

4

Análise da Rejeição do SDRM

Como visto nos capítulos anteriores, segundo Krueger e outros membros do *staff* do FMI, o SDRM forneceria os incentivos para que os credores e devedores resolvessem de forma voluntária e rápida seus problemas de coordenação e traria benefícios a todos os envolvidos e à comunidade internacional como um todo. O devedor se beneficiaria com a diminuição dos custos normalmente associados a uma reestruturação. Os credores seriam beneficiados com a retomada dos preços dos *bonds* e dos pagamentos pelo devedor, com a garantia de respeito a seus direitos e com a diminuição dos custos da reestruturação. A comunidade internacional se beneficiaria com a maior participação dos credores privados nos processos de reestruturação, o que diminuiria o volume de recursos oficiais necessários à resolução das crises, reduziria o risco de descapitalização do FMI e contribuiria para a maior estabilidade do mercado de capitais internacional.

Dois grupos de instituições do SDRM, o Período de Tolerância e a obrigatoriedade do acordo de reestruturação para todos os credores, incluindo a minoria eventualmente vencida em assembleia,²⁶³ incentivariam o devedor a buscar a reestruturação de sua dívida o mais cedo possível, o que mitigaria para a economia doméstica e para a “comunidade internacional” os custos normalmente associados a tais reestruturações. Para o *staff* do FMI, “[d]ebtors would benefit from incentives that encouraged them to address unsustainable debt burdens at an early stage” (FMI, 2002a, p. 2).

Do lado dos credores, três grupos de instituições os incentivariam a cooperar com os devedores e com os demais credores.²⁶⁴ O primeiro grupo seria o das instituições que estabeleceriam requisitos para a instauração do SDRM pelo devedor.²⁶⁵ Segundo Krueger, “it [o SDRM] should also avoid creating incentives for countries with sustainable debts to suspend payments rather than

²⁶³ Ambos os grupos foram analisados em detalhes no terceiro capítulo e protegeriam o devedor da ação dos credores insatisfeitos. Cf. a respeito FMI, 2002d, p. 5 e a seção 3.1 acima.

²⁶⁴ Cf. a respeito KRUEGER, 2002a e 2002d, p. 5.

²⁶⁵ Esses requisitos, o perfil insustentável da dívida, a negociação sem procrastinação com os credores, a adoção de políticas econômicas responsáveis e o tratamento equitativo dos credores foram discutidos em mais detalhes no terceiro capítulo. Cf. a respeito a seção 3.2 acima.

make necessary adjustments to their economic policies. Debt restructuring should not become a measure of first resort” (KRUEGER, 2002d, p. 7). O segundo grupo seria o das instituições que atribuiriam aos credores o poder de aprovar em assembléia tanto a proposta de reestruturação da dívida quanto a eventual concessão de financiamentos adicionais aos devedores.²⁶⁶ Finalmente, o terceiro grupo seria o das instituições que compeliriam a todos os credores, inclusive a minoria eventualmente vencida, a observar o acordo de reestruturação aprovado pela assembléia de credores, limitando efetivamente seu recurso aos tribunais domésticos.²⁶⁷

Ao participar e contribuir para a rápida resolução da reestruturação através do SDRM, os credores se beneficiariam com a retomada dos preços dos *bonds*²⁶⁸ 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)²⁶⁹ e com a diminuição dos custos 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.

O SDRM traria ainda benefícios para os países membros do FMI e para o próprio Fundo. Aos países “desenvolvidos”, como os Estados Unidos, e que contribuem (ou contribuíram) com a maior parcela dos recursos disponíveis do Fundo, o mecanismo asseguraria a maior estabilidade do mercado de capitais internacional e a maior participação dos credores privados nos processos de reestruturação, diminuindo o volume de recursos oficiais necessários à resolução das crises e o risco de descapitalização do FMI.²⁷⁰ Ao FMI, o SDRM permitiria maior controle sobre os fluxos privados de capital e sobre a relação entre os credores e devedores, diminuiria a necessidade de utilização de seus recursos²⁷¹ e asseguraria maior estabilidade do mercado de capitais internacional.

²⁶⁶ Esses grupos de instituições foram discutidos em mais detalhes no terceiro capítulo. Cf. a respeito respectivamente as seções 3.1.5 e 3.3 acima.

²⁶⁷ Esse grupo de instituições foi discutido em mais detalhes no terceiro capítulo. Cf. a respeito a seção 3.1.4.

²⁶⁸ Cf. nota 27 acima.

²⁶⁹ Cf. nota 28 acima.

²⁷⁰ Segundo Krueger, “*unlike a domestic central bank, the Fund cannot print money. Its resources are limited to part of the quotas paid in by its members and the borrowing agreements it has in place with a number of industrial and emerging market countries. In an informal but nonetheless important way its lending is also limited by the understandable reluctance of Fund members to see resources used to bail out private creditors of countries that find themselves in trouble*” (KRUEGER, 2001a). Cf. também KRUEGER, 2001b.

²⁷¹ Cf. nota 29 acima.

Como explicar então que, apesar dos benefícios que traria para todas as partes envolvidas no mercado de capitais, o SDRM tenha sido rejeitado com tanta veemência por credores privados, pelos maiores devedores,²⁷² incluindo Brasil e México, e pelo governo norte-americano,²⁷³ em favor da inclusão progressiva de CACs nos novos *bonds* a serem emitidos?

A rejeição do SDRM pelos agentes no mercado internacional, especialmente pelos devedores, que em tese teriam os maiores incentivos para utilizá-lo, põe em dúvida o discurso instrumental do *staff* do FMI.

Como já mencionamos, nossa hipótese nos afasta das perspectivas influenciadas pelas teorias de escolha racional, já que entendemos que a rejeição do Mecanismo é melhor explicada a partir de uma perspectiva construtivista que leva em consideração o papel da linguagem e das normas no mercado de capitais internacional.

Para isso, a rejeição do SDRM deve ser analisada como consequência da disputa entre o *staff* do FMI e os destinatários do Mecanismo (especialmente os credores privados e devedores) pelo conteúdo das normas que seriam a ele incorporadas. Ao contrário do afirmado pelo discurso do *staff* do FMI, o SDRM seria um complexo de normas (mais precisamente instituições e preceitos) que alteraria os atuais limites à agência dos credores, dos devedores e, em especial, do FMI; não é por menos que o conteúdo de suas normas foi debatido de forma tão intensa por mais de um ano.

O *staff* do FMI não conseguiu apresentar uma interpretação para as normas do SDRM que convencesse os críticos a aceitá-lo, e as estratégias discursivas que utilizou também não foram capazes de desqualificar inteiramente a posição desses críticos. Além disso, essas falhas foram complementadas pela contradição entre os objetivos declarados para o SDRM, já discutidos anteriormente, e o conteúdo de suas instituições.

Do ponto de vista dos *bondholders*, o Mecanismo promoveria a desqualificação de seus direitos e sua discriminação frente aos demais credores, especialmente o FMI, apesar do discurso oficial ressaltar que o SDRM teria por objetivo proteger esses direitos, promover o tratamento equitativo de todos os credores e fornecer incentivos para que coordenassem voluntariamente seus interesses com os demais participantes da reestruturação.

²⁷² Cf. o primeiro capítulo para algumas reportagens de jornais e revistas especializadas que registraram a forte oposição de credores e devedores ao SDRM. Cf. também GOPINATH, 2003.

²⁷³ Como vimos no primeiro capítulo, a rejeição do SDRM pelo governo norte-americano sem dúvida surpreendeu o *staff* do FMI, alguns dos comentaristas e até mesmo críticos do Mecanismo.

Já no entender dos devedores em desenvolvimento, o SDRM institucionalizaria um tratamento diferenciado mesmo quando suas condições macroeconômicas, aplicada a fórmula proposta pelo *staff* do FMI para o cálculo da sustentabilidade do perfil de endividamento de um soberano, fossem melhores do que a dos países desenvolvidos. Isso justificaria a intervenção da comunidade internacional no fortalecimento institucional dos devedores, mesmo em face dos argumentos do *staff* do FMI que ressaltavam a necessidade de preservação da soberania estatal e da promoção dos incentivos à cooperação voluntária com os credores.

Finalmente, para o governo norte-americano, o SDRM ampliaria as atribuições e a agência do Fundo, o que iria de encontro aos objetivos do Mecanismo, às afirmações do *staff* do FMI do papel limitado que este teria durante as reestruturações e ao papel reativo e de coordenação das atividades dos seus Estados-membros previsto em seus estatutos.

4.1. A Rejeição do SDRM Pelos *Bondholders* e Devedores em Desenvolvimento

Passaremos agora à análise mais detalhada dos motivos da rejeição do SDRM pelos credores e devedores. Na seção 4.2 analisaremos igualmente os motivos para a rejeição do governo norte-americano.

4.1.1. A Visão do Papel das Normas no Mercado de Capitais Internacional

A primeira grande contradição que podemos identificar quanto ao SDRM entre o *staff* do FMI e seus críticos foi o papel das normas no mercado de capitais internacional.

Como vimos anteriormente, o *staff* do FMI representou o mercado de capitais internacional como um ordenamento social com baixo grau de institucionalização,²⁷⁴ caracterizado pela desregulamentação e descentralização. Por causa dessas características, ele não contaria com normas capazes de promover a coordenação das preferências dos diferentes agentes, não disporia de um árbitro legitimado a intervir nas disputas entre eles e seria um espaço eminentemente conflituoso. Como vimos no primeiro e segundo capítulos, sob tais condições de insegurança os agentes procurariam maximizar seus ganhos

²⁷⁴ Cf. a respeito a seção 2.6.1 acima.

de curto prazo em detrimento dos ganhos que poderiam conseguir através da cooperação com os demais agentes no médio e longo prazo. Em situações de crise, a baixa institucionalização do mercado de capitais internacional incentivaria os credores a se antecipar a uma eventual reestruturação ao invés de colaborar com o devedor e os demais credores.

A solução apresentada pelo *staff* do FMI para esse problema, como vimos, seria o fortalecimento institucional do mercado com a criação do SDRM. Suas instituições forneceriam os incentivos para que os credores e devedores colaborassem voluntariamente e a reestruturação, quando necessária, ocorresse de maneira rápida e eficiente.

No entanto, ao contrário do afirmado pelo discurso do *staff* do FMI, para que essas instituições obtivessem sucesso, mais do que atuar na coordenação da ação de credores e devedores, teriam de limitar de maneira efetiva a agência destes. O SDRM seria assim um arranjo complexo de normas, principalmente de instituições, cuja função seria limitar a agência dos credores e dos devedores, permitir a desqualificação dos direitos dos primeiros e também a interferência na política doméstica dos devedores.²⁷⁵

Krueger nos fornece um exemplo claro dessa contradição entre discurso e prática e da ambigüidade a respeito do papel das normas no discurso do *staff* do FMI:

*people have questioned whether it would be appropriate for the Fund to interfere in the relationship between debtor and creditors, and to impose the terms of a restructuring on them. The simple answer is that we would have no intention of doing so and could not do so. The Fund would be mandating the process within which a restructuring would be negotiated, but not the outcome. The restructuring terms would emerge from negotiations between the debtor and creditors. But once the necessary majority of creditors had agreed the terms, the mechanism would make it possible to bind in minority creditors, thereby resolving the collective action problem. (KRUEGER, 2001b – ênfase nossa).*²⁷⁶

Diante disso, podemos entender melhor a razão da rejeição do SDRM por credores e pelos principais devedores “emergentes”. Se lembrarmos por exemplo da interpretação apresentada pelos credores para o preceito do

²⁷⁵ Kratochwil nos lembra que a função das instituições é justamente constituir a agência humana na vida social. Cf. a respeito as seções 2.2 e 2.3.2 acima.

²⁷⁶ Rodrigo de Rato também apresenta um exemplo interessante dessa “ambigüidade”: “*Market-oriented solutions and voluntary approaches are preferable to ensure that the private sector remains engaged in a constructive way in crisis resolution. However, in cases where the private sector should not be willing to remain involved at terms and conditions consistent with the broad*

mercado de capitais internacional como um espaço anárquico,²⁷⁷ vemos que desde o princípio do debate se procurou mostrar que as relações com os devedores no mercado de capitais internacional não se dão em um “vácuo” normativo, mas são constituídas por instituições e interpretadas a partir de preceitos originados tanto no mercado internacional quanto nos ordenamentos sociais domésticos.²⁷⁸

Sem dúvida, se o compararmos aos ordenamentos sociais domésticos, o mercado de capitais internacional demonstra menor densidade, ou menor grau de institucionalização e de centralização, mas isso está longe de significar a ausência de normas ou a impossibilidade de sua formação. Ao contrário, como falamos, o mercado internacional pode ser considerado com um ordenamento com grau de institucionalização intermediário. Kratochwil nos lembra que o funcionamento do mercado é dependente da presença de normas:

markets are probably the social institution which are most dependent upon normative underpinnings. While markets are anarchical in the sense of lacking central decision-making institutions, it is unimaginable that they could function without the common acceptance of the convention of money, without the protection of property rights, and without the institutions of promising and contracting, governed by practice-type rules. (KRATOCHWIL, 1989, p. 47 – ênfase no original)

Por se constituir em um ordenamento social, o mercado possui suas próprias normas. Com vimos na seção 2.2, elas podem ser consideradas como construções que facilitam a cooperação e fornecem soluções para situações de conflito social. Mas além de coordenar a atividade dos agentes para evitar conflitos, normas como as instituições constituem sua agência, ou seja, constituem a própria possibilidade de sua ação. Assim, instituições como os contratos apenas possuem significado no contexto dessa estrutura normativa. Os credores (e também os devedores) têm sua agência e os limites de sua ação, seja participar de uma reestruturação ou recorrer ao judiciário para pleitear o pagamento integral dos créditos representados pelos *bonds*, determinados pela estrutura normativa do mercado de capitais. A possibilidade de um credor recorrer ao judiciário para fazer valer seus direitos faz parte dessa estrutura normativa.

Chamberlin chama a atenção justamente para esses problemas:

medium-term sustainability of the country's debt profile, concerted solutions may be necessary to exert additional pressure to secure such an involvement” (RATO, 2002).

²⁷⁷ Cf. a respeito a seção 2.7.1 acima.

²⁷⁸ Cf. a respeito CHAMBERLIN, 2002a; EMTA, 2002; LAROSIÈRE, 2002, p. 3.

The proposal [a proposta de criação do SDRM] is based on the assumption that the existing mechanisms for resolving sovereign financial crises do not work (or do not work well enough) because sovereign debt restructurings are too prone to disruption by hold-out (or so-called “rogue”) bondholders. In fact, this assumption is contradicted by experience. (CHAMBERLIN, 2002a)²⁷⁹

A opinião dos credores é partilhada por alguns dos maiores devedores soberanos, o Brasil e o México. Pedro Malan, em pronunciamento ao IMFC, representando a Colômbia, a República Dominicana, o Equador, a Guiana, o Haiti, o Panamá, o Suriname e Trinidad e Tobago, se declarou contrário à intervenção excessiva nos direitos dos credores e questionou a justificativa utilizada pelo *staff* do FMI para defender a criação do SDRM:

The delay and reluctance of sovereigns to recognize a given debt position as unsustainable are caused by the uncertainties in determining when debt becomes unsustainable, and by the very high economic dislocation and reputational costs associated with debt restructurings, and not by the lack of a procedural mechanism to secure collective action on the part of the creditors, or to offer temporary protection against the enforcement of creditors’ rights. Neither of these difficulties would be reduced by an SDRM. On the other hand, holdout creditors and creditor litigation do not seem to have been major impediments in recent sovereign bond restructurings in Russia, Ukraine, Pakistan, and Ecuador. (MALAN, 2002 – ênfase no original)

É interessante notarmos que, para ele, a demora de um soberano em iniciar uma reestruturação está relacionada às incertezas na determinação da sustentabilidade da dívida, às possíveis repercussões dessa reestruturação na reputação do soberano e às rupturas e custos econômicos para sua economia doméstica. Todos esses casos citados por Malan refletem a preocupação dos devedores com os efeitos da estrutura normativa do mercado de capitais sobre sua agência, ou com as consequências em caso de não conformidade com essa estrutura.

Agustín Carstens, então vice-ministro da fazenda do México, também critica a ênfase do *staff* do FMI no problema de ação coletiva representado pelos credores:

Do we have really enough evidence that the collective action problems that have been addressed require the creation of such an infrastructure (...)? If we do a precise diagnosis of countries that have run into trouble and difficulties they have faced in renegotiation, can these problems be attributed mostly to this collective action problem? And I would say that at least the evidence that I have seen probably does not direct us in this – or point in this direction. (CARSTENS, 2002)

²⁷⁹ Cf. também CHAMBERLIN, 2002b; EMTA, 2002.

Portanto, o reconhecimento do papel das normas no mercado de capitais internacional não apenas demonstra os problemas com o discurso do *staff* do FMI e sua ênfase nas dificuldades de coordenação por parte dos credores e na ausência de normas no mercado de capitais internacional, mas também sugere o porquê da adoção dessa posição. Ela faria parte de uma estratégia discursiva utilizada pelo *staff* do FMI para determinar os limites do debate²⁸⁰ e, assim, sujeitar as justificativas dos críticos do SDRM a um elemento não-problematizável e auto-evidente, no caso o conceito de uma racionalidade instrumental por parte dos credores e devedores. Com isso, a recusa de qualquer deles em participar de uma reestruturação poderia ser caracterizada não como fruto da própria estrutura normativa do mercado de capitais internacional, mas como uma conduta irracional ou injustificável, que poria a perigo a estabilidade do mercado de capitais internacional e, por isso, deveria ser corrigida pelo SDRM.

De forma mais direta, essa estratégia do *staff* do FMI também permitiu a desqualificação dos direitos dos credores e, em especial, de seu exercício. Analisaremos esse ponto em mais detalhes a seguir.

4.1.2. A Desqualificação dos Direitos dos Credores

O segundo grande ponto de choque entre o *staff* do FMI e os críticos do SDRM, especialmente os credores, foi o processo de desqualificação de seus direitos através da ênfase do *staff* do FMI na ausência ou insuficiência das normas no mercado de capitais internacional, como vimos acima.

Essa desqualificação seria um elemento fundamental do SDRM. Se tomarmos como exemplo um *bond* emitido segundo a lei do estado norte-americano de Nova York, que requer a unanimidade para que os termos financeiros do contrato possam ser alterados, veremos que o voto de cada credor é fundamental para permitir a reestruturação; apenas um credor insatisfeito seria capaz de bloqueá-la.

Como vimos na seção 2.3.4, os direitos conferem a seus titulares prerrogativas importantes, especialmente as da discricionariedade no seu exercício e proteção contra a intervenção de terceiros. Essas prerrogativas tornam o conteúdo de um direito impessoal e autônomo. No exemplo acima, o exercício do direito de efetivamente bloquear a reestruturação independe da

²⁸⁰ Cf. a seção 2.5.1.2 acima.

pessoa do credor, de suas características individuais, e não está sujeito a condições externas ao próprio direito, como por exemplo a critérios instrumentais e princípios lógicos. Portanto, o exercício do direito não estaria sujeito, por exemplo, a um julgamento de seus custos ou benefícios frente à necessidade de se reestruturar o *bond*, ou frente aos ganhos que o credor e os demais participantes da reestruturação teriam no longo prazo.²⁸¹

Portanto, a única maneira de se garantir o resultado de uma reestruturação em um desses casos seria através da diminuição do peso do voto individual dos *bondholders*, para se permitir que os termos do contrato pudessem ser alterados pelo voto favorável da maioria dos credores. Isso corresponderia a uma séria limitação de sua agência e, como vimos, somente poderia ser feito através da criação de instituições específicas; o mero fornecimento de “incentivos” para a solução voluntária dos problemas de coordenação entre credores e devedores não seria suficiente para limitar a agência dos credores. Essa ambigüidade é resumida pela seguinte afirmação do *staff* do FMI: “*Any interference with contractual relations should be limited to those measures that are needed to resolve the most important collective action problems*” (FMI, 2002g, p. 7).

De nada adiantaria, no entanto, a criação dessas instituições sem que se limitasse a capacidade dos credores de recorrer a um árbitro, no caso o judiciário doméstico dos Estados, para garantir a efetividade de seus direitos. Como também vimos na seção 2.3.4, os direitos se diferenciam das demais normas por serem conjuntos de instituições e preceitos cujo conteúdo é estabilizado pela intervenção de um árbitro. Negar aos credores essa capacidade seria um recurso de poder fundamental nos processos de reestruturação. Não é à toa que um dos grupos de instituições mais importantes sugeridos pelo *staff* do FMI para o SDRM era o que tornava o resultado de uma reestruturação obrigatório a todos os credores, inclusive a minoria vencida na votação do acordo.

Essa questão também trouxe uma dificuldade adicional para o *staff* do FMI. Como vimos, os direitos dos credores são constituídos por combinações particulares de instituições domésticas e internacionais, geralmente estabilizadas pela atuação de árbitros domésticos, ou seja, pelas cortes e tribunais da jurisdição onde são emitidos os *bonds*.²⁸² Por isso, para que a limitação da capacidade de recurso ao árbitro pelos credores produzisse efeitos práticos, o

²⁸¹ Isso não significa que o credor não possa, espontaneamente, fazer esse cálculo. O fato de a maioria dos credores concordarem em participar de uma reestruturação sugere que, na maioria das vezes, consideram mais vantajoso participar do que pleitear seus créditos por via judicial.

²⁸² Cf. a respeito a seção 2.3.4.

SDRM teria de ser capaz de impedir essas cortes de julgar os pleitos dos credores. Krueger nos dá um exemplo interessante das dificuldades que poderiam ser encontradas pelo *staff* do FMI na ausência do SDRM:

there are important jurisdictions in which there is no clear statutory basis that allows for the rights of a minority of creditors to be modified without their consent. And there are also jurisdictions in which a contract cannot be retroactively altered, which is a big problem. (KRUEGER, 2002g, p. 146)²⁸³

Assim, o desafio que se colocou ao *staff* do FMI era suplantar a competência (que nada mais é do que uma forma de agência) das cortes domésticas no julgamento desses casos, uma vez que o SDRM não poderia intervir de forma direta nos ordenamentos sociais domésticos, estando obrigado a observar os limites de sua agência frente à soberania dos Estados.

A solução para essa questão não seria fácil. Uma alternativa, a alteração progressiva dos ordenamentos domésticos nas principais jurisdições onde emitidos os *bonds*, foi prontamente descartada, já que permitiria uma margem muito maior de variação no conteúdo das normas do que o *staff* do FMI pretendia:

it would need to have the force of law in those countries where enforcement is sought. While this could be achieved, in part, by the adoption of domestic legislation in a number of key jurisdictions, such an approach would have a number of limitations. First, in the event that these jurisdictions adopted such legislation, it is possible that creditors would ensure that future instruments enable them to enforce their claims in jurisdictions that have not adopted such legislation (...). Second, such an approach would create its own “free rider” problem: countries would be reluctant to adopt legislation until they were assured that other countries have also done so. Third, there would be no assurance that all of the countries would adopt the identical text (moreover, interpretation may not be uniform if it is left to the decision of the courts in each country, which could lead to forum shopping by creditors). (FMI, 2001b, p. 15).

Segundo a opinião do *staff* do FMI, como vimos na seção 3.8 acima, a maneira mais eficiente de se solucionar esse obstáculo seria através da formalização do SDRM e sua criação por meio de um tratado internacional que alterasse os estatutos do Fundo. Dessa forma, os próprios Estados se submeteriam aos termos do Mecanismo e aceitariam limitar sua agência e a das suas cortes domésticas, com a vantagem do quorum especial para alteração dos estatutos.²⁸⁴

²⁸³ Cf, também a respeito FMI, 2001b, pp. 15 e 16; KÖHLER, 2002a; KRUEGER, 2002d, pp. 29 ss, 2002e e 2002i.

²⁸⁴ Alguns comentaristas criticaram essa proposta por ser politicamente pouco prática. Pedro Malan, por exemplo, fez uma crítica nesses termos: “*Amending the Articles of Agreement is a*

Para combater a reação dos credores e justificar a desqualificação de seus direitos, o *staff* do FMI se utilizou das estratégias discursivas mencionadas nas seções 2.5.1.1 e 2.5.1.2, respectivamente as de restrição de significados e determinação dos limites do discurso. A primeira pode ser vista em prática na associação feita pelo *staff* do FMI entre o exercício daqueles direitos e a atuação de renegados (*rogue creditors*, em inglês). Krueger afirmou por exemplo que os credores “se fartam na desordem” (“*relish disorder*”),²⁸⁵ e como vimos os igualou mais de uma vez a predadores, “abutres”²⁸⁶ e “foras-da-lei”²⁸⁷. Em alguns discursos, o *staff* do FMI chegou a equiparar os credores a criminosos que prejudicariam diretamente os interesses da “comunidade internacional” (estes a serem definidos e interpretados pelo próprio *staff* do FMI), como por exemplo o bem público da estabilidade. Krueger nos fornece um bom exemplo de uma aplicação dessa estratégia:

But the threat litigation continues to pose to orderly restructuring was underlined more recently when an aggressive holdout creditor in effect held Peru to ransom; it persuaded courts in the US and Europe to prevent Peru from servicing its Brady debt until the holdout creditor was paid. (KRUEGER, 2002a)

Para que ambas as estratégias cumprissem seu papel, no entanto, o *staff* do FMI teria que definir de antemão os interesses ou preferências dos credores e quais deles seriam considerados legítimos tendo em vista o critério de instrumentalidade estabelecido. Por isso, esses mesmos interesses e preferências deveriam ser relativamente estáveis e exógenos às interações dos agentes no mercado de capitais internacional; o papel das normas e da linguagem na sua limitação e constituição deveriam ser excluídos da análise. Então, a partir desses interesses “arbitrários”, o *staff* do FMI dividiu os credores entre aqueles que participariam ativamente de uma reestruturação para resolvê-

complex and cumbersome process that does not seem the most appropriate means of implementing the SDRM, since the issue falls outside the Fund's purposes, and was never envisaged by members when they originally subscribed to the Articles. If an SDRM is to be established, this should be done by a completely new international agreement rather than by amending the Fund's Articles of Agreement” (MALAN, 2002). De uma maneira bastante curiosa, o argumento de Malan se apóia na idéia da existência de uma “intenção original” do legislador ou, no caso, dos Estados-membros originais que criaram o FMI, o que não deixa de ser uma estratégia possível para o debate, como vimos na seção 2.4.

²⁸⁵ Cf. KRUEGER, 2002a.

²⁸⁶ A expressão é utilizada por exemplo no seguinte comentário de Krueger: “*the more recent success of an aggressive legal strategy employed against Peru by a vulture company called Elliot Associates underlines the power that holdout creditors retain*” (KRUEGER, 2001a).

²⁸⁷ Ainda segundo Krueger, “[i]n one recent case a holdout creditor in effect held a country to ransom, threatening to push it into default with other bondholders unless the holdout was repaid” (KRUEGER, 2001b – ênfase nossa).

la o mais rápido possível, de maneira a fazer com que os preços dos *bonds* se recuperassem, e aqueles que lucrariam com a desordem, uma vez que comprariam os *bonds* no mercado a preços extremamente depreciados para tentar obter judicialmente o pagamento integral (ou seja, o valor de face) dos títulos.²⁸⁸

Além da subordinação do exercício dos direitos dos credores a critérios de custo e benefício, o que poria em cheque sua autonomia, essa estratégia também comprometeria sua impessoalidade. Ao dividir os credores segundo seus “interesses” esperados, o *staff* do FMI promoveu sua discriminação para efeitos do processo de reestruturação em linhas artificiais. Se considerarmos por exemplo as justificativas para a exclusão dos credores oficiais do SDRM, vemos como o *staff* do FMI ignorou de forma conveniente não apenas o custo desses empréstimos para os devedores soberanos como também o fato de que, nos casos em que constituam a maior parte do endividamento externo de um devedor, sua exclusão da reestruturação dificilmente contribuiria para o retorno do perfil de endividamento à sustentabilidade.

A discriminação entre os credores e a exclusão de alguns do escopo do SDRM foi o terceiro motivo que identificamos para a rejeição do Mecanismo da parte dos credores. Como já o mencionamos acima, o analisaremos brevemente na próxima seção.

4.1.3. A Discriminação aos *Bondholders*

Pudemos constatar ao analisarmos as seções 2.6.3 e 2.7.3 a ambigüidade na interpretação oferecida pelo *staff* do FMI para o conteúdo do preceito do tratamento equitativo dos credores. Na visão dos credores, a equidade pressupunha a tratamento igualitário de todos, “oficiais” ou privados, para os efeitos de uma reestruturação. Uma das maneiras do SDRM fornecer os incentivos para que os credores participassem de uma reestruturação era assim promover a *inter-creditor equity*, de modo a prevenir os eventuais problemas de coordenação que um tratamento diferenciado poderia causar.

Essa interpretação se baseava em declarações e documentos produzidos pelo próprio *staff* do FMI. Além disso, os incentivos a serem fornecidos aos credores pelo SDRM envolviam alguma forma de proteção, não apenas de seus

²⁸⁸ Nas palavras de Krueger, “[o]thers, which buy debt on the secondary market in hope of profiting through litigation, prefer a disorderly process allowing them to buy distressed debt more cheaply” (KRUEGER, 2001a). Cf. também a respeito KRUEGER, 2001b.

direitos, mas também do valor de seus créditos. O mesmo se daria com relação aos *holdouts*, já que o SDRM deveria evitar que uma minoria de credores pudesse receber judicialmente a integralidade de seus créditos, enquanto os demais fizessem concessões na tentativa de auxiliar no retorno do perfil de endividamento do devedor à sustentabilidade: “*the sovereign debtor would be required not to make payments to nonpriority creditors. This would avoid the dissipation of resources that could be used to service the claims of relevant creditors in general*” (KRUEGER, 2002d, p. 16).

No entanto, como vimos no capítulo segundo, alguns sinais indicavam a mudança na interpretação do *staff* do FMI para o preceito do tratamento equitativo; aliás, desde o princípio se sabia que entre os objetivos do SDRM estavam diminuir a necessidade de utilização de recursos oficiais, resguardar os recursos do Fundo e incentivar a maior participação dos credores privados nas reestruturações. Mas a ambigüidade do *staff* do FMI em seu discurso fez com que os credores se surpreendessem com a mudança na interpretação do preceito. Afinal, há uma grande distância entre se incentivar a participação dos credores privados na reestruturação e se excluir inteiramente os créditos do FMI dos efeitos do SDRM. Além disso, não apenas os créditos oficiais acabariam excluídos de uma reestruturação realizada através do Mecanismo, mas também o seriam praticamente todos os créditos, inclusive privados, que não tivessem sido tomados pelo devedor através da emissão de *bonds*. Na verdade, os únicos créditos que deveriam se sujeitar obrigatoriamente ao SDRM, e não poderiam ser excluídos nem por decisão do devedor, eram os de titularidade dos *bondholders*.²⁸⁹

Como vimos no capítulo terceiro, para vencer a resistência dos credores, o *staff* do FMI procurou justificar essa discriminação com base nas supostas características e interesses que os diferenciavam.²⁹⁰ Daí porque, por exemplo, os credores domésticos teriam sua exclusão justificada pela necessidade de se tentar minimizar os custos de uma reestruturação para a economia doméstica do devedor; ou porque os credores multilaterais e oficiais teriam sua exclusão justificada por seu papel de guardiões da estabilidade do sistema financeiro internacional.

Dessa forma, a exclusão de cada “tipo” de credor seria justificada pelos interesses e características a ele atribuídas pelo *staff* do FMI, o que poderia inclusive não corresponder à “realidade”, ou à percepção que os próprios

²⁸⁹ Cf. a respeito a seção 3.2.1.4 acima e FMI, 2002d, p. 11.

credores tinham de seus interesses, especialmente se considerarmos como eles são constituídos pelas normas existentes no mercado de capitais internacional. Já discutimos acima como a atribuição aos agentes de um interesse meramente instrumental não permite uma explicação abrangente do seu comportamento. Além disso, não podemos deixar de notar que tais interesses e preferências foram atribuídos pelo *staff* do FMI a partir de sua interpretação particular do que “deveriam” ser, ou seja, de uma espécie de processo de “rotulação” que nega o papel das normas e da linguagem na interação humana.²⁹¹

Um outro problema com esse discurso do *staff* do FMI estava em suas consequências financeiras para os devedores e credores em caso de uma reestruturação. É difícil de se imaginar de que maneira a exclusão de créditos do processo de reestruturação, fossem oficiais ou privados, seria compatível com os objetivos de preservar o valor dos créditos dos demais credores e de permitir o retorno do perfil de endividamento do devedor à sustentabilidade. Os *bonds* não são a única forma de financiamento utilizada pelos devedores e estão longe de representarem a maioria absoluta dos créditos em circulação no mercado de capitais internacional. Como lembram Roubini & Setser, os créditos bancários ainda compõem a maioria dos financiamentos aos devedores: “*At the end of 2000, banks held \$530 billion of a total of \$875 billion in external claims on nine major emerging economies; bonds held abroad accounted for \$345 billion*” (ROUBINI & SETSER, 2004, p. 11). Também devemos lembrar da afirmação do *staff* do FMI, ao justificar a exclusão do SDRM dos créditos com garantia, de que essa é a única maneira que alguns devedores encontram para se financiar.²⁹² Finalmente, não podemos esquecer que os créditos oficiais também compõem uma parcela significativa dos valores disponíveis aos devedores no mercado internacional:

The IMF's total “usable” resources are around \$200 billion. A reasonable estimate of the amount of outstanding international sovereign bonds issued by emerging economies is \$370 billion. Bonds are long-term obligations, so the IMF can usually put more money into a country that international bondholders can take out in the short run. (...) Of course, maturing

²⁹⁰ Cf. a respeito FMI, 2002d, pp. 9 e ss. Cf. também a seção 3.2.1.4 acima.

²⁹¹ Algumas declarações do *staff* do FMI nos fornecem um bom exemplo desse tipo de rotulação: “*individual creditors may consider that their best interests would be served by trying to free ride in the hope of ultimately receiving payments in line with their original contracts*” (KRUEGER, 2002d, p. 7). Ainda segundo o *staff* do FMI, “[*t*he preferences of official bilateral creditors and private creditors, for example, often differ, as each is subject to different constraints. There also may be large differences in preferences among private creditors. For example, commercial banks (particularly domestic commercial banks) may be willing to accept terms that would not be acceptable to bondholders” (FMI, 2002c, p. 9).

²⁹² Cf. FMI, 2002g, p. 20.

international bonds are not the only source of financial pressure on crisis countries. The pressures that can come from cross-border bank lending and the roll-off of domestic debts and bank deposits can overwhelm even large IMF packages. (Roubini & Setser, 2004, p. 10).

Além disso, ao contrário do que afirma o *staff* do FMI, os efeitos “benéficos” dos créditos oficiais, dos créditos comerciais e dos créditos domésticos devem ser vistos com cautela.

Os créditos oficiais e os empréstimos das IFIs e agências multilaterais muitas vezes carregam condições que impõem aos devedores obrigações mais duras do que as que encontrariam nos *bonds*. Petifor argumenta por exemplo que as instituições multilaterais de crédito repassam aos devedores os eventuais custos relacionados à criação de reservas de contingência para o caso de inadimplemento:

the World Bank and the MDBs charge their clients for the cost of building up loan loss reserves for lending to those clients. They make charges to those clients for the building up of loan loss reserves, but they do not use those loan loss reserves on the whole for debt cancellation. (PETIFOR, 2003)²⁹³

Em relação ao FMI, as condições estabelecidas para a concessão de empréstimos e o grau de influência do Fundo na economia doméstica do devedor podem ser mais rigorosos e ter conseqüências mais importantes do que no caso dos *bonds*.²⁹⁴ E mesmo que isso não seja abertamente reconhecido pelo *staff* do FMI, a principal função dos programas de ajuste é restaurar o a capacidade de pagamentos do devedor para que ele possa pagar os empréstimos concedidos pelo Fundo: “*In lieu of collateral, Fund lending requires agreement with the borrower on economic policy measures that will improve its balance of payments and help it repay*” (KRUEGER, 2001a – ênfase nossa).²⁹⁵

²⁹³ Lipson também apresenta um quadro desfavorável nesse sentido às renegociações realizadas até a década de 80 através do Clube de Paris: “*The track record on foreign-aid loans was equally strong. Donors had made such loans throughout the postwar period, and inevitably some had required rescheduling. Such renegotiations were rare, however, and their terms stiff*” (LIPSON, 1986b, p. 220).

²⁹⁴ Segundo o manual de organização financeira e operações do Fundo, “*Prevention is the IMF’s primary safeguard against the emergence of new cases of arrears (...). Preventive measures include IMF surveillance of members’ economic policies, policy conditionality attached to the use of IMF resources, technical assistance by the IMF in support of members’ adjustment and reform efforts, and the assurance of adequate balance of payments financing for members under IMF-supported programs*” (FMI, 2001a, p. 156).

²⁹⁵ Ainda segundo o manual de organização financeira e operações do Fundo, “*Conditionality comprises an evolving set of guidelines covering the economic policies that members intend to follow as a condition for the use of IMF resources. The key objective of conditionality is to ensure that members drawing on the IMF adopt adequate policies to cope with their balance of payments*

Os créditos comerciais fornecidos pelos grandes bancos também podem estar sujeitos a condições mais rigorosas do que as dos *bonds*, como garantias estabelecidas sobre bens do devedor ou de empresas sobre seu controle, e que permitem a esses credores se utilizar de seu direito de excussão sem que necessitem passar por um processo de reestruturação. Por que deveriam ser excluídos ou por que o SDRM representaria uma intervenção excessiva sobre seus direitos é uma questão difícil de entender, principalmente se considerarmos que a capacidade desses credores se apropriarem de ativos a revelia da negociação em processo de reestruturação pode causar sérios entraves ao retorno do devedor a um perfil sustentável de endividamento. A ênfase do *staff* do FMI na preservação dos direitos desses credores em detrimento dos direitos dos *bondholders* mostra mais uma vez a ambigüidade de seu discurso.

Quanto aos créditos domésticos, não deixa de ser verdade que o devedor pode reestruturá-los localmente de forma mais eficiente; no entanto, sem ser acompanhado por alguma forma de controle de capitais, um processo de reestruturação doméstico pode agravar ainda mais a situação do devedor caso desencadeie uma fuga de capitais. Isso para não mencionarmos a questão política doméstica do devedor, que pode fazer com que ele prefira infringir perdas aos credores externos e proteger os credores domésticos que constituam sua base de apoio.

Concentrar a reestruturação apenas nos *bonds* e excluir os demais créditos, inclusive os do FMI, não faria sentido para os *bondholders*, inclusive se analisado apenas da perspectiva dos custos e benefícios para efeitos de uma reestruturação.²⁹⁶ Aliás, a exclusão dos créditos do FMI se mostrou tão controversa que Krueger se viu obrigada a defendê-la invocando o papel do Fundo na manutenção da estabilidade do mercado de capitais internacional:

people have asked why the Fund should exclude its own claims from a restructuring under the proposed new mechanism. This is to misunderstand the Fund's role as a lender. We are not a commercial organization seeking

problems and enable them to repay the IMF within the designated repurchase period” (FMI, 2001, p. 144).

²⁹⁶ Mussa argumenta que do ponto de vista macro-econômico a exclusão dos credores domésticos e de outros tipos de créditos não faz sentido: “Sovereign debt issued under domestic law (which is the vast majority of sovereign debt, particularly for industrial countries like the United States) would not be covered. Official loans to sovereigns by other governments and by the international financial institutions would be excluded from the SDRM. The SDRM would also not apply to other (non-debt) obligations of the sovereign whether contracted under domestic or foreign law. Moreover, the SDRM would not apply to private debts or other contractual obligations, whether within a country or across national boundaries, regardless of the legal jurisdiction of the contract. These limitations are vitally important because they clearly imply that there are many important issues in typical emerging-market crises that an SDRM does not address at all” (MUSSA, 2002b).

profitable lending opportunities. (...) [W]e avoid disorderly adjustment and discourage countries from adopting policies that would do unnecessary harm to themselves, their private creditors, and other countries. This is a public good that benefits that private sector and it would not therefore be appropriate to lump outstanding loans to the Fund with commercial claims in a workout. This would limit our ability to play that vital role in future. (KRUEGER, 2001b)

Portanto, o tratamento diferenciado dispensado ao FMI e a outros credores, mesmo que privados, se apresentou como uma séria dissonância entre os objetivos declarados do SDRM e as instituições que o constituiriam. Mas os credores não foram os únicos a rejeitar o tratamento diferenciado. O mesmo processo de diferenciação se deu com relação aos devedores, como veremos na próxima seção.

4.1.4. O Tratamento Diferenciado dos Devedores

Outro ponto de choque que se transformou em uma questão importante para alguns devedores foi o tratamento diferenciado dispensado pelo *staff* do FMI aos países em desenvolvimento, identificados como sendo o “público-alvo” do SDRM, e os países desenvolvidos. Júlio Bessa, ministro da fazenda de Angola e representante de diversos países africanos²⁹⁷ no IMFC, chamou a atenção para essa diferença, presente também nas atividades de “vigilância” desenvolvidas pelo Fundo: “*we express concern that while surveillance has been effective in developing countries, especially the Fund borrowers, it has been relatively ineffective in developed countries*” (BESSA, 2002).

A diferenciação entre emergentes e desenvolvidos pelo *staff* do FMI realmente chama a atenção, a começar por uma questão fundamental do SDRM, o conceito de sustentabilidade do perfil da dívida. Como vimos na seção 3.2.1.1, para proteger os credores da má-utilização do SDRM, ele somente poderia ser instaurado nos casos em que o perfil de endividamento do devedor fosse considerado insustentável. Como vimos, Krueger procurou apresentar um critério técnico que possibilitasse essa aferição, baseado na relação dívida/PIB do devedor; caso ela tendesse a se estabilizar ou cair no longo prazo, sem a necessidade de interrupção no serviço da dívida, ela seria considerada

²⁹⁷ Angola representa no IMFC Botswana, Burundi, Etiópia, Eritreia, Gâmbia, Kenya, Lesotho, Libéria, Malawi, Moçambique, Namíbia, Serra Leoa, África do Sul, Sudão, Suazilândia, Tanzânia, Uganda, Zâmbia e Zimbábue.

sustentável.²⁹⁸ Ao contrário, se mesmo com a adoção de um programa de ajuste ela continuasse subindo, a dívida seria considerada insustentável.²⁹⁹

Não obstante o discurso do *staff* do FMI, a questão da sustentabilidade não é tão objetiva ou técnica quanto se pretende, mas eminentemente política. Como mostramos no primeiro capítulo, na opinião de alguns dos próprios membros do *staff* do FMI, como Jack Boorman, a decisão do devedor de inadimplir sua relação contratual com os credores é basicamente política e leva em consideração a interação das forças políticas domésticas e as condições sociais para a implementação de políticas econômicas para a garantia de sua capacidade de pagamento, independente da aferição técnica de sua relação dívida/PIB.

A percepção dos credores e do mercado do risco de inadimplemento pelo devedor leva esse fato em consideração; podemos percebê-lo ao examinarmos as tabelas abaixo, feitas a partir de dados sobre a relação dívida/PIB de alguns dos países membros da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

No primeiro grupo de países, incluímos os membros da OCDE que se encontram entre as maiores economias mundiais, além de quatro outros países menores (Bélgica, Holanda, Itália e Áustria), membros da União Européia e também considerados “desenvolvidos”, mas que apresentam relações dívida/PIB que os aproximam de alguns dos países emergentes alvo do SDRM.

	Relação Dívida PIB (%)					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bélgica	107.402	104.698	101.265	101.184	100.623	97.579
França	46.952	48.226	48.126	49.054	50.652	53.132
Alemanha	26.541	34.654	34.658	35.259	36.666	38.318
Holanda	53.235	50.835	45.811	43.087	43.323	45.101
Inglaterra	50.948	45.087	43.588	40.104	40.33	40.061
EUA	42.783	39.358	34.43	32.961	33.702	35.301
Japão	86.132	96.033	104.445	122.276	135.521	138.693
Itália	110.576	108.494	105.677	104.746	102.019	96.846
Áustria	59.416	61.41	60.355	59.788	59.811	60.117

Tabela 1: Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países desenvolvidos membros da OCDE. Fonte: OCDE.

De todos os países incluídos na tabela acima, apenas a Alemanha e os Estados Unidos tinham, até 2003, uma dívida pública inferior a 40% do PIB. Na

²⁹⁸ Cf. Krueger, 2002m.

²⁹⁹ Cf. a seção 3.2.1.1 acima e Krueger, 2002m e 2003a.

faixa intermediária estavam a Inglaterra e a Holanda, respectivamente com um endividamento aproximado de 40% e 45% do PIB. Todos os demais países apresentaram endividamento superior a 50% do PIB, como a França e a Áustria (respectivamente 53% e 60%, aproximadamente), e que chegou inclusive a percentuais próximos ou superiores a 100% do PIB, como no caso da Bélgica, Itália e Japão (respectivamente 98%, 97% e 139%, aproximadamente).

Os números se tornam ainda mais reveladores quando analisamos a evolução do endividamento desses países. Todos, com a exceção da Bélgica, Inglaterra e Itália, apresentaram crescimento de seu endividamento, sendo que a diminuição nos casos da Bélgica e da Itália, apesar de consistente na série de 5 anos apresentada acima, não foi suficiente para retornar a relação dívida/PIB para níveis que seriam considerados aceitáveis para os países emergentes, permanecendo próxima de 100%. O gráfico abaixo nos ajuda a visualizar as evoluções para todos os países:

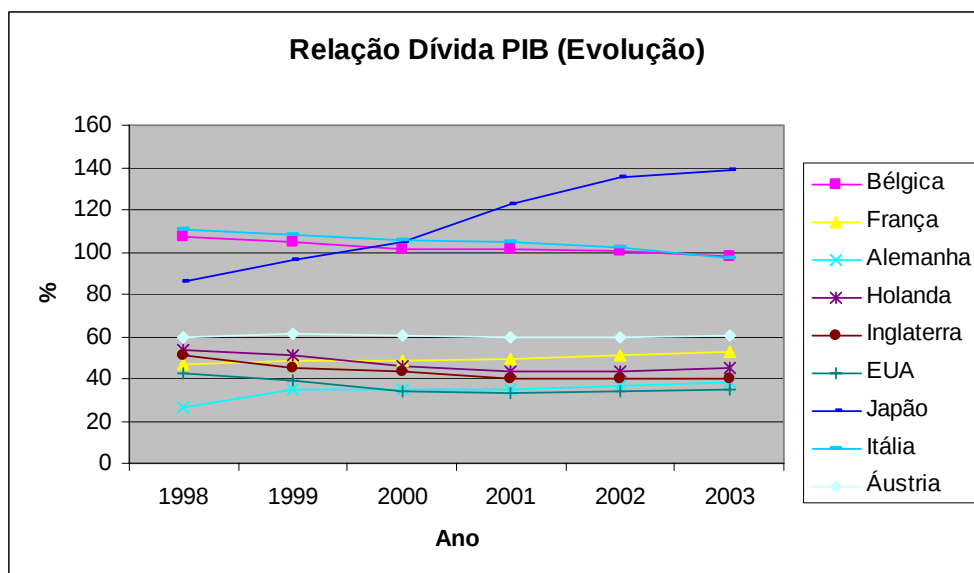


Gráfico 1: Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países desenvolvidos membros da OCDE. Fonte: OCDE.

No segundo grupo, incluímos aqueles países membros da OCDE que são considerados os maiores mercados emergentes, além dos maiores devedores, como a Coreia, o México e a Turquia. Estes países se distinguem ainda dos demais por terem sido o centro de severas crises de endividamento na década de 90 e na virada dos anos 2000. Os demais países são membros da União Europeia que, apesar de ainda não serem considerados economias

desenvolvidas, como os países incluídos na primeira tabela, nos permitem uma comparação interessante dos emergentes com outros países da zona do Euro.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Coréia	14.757	16.943	17.444	18.182	18.506	22.018
México	27.817	25.59	23.247	22.48	24.044	24.708
Polônia	40.281	40.515	36.859	37.331	41.979	46.501
Turquia	22.236	29.607	29.234	68.469	53.993	54.032
Grécia	116.129	115.939	121.976	122.283	120.86	119.175
R. Tcheca	9.907	11.187	13.457	14.903	16.396	19.335
Hungria	61.124	60.441	54.859	51.984	55.101	57.02
Eslováquia	22.736	22.784	24.007	36.396	35.355	35.719

Tabela 2: Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países em desenvolvimento membros da OCDE. Fonte: OCDE.

Dos países incluídos na segunda tabela, Turquia, Grécia e Hungria apresentaram até 2003 uma relação dívida/PIB superior a 50% (respectivamente 54%, 119% e 57%, aproximados), enquanto a Polônia apresenta uma relação aproximada de 47%. Coréia, México, República Tcheca e Eslováquia apresentam relações inferiores a 40% (respectivamente, 22%, 25%, 19% e 36%, aproximados). Mas mesmo nesse último grupo, Coréia e México se diferenciam dos demais, pois são os únicos que apresentam níveis de endividamento inferiores a 25%, ao mesmo tempo em que a evolução de sua dívida ao longo do período de 5 anos se mantém relativamente estável. Podemos acompanhar melhor essa evolução no quadro abaixo:

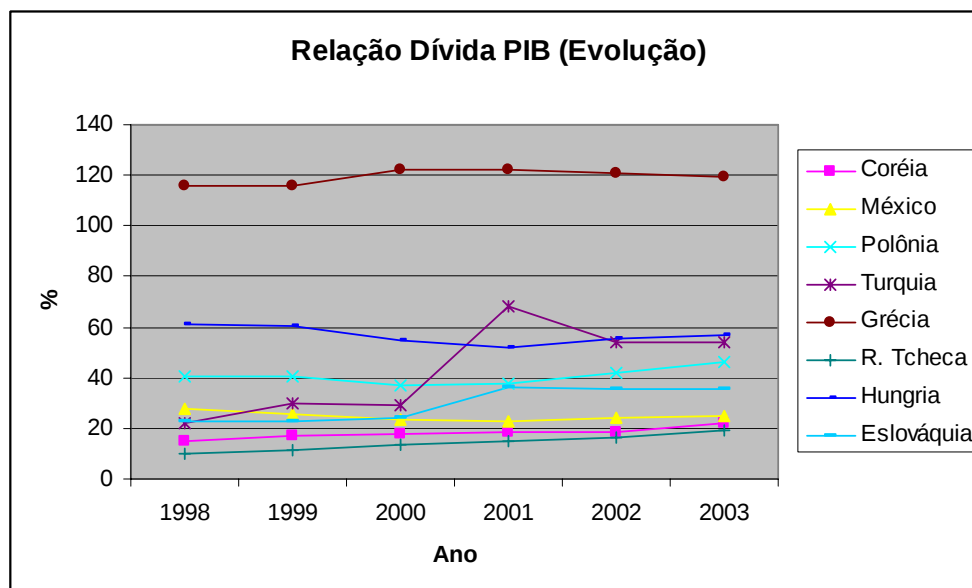


Gráfico 2: Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países em desenvolvimento membros da OCDE. Fonte: OCDE.

Coréia e México, mesmo tendo sido o centro de severas crises de endividamento nos últimos anos, mostram uma relação dívida/PIB mais controlada do que a maioria dos países considerados desenvolvidos, e melhor também do que vários países europeus recém egressos na União Européia. Dos emergentes membros da OCDE que passaram por crises de endividamento recente, apenas a Turquia apresenta uma relação dívida/PIB superior a 50%, mas os dados acima não nos permitem saber com segurança se tal valor se deve à crise econômica e conseqüente contração do PIB, o que nos parece mais provável dado o súbito aumento no endividamento no ano de 2001.

Nesse sentido, Cooper (que é favorável em princípio à criação de um instrumento capaz de tornar as reestruturações mais eficientes e organizadas) nos chama a atenção para os problemas envolvidos na instituição do SDRM e na definição de um critério técnico para a determinação da sustentabilidade da dívida:

Everyone talks of the “emerging markets,” which have acquired greater access to the international capital market in recent years. But the composition of this category constantly changes. Should it include the low-income members of the Organization for Economic Cooperation and Development, such as Mexico or Portugal? Should it include Italy, whose future fiscal outlook is by no means rosy? Or Germany, which recently threatened to break through the budget-deficit barrier of Europe’s monetary union? Or the United States, the world’s biggest debtor nation? What would be the grounds for extending the provision to some members of the IMF but not to others? Again, there is no clear answer. (COOPER, 2002, p. 94)

Devemos lembrar que foi em virtude dessa visão política da dívida que surgiu para os credores e para o *staff* do FMI a necessidade de fortalecimento institucional dos devedores em desenvolvimento. A criação ou reforma de instituições domésticas poderia levar ao maior controle do processo decisório dos governos devedores. Curiosamente, portanto, ao mesmo tempo em que poderia significar a institucionalização e o apoio do FMI ao *default*, o que era uma preocupação dos credores, para os devedores o SDRM poderia significar a institucionalização da interferência do FMI em sua política doméstica em situações não necessariamente relacionadas às formas tradicionais de auxílio disponíveis ao Fundo, como por exemplo seus programas de ajuste.

Por todos esses motivos, o SDRM significaria a institucionalização de uma discriminação política entre os devedores emergentes e os desenvolvidos, mesmo quando as condições macro-econômicas dos primeiros fossem melhores do que as dos segundos e seu perfil de endividamento pudesse ser considerado

sustentável. Nesse sentido, a contradição entre o discurso e a prática do *staff* do FMI parece ter contribuído para a rejeição do SDRM pelos devedores.

4.1.5. O Fortalecimento Institucional dos Devedores

A preocupação com a intervenção do FMI na relação contratual entre credores e devedores não se limitou, da parte desses últimos, à questão da insuficiência dos incentivos fornecidos pelo SDRM à reestruturação. Como vimos acima, os devedores também revelaram sua desconfiança com o papel do Fundo no SDRM e, especialmente, com a influência que seria atribuída ao Mecanismo (e, em consequência, ao FMI) sobre a economia doméstica dos devedores emergentes.³⁰⁰ Em meio ao debate, o G-24 emitiu um pronunciamento no qual chama a atenção para esse fato:

In light of the increased interdependence in the global economy, Ministers underscore the role of multilateral surveillance and the need to increase its focus on the global impact of the policies of advanced economies and developments in major capital markets. This is particularly important because of the asymmetry with which the IMF influences policymaking in member countries. (...) They 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 – ênfase nossa)

O pronunciamento do G-24 remete a uma questão importante para os países emergentes: apesar de em teoria apenas fornecer os incentivos para que os credores e devedores resolvessem voluntariamente seus problemas de coordenação, as instituições que seriam incorporadas ao SDRM também tinham por objetivo fortalecer institucionalmente o mercado de capitais internacional e os ordenamentos sociais domésticos dos devedores.

Mesmo se opondo firmemente ao primeiro objetivo, os credores viam com bons olhos a maior influência da “comunidade internacional” na economia doméstica dos devedores. Nesse sentido, o SDRM incorporaria um grupo de instituições destinado especificamente a garantir a adoção de políticas

³⁰⁰ Ann Petifor, diretora da ONG Jubilee Research, aponta para um aspecto perverso do mecanismo. Ao interferir na política doméstica do devedor, o *staff* do FMI estaria isento dos “riscos políticos” aos quais o governo estaria sujeito, o que, de certa maneira, o isolaria do mecanismo de mercado; as consequências das falhas e erros na política econômica sugerida pelo *staff* do FMI seriam sofridos pelo devedor (e talvez pelos credores) e não pelo Fundo, principalmente porque os créditos de sua titularidade estariam excluídos do SDRM: “*We think it’s unfair to the debtor also because the IMF staff act as external consultants and often oblige decisions on the debtor, but are then exempt from the risks associated with those decisions. Indeed, the IMF gains from wrong decisions because it actually attracts new repayments. The IMF in a sense is isolated from the market mechanism*” (PETIFOR, 2003).

econômicas “responsáveis” pelos países em crise e, assim, proteger os direitos dos credores e incentivá-los a participar da reestruturação. Mas até mesmo os credores viam essa influência como algo mais profundo do que o mero fornecimento de incentivos, chegando mesmo a criticá-la por acharem-na insuficiente para proteger seus interesses. Para Chamberlin, por exemplo,

the proposed solution, a bankruptcy procedure, does not really address the real problem, which is the failure of sovereigns to develop the institutions and systems, and to pursue the policies, that could provide greater protection over the long-term from severe economic and financial difficulties (CHAMBERLIN, 2002b)

Em carta endereçada a Köhler,³⁰¹ diversas associações representativas dos interesses dos credores e outros participantes do mercado questionaram se as instituições a serem incorporadas ao SDRM seriam efetivas ao promover mudanças nas economias dos devedores:

the Krueger proposal implies that creditors will benefit from the adoption of IMF-mandated economic policies in the debtor country. However, severely compromising creditor's rights in exchange for an unenforceable promise by debtor countries to put in place policies that would prevent future payments interruptions is a trade-off that few creditors, with good reason, would accept voluntarily. The history of sovereign defaults, particularly in the past two decades, is filled with similar promises that were not fulfilled. More often than not, IMF targets set for debtor countries have not been met and structural adjustment programs linked to debt relief have lapsed without achieving the needed reforms. (SIA et al, 2002, p. 2)³⁰²

³⁰¹ Cf. a respeito nota 111 acima.

³⁰² Larosièrre coloca a questão em termos muito semelhantes: “*Emerging market countries must, of course, follow appropriate macroeconomic policies geared to low inflation and to fiscal discipline, and pursue structural reforms leading to a more efficient functioning of domestic markets*” (LAROSIÈRE, 2002, p. 1 – ênfase no original). Curiosamente, a crítica quanto a efetividade dos programas de ajuste do FMI e, principalmente, quanto à falta de transparência nas regras para fornecimento de empréstimos e aferição do cumprimento da condicionalidade, não são privilégio dos credores; representantes dos países desenvolvidos também apresentaram críticas relevantes. Masajuro Shiokawa, então ministro da fazenda do Japão e seu representante no IMFC, coloca de maneira contundente essa questão da responsabilidade do staff do FMI: “*I urge the IMF to: Reconfirm that the IMF's and other official resources are limited and that any access to IMF resources beyond normal access limits has to be strictly exceptional. To this end, 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. (...) [C]larify its role and the modalities of its involvement in a member country's decision on standstills as well as its lending into arrears. (...) In cases where the IMF lends into arrears, there is a need to monitor whether the policy measures taken by the borrowing country are appropriate and whether IMF resources are being properly used*” (SHIOKAWA, 2002). Outros representantes no IMFC levantaram a necessidade do FMI reforçar a vigilância da situação macroeconômica dos devedores. Rodrigo de Rato, à época Presidente do Conselho de Ministros da Fazenda da União Européia, define com a vantagem da experiência da crise Argentina, essa preocupação por parte dos países desenvolvidos: “*Past experience shows that most crises arise from vulnerabilities due to inconsistent macroeconomic and structural policies that have not been detected and corrected in time. Increased attention should be given to domestic monetary, fiscal and financial policies, and should notably focus on the consistency of the exchange rate regime with the overall policy framework and on the sustainability of the debt position*” (RATO, 2002). Cf. também COSTELLO, 2002;

O argumento dos credores apresenta uma contradição importante, o que não os exime dos mesmos problemas de dissonância entre discurso e interpretação do conteúdo das instituições contidas no SDRM sofridos pelo *staff* do FMI. Se para criticar a criação do SDRM e o fortalecimento institucional do mercado de capitais internacional os credores argumentaram a favor da suficiência e eficiência das normas existentes no espaço internacional, o mesmo não ocorreu em relação aos devedores. Segundo esses credores, a solução (se não para todas, ao menos para a maioria das crises de endividamento) passaria por uma intervenção mais profunda da comunidade internacional nos ordenamentos sociais dos devedores, fortalecendo-os institucionalmente. Esse argumento coloca em questão a capacidade do FMI e do SDRM em promover esse fortalecimento, além das mudanças necessárias nos ordenamentos sociais dos devedores.

De maneira semelhante aos membros do G-24, outros devedores procuraram reagir à contradição dos credores. Nicolas Eyzaguirre, então ministro da fazenda do Chile, representando também outros países da América do Sul,³⁰³ questionou em discurso proferido na reunião do IMFC a responsabilização exclusiva dos devedores pela ocorrência de crises:

*There is a tendency when evaluating the Latin American debt crises, to fall back on stylized generalizations that usually emphasize the lack of fiscal policy discipline as the ultimate cause of the problem while downplaying the importance of **external shocks** and financial vulnerabilities.* (EYZAGUIRRE, 2002 – ênfase no original)³⁰⁴

Para Eyzaguirre, o SDRM deveria se limitar a um papel de coordenação, fornecendo incentivos aos agentes no mercado de capitais internacional e evitando interferir na relação contratual de credores e devedores. Além disso,

MANLEY, 2002; PEDERSEN, 2002 e VILLIGER, 2002. Para outros representantes dos Estados-membros, o FMI deveria ter uma função mais ativa na assistência dos demais Estados-membros cujos mercados ainda estão “em desenvolvimento” ou são considerados “emergentes”: “*the Fund should not simply tell countries what policies should be adopted, it should also assist them in the task of identifying how needed reforms can be implemented*” (COSTELLO, 2002). Cf. também MANLEY, 2002.

³⁰³ O Chile representa nas reuniões do IMFC a Argentina, a Bolívia, o Paraguai, o Peru e o Uruguai.

³⁰⁴ Em um estudo muito interessante sobre a condicionalidade nos empréstimos soberanos e sobre por que os devedores pagavam suas dívidas na última década do século XIX, Albert Fishlow chama a atenção para os paralelos com o processo nas décadas de 80 e 90 do século XX e, inclusive, para a presença de um discurso semelhante da parte dos credores, atribuindo à falhas e erros na política doméstica dos devedores a responsabilidade pela crise de endividamento: “*The basic similarity resides in the ascription to domestic policy errors the primary blame for debt*

deveria ser complementado pelo desenvolvimento de ferramentas para tornar mais eficiente a análise, pelo FMI, das condições macroeconômicas do mercado e dos devedores:

this new restructuring framework should not be seen as leading to unnecessary defaults or broadly increasing the perceived risk of default. The challenges are to improve the analytical basis for judging debt sustainability. (EYZAGUIRRE, 2002)

Como dissemos anteriormente, para os devedores o SDRM poderia significar a institucionalização da interferência do FMI em sua política doméstica. Mesmo que consideremos que eles já estão sujeitos a um certo grau de interferência do Fundo em suas políticas primeiramente por seu *status* de Estados-membros e, principalmente, em razão dos empréstimos e programas de ajuste, o SDRM representaria uma ampliação das atribuições do FMI no mercado de capitais internacional. Geralmente, os processos de reestruturação ocorrem no contexto de um financiamento do Fundo e de outros membros da comunidade internacional, mas na ausência do SDRM os devedores ainda possuem alguma autonomia e flexibilidade para negociarem com os credores sem a interferência do Fundo. Isso aconteceu recentemente, por exemplo, com a Argentina.

Falaremos um pouco mais da ampliação das atribuições do FMI na próxima seção, dedicada à rejeição do SDRM pelo governo norte-americano.

4.2. A Rejeição do Governo Norte-Americano ao SDRM

Finalizaremos nossa hipótese para a rejeição do Mecanismo com a análise da posição do governo norte-americano.

Como já vimos, o governo norte-americano se mostrou a princípio favorável à criação de alguma forma de mecanismo que conferisse mais estabilidade aos processos de reestruturação de dívida soberana no mercado de capitais internacional e diminuísse a necessidade da concessão de financiamentos vultuosos pelo setor oficial aos devedores em crise. Declarações favoráveis de Paul O'Neill na esteira da crise argentina teriam inclusive inspirado Krueger e o resto do *staff* do FMI a apresentar sua versão para tal mecanismo: o SDRM.

service difficulties. International market conditions were given short shrift (...). That domestic lack of capability justified an external expertise and oversight" (FISHLOW, 1989, p. 87).

Após a saída de O'Neill, o Tesouro norte-americano continuou favorável ao fortalecimento institucional do ordenamento social composto pelo mercado internacional. O sub-secretário John Taylor em mais de uma ocasião reiterou essa posição:

*The fifth part of our strategy regarding emerging markets and IMF reform has to do with creating an alternative to IMF bailouts that countries can use when they get in bad situations. This alternative is to create a more systematic approach to the restructuring of sovereign debt – trying to make restructuring more predictable. (...) What is needed here is a more formal workout strategy for countries that reach an unsustainable debt position. Secretary O'Neill called for us all in the international community to work on such a strategy last year. And the First Deputy Managing Director of the IMF Anne Krueger responded. (TAYLOR, 2002a)*³⁰⁵

Mas ao contrário do *staff* do FMI, Taylor enxergou como alternativa a adoção das CACs pelos devedores, ficando assim em uma posição intermediária que, como vimos, já vinha sendo debatida desde a crise mexicana de 1994. Segundo ele,

Several alternatives would facilitate the workout of sovereign debt problems by debtors and creditors themselves without a strong IMF role. In my view these alternatives are promising; and they may be easier to implement and more predictable. For example, one could introduce new bond provisions so that when a country gets to a situation where it needs a restructuring, there is a more orderly process for a workout with the bondholders. (TAYLOR, 2002a)

Qual o motivo da preferência do governo norte-americano por sua opção pelas CACs e sua rejeição do SDRM? Em nossa opinião, a resposta mais provável está relacionada ao papel desempenhado pelo FMI no sistema financeiro internacional.

Como vimos, o SDRM ampliaria em certa medida papel do Fundo, principalmente na solução das crises de endividamento dos devedores emergentes. Se consultarmos seus estatutos, podemos ver que não há nenhuma determinação explícita quanto a seu papel na resolução de crises, ou ainda como guardião da estabilidade do sistema financeiro ou do mercado de capitais internacional. Para maior facilidade do leitor, transcrevemos seus objetivos, compreendidos no primeiro capítulo, abaixo:

“(i) To promote international monetary cooperation through a permanent institution which provides the machinery for consultation and collaboration on international monetary problems. (ii) To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the

³⁰⁵ Cf. também Taylor 2002b, 2003a e 2003b.

promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy. (iii) To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation. (iv) To assist in the establishment of a multilateral system of payments in respect of current transactions between members and in the elimination of foreign exchange restrictions which hamper the growth of world trade. (v) To give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity. (vi) In accordance with the above, to shorten the duration and lessen the degree of disequilibrium in the international balances of payments of members. (FMI, 1990)

Além disso, é interessante notarmos também que quando os estatutos fazem alguma referência mais explícita às atividades do FMI, deixam claro que elas devem ser indiretas em essência, ou seja, devem propiciar as condições para que seus Estados-membros possam atuar, e não atuar por eles. O inciso I, por exemplo, diz que o Fundo deve providenciar os mecanismos para que os Estados-membros façam consultas e colaborem entre si; o inciso II diz que deve facilitar a expansão do comércio internacional; o III, que ele deve promover a estabilidade nas cotações das moedas e suportar os acordos dos Estados-membros para esse fim; no V, que o Fundo deve fornecer a seus Estados-membros a oportunidade de ajustarem os desequilíbrios na balança de pagamentos. O único inciso que trata de uma função mais direta, o VI, toma o cuidado de dizer que o Fundo deve diminuir a duração e o grau desses desequilíbrios, mas respeitando o disposto no inciso V.

Portanto, o SDRM, especialmente se instituído através da alteração dos estatutos do Fundo, estaria ampliando sua agência para a solução de crises de endividamento, que podem envolver mais do que simplesmente o desequilíbrio no balanço de pagamentos, principalmente por seus desdobramentos domésticos, e requerer uma atuação mais ativa. Com isso, o FMI poderia assumir outras funções de controle e interferência nos contratos privados de credores e devedores, incluindo por exemplo a instituição de controles de capital nos países em crise e o controle dos fluxos de investimento no próprio mercado internacional, o que iria de encontro ao estabelecido no inciso IV. Não é de surpreender, portanto, que o *staff* do FMI tenha admitido a possibilidade de recomendar a imposição de instrumentos para o controle de capital em conjunto com a instituição do SDRM.

Nossa hipótese é a de que o governo norte-americano estaria reagindo a essa transformação da agência do Fundo, que se daria em detrimento da agência de seus Estados-membros, inclusive os mais poderosos. Como mencionamos na seção 2.6.4, Rogoff & Zettelmeyer reconhecem que o SDRM significaria a flexibilização da soberania, principalmente dos devedores, em favor do Mecanismo. Aliás, Krueger pode ter percebido o surgimento dessa rejeição do governo norte-americano. Em um discurso em meados de 2002 na reunião anual do Bretton Woods Committee, realizada em Washington, ela procurou se adiantar a essas críticas reafirmando a importância do FMI para a estabilidade do sistema financeiro internacional:

I understand that all countries – and perhaps, this one in particular – are reluctant to cede or share their sovereignty over decisions that are important to their citizens to international forums. But if we have learnt one thing from the turmoil that many emerging market economics have been through in recent years, it is that the health and stability of the global financial system cannot be secured by a single nation working alone. (KRUEGER, 2002h)

Taylor deixou transparecer essa preocupação com o aumento do escopo de atuação do Fundo em um discurso feito em fevereiro de 2002:

we need to narrow the focus of the IMF. The IMF, in giving loans to countries over the years, has insisted on conditions that go well beyond the expertise and purview of the IMF – areas that have more to do with social policy or interfere in the politics of governments. (TAYLOR, 2002a).

Esta hipótese não significa que a preocupação com a expansão da agência do FMI tenha sido a única motivação para a rejeição do SDRM. Poderíamos considerar outras possibilidades, como por exemplo a pressão dos participantes do mercado, como bancos e gestores de recursos, sobre o governo norte-americano, ou mesmo o compromisso do novo *staff* do Departamento do Tesouro com princípios do liberalismo e do livre-mercado. Mas diante das fontes recolhidas, nossa hipótese, que considera o papel das normas e como elas constituem a agência dos participantes do mercado internacional, nos parece ser plausível. Sem dúvida, uma análise dessas outras motivações seria de grande valia para complementar nossa pesquisa, mas, diante das limitações de espaço e tempo da presente dissertação, terão de ficar para uma ocasião futura.