

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros**  
**Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros**  
**Latin-American Shadow Financial Regulatory Committee**

---

**Declaração N°6**

**7 de outubro de 2002**  
**Washington, DC, Estados Unidos**

Declaração Conjunta Emitida pelos Comitês de Assuntos Financeiros da América Latina,  
Europa, Estados Unidos e Japão

**REFORMAS NO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA SOBERANA  
INTERNACIONAL**

**Resumo Executivo**

Na última reunião anual do FMI e do Banco Mundial foram discutidas duas propostas para reformar o processo de reestruturação da dívida soberana internacional: as cláusulas de ação coletiva (CACs) e um mecanismo de reestruturação da dívida soberana (MRDS). Nem o FMI nem seus críticos acreditam que estas medidas serão suficientes para reduzir ao mínimo a probabilidade de ocorrência das crises de dívida soberana ou para garantir que as soluções serão eficientes. Não obstante, as propostas provocaram discussões importantes e merecem uma análise cuidadosa. Os Comitês de Assuntos Financeiros da América Latina, Europa, Estados Unidos, e Japão acreditam que partes das propostas do FMI vão muito longe e outras não vão longe suficientemente. Vão demasiadamente longe com respeito às reformas imediatas sugeridas para o processo da solução das dívidas soberanas. Os Comitês propõem um enfoque mais gradual que comece com o fortalecimento dos sistemas de contratos existentes para resolver os problemas das dívidas. Ao mesmo tempo, as propostas do FMI não vão longe nas políticas que incentivam as demoras no reconhecimento e a solução das dívidas soberanas insustentáveis.

Um objetivo central das propostas recentes de reforma é resolver os conflitos que surgem entre os credores durante o processo de renegociação da dívida. Em particular, a decisão de uma minoria de credores de não participar no processo de renegociação poderia retardar a solução do problema e poderia evitar que os devedores soberanos recuperassem o acesso às fontes internacionais de crédito. Os comitês de Assuntos Financeiros opinam que este problema poderia ser resolvido mediante a adoção geral de CACs, que permitiria que uma maioria de credores pudesse tomar decisões representando o total de detentores de bônus. Os comitês além disto crêem que esta meta poderia ser obtida através de ações voluntárias por parte dos credores e os devedores que seriam complementadas mediante incentivos para que os credores e os devedores adotem os CACs. No momento atual, os Comitês não endossam a adoção de um enfoque estatutário como o MRDS para a solução das dívidas soberanas. No entanto, no caso em que o uso de CACs, depois de um período de prova, for considerado inadequado, um mecanismo como o MRDS deveria ser reconsiderado.

## Princípios Básicos

A reforma ideal da reestruturação da dívida deve buscar os seguintes objetivos:

1. Aconselhar os países à não se endividarem excessivamente e aos credores de evitar empréstimos excessivos;
2. Reduzir a probabilidade de ocorrência de crises de dívidas soberanas diminuindo o chamado “risco moral”, ou seja, garantindo que os credores, que foram compensados *ex ante* pelos riscos que tomaram, compartilhem apropriadamente as perdas *a posteriori*;
3. Quando as dívidas se tornam insustentáveis, reduzir a demora em reconhecer o problema não é solução, pois no ínterim as condições econômicas podem deteriorar-se, complicando a situação do país devedor e dos credores antes mesmo de iniciar o processo de reestruturação da dívida;
4. Logo que o processo de reestruturação das dívidas tenha começado, assegurar uma solução rápida; e
5. Obter uma solução que permita ao país recuperar o acesso a fluxos estáveis de capital.

A proposta de um MRDS e as inovações no CACs se referem principalmente ao quarto objetivo, porém não garantem adequadamente os outros objetivos. A probabilidade de ocorrência de crises de dívidas soberanas e a demora no seu reconhecimento dependem de vários fatores adicionais, incluindo principalmente as políticas de empréstimos do FMI que ajudam a sustentar as políticas macroeconômicas de ajuste. O aperfeiçoamento dos mecanismos de reestruturação das dívidas não deve distrair a atenção da importância de reduzir as demoras em reconhecer o problema e o papel que FMI teve de forma não intencional ao permitir a demora no reconhecimento e solução das dívidas insustentáveis.

## Os Problemas de Coordenação de Credores

Um dos objetivos centrais das propostas do FMI é solucionar os problemas de ação coletiva que surgem entre os credores nos processos de renegociação de dívidas. O problema de ação coletiva consiste em que uma minoria de credores retarda a solução até que se cumpram suas demandas, em detrimento de outros credores e do devedor. A proposta de CACs trata deste problema diretamente obrigando a todos os credores a aceitarem as decisões da maioria. .

Os CACs serviriam portanto como uma alternativa aos mecanismos *a posteriori* que serão construídos (por exemplo, “acordos de saída”, definidos abaixo) e usados pelos governos para estimular os credores para que compartilhem os resultados do processo de renegociação. Uma vantagem dos CACs sobre os mecanismos existentes é o efeito potencial positivo que podem ter nas políticas de empréstimos do FMI. Ao contribuir para melhorar o processo de renegociação, os CACs podem também ajudar a reduzir a pressão sobre o FMI para apoiar as dívidas soberanas insustentáveis.

Outra vantagem dos CACs é a eliminação das incertezas e atrasos legais. As incertezas legais atuais podem limitar a utilidade dos “acordos de saída”. Os “acordos de saída” são aditivos

aos contratos existentes, aceitos pela maioria simples dos credores que concordam em trocar os bônus pela dívida renegociada. Isto desestimula a minoria dos credores a aceitar a reestruturação porque a dívida original agora tem aditivos contratuais indesejáveis. Existe, no entanto, uma certa incerteza sobre que aditivos ou emendas são permitidas. Os CACs evitariam estas incertezas legais.

Os Comitês de Assuntos Financeiros acreditam que a inclusão dos CACs nos bônus não teria um impacto significativo no custo de emissão da dívida. Além disto, a adoção dos CACs não excluiria outras inovações úteis nos contratos privados que poderiam facilitar a solução das dívidas com problemas.

### **Porque estimular os CACs**

Os CACs não são uma idéia nova. De fato, já existem nos bônus internacionais emitidos no Reino Unido, Luxemburgo e no Japão. Se os CACs são atrativos, porque não são adotados voluntariamente de forma generalizada? Se o uso generalizado dos CACs pode reduzir as perspectivas de “*bailouts*” do FMI (como discutido anteriormente), nem os credores nem os devedores querem adotá-los. Se os bônus com CACs tem a emissão mais cara (um argumento apresentado freqüentemente pelos devedores soberanos e pelos credores) existem outras duas razões para apoiar os CACs. Primeiro, as vantagens de um processo de renegociação mais ordenado podem se estender além dos benefícios ao devedor soberano e seus credores dado que poderiam reduzir o contágio da crise a outros países. Dado que essas vantagens não afetam diretamente nem ao devedor soberano nem aos seus credores, estas vantagens não incentivam que o país devedor adote os CACs. Em segundo lugar, os políticos locais, que enfrentam pressões, podem estar pouco dispostos a negociar as perspectivas de custos mais baixos da reestruturação da dívida num prazo além do seu mandato.

Isto sugere que poderia ser vantajoso incentivar a adoção dos CACs. De fato, alguns analistas sugerem que a adoção seja obrigatória. Por exemplo, uma alternativa poderia ser incorporar nos Artigos do FMI a exigência de mudanças nas leis de cada país que é membro da organização (isto seria uma versão mais modesta que a proposta do FMI de emendar os Artigos da instituição para estabelecer um MRDS). Um enfoque mais moderado seria exigir que os países que se beneficiem dos programas do FMI adotem os CACs. Ainda outra alternativa seria oferecer financiamento multilateral a taxas de juros mais baixa aos países que adotem os CACs voluntariamente. Também seria desejável eliminar os impedimentos existentes para a implementação dos CACs nos EUA. Contra a crença comum, os CACs são permitidos nos contratos de dívida soberana de acordo com a legislação de 1939 nos Estados Unidos (US Trust Indenture Act). Incentivos oficiais para a adoção de CACs nos contratos de dívidas soberanas emitidas segundo a lei dos Estados Unidos poderiam ser úteis para superar a resistência aos CACs.

### **Necessitamos de um enfoque estatutário?**

Ainda que se adotasse os CACs nas novas emissões de dívida, permaneceria um problema sério com respeito ao estoque das dívidas existentes que não incluem os CACs. Entretanto, este é um tema de “transição” que não deve evitar a implementação de reformas que sejam desejáveis no longo prazo. Uma das razões ressaltadas pelo FMI para a proposta de MRDS é que solucionaria o problema transitório já que incluiriam tanto as novas dívidas quanto as preexistentes dentro do mesmo mecanismo de resolução. Porém existem outros mecanismos

que também atingiriam esse objetivo. Por exemplo, uma possibilidade alternativa seria troca as dívidas sem CACs por dívidas com CACs. O G7 poderia desenvolver iniciativas que fomentassem, ou até subsidiassem, estas trocas se o problema da transição for considerado suficientemente importante.

Outra razão para apoiar a implementação dos MRDS é a necessidade de evitar que se julguem os governos durante o processo de renegociação. Esta preocupação é exagerada. Episódios recentes mostram que os governos podem proteger-se contra esses julgamentos, com exceção daqueles relacionados a transações no processo de "clearing" e "settlement" de pagamentos. Porém este problema poderia ser remediado mais diretamente mediante uma legislação que protegesse os devedores soberanos de ver suas transferências de pagamentos interferidas durante o processo de "clearing" e "settlement", comparável à proteção às transferências eletrônicas que existem no código comercial dos Estados Unidos para as empresas em bancarota. Os partidários dos MRDS acreditam que uma vantagem crucial do enfoque estatutário é a capacidade de coordenar a solução de diferentes tipos de dívidas (bônus, empréstimos de bancos, *swaps*, etc.) mediante regras estatutárias que determinem os direitos específicos dos diferentes tipos de credores (por exemplo, o poder de veto dos credores no tocante aos planos de reestruturação). Os partidários dos MRDS vêem este processo como uma alternativa mais ordenada em comparação com o processo atual de renegociação sem regras entre os governos e os credores.

Não é claro se o enfoque estatutário aceleraria o processo de renegociação. Por exemplo, a diferença de poder de veto aos planos de reestruturação entre as diversas classes de credores poderia produzir um processo mais lento em comparação com o resultado produzido pela troca de dívida organizada pelo governo na qual as posições relativas de credores se determinam pela decisão do governo que buscaria encontrar a melhor solução. Tampouco é claro qual seria a instituição mais apropriada para supervisionar o processo estatutário proposto.

Com estas incertezas, e dada a pouca experiência com a renegociação de bônus internacionais nos últimos quatro anos, é cedo ainda para concluir que o enfoque estatutário é de fato necessário. Diferente dos esforços para aumentar o uso dos CACs, poderia haver irreversibilidades importantes em estabelecer o enfoque estatutário, porque este enfoque poderia prevenir o desenvolvimento de alternativas melhores com o enfoque contratual. Em resumo, acreditamos que seria melhor preservar o enfoque estatutário como uma opção para considerar no futuro se o enfoque contratual for considerado inadequado.

### **Reformas Adicionais**

Mais reformas são necessárias? Acreditamos que sim, porque a nossa proposta de fortalecer os CACs como alternativa de um processo estatutário não é suficiente para solucionar o problema fundamental das demoras existentes em reconhecer a insustentabilidade das dívidas públicas. Esse problema está relacionado com a demora em reconhecer as dificuldades por parte dos governos (cujos incentivos políticos são de curto prazo) e os credores (que encaram a opção de receber um "bailout" do FMI como um incentivo para atrasar a renegociação). Portanto, o G7 e o Comitê Monetário e Financeiro Internacional do FMI deveriam estabelecer incentivos apropriados dentro do FMI para garantir que os empréstimos da instituição não retardem a solução das dívidas em problemas.

Até agora, parte da incerteza sobre a eficácia do enfoque contratual que existe atualmente é que as ações do FMI no passado tornaram muito difícil observar como os credores e os

devedores soberanos se comportariam num mundo no qual necessitariam renegociar sozinhos. Outra vantagem de reformar os mecanismos de empréstimos do FMI seria que ajudaria a determinar se um enfoque estatutário seria realmente necessário no futuro.

Outras reformas também seriam desejáveis e que modificariam os incentivos dos credores de tal forma que a volatilidade dos fluxos de capital aos países emergentes diminuiria. Por exemplo, uma das reformas propostas atualmente ao Acordo de Basileia agrava a distorção existente na regulação aos bancos internacionais no tocante aos empréstimos de curto prazo aos mercados emergentes, exacerbando desta forma a volatilidade dos fluxos de capital. Até agora, o Acordo de Basileia deveria ser modificado para eliminar esta distorção. (Veja a Declaração do Comitê de Assuntos Financeiros de América Latina No. 2, Abril de 2001).

### **Conclusão**

Dado o rápido processo de inovação mediante o qual os participantes do mercado estão desenvolvendo novos enfoques para solucionar as ineficiências no processo de renegociação das dívidas, acreditamos que um enfoque gradual seria mais apropriado. Portanto, acreditamos que os CACs devem ser adotados. Também acreditamos que a adoção prematura dos MRDS pode ser contraproducente ou pode evitar a criação de outras iniciativas de mercado.