriação dos bens dados em garantia) imediatamente após o *default*, não precisando recorrer à justiça.²⁰³ Além disso, para o *staff* do FMI, a inclusão desses créditos no SDRM seria uma interferência excessiva na relação contratual entre credores e devedores, podendo inclusive prejudicar o acesso dos devedores menos favorecidos ao mercado de capitais, uma vez que dificilmente conseguiriam obter financiamentos sem oferecer garantias aos credores.²⁰⁴ Esse tipo de tratamento privilegiado foi fonte de diversas críticas e expôs a contradição entre os objetivos do Mecanismo e o conteúdo de suas normas. Discutiremos essa questão em mais detalhes no capítulo quarto.

O *staff* do FMI também defendeu a exclusão de créditos comerciais, apesar de admitir que pode ser extremamente difícil diferenciar créditos comerciais de créditos financeiros.²⁰⁵ A exclusão dos créditos comerciais seria justificável pela necessidade de se mitigar os custos de uma reestruturação para a economia doméstica e se manter a capacidade de geração de moeda estrangeira com exportações e transações comerciais, garantindo assim os recursos para o futuro pagamento dos credores.

Em linha com a interpretação mais tradicional para o preceito da soberania que identificamos no segundo capítulo, o *staff* do FMI defendeu que caberia ao devedor a decisão acerca da abrangência do SDRM.²⁰⁶ A decisão do devedor estaria ainda sujeita à revisão dos credores, uma vez que estes poderiam não aprovar o plano de reestruturação caso entendessem que seriam preteridos em

²⁰⁰ Cf. FMI, 2002d, p. 18.

²⁰¹ A respeito da exclusão dos credores oficiais bilaterais, cf. também FMI, 2003a, pp. 4 e 24.

²⁰² Cf. a respeito FMI, 2002g, p. 9.

²⁰³ Cf. FMI, 2002g, p. 20.

²⁰⁴ Cf. FMI, 2002g, p. 20. Aparentemente, a interferência nos direitos contratuais dos *bondholders* não possuiria o mesmo *status* da interferência nos contratos de outros credores, como as instituições financeiras.

²⁰⁵ Cf. FMI, 2002g, p. 21.

²⁰⁶ Cf. FMI, 2002d, p. 8 e 2002g, p. 13.

favor de outras classes de credores. Devemos lembrar, porém, que as escolhas do devedor também seriam influenciadas pela posição do FMI e por sua intenção de apoiar ou não o acordo de reestruturação.²⁰⁷

O SDRM contaria ainda com uma instituição que impediria que os créditos privados provenientes dos *bonds*, para cuja reestruturação o SDRM seria especificamente criado, fossem excluídos de seu escopo; esses créditos deveriam sempre ser incluídos.²⁰⁸

Finalmente, os credores também estariam sujeitos a uma ordem de preferências para o recebimento de seus créditos. Como nas leis domésticas de falência, o SDRM protegeria a “senioriedade” de alguns créditos, especialmente os créditos privados financiadores do comércio internacional,²⁰⁹ isso se não fossem prontamente excluídos do escopo do SDRM.

Essa complexa estruturação do SDRM poderia ser resolvida através da criação de classes separadas para diferentes tipos de credores. Os credores incluídos em uma mesma classe, mesmo que possuíssem títulos diferentes, como por exemplo *bonds* de emissões distintas, deveriam ser tratados da mesma forma, enquanto classes diferentes poderiam receber tratamento diferenciado.²¹⁰ Em caso de votação, os credores de cada classe votariam em separado, sendo que para a aprovação do acordo de reestruturação não haveria consolidação do resultado entre todas as classes, ou seja, efetivamente cada classe teria “poder de veto” sobre a proposta.²¹¹

O *staff* do FMI sugeriu três alternativas para implementar a classificação dos credores. A primeira seria especificar no texto do tratado de criação do SDRM (ou de alteração dos estatutos do FMI) as classes genéricas dentro das quais os credores poderiam ser classificados (por senioriedade – credores quirografários ou com garantia – ou interesse econômico – credores privados ou oficiais).²¹²

Pela segunda alternativa, o devedor poderia criar classes adicionais às classes especificadas, mas o tratado conteria regras estabelecendo quando e sob que condições isso seria possível. Os credores também teriam a

²⁰⁷ Cf. FMI, 2002d, p. 8 e 2003a, p. 4; KRUEGER, 2002I.

²⁰⁸ Cf. FMI, 2002d, p. 11.

²⁰⁹ Cf. FMI, 2002d, p. 9.

²¹⁰ Cf. FMI, 2002d, p. 10.

²¹¹ Cf. FMI, 2002d, p. 10 e KRUEGER, 2002I.

²¹² Cf. FMI, 2002d, p. 10.

possibilidade de questionar a divisão em classes no SDDRF se entendessem que não fosse justificada.²¹³

Por essa alternativa, as classes obrigatórias e opcionais teriam funções diferentes. As obrigatórias compreenderiam uma para aqueles credores privados não excluídos da reestruturação e não detentores de garantias (provavelmente em sua maioria os *bondholders*) e uma ou mais classes restritas a credores cujos interesses deveriam ser protegidos e que correriam o risco de serem tratados de maneira não-equitativa caso fossem incluídos em uma classe genérica com os demais credores.²¹⁴ As classes adicionais poderiam ser subdivisões das classes obrigatórias, permitindo ao devedor oferecer condições diferentes aos credores caso isso se fizesse necessário para tornar mais fácil a reestruturação.²¹⁵

Pela terceira alternativa, a que acabou sendo adotada na versão apresentada pelo *staff* do FMI para aprovação pelo IFMC, o texto da alteração do tratado do FMI apresentaria apenas os tipos de créditos que seriam elegíveis para serem reestruturados pelo SDRM, deixando a cargo dos credores e do devedor negociarem quais créditos seriam efetivamente reestruturados.²¹⁶

3.2.2. Créditos Sujeitos ao SDRM

O debate sobre a adoção de classes para os diferentes credores também levantou a questão de quais créditos estariam sujeitos ao SDRM. Para o *staff* do FMI, todos os créditos relacionados às atividades do Estado quando agindo como particular, ou seja, no exercício do *ius gestionis*, deveriam a princípio estar sujeitos à reestruturação. Esses créditos seriam os derivados de relações contratuais com o Estado: “*a right to receive a payment under a contract (whether in money or in goods) relating to commercial activities of the ‘sovereign’*” (FMI, 2002g, p. 17).²¹⁷ Como no Direito Internacional, uma atividade do Estado poderia ser considerada como “comercial” caso pudesse ser exercida também por um particular, incluindo: a tomada de empréstimos; a compra de bens ou a contratação de serviços; a emissão de títulos de crédito ou

²¹³ Cf. FMI, 2002d, p. 10, 2002g, p. 53 e 2003a, p. 3.

²¹⁴ Nas palavras do *staff* do FMI, estas classes compreenderiam “*type of eligible claims [that] would have interests that are sufficiently different that their interests could only be protected if they were placed in a class that is distinct from other creditors*” (FMI, 2002g, p. 49). Cf. também FMI, 2002g, p. 48.

²¹⁵ Cf. FMI, 2002g, p. 48.

²¹⁶ Cf. FMI, 2003a, pp. 3 e 23.

²¹⁷ Cf. FMI, 2002g, p. 8.

representativos de dívida, como *bonds*; a celebração de contratos comerciais como os de derivativos e de *leasing*; a extensão de garantias a terceiros; e eventuais condenações judiciais para pagamento de créditos elegíveis. A definição excluiria, por exemplo, verbas trabalhistas, créditos relacionados a expropriações ou reparações e créditos relacionados à manutenção ou subscrição de quotas de organismos internacionais.²¹⁸ As exceções discutidas na seção anterior seriam aplicadas a partir dessa definição genérica.

O SDRM reestruturaria a princípio os créditos detidos contra o governo central do devedor, mas poderiam ser incluídos eventualmente os créditos detidos contra seu banco central, contra empresas públicas (desde que não estivessem sujeitas à legislação doméstica de falências, quando deveriam ter o mesmo tratamento dos créditos domésticos) e contra subunidades políticas, como estados, províncias e municípios.²¹⁹

3.3. O Fornecimento de Recursos Adicionais pelos Credores Privados

Outro objetivo do SDRM era incentivar os credores privados a contribuir com recursos adicionais nos processos de reestruturação, em substituição aos recursos oficiais do FMI, limitados se comparados aos recursos dos bancos centrais domésticos.²²⁰

Ao invés de contar apenas com os recursos do FMI, os devedores deveriam poder recorrer ao setor privado para o financiamento de curto prazo necessário à manutenção da atividade econômica doméstica durante o tempo que durasse a reestruturação. Para “incentivar” os credores privados a assumir esse risco, o SDRM deveria fornecer alguma garantia de que esses recursos seriam recebidos de volta:

private lenders would need encouragement to provide fresh money to help the debtor meet its financing needs. To achieve this, providers of new money might have some guarantee that they would be repaid before existing private creditors i.e. possibly some kind of preferred creditor status. (KRUEGER, 2001a)

O fornecimento de financiamento adicional por credores privados durante o processo de reestruturação, apesar de resguardar os recursos limitados do FMI, não significaria uma limitação expressa à atuação do Fundo, que continuaria

²¹⁸ Cf. FMI, 2002g, pp. 17 e 18.

²¹⁹ Cf. FMI, 2002g, pp. 8, 14 e ss.

²²⁰ Cf. KRUEGER, 2001a e 2002d, p. 21.

tendo importante papel nos processos de reestruturação. Como já mencionamos, suas políticas de concessão de financiamento e fiscalização do cumprimento dos programas e da política macroeconômica dos devedores ajudariam a “moldar os incentivos” das partes em um processo de reestruturação.²²¹ No entanto, na visão do *staff* do FMI, o SDRM promoveria uma reinterpretação das condições de seu auxílio aos devedores, afastando a necessidade de volumosos pacotes de ajuda em situações de crise e transformando sua atuação em um catalisador para a negociação com os credores.²²²

Como vimos, para o *staff* do FMI, os credores e o devedor teriam um interesse coletivo na disponibilidade de recursos adicionais ao devedor durante a reestruturação, o que poderia limitar os custos da reestruturação para a economia doméstica e permitiria a geração pelo devedor dos recursos necessários ao retorno do serviço da dívida.²²³ Mas os recursos adicionais também permitiriam o pagamento dos credores prioritários e dos financiamentos ao comércio exterior: “*In the sovereign context, new money could help cover the sovereign’s need for trade credit and could also finance payments to priority creditors*” (FMI, 2002a, p. 5).²²⁴

A exclusão dos novos recursos de uma reestruturação ou a criação do direito de prioridade no seu recebimento frente aos outros credores seria uma maneira de se incentivar a substituição (ou complementação) do financiamento de emergência com recursos oficiais pelo financiamento privado.²²⁵

3.4. Ordem de Prioridades no Recebimento dos Créditos

O penúltimo objetivo que identificamos para o SDRM seria a criação de uma ordem de prioridades para o recebimento dos créditos pelos credores, a qual curiosamente não constava dos primeiros discursos de Krueger e documentos preparados por outros membros do *staff* do FMI. Esse instrumento é comumente utilizado nas legislações de falências domésticas e está relacionado a diferenças qualitativas e jurídicas não apenas entre os credores (como *bondholders*, bancos e credores trabalhistas, por exemplo) mas também entre estes e os acionistas da empresa. No contexto do SDRM, a diferenciação

²²¹ Cf. FMI, 2002a, p. 2 e 2002g, p. 8; KRUEGER, 2002d, pp. 5 e 21.

²²² Cf. FMI, 2002g, p. 8.

²²³ Cf. FMI, 2002a, p. 5 e 2002g, p. 45; KRUEGER, 2002d, p. 17.

²²⁴ Cf. FMI, 2002g, p. 45; KRUEGER, 2002d, p. 17.

²²⁵ Cf. FMI, 2002g, p. 46.

seguiria a mesma lógica: “*since creditors do not always have the same rights (e.g., secured vs. unsecured claims) there may well be a need to classify creditors into different groups*” (FMI, 2001b, p. 16).²²⁶

A existência de uma ordem de prioridade se contrapõe à interpretação dos credores para o preceito do tratamento eqüitativo, mas foi justificada pelo *staff* do FMI como uma das medidas necessárias à proteção dos interesses dos credores. Como na legislação doméstica de falências, o devedor estaria legalmente proibido de fazer pagamentos aos credores não-prioritários antes do pagamento aos demais.²²⁷ Além disso, serviria como um incentivo aos credores que porventura concordassem em fornecer recursos adicionais ao devedor durante o processo de renegociação, atribuindo-lhes o *status* de credores privilegiados (*seniority*, em inglês)²²⁸ ou até mesmo garantindo formalmente sua exclusão do processo de reestruturação.²²⁹

Dessa forma, a instituição da prioridade no recebimento constituiria a agência dos credores que aceitassem contribuir com recursos adicionais ao devedor em clara vantagem sobre os *bondholders*. Mas para que ela pudesse valer em uma reestruturação, deveria ser aprovada pelo voto favorável de 75% dos créditos registrados junto ao SDDRF.²³⁰ Vimos no entanto que o FMI poderia ter influência sobre essa decisão da assembléia de credores através da aplicação de sua política de *lending into arrears*.

3.5. A Resolução de Controvérsias Entre os Credores

O último objetivo do SDRM seria promover a resolução de conflitos entre os credores, harmonizar a interpretação de suas normas²³¹ e garantir seu cumprimento pelos participantes do mercado. Para tanto, o SDRM deveria resolver com exclusividade²³² as eventuais disputas entre os credores e entre estes e o devedor.²³³ Esse objetivo seria promovido através do SDDRF, órgão “arbitral” especializado dentro do mecanismo, que deveria ser organizado segundo os princípios de independência, competência, diversidade e

²²⁶ Cf. também a esse respeito FMI, 2002c, pp. 5, 9 e ss.

²²⁷ Cf. FMI, 2002a, p. 5.

²²⁸ Cf. FMI, 2001b, p. 9 e 2002g, p. 46; KRUEGER, 2002d, p. 17 e 2002e.

²²⁹ Cf. BOORMAN, 2002a; FMI, 2002g, p. 46 e 2003a, pp. 14 e 26; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²³⁰ Cf. FMI, 2002g, p. 10 e KRUEGER, 2002d, pp. 17 e 28.

²³¹ Cf. FMI, 2002d, p. 26.

²³² Cf. FMI, 2002d, p. 26.

²³³ Cf. KRUEGER, 2002h e 2002i.

imparcialidade²³⁴ e teria também funções administrativas, funcionando como secretariado do SDRM. A independência do SDDRF em relação ao Fundo não seria absoluta, já que a *Board of Governors* (a assembléia composta pelos Estados-membros do Fundo) poderia, por decisão de pelo menos 85% dos votos, alterar as regras criadas pelo SDDRF, mas não suas decisões.²³⁵

O órgão teria papel limitado e não teria poder de revisão das decisões do *staff* do FMI tanto com relação à política econômica aplicada pelos devedores no âmbito de programas de ajuste quanto à verificação da sustentabilidade do perfil de endividamento dos devedores. Também não teria poder de revisão das decisões tomadas pela assembléia de credores.²³⁶

As funções conferidas ao SDDRF podem ser divididas em funções administrativas, funções jurisdicionais e funções normativas.

3.5.1. Funções Administrativas

Como vimos, o SDDRF também funcionaria como uma secretaria para o SDRM. No exercício dessa função, o SDDRF ficaria responsável primeiramente pela administração dos créditos, o que envolveria seu registro,²³⁷ o envio de notificações aos credores (como por exemplo quando da ativação do SDRM) e a publicidade quanto a datas e regras para votação e a identificação dos credores.²³⁸

Sua segunda função administrativa seria a de gerenciamento do processo de votação, sempre que uma decisão dos credores fosse necessária.²³⁹

Sua terceira função seria certificar que o acordo entre os credores e o devedor é verdadeiro e que foi firmado com respeito às regras procedimentais do Mecanismo.²⁴⁰ As certidões seriam posteriormente enviadas às cortes domésticas dos Estados-membros para assegurar o cumprimento dessas decisões, não podendo ser por elas revistas.²⁴¹

²³⁴ Cf. FMI, 2002f, p. 11. O SDDRF teria sua independência dos Estados-membros, do FMI e dos credores formalmente assegurada: “[D]ecisions of the judicial organ would not be subject to review by any of the Fund’s other organs and (...) the judges (...) would not be subject to the interference or influence of the staff and management of the Fund, the Executive Board or any IMF member” (KRUEGER, 2002d, p. 40). Cf. também a esse respeito DAWSON, 2003; FMI, 2002g, p. 57; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²³⁵ Cf. FMI, 2003a, pp. 13 e 16.

²³⁶ Cf. FMI, 2002a, p. 15, 2002d, p. 28 e 2002g, pp. 57 e 67 ss.; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²³⁷ Cf. FMI, 2002d, p. 26 e 2002g, pp. 12 e 67.

²³⁸ Cf. FMI, 2002d, p. 26 e 2002g, pp. 12 e 67; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²³⁹ Cf. FMI, 2002d, p. 26 e 2002g, pp. 12 e 67; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²⁴⁰ Cf. FMI, 2002g, p. 68; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²⁴¹ Cf. KRUEGER, 2002h e 2002i.

3.5.2. Funções Jurisdicionais

As funções jurisdicionais propriamente ditas do SDDRF envolveriam a solução de disputas entre os credores e entre estes e o devedor, incluindo:

(a) solução de disputas relacionadas à veracidade dos créditos, seu valor, a eventual existência de garantias e sua classificação para efeitos da ordem de preferências;²⁴²

(b) solução de disputas relacionadas à lisura do processo de votações, como por exemplo acordos de voto entre credores e o devedor;²⁴³

(c) solução de disputas relacionadas à criação de classes adicionais de credores além daquelas pré-especificadas no texto do tratado de criação do SDRM;²⁴⁴

(d) solução de disputas relacionadas à representatividade do comitê dos credores e sobre o valor dos custos de seu funcionamento;²⁴⁵ e

(e) em certos casos, a pedido do devedor e após aprovação dos credores, a concessão de uma “liminar” para requerer a uma corte doméstica que suspendesse o curso de um processo movido por um credor.²⁴⁶

3.5.3. Funções Normativas

As funções normativas do SDDRF estariam ligadas à criação de regras procedimentais para facilitar a administração dos créditos²⁴⁷ e coordenar suas atividades na solução de disputas.²⁴⁸ Como vimos acima, o *Board of Governors* poderia alterar as regras criadas pelo SDDRF.

3.5.4. Aplicação da Lei do Contrato e Questões de Jurisdição

Enquanto o SDDRF deveria aplicar suas próprias regras procedimentais (*lex fori*) no processo de resolução de disputas, estaria obrigado a aplicar a lei do contrato (*lex contractus*) ou a lei doméstica para a solução de disputas “substantivas”.²⁴⁹ Também as decisões do SDDRF em um caso não gerariam

²⁴² Cf. FMI, 2002d, pp. 27 e 28, 2002g, pp. 12 e 67 e 2003, p. 28; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²⁴³ Cf. FMI, 2002d, p. 27 e 2002g, pp. 12 e 67; KRUEGER, 2002h e 2002i.

²⁴⁴ Cf. FMI, 2002d, pp. 10 e 28 e 2002g, p. 67.

²⁴⁵ Cf. FMI, 2002g, pp. 10, 12 e 67.

²⁴⁶ Cf. FMI, 2002g, pp. 12 e 67.

²⁴⁷ Cf. FMI, 2002d, p. 27 e 2003a, pp. 13, 16, 25 e 28.

²⁴⁸ Cf. FMI, 2002d, p. 28 e 2003a, pp. 16 e 28.

²⁴⁹ Cf. FMI, 2002g, p. 68.

precedentes de aplicação obrigatória em outros casos, o que sem dúvida desqualifica o argumento utilizado pelo *staff* do FMI da necessidade “uniformização da interpretação” das normas nos processos de reestruturação.

3.6. A Extinção do SDRM

O SDRM terminaria automaticamente com a certidão do SDDRF sobre a aprovação do acordo de reestruturação pela assembléia de credores, mas poderia ser extinto a qualquer momento por decisão unilateral do devedor, em uma aplicação da interpretação tradicional do preceito da soberania,²⁵⁰ ou ainda caso outras alternativas para a reestruturação de seu débito se mostrassem mais interessantes.²⁵¹ Os credores também poderiam aprovar a extinção do mecanismo após o processo de verificação dos créditos, pelo voto de 75% dos créditos registrados, caso entendessem que a ativação do SDRM não fosse justificada.²⁵²

Finalmente, como vimos acima, houve alguma controvérsia sobre se o SDDRF poderia de ofício decretar a extinção do SDRM caso entendesse não haver condições para um acordo entre os credores e o devedor. Apesar dessa previsão ter sido incluída e discutida²⁵³, o *staff* do FMI decidiu finalmente por não incluí-la novamente.²⁵⁴

3.7. Sanções

Finalmente, trataremos brevemente da questão das sanções a serem incluídas no SDRM para garantir o cumprimento de seus objetivos: “*The effectiveness and credibility of the SDRM will be enhanced if there are sanctions that would create disincentives for abuse*” (FMI, 2002g, p. 54).

O *staff* do FMI reconheceu a possibilidade de ocorrência de dois tipos básicos de abusos ou má-conduta durante uma reestruturação realizada através do SDRM: o fornecimento de informações falsas e a falta de cooperação, tanto pelo devedor quanto pelos credores, ou a utilização inapropriada do SDRM.²⁵⁵

O assunto da implementação de sanções foi visto pelo *staff* do FMI com cuidado e sequer chegou a ser tratado em detalhes. No entanto, alguns

²⁵⁰ Cf. FMI, 2002g, pp. 11 e 56.

²⁵¹ Cf. FMI, 2002d, p. 6.

²⁵² Cf. FMI, 2002g, pp. 10, 11 e 56.

²⁵³ Cf. FMI, 2002g, pp. 11 e 56.

²⁵⁴ Cf. FMI, 2003a, p. 15.

elementos do que poderia ser um sistema de sanções, direcionados especificamente aos devedores soberanos, chegaram a ser discutidos.

Primeiro é preciso reconhecer a dificuldade de se estabelecer sanções direcionadas aos devedores soberanos, como foi reconhecido pelo próprio *staff* do FMI.²⁵⁶ Uma alternativa seria considerar o fornecimento de informações “falsas” como uma infração das obrigações do Estado-membro nos termos dos Estatutos do FMI; nesse caso, no entanto, a Diretoria Executiva (*Executive Board*, em inglês) do FMI poderia deter a autoridade final no “julgamento” da infração e das penalidades a serem atribuídas ao devedor.²⁵⁷

Já com relação às sanções para o caso do devedor não negociar de boa-fé com os credores ou se utilizar indevidamente do SDRM (como quando, por exemplo, sua dívida não for insustentável),²⁵⁸ o *staff* do FMI entendeu não haver necessidade de incluir no mecanismo sanções específicas. Os credores poderiam simplesmente não aprovar os termos de qualquer reestruturação proposta pelo devedor, ou ainda rejeitar a proposta de fornecimento de créditos adicionais durante a reestruturação.²⁵⁹ Além disso, o próprio FMI, na capacidade de “fiscalizador” da boa-fé do devedor (e também dos credores), poderia se recusar a estender recursos adicionais ao devedor ou, caso entendesse que as dificuldades na negociação provinham dos credores, poderia estender recursos através de sua política de *lending into arrears*.²⁶⁰

Finalmente, depois de algum debate, o *staff* do FMI decidiu que não seria apropriado criar sanções específicas para os devedores para o caso de fornecimento de informações falsas, mas se utilizar dos mecanismos à disposição do próprio Fundo.²⁶¹ Na opinião do *staff* do FMI, enquanto a ação da Diretoria Executiva conferiria mais “credibilidade” ao mecanismo (pela atuação do soberano) também representaria uma maior ingerência do Fundo no SDRM, o que não seria desejável.²⁶²

²⁵⁵ Cf. FMI, 2002g, pp. 54 e 55.

²⁵⁶ Cf. FMI, 2002g, p. 54.

²⁵⁷ Cf. FMI, 2002g, p. 54.

²⁵⁸ Cf. FMI, 2002g, p. 54.

²⁵⁹ Cf. FMI, 2002g, p. 54.

²⁶⁰ Cf. FMI, 2002g, p. 54.

²⁶¹ Cf. FMI, 2003a, pp. 15 e 27.

²⁶² Cf. FMI, 2002g, p. 55.

3.8. Considerações Finais Acerca das Instituições do SDRM

Em nossa opinião, a análise detalhada das instituições sugeridas pelo *staff* do FMI para o SDRM deixa clara a contradição entre o objetivo declarado do Mecanismo, de fornecer incentivos para a solução voluntária dos problemas de coordenação entre os credores e devedores, e o conteúdo de suas normas.

O que analisamos neste capítulo não são apenas instruções, ou regras para a coordenação da atividade dos agentes, mas instituições que constituiriam e limitariam a agência dos devedores e, principalmente, dos credores no mercado de capitais internacional.

A agência dos devedores seria limitada diretamente pelas instituições, que lhes obrigariam a adotar políticas econômicas consideradas apropriadas pelo *staff* do FMI. Mesmo que consideremos que para que os Estados-membros recebam recursos do Fundo devem se submeter às condições e programas de ajuste por ele estabelecidos, o SDRM estaria criando condições adicionais e atrelando-as ao processo de negociação com os credores privados e, por conseqüência, impondo maiores limitações à agência dos credores.

Por sua vez, a agência dos credores estaria sendo limitada pelas instituições que seriam criadas para proteger os devedores do exercício dos direitos dos credores, especialmente aqueles relacionados ao voto contidos nos *bonds* emitidos segundo a lei do estado de Nova York. Além disso, pela diferenciação de tratamento dos credores segundo os interesses e características determinados pelo *staff* do FMI, seus direitos estariam sendo desqualificados e as prerrogativas que eles conferem a seus titulares, ignoradas. E apesar da interpretação ambígua do *staff* do FMI para o preceito do tratamento eqüitativo dos credores, as instituições do SDRM não deixariam margem para dúvida quanto à subordinação dos *bondholders* aos demais credores privados e públicos. Como veremos no próximo capítulo, essa discriminação não faria sentido nem do ponto de vista meramente instrumental, uma vez que os demais credores poderiam deter uma parcela considerável dos créditos contra o devedor.

Finalmente, de modo diferente do que aconteceria para os credores e devedores, as instituições do SDRM também contribuiriam para constituir a agência do FMI, principalmente por institucionalizarem seu *status* de credor privilegiado.

Após a análise das instituições do SDRM, passaremos agora ao exame das razões de sua rejeição pelos credores, devedores e também pelo governo norte-americano.