RELATÓRIO DA FORÇA-TAREFA DO **PARDEE CENTER**

MARÇO 2013

Boston University The Frederick S. Pardee Center
for the Study of the Longer-Range Future

Regulação da Conta Capital e o Sistema de Comércio: Uma Avaliação de sua Compatibilidade

Regulação da Conta Capital e o Sistema de Comércio: Uma Avaliação de sua Compatibilidade

Co-Presidentes
Kevin P. Gallagher
Leonardo E. Stanley

Membros da Força-Tarefa
Sarah Anderson
Andrés Arauz
Luiz Fernando de Paula
Smitha Francis
Manuel F. Montes
Daniela Magalhães Prates
Deborah E. Siegel
Feng Tian
Hector R. Torres
Todd Tucker
Annamaria Viterbo
Qiyuan Xu

Considerações finais por Michael Waibel

O Pardee Center ocasionalmente convoca especialistas em questões políticas específicas para identificar opções de políticas viáveis a longo prazo. Esta série de relatórios, os Relatórios da Força-Tarefa do *Pardee Center* (*Pardee Center Task Force Reports*), apresenta os resultados de tais deliberações como uma contribuição de especialistas para discussões de temas atuais relevantes que afetarão o desenvolvimento humano a longo prazo.

Editor do relatório: Kevin P. Gallagher

O *Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future* da Universidade de Boston funciona como um catalisador do estudo da melhoria da condição humana por meio de uma melhor compreensão das tendências complexas - incluindo a incerteza - nas interações globais da política, economia, inovação tecnológica e ecologia humana. As áreas de atuação do *Pardee Center* incluem as ciências sociais e naturais e a visão das ciências humanas sobre o mundo natural. O foco do Centro é definido pela sua visão de longo alcance. Nosso trabalho pretende identificar, prever e melhorar o potencial a longo prazo para o progresso humano — levando em considerção a sua complexidade e suas incertezas.

Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future
Boston University
Pardee House
67 Bay State Road
Boston, Massachusetts 02215
Tel: +1 617-358-4000 Fax: +1 617-358-4001
www.bu.edu/pardee
Email: pardee@bu.edu
Imagem da capa: iStock.com

Este relatório expressa as opiniões dos autores e não representa necessariamente os pontos de vista de suas instituições, a saber, o *Pardee Center* e a Universidade de Boston. As publicações produzidas pelo *Pardee Center* apresentam uma vasta gama de perspectivas com o intuito de promover um diálogo bem informado sobre políticas e questões fundamentais para o desenvolvimento humano e para o futuro longínquo.

Este relatório é um projeto da *Global Economic Governance Initiative (GEGI-*Iniciativa de Governança Econômica Global) coordenado pelo pesquisador do Pardee Center, Kevin P. Gallagher. Para maiores informações,
Visite o site http://tinyurl.com/Pardee-GEGI.
Produzido por *Boston University Creative Services*
© 2013 Trustees of Boston University
ISBN 978-1-936727-08-7
Impresso em papel reciclável
0213 9040030501

CONTEÚDO

iv Agradecimentos
v Siglas e Abreviações

Sumário Executivo
Regulação da Conta Capital e do Sistema de Comércio: A Necessidade de Reconciliação
Kevin P. Gallagher and Leonardo E. Stanley

Seção 1: A Compatibilidade entre a OMC e a Regulação dos Fluxos de Capitais

1. **Como tornar o GATS um Código de Conduta para os Controles de Capitais.....13**
Annamaria Viterbo

2. **O conflito iminente do GATS com os Controles de Capitais.....25**
Todd Tucker

3. **Os Controles de Capitais podem atenuar as tensões de comércio.....35**
Hector R. Torres

4. **Os esforços do Equador para a revisão das regras do GATS sobre as regulações monetária e financeira e os novos paradigmas sobre o tema.....47**
Andrés Arauz

5. **Regulação dos Fluxos de Capitais, Tratados de Comércio e Investimento, e Autonomia de política no Brasil.....59**
Luiz Fernando de Paula and Daniela Magalhães Prates

Seção 2: A Compatibilidade entre os FTAs-BITs e a Regulação dos Fluxos de Capitais

6. **Restrições da Conta Capital, Acordos Comerciais e o FMI.....71**
Deborah E. Siegel

7. **A Parceria Transpacífica e as Regulações da Conta Capital: Uma Análise dos Acordos Existentes na Região.....85**
Sarah Anderson

8. **Controles de capitais, Capítulos de Investimento, e os Objetivos do Desenvolvimento Asiático.....95**
Manuel F. Montes

9. **O Impacto Potencial do Tratado de Investimento Bilateral EUA-China sobre a Economia chinesa.....107**
Qiyuan Xu and Feng Tian

10. **Autonomia para a regulação da conta de capital no âmbito dos acordos comerciais e de investimento da Índia.....115**
Smitha Francis

Considerações finais por Michael Waibel
Biografias dos membros da Força-Tarefa

AGRADECIMENTOS

A Força-Tarefa do *Pardee Center* sobre a Regulação dos Fluxos de Capitais Globais para o Desenvolvimento a Longo Prazo é um projeto da *Global Economic Governance Initiative – GEGI* (Iniciativa de Governança Econômica Global) coordenada pelo Professor Associado de Relações Internacionais da Universidade de Boston e Pesquisador do *Pardee Center*, Kevin P. Gallagher. Este relatório da Força-Tarefa sobre a Regulação da Conta Capital e o Sistema de Comércio: Uma avaliação de sua compatibilidade, dá sequência ao primeiro relatório da Força-Tarefa "Regulação dos Fluxos de Capital Globais para o Desenvolvimento de Longo Prazo", co-patrocinada pela *Initiative for Policy Dialogue* (Iniciativa para o Diálogo de Política) da Universidade de Columbia e pelo *Global Development and Environment Institute – GDAE* (Instituto de Desenvolvimento Global e Meio-Ambiente) da Universidade de Tufts. Este relatório foi patrocinado pelo GEGI juntamente com o GDAE e o Centro de Estudos do Estado e da Sociedade (CEDES) em Buenos Aires, Argentina, e produzidos em colaboração com o *Boston University Center for Finance, Law and Policy* (Centro de Finanças, Direito e Política da Universidade de Boston).

Os co-presidentes agradecem sinceramente o *Pardee Center* pelo apoio a este projeto. A idéia inicial da Força-Tarefa foi apoiada por Adil Najam, ex-diretor do Pardee Center. O mesmo entusiasmo persistiu na gestão de James McCann, atual diretor interino. Ambos entendem que a gestão dos fluxos de capitais de curto prazo em países emergentes e em desenvolvimento é essencial para o desenvolvimento de longo prazo e, portanto, dignos de investigação profunda, em consonância com o foco do Centro sobre as questões globais de longo prazo.

Agradecemos particularmente a Cynthia Barakatt, Diretora Associada do *Pardee Center*, por desempenhar um papel fundamental no gerenciamento da publicação e na apresentação dos relatórios da Força-Tarefa, bem como na edição de ambos os relatórios. Cynthia tem trabalhado com paciência, alegria e exame minucioso para garantir que os textos, muitas vezes escritos por pessoas que não dominam o inglês, ou por pessoas que falam o idioma, mas se apóiam em jargões, possam ser acessíveis a uma ampla gama de formuladores de política e acadêmicos.

Os co-presidentes agradecem também a Victoria Lorena Puyat do Centro de Relações Internacionais da B.U. Com o auxílio da estudante de pós-graduação Sarah Buss, Victoria coordenou grande parte da logística do *workshop* da Argentina, mesmo estando em Boston, MA. Theresa White e Susan Zalkind do *Pardee Center* também forneceram continuamente o apoio essencial, bem como atividades promocionais para a força-tarefa, assim como fizeram Erin Coutts e Timothy A. Wise do *GDAE*. Agradecemos também a Katherine Soverel pela assistência na preparação do manuscrito e a Jonars Spielberg por seu apoio na revisão.

Na Argentina, agradecemos especialmente a Maria Cristina Pasin, que dedicou o último dia de sua carreira no Banco Central Argentino para fazer uma palestra em nosso *workshop*, que inspirou o trabalho daquele dia, bem como os esforços que se seguiram. O *workshop* não teria o mesmo sucesso se não fosse pelo trabalho diligente e minucioso da equipe de apoio do CEDES.

Por fim, agradecemos a Leonardo Burlamaqui da *Ford Foundations´ Reforming Global Financial Governance Initiative* (Iniciativa para a Reforma da Governança Financeira Global da Fundação Ford) pelo apoio financeiro a este projeto.

Apoio adicional por meio da *GDAE* foi fornecido pelo Fundo *Rockefeller Brothers*, a quem também estendemos nossa gratidão.

SIGLAS E ABREVIATURAS

AB (*Appellate Body)*: Órgão de apelação
AML (*Anti-Money Laundering*): Anti-Lavagem de dinheiro
APTA (*Asia Pacific Trade Agreement*): Acordo de Comércio Ásia-Pacífico
ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*): Associação das Nações do Sudeste Asiático
BCB: Banco Central do Brasil
BIPA (*Bilateral Investment Promotion and Protection Agreement*): Acordo de Proteção e Promoção de investimento bilaterais
BIS (*Bank for International Settlements*): Banco de Pagamentos Internacionais
BIT (*Bilateral Investment Treaty*): Tratado de Investimento Bilaterais
BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
BRL: R$ ou Real (moeda brasileira)
CAFTA-DR (*Domican Republic-Central America Free Trade Agreement*): Acordo de Livre Comércio da América Central e República Dominicana
CAR (*Capital Account Regulation*): Regulação da Conta Capital
CEDES: Centro de Estudos do Estado e da Sociedade
CEPA: (*Comprehensive Economic Partnership Agreement*): Acordo de Cooperação Econômica Global
CFT (*Countering Terrorist-Financing*): Combate ao Financiamento do Terrorismo
COOL (*Certain Country of Origin Labeling*): Rotulagem de País de Origem
CTFS (*Committee on Trade in Financial Services*): Comitê sobre Comércio de Serviços Financeiros da OMC
EFTA (*European Free Trade Association*): Associação Europeia de Livre Comércio
EMD (*Emerging Market and Developing Countries*): Mercados Emergentes e Países em Desenvolvimento
EME (*Emerging Market Economy*): Economia de Mercado Emergente
FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*): Ato de Cumprimento de Contas de Não-Residentes
FDI (*Foreign Direct Investment*) : Investimento Direto Estrangeiro
FEMA (*Foreign Exchange Management Act*): Ato de Gestão de Moeda Estrangeira
FII (*Foreign Institutional Investors*): Investidores Institucionais Estrangeiros
FSA (*GATS Annex on Financial Services*): Anexo do GATS sobre Serviços Financeiros
FSB (*Financial Stability Board)*: Cômite de Estabilidade Financeira
FTA (*Free Trade Agreement*): Acordo de Livre Comércio
ALCA: Área de Livre Comércio das Américas
FX: Moeda Estrangeira
FXDR (*Foreign Exchange Derivatives Regulations*): Regulação dos Derivativos Cambiais

GATS (*General Agreement on Trade in Services*): Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços
GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*): Acordo Geral sobre Comércio e Tarifas
ICSID (*International Centre for Settlement of Investment Disputes*): Centro Internacional de Resolução de Controvérsias Relativas a Investimentos
IIA (*International Investment Agreement)*: Acordo de Investimento Internacional
FMI: Fundo Monetário Internacional
IOF: Imposto de Operações Financeiras
ISA (*International Services Agreement*): Acordo de Serviço Internacionais
LFT (*Less Favorable Treatment*): Tratamento Menos Favorável
MAI (*Multilateral Agreement on Investment*): Acordo Multilateral de Investimentos
Mercosul: Mercado Comum do Sul (Mercosul)
MFN (*Most Favored Nation*): Nação mais Favorecida
MNC (*Multinational Companies*): Empresas Multinacionais
NAFTA: Acordo de Livre Comércio da América do Norte
ODI (*Overseas Direct Investment*): Investimento Direto no Exterior
OCDE: Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OTC (*Over The Counter*): Balcão
PBOC (*People's Bank of China*): Banco Central da China
PIN (*Public Information Notice*): Aviso de Informação Pública
PMD (*Prudential Measures Defense*): Medidas Prudenciais
PTA (*Preferential Trade Agreements*): Acordos Preferenciais de Comércio
R-QDII (*RMB Qualified Domestic Institutional Investors*): Investidores Institucionais Domésticos Qualificados de RMB
RMBR-QFII (*RMB Qualified Foreign Institutional Investors*): Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados RMB
RBI (*Reserve Bank of India*): Banco Central da Índia
RMB: Renminbi (moeda chinesa)
SENPLADES: Secretaria de Planejamento do Investimento Público do Equador
TPP (*Trans-Pacific Partnership*): Parceria Transpacífico
UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*): Conferência da Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento
UNDESA (*United Nations Department of Economic and Social Affairs*): Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais das Nações Unidas,
USAID (*United States Agency for International Development*): Agência para o Desenvolvimento Internacional dos Estados Unidos
WIR(*World Investment Report*): Relatório de Investimento Mundial
OMC: Organização Mundial do Comércio

Sumário executivo

Regulação da Conta Capital e o Sistema de Comércio: A Necessidade de Reconciliação

Kevin P. Gallagher e Leonardo E. Stanley

A crise financeira global reafirmou a necessidade de regular as finanças transfronteiriças. Com a emergência deste consenso, alguns formuladores de política e acadêmicos manifestaram preocupação com a possibilidade de que muitas nações não tenham flexibilidade para adotar de forma adequada tais regulações em função de sua participação em tratados de comércio e investimento. Este relatório confirma que essas preocupações são amplamente justificadas e oferece soluções para tornar o sistema mais compatível com a regulação desejável das finanças globais.

Em junho de 2012, a Iniciativa de Governança Econômica Global do *Pardee Center* — juntamente com Centro de Estudos do Estado e da Sociedade (CEDES), Argentina, e o *Global Development and Environment Institute – GDAE* (Instituto de Desenvolvimento Global e Meio-Ambiente) da Universidade de Tufts — organizaram um workshop da Força-Tarefa sobre a Regulação dos Fluxos de Capitais Globais com a finalidade de realizar uma "avaliação de compatibilidade" dos regimes de regulação das finanças transnacionais e de comércio e investimento internacionais.

Esse processo revelou que pode haver uma série de incompatibilidades entre a capacidade de regular as finanças, as regras estabelecidas pela Organização Mundial de Comércio (OMC) e a miríade de "Acordos de Livre Comércio" (FTAs) e de Tratados Bilaterais de Investimentos (BITs), que muitas nações têm firmado ao longo da última década. De maneira geral, a avaliação constatou que os FTAs e BITs são muito menos compatíveis com a capacidade de regular as finanças transnacionais do que a OMC.

Este esforço teve como base um workshop inicial da Força-Tarefa que gerou um relatório intitulado *Regulando os Fluxos de Capitais Globais para o Desenvolvimento a Longo Prazo*. Nesse relatório, a Força-Tarefa afirma que as

Regulações da Conta Capital (CARs)[1], tradicionalmente conhecidas como "controles de capitais", são uma parte essencial da gestão macroeconômica nos países de mercados emergentes e em desenvolvimento. A força-tarefa salientou que as CARs sobre entradas e saídas de capitais deveriam ser parte permanente de uma série de medidas anticíclicas voltadas para amenizar as fases de alta e baixa dos ciclos financeiros de um país, a fim de criar um ambiente adequado para o crescimento a longo prazo. A Força-tarefa também observou que, em alguns casos, talvez haja necessidade de cooperação "nas duas pontas"[2] para se regular os fluxos de capitais de maneira eficiente.

Esta breve introdução destaca as principais incompatibilidades entre as CARs e o sistema de comércio identificados pelos membros da Força-Tarefa e oferece soluções concretas para conciliar a capacidade de adotá-las com o regime atual de comércio e investimento.

RESULTADOS DA AVALIAÇÃO DA COMPATIBILIDADE ENTRE AS CARs E O SISTEMA DE COMÉRCIO

Os membros da Força-Tarefa foram convidados a revisar os acordos na OMC e vários FTAs e BITs com o intuito de examinar até que ponto o regime de comércio foi compatível com a capacidade dos países adotarem CARs de forma eficaz. Foram identificadas várias incompatibilidades potenciais entre a OMC e essa capacidade. Mais alarmante ainda é a falta de autonomia política para se utilizar as CARs no âmbito de vários tipos de FTAs e BITs — especialmente aqueles que envolvem os Estados Unidos

Foram identificadas várias incompatibilidades potenciais entre a OMC e a capacidade de implantar as CARs

O Box 1 mostra os principais pontos de contraste entre, de um lado, a OMC e as BITs/FTAs e, de outro lado, as CARs. Em geral, a OMC é mais favorável à regulação das finanças do que os FTAs e BITs, embora existam algumas preocupações significativas em relação às regras dessa organização. É importante notar que a OMC é um sistema de "um país, um voto", o que permite o surgimento de coligações significativas entre países de mercado emergente e em desenvolvimento (EMDs). Além disso, as negociações na OMC relativas a serviços financeiros usam uma abordagem de "lista positiva", segundo a qual as Nações podem escolher quais setores serão contemplados pela liberalização e até mesmo colocar limitações ou condições sobre tal liberalização. De fato, o Chile liberalizou o comércio de serviços financeiros transfronteiriços,

mas reservou o direito de implantar as CARs quando as autoridades monetárias considerassem necessário (Saez 2006).

Em contraste, os FTAs e os BITs são produtos de poder de barganha assimétrico, muitas vezes colocando um país grande contra um menor, sendo o acesso ao mercado do maior condicionado a grandes concessões por parte do menor. Isso é acentuado pela abordagem da "lista negativa" para a negociação, na qual uma nação tem que liberalizar todos os seus serviços financeiros, exceto aqueles que escolheu proteger. Essa abordagem é problemática devido à posição de negociação desfavorável dos EMDs e à falta de capacidade de prever serviços financeiros futuros e sua forma de regulação.

Box 1: OMC vs FTAs-BITs

OMC	FTAs/BITs
Um país, um voto	Poder de barganha assimétrico
Lista positiva	Lista negativa
Exigência de transferências livres restritas	Exigência de transferências livres amplas
Abrange todos os serviços financeiros	Abrange todos os serviços financeiros e investimentos
Salvaguarda do balanço de pagamentos & exceção ("carve out") prudencial	Normalmente inclui medidas prudenciais ou relativas ao balanço de pagamentos , não ambas
Resolução de controvésias entre Estados	Resolução de controvérsias entre investidor e estado

No âmbito da OMC, quando as nações escolhem a liberalização de serviços financeiros — por meio do "Modo 1" do comércio de serviços financeiros ou do "Modo 3", estabelecendo uma presença comercial (Investimento Direto Estrangeiro - IDE)) para fornecedores de serviços financeiros no âmbito do Acordo Geral de Comércio de Serviços (GATS) — elas precisam abrir sua conta capital para que tais serviços sejam contratados. Os FTAs e os BITs, em contrapartida, exigem transferências livres no caso dos investimentos contemplados, que são definidos de forma ampla. Esta obrigação exige, com efeito, uma abertura total da conta capital entre as partes do acordo.

A OMC também contempla uma salvaguarda de balanço de pagamentos (Artigo XII), uma exceção geral (Artigo XIV) e medidas prudenciais, muitas

vezes referidas como "exceção" ("*carve out*") (Artigo 2 (a) do Acordo de Serviços Financeiros). Os FTAs e BITs normalmente incluem apenas uma dessas possibilidades.

As controvérsias na OMC são conduzidas entre Estados-nação e, às vezes, envolvem o Fundo Monetário Internacional (FMI) para perícia. Os FTAs e BITs raramente envolvem as autoridades monetárias e oferecem resoluções de controvérsia entre estado-estado e investidor-estado. Nesses casos, os investidores privados podem prestar queixas diretamente contra estados-nação por alegadas violações a um Tratado.

A Organização Mundial do comércio

Embora a OMC exija uma abertura mais limitada da conta capital e abra espaçoum elevado nível de salvaguardas, alguns membros da Força-Tarefa mostraram preocupações acerca da capacidade dos estados ou países de adotar as CARs ao mesmo tempo em que honram seus compromissos com o GATS. No âmbito do GATS, um país que tenha assumido compromissos no âmbito do Modo 1 terá que liberalizar os fluxos de capitais para viabilizar a transação dos serviços e não poderá regular esses fluxos. Ademais, não é evidente que as salvaguardas do GATS dão autonomia para os países implantarem as CARs.

Se um país não assumiu nenhum compromisso nos Modos 1 e 3, ele fica livre para regular as finanças transfronteiriças conforme julgar apropriado. Em contrapartida, caso um país tenha assumido compromissos nos Modos 1 3, algum grau de liberalização dos fluxos de capital será exigido. O FMI (2010) aponta:

> Os membros da OMC devem permitir movimentos de capitais transfronteiriços (ingresso e saída) caso sejam essenciais para a execução de um serviço para o qual assumiram compromissos de liberalização, no tocante ao seu fornecimento transfronteiras (sem estabelecimento). Por exemplo, as transações de capitais internacionais são parte integral da realização de depósitos de ou da concessão empréstimos para não-residentes (Modo 1). Essass transações também são normalmente associadas a serviços financeiros tais como a negociação de títulos em nome um cliente que reside em outro país. O estabelecimento de uma presença comercial (Modo 3) em um país anfitrião por um fornecedor de serviços estrangeiro envolve comércio de serviços e de capitais internacionais. Ao permitir o estabelecimento de uma presença comercial, os membros da OMC devem permitir o ingresso de transferências de capital (mas não saída) relativas ao fornecimento do serviço acordado.

No entanto, o GATS tem três disposições de salvaguarda que permitem que os países reduzam seus compromissos. O box 2 apresenta os aspectos mais relevantes de cada salvaguarda.

No que diz respeito à salvaguarda do balanço de pagamentos, alguns membros da Força-Tarefa ecoam preocupações acerca dos termos jurídicos do Artigo XII (ver Viterbo 2012). Isto porque, talvez a salvaguarda de balanço de pagamentos do GATS não garanta, de forma adequada, que os países possam utilizar medidas de regulação das entradas e saídas de capital, já que não há

BOX 2: Salvaguardas fundamentais relevantes para as CARs

GATS Artigo XII: Restrições à Salvaguarda de Balanço de Pagamentos

1. Em caso de dificuldades de balanço de pagamentos ou financeiras externas ou de ameaça de tais eventos, um Membro poderá adotar ou manter restrições ao comércio de serviços para o qual assumiu compromissos específicos, incluindo pagamentos ou transferências para as transações referentes a tais compromissos. É reconhecido que certa pressão sobre o balanço de pagamentos no processo de desenvolvimento econômico ou de transição econômica de um membro pode requerer o uso de restrições para assegurar, inter alia, a manutenção de um nível de reservas financeiras suficientes para a execução do seu programa de desenvolvimento econômico ou de transição econômica.
2. As restrições mencionadas no parágrafo 1:
   (a) não devem discriminar entre membros;
   (b) devem ser coerentes com os Artigos do Acordo do Fundo Monetário;
   (c) deve evitar danos desnecessários aos interesses comerciais, econômicos e financeiros de qualquer outro membro;
   (d) não devem exceder o necessário para lidar com as circunstâncias descritas no parágrafo 1;
   (e) devem ser provisórias e terminar progressivamente conforme a situação prevista no parágrafo 1 melhorar
3. Ao determinar a incidência de tais restrições, os Membros podem dar prioridade ao fornecimento de serviços essenciais ao seu programa econômico ou de desenvolvimento. No entanto, tais restrições não devem ser adotadas ou mantidas com a finalidade de proteger um determinado setor de serviços.

Artigo 2(a) do Acordo de Serviços Financeiros

2. Regulação Doméstica

(a) Não obstante as outras disposições do Acordo, um Membro não deve ser impedido de tomar medidas por razões prudenciais, inclusive para proters investidores, depositantes, segurados ou pessoas a quem um dever fiduciário é devido pelo prestador de serviços financeiros, ou para garantir a integridade e a estabilidadedo sistema financeiro. Quando tais medidas não estiverem em conformidade com as disposições do Acordo, elas não serão consideradas um desvio dos compromissos ou obrigações do Membro no âmbito do acordo.

nenhuma referência à derrogações voltadas para a manutenção da "estabilidade financeira". Além disso, a alínea 2(c) na exceção do balanço de pagamentos afirma que as medidas "não podem exceder o necessário" para lidar com as circunstâncias que estejam tentando evitar ou mitigar. Isso equivale ao que é chamado na legislação da OMC como um "exame de necessidade" e poderia abrir espaço para o painel de conflito decidir sobre a utilização de uma medida alternativa. Além disso, alguns membros da Força-Tarefa expressaram preocupação sobre a alínea 2(e). Exigir que as medidas tenham caráter "provisório" pode limitar o tempo necessário para que os países cumpram as metas estabelecidas.

No que diz respeito à salvaguarda do balanço de pagamentos, alguns membros da Força-Tarefa ecoam preocupações acerca dos termos jurídicos do Artigo XII (ver Viterbo 2012). Isto porque, talvez a salvaguarda de balanço de pagamentos do GATS não garanta, de forma adequada, que os países possam utilizar medidas de regulação das entradas e saídas de capital, já que não há nenhuma referência à derrogações voltadas para a manutenção da "estabilidade financeira". Além disso, a alínea 2(c) na exceção do balanço de pagamentos afirma que as medidas "não podem exceder o necessário" para lidar com as circunstâncias que estejam tentando evitar ou mitigar. Isso equivale ao que é chamado na legislação da OMC como um "exame de necessidade" e poderia abrir espaço para o painel de conflito decidir sobre a utilização de uma medida alternativa. Além disso, alguns membros da Força-Tarefa expressaram preocupação sobre a alínea 2(e). Exigir que as medidas tenham caráter "provisório" pode limitar o tempo necessário para que os países cumpram as metas estabelecidas.

Alguns membros da força-tarefa também expressaram preocupação acerca dos meios para o uso dos procedimentos de balanço de pagamentos da OMC, que podem ser muito onerosos, especialmente para países em desenvolvimento de menor porte. As regras da OMC exigem que os países a apresentem informações essenciais, precisamente durante a crise que estão se esforçando em mitigar. Num país como o Equador, um exemplo recente, esse processo exigia tempo e dinheiro de vários reguladores e negociadores da área de comércio exterior - tempo e recursos, talvez mais bem gastos na mitigação da crise.

O GATS também tem uma disposição muitas vezes referida como "exceção prudencial" (alínea (a) Artigo 2 do Acordo de Serviços Financeiros). Essa exceção permite aos membros desviarem-se de seus compromissos "por razões prudenciais" para assegurar a proteção dos investidores ou para "garantir a

integridade e estabilidade do seu sistema financeiro". O GATS acrescenta que, se as medidas prudenciais se desviam de um compromisso assumido com o GATS "estas não devem ser usadas como meio de desvio dos compromissos ou obrigações da parte contratante no âmbito do acordo". Alguns membros da Força-Tarefa manifestaram preocupações quanto à literatura jurídica em que "razões prudenciais," quando não claramente definidas, possam não dar cobertura às CARs e que a sentença que afirma que medidas prudenciais não devem violar os compromissos de uma das partes poderia ser vista como "autoanuladora".

Ressalte-se que não houve nenhum caso em que tais termos tenham sido testados com relação às CARs. Alguns membros da Força-Tarefa acreditam que os termos existentes são suficientes. Na verdade, o Equador está liderando um esforço para esclarecer até que ponto os países que procuram re-regular seus sistemas financeiros podem fazê-lo sob a "cobertura" dessas salvaguardas. No entanto, sua investigação, por motivos de cautela, não menciona medidas ou disciplinas muito específicas. Enquanto uma decisão formal sobre este assunto permanecer num impasse, o Equador recebeu garantidas, declaradas publicamente, de muitos países da OCDE, incluindo os Estados Unidos, de que as salvaguardas do GATS garantem ampla margem de manobra para prevenir e atenuar crises financeiras (OMC 2011a).

Tratados Bilaterais de Investimento e Acordos de Livre Comércio

A maioria dos FTAs e BITs são mais amplos em termos de abrangência do que a OMC. Enquanto o GATS cobre apenas transferências de capitais relativas ao comércio de serviços financeiros, os FTAs e BITs frequentemente cobrem todas as transferências entre as partes. Além disso, as transferências são, em geral, amplamente definidas como qualquer investimento, incluindo ações, títulos, divisas, derivativos, investimento direto, dentre outros. Assim, nesses acordos, permiti-se a transferência "livre e imediata" entre as partes do acordo de um número muito maior de modalidades de investimentos.

Enquanto as avaliações sobre a OMC diferenciaram-se, os membros da Força-Tarefa concordam unanimemente que muitos FTAs e BITs podem ser significativamente incompatíveis com a capacidade dos países adotarem as CARs.

Muitas vezes, um país em desenvolvimento fica em desvantagem ao negociar um FTA ou BIT com uma abordagem de "lista negativa", em que há

a expectativa de que um país liberalize todos os setores, exceto alguns que ainda queira regular. Assim, se uma nação desejasse regular uma inovação financeira no futuro, tal como uma nova modalidade de derivativos, não haveria permissão para regulá-laEssa inovação poderia ser regulada somente se tivesse sido prevista. Evidentemente, tal previsão seria impossível.

Surpreendentemente, muitos FTAs e BITs não incluem salvaguarda de balanço de pagamentos e/ou exceção prudencial. Aqueles que possuem salvaguarda de balanço de pagamentos geralmente seguem um modelo segundo o Artigo XII do GATS, e têm as mesmas preocupações descritas acima (ausência de cobertura clara para entradas e saídas, exame de necessidade e restrições de provisoriedade). Os acordos com os Estados Unidos estão entre os poucos que contemplam uma exceção prudencial(mas, geralmente não têm salvaguardas de balanço de pagamentos). No entanto, a maioria dos tratados dos Estados Unidos associam a definição de "prudencial" a algo mais parecido com políticas relativas às "instituições financeiras individuais" e também incluem o termo "potencialmente autoanuladora" encontrado no GATS. Além disso, os negociadores dos EUA insistem repetidamente que os termos existentes não são pertinentes ao uso de controles de capitais (Saez 2006; Taylor 2003; Geithner 2011). Na verdade, alguns tratados dos Estados Unidos incluem anexos que destacam o fato de as regulações da conta capital serem desvios dos compromissos assumidos, mas que requerem um período prolongado de carência[3] antes que os investidores estrangeiros possam solicitar uma compensação. Um tratado específico, o FTAs entre Estados Unidos e a Coréia do Sul, permite que a Coréia do Sul adote regulações conforme especificado em sua legislação, desde que tais medidas cumpram uma série de exigênciasespecificadas no Anexo.

O FMI manifestou a preocupação de que muitos FTAs e BITs não possuem as salvaguardas adequadas para a adoção das CARs: "a flexibilidade limitada de certos acordos bilaterais e regionais referentes às obrigações de liberalização pode criar desafios para a gestão dos fluxos de capitais" (FMI 2012, 8). O FMI tem desenvolvido uma visão institucional sobre o uso de CARs que as define como "medidas sobre atividades financeiras transfronteiriças que discriminam com base na residência" (FMI 2011). Portanto, proibir países de violar o "tratamento nacional" nos tratados pode restringir sua capacidade de utilizar as CARs, de maneira geral e no âmbito da recomendação do FMI, em particular. Alguns tratados dos Estados Unidos permitem que os países adotem controles de capitais quantitativos, com base em impostos (price-based

controls), ou contêm um anexo que permite que um país implante uma CAR, desde que cumpra os requisitos de tratamento nacional. Tal limitação pode anular a capacidade de utilização das CARs, por definição. Além disso, tal incompatibilidade pode dificultar ainda mais a aceitação pelos países das recomendações de política do FMI com base em sua nova visão institucional.

Por fim, a Força-Tarefa expressou uma séria preocupação sobre o uso da "resolução de controvérsias investidor-estado" em casos referentes às CARs nos FTAs e BITs. As controvérsias no âmbito da OMC são resolvidas numa relação "estado e estado" e, portanto, os países podem negociar em nome de nações ede sistemas financeiros nacionais — dando exemplos de situações em que os benefícios para a maioria compensariam as perdas de uma minoria. No entanto, essa análise de custo-benefício cai por terra em controvérsias entre investidor e estado. Ao abrigo das disposições investidor-estado, os investidores e as empresas privadas podem prestar queixas diretamente contra os governos que regulam os fluxos de capitais. Portanto, os setores capazes de arcar com os custos têm o poder de externalizar os custos da instabilidade financeira ao público em geral, enquanto se beneficia das concessões em tribunais privados.

TORNANADO O REGIME COMERCIAL COMPATÍVEL COM A REGULAÇÃO DOS FLUXOS FINANCEIROS

Os membros da Força-Tarefa discutiram como vários procedimentos podem gerar reformas substantivasna OMC e nos FTAs e BITs. O box 3 apresenta uma série de reformas e esclarecimentos que poderiam ser empreendidos na OMC e no âmbito dos ALCs e BITs.

Os FTAs e os BITs precisarão de uma reforma mais significativa. Na mesa de negociações, ao menos com economias de mercados emergentes e países em desenvolvimento, as disposições de serviços e transferências financeiras poderiam ser realizadas utilizando-se uma abordagem de "lista positiva", como na OMC. Isso permitiria que os países liberalizassem setores específicos à medida em que atingissem o grau adequados de desenvolvimento institucional e não barrariam a possibilidade de futuras regulações necessárias.

A definição de investimentos e investidores poderia ser estreitada a fim de deixar as formas mais instáveis de investimento (como dívida pública, dívida de curto prazo e ações, transações cambiais e derivativos) para a instância dos reguladores nacionais e globais, não para os tratados de comércio. Esta tem sido a recomendação de alguns funcionários do FMI e mais recentemente

Box 3: Reformas Potenciais no Sistema de Comércio

Reformas da OMC

1) A exceção de balanço de pagamentos deve ser ampliada permitindo que os países regulem as entradas e saídas de capitais para o desenvolvimento e a estabilidade financeira
2) O processo para ativar exceções de balanço de pagamentos deve ser simplificado
3) As exceções prudenciais devem permitir claramente o uso das regulações da conta capital

Reforma dos FTAs e dos BITs

1) Negociar compromissos com uma abordagem de "lista positiva"
2) Considerar a exclusão de certos tipos de investimentos, que ultrapassem o âmbito do acordos
3) Incluir salvaguardas de balanço de pagamentos que permitam claramente o uso de CARs

apresentada como uma opção possível pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) em um novo conjunto de orientações sobre acordos de investimento (Hagan 2000; UNCTAD 2012).

Os tratados deveriam ter salvaguardas de balanço de pagamentos e exceções prudenciais que permitem o uso das CARs de maneira semelhante às reformas sugeridas para o GATS. Talvez mais importante, no caso em que os tratados de comércio e investimento se sobrepõem à reforma da regulação financeira, estes deveriam estar sujeitos à resolução de controvérsias entre estado e estado e em consulta adequada a especialistas e autoridades econômicas.

Há uma série de processos e procedimentos que poderiam levar a estas reformas:

1. Abster-se de novos compromissos em regimes incompatíveis com a capacidade de implantar as CARs. Os países poderiam abster-se dos compromissos do GATS no Modo 1 e no Modo 3 e abster-se de assinar FTAs e BITs sem as devidas salvaguardas e resoluções de controvérsias. É claro que nas negociações atuais da OMC muitos países estão, essencialmente, fazendo isso ao não mais liberalizarem os atuais compromissos do GATS, e países como o Brasil e outros não estão assinando FTAss e BITs. No entanto, isso não é uma opção para as vários outros países que já assumiram compromissos com o GATS e são parte de FTAs e BITs sem a autonomia política adequada para a regulação dos fluxos de capitais. Alguns países, como Bolívia e Equador, começaram a se retirar-se completamente da suas obrigações do Tratado.

2. Adotar "interpretações" dos termos existentes no tratado. A OMC e os ACLs e BITs permitem "notas interpretativas" ou alterações que poderiam esclarecer ou alterar os termos existentes nos tratados atuais. O Artigo IX: 2 do Acordo que institui a OMC permite que a Conferência Ministerial da OMC ou do Conselho Geral adotem - com uma maioria de três quartos - interpretações oficiais do GATS com base numa recomendação do Conselho do Comércio de Serviços. Além disso, as CARs poderiam ser incluídas em "Acordos de Reconhecimento" entre partes interessadas, como permitido pelo Artigo 3º do Anexo sobre Serviços Financeiros do GATS. Por exemplo, uma nota interpretativa poderia esclarecer no âmbito do GATS que a exceção de balanço de pagamentos e a exceção prudential dão cobertura ao uso de CAR, como recomendado nesse relatório. O Equador se envolveu com o Comitê de Serviços Financeiros em um processo que poderia levar a uma interpretação deste tipo. Para os FTAs e BITs tais processos também existem. Os parlamentares dos EUA Barney Frank e Sander Levin pediram ao Tesouro dos Estados Unidos a emissão de uma nota interpretativa que permitiria a flexibilização adequada para a implantação das CAR no âmbito dos tratados dos Estados Unidos.

3. Fazer emendas aos tratados existentes para conciliar atuais incompatibilidades. Um outro caminho para a reforma seria a inclusão de emendas formais aos tratados existentes. As emendas ao GATS seriam submetidas à Conferência Ministerial por um membro ou pelo Conselho de Comércio de Serviços e adotadas por consenso ou pela maioria de dois terços dos votos. Para que uma emenda entre em vigor, é necessária uma ratificação por dois terços dos Membros da OMC. No entanto, um novo conjunto de diretrizes para os tratados de investimento que equilibra melhor o desenvolvimento e a proteção dos investidores, sugere que emendas aos tratados já existentes são uma opção para a reforma (UNCTAD 2012).

4. Criar novas regras para tratados futuros. Os tratados em negociação, atualmente ou no futuro, poderiam ser elaborados com uma definição mais estreita sobre investimento, negociações de lista negativa, balanço de pagamento e exceção prudenciais adequadas, tratamento especial e diferenciado e resolução de controvérsias que acabam por exaurir os recursos domésticos, bem como a solução de controvérsias entre estado e estado, em consulta com especialistas e autoridades macroeconômicas e monetárias. As novas orientações da UNCTAD seguem estas linhas. Países como a Austrália começaram a negociar acordos comerciais sem a solução de controvérsias investidor-estado.

Cada um desses processos e procedimentos tem seus próprios custos, benefícios e grau de viabilidade política, que variam caso a caso. Alguns membros da Força-Tarefa preferem uma abordagem preventiva para esclarecer e alterar os acordos existentes atualmente, antes que esses termos sejam testados em órgãos de resolução de controvérsias. No entanto, alguns alertaram que certos procedimentos podem abrir a caixa de Pandora e deixar o sistema de negociação ainda mais incompatível com a regulação do financiamento global.

A partir das análises realizadas pela Força-Tarefa, fica evidente que há várias dimensões no sistema comercial potencialmente incompatíveis com a capacidade das nações adotarem as regulações da conta de capital para a estabilidade, crescimento e desenvolvimento.

1 Nota do tradutor: na metodologia atual do Balanço de Pagamentos do FMI, adotada pelo BCB há alguns anos, a conta capital da metodologia anterior passou a ser chamada de conta financeira.

2 Nota do tradutor: nos países de origem e destino dos fluxos.

3 Nota do tradutor: "*cooling off period*" aqui refere-se ao período de tempo entre a adoção de uma medida por um membro de um acordo e o registro de uma reclamação, por outro membro, de que a medida violaria os termos acordados. Por exemplo, no caso dos FTAs com os Estados Unidos, esse período é de um ano.

Seção 1: A Compatibilidade entre a OMC e a Regulação dos Fluxos de Capitais

1. Como Tornar o GATS um Código de Conduta para os Controles de Capitais

Annamaria Viterbo

Este ensaio analisa em que medida as disposições do GATS (*General Agreement on Trade in Services* – Acordo Geral de Comércio de Serviços) dificultam a ado das regulações de fluxos de capitais. Além disso, descreve processos e políticas que poderão ser empreendidos no âmbito da OMC que permitirião ao GATS tornar-se um modelo para que as nações tenham a devida autonomia política para regular os fluxos de capitais.

LIBERALIZAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS NO ÂMBITO DO GATS

O GATS não contém uma obrigação geral de liberalização dos fluxos de capitais.

Na realidade, o Artigo XI do GATS (pagamentos e transferências), estabelece apenas uma " obrigação condicional," segundo a qual ao se comprometer com a concessão de acesso aos seus mercados e ao tratamento nacional para os setores de serviços específicos, um estado será solicitado a também liberalizar os movimentos correntes e capitais referentes a tais serviços.

Portanto, a menos que um membro do GATS tenha se submetido voluntariamente a uma agenda de compromissos específicos, ele permanece livre para adotar controles de capitais sem violar as normas do GATS.

A nota de rodapé no.8 ao Artigo XVI (Acesso ao Mercado) deixa ainda mais claro que o ritmo da liberalização dos fluxos de capitais é definido pela extensão do compromisso de um estado em conceder acesso ao mercado de prestação de serviços transfronteiriços (Modo 1) ou à sua prestação através da presença comercial (Modo 3).

No que diz respeito ao Modo 1, a nota de rodapé 8 estipula que, se a circulação de capitais transfronteiras for "parte essencial" do serviço em si, o

Prestação de serviços financeiros Modo 1: controles sobre as entradas e saídas de capital são proibidos.

membro deverá liberalizar as saídas e entradas dos fluxos de capitais associados ao serviço.[1] Os movimentos do capitais se tornão um componente "essencial" da transação do serviço, especialmente no caso da prestação de serviços financeiros. Enquanto, por exemplo, a prestação de consultoria de engenharia transfronteira não implica necessariamente um fluxo de capitais, os serviços financeiros quase sempre geraem movimentos de capitais, mantendo ambos as transações inextricavelmente atadas.[2]

Todos os setores de serviços no Modo 3: os controles sobre os fluxos de saída e entrada de capitais são proibidos Quanto aos serviços prestados no Modo 3, a nota de rodapé 8 exige que os Membros permitam ao associado realizar transferências de capital para seu território, liberalizando, assim, as *entradas* de capitais na fase estabelecimento e de pós-estabelecimento do investimento. A obrigação de liberalizar os fluxos de capitais se aplica para todos os setores citados na lista de compromissos de um país e não apenas aos serviços financeiros. Além disso, os Membros não teriam a permissão de oneerar o estabelecimento mediante a imposiçãode reserva não remunerada, segunda a qual os não-residentes teriam que depositar uma porcentagem de seus ingressos de capitais por um determinado período com taxa de juro zero junto ao banco central (ou um banco comercial). Ademais, como o funcionamento da empresa quase certamente envolve a transferência periódica de recursos financeiros, qualquer restrição aos movimentos de saída de capitais necessários para a prestação do serviço seria proibida, pois, caso contrário, o compromisso em questão seria inválido (para outra visão, consulte Pasini 2012, 22).

Todos os setores de serviços no Modo 3: os controles sobre os fluxos de saída e entrada de capitais são proibidos.

Na nota de rodapé 8 não existe qualquer obrigação explícita sobre liberalização de movimentos de capitais referentes ao Modo 2 (consumo no exterior). No entanto, para transações eletrônicas e serviços financeiros, a distinção entre o Modo 1 e o Modo 2 do GATS permanece ambígua, uma vez que não existe nenhum critério claro para estabelecer quando o serviço (Modo 1) ou o consumidor (Modo 2) atravessam a fronteira (OMC 2010, par. 47 ff.). A questão é particularmente importante porque muitos Estados Membros têm parte dos serviços financeiros liberalizados no Modo 2, mas não no Modo 1.

O ESCOPO DAS EXCEPÇÕES GATS: ESPAÇO LIMITADO PARA A INTRODUÇÃO DE CONTROLES DE CAPITAIS

Os Estados Membros que pretendem adotar controles de capitais devem estar cientes do fato de que, uma vez assumidos compromissos específicos no Modo 1 e no Modo 3, podem ser introduzidas medidas sobre os fluxos de capitais apenas com base nas exceções do GATS.

Em particular, os controles de capitais podem ser adotados para satisfazer uma solicitação do FMI (GATS Artigo XI:2), para lidar com dificuldades de balanço de pagamentos (GATS artigo XII), ou para garantir a integridade e a estabilidade do setor dos serviços financeiros (no âmbito da cláusula da exceção prudencial do GATS contida no Artigo 2(a) do Anexo sobre Serviços Financeiros).[3]

a) O Artigo XI do GATS proíbe que os Estados imponham restrições sobre pagamentos e transferências, bem como transações de capitais não coerentes com seus compromissos específicos. Como enfatizado pelo painel da OMC no caso *Unites States—Gambling* de 2004, esta disposição é um complemento indispensável às regras de acesso a mercados e de tratamento nacional do GATS (WTP 2004, par. 6.442).

A proibição do Artigo XI, no entanto, não é absoluta em sua natureza. Na verdade, o parágrafo 2 da disposição contém um " cláusula de coordenação ex ante" que, em primeiro lugar, impede o surgimento de um conflito entre o GATS e os tratados do FMI ("No presente Acordo, nada prejudica os direitos e obrigações dos membros do FMI..."), desde que se cumpram determinados critérios.

No âmbito do Artigo XI do GATS:2 (pagamentos e transferências), os controles de capitais podem ser legitimamente introduzidos apenas 'a pedido' do FMI, prerrogativa que o Fundo nunca exerceu.

Nesse sentido, os membros podem introduzir restrições aos movimentos de capitais (entrada e saída) — mesmo quando incompatíveis com seus compromissos específicos do GATS — "a pedido do Fundo" (nos termos do FMI Artigo VI, Seção 1).

Como o FMI nunca exerceu seu direito de solicitar a introdução de controles de capitais, a exceção estabelecida pelo Artigo XI:2 do GATS permaneceria sem efeito se não fosse interpretada de forma abrangente, no sentido de dar cobertura aos controles de capital introduzidos por condicionalidade ou sob um programa de empréstimo do FMI (como no caso da Islândia em 2008).

Infelizmente, no caso de Têxteis e Vestuário da Argentina, o Órgão de Apelação achou que uma medida de controle de capitais pode ser considerada compatível com a legislação da OMC apenas quando aplicada sob uma "obrigação legalmente vinculativa" dos Artigos do FMI (OMC 1998a, par. V). Sob esta interpretação, as promessas políticas feitas por um Membro do FMI em uma carta de intenções, ou em um memorando de política econômica, não teriam a cobertura do Artigo XI:2 do GATS devido à sua execução de forma voluntária, após uma simples recomendação pelo Fundo. O ponto de vista oposto estaria mais alinhado ao objetivo de preservar os direitos dos Membros do FMI e evitar o conflito de normas.

b) Nos termos do Artigo XII:1 do GATS, em períodos de problemas de balanço de pagamentos (BoP) ou dificuldades financeiras externas, os Membros têm permissão para impor restrições de comércio provisórias nos setores de serviços para os quais assumiram compromissos específicos, e também para a introdução de restrições cambiais sobre os pagamentos referentes ao serviço.

Permanece incerto se o Artigo XII:1 do GATS (cláusula de garantia do balanço de pagamentos) abrange controles de saída e também de entrada de capitais.

Ademais, mesmo que o Artigo XII do GATS não faça qualquer referência à possibilidade de adoção de controles de capitais, esta opção não pode ser descartada. O direito de recorrer a esses controles pode ser inferido pelo uso da palavra "incluindo", o que significa claramente que os redatores fizeram uma exemplificação, em vez de uma lista fechada de exceções.[4]

Vale ressaltar que, durante as negociações do Acordo Multilateral sobre Investimentos (MAI), no âmbito da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), surgiu uma dúvida em relação à cláusula do GATS BoP, qual seja, se ela daria cobertura às restrições apenas de *saídas* de capitais ou se seria também aplicada às *entradas*.[5] A dúvida permaneceu: várias delegações expressaram a opinião de que a cláusula de BoP era aplicável em ambos os sentidos, enquanto o FMI argumentou que as dificuldades graves de balanço de pagamentos e o esgotamento das reservas monetárias são causadas principalmente pelo excesso saídas de capitais.

Para ser coerente com a legislação da OMC, os controles de capitais também devem satisfazer uma série de requisitos estabelecidos pela cláusula de BoP do GATS: os controles não podem discriminar entre os membros; devem ter

caráter provisório e terminar progressivamente, assim que a situação começar a melhorar; devem evitar danos comerciais e econômicos desnecessários, assim como danos aos interesses financeiros dos Membros; não devem exceder o necessário para lidar com as circunstâncias; devem ser consistentes com os Artigos do FMI.

É importante que se avalie cuidadosamente como esses requisitos podem afetar a adoção de novos controles de capitais.

A não-discriminação, por exemplo, traz à tona algumas preocupações: em um documento recente sobre um novo arcabouço paraa gestão dos fluxos de capitais (FMI 2012), o FMI sugere que a prioridade não deva ser dada às medidas de discriminação com base na residência (o que equivaleria a uma violação do tratamento nacional), mas às medidas de discrimição com base na moeda (como reserva numa moeda específica, requisitos ou limitações sobre empréstimos em moeda estrangeira). Vale ressaltar, no entanto, que discriminar até certo ponto entre residentes e não residentes é inerente aos controles de capitalis ademais, a questão sobre se as medidas relativas à moeda seriam consistentes com a cláusula de BoP do GATS permanece sem resposta.

Quanto ao "exame de necessidade" em processos de resolução de conflitos, o ônus da prova inicial é do inquirido, que teria que defender que a medida em análise fora necessária (mesmo que não tenha de provar que não havia alternativas razoavelmente disponíveis) (OMC 2005, par. 308-311).[6]

Em matéria de requisitos processuais, os controles de capitais devem ser notificados ao Conselho Geral da OMC e ter acompanhamento por meio de consultas com o Comitê de Restrições de Balanço de Pagamentos. Em particular, à Comissão é confiada a tarefa de determinar se a situação do balanço de pagamentos do Membro em causa justifica a adoção de restrições, e também de verificar se os critérios estabelecidos pelo Artigo XII:2 do GATS foram respeitados. O Comitê também pode fazer recomendações sobre a retirada progressiva das restrições.

Além disso, o Artigo XII:5(e) do GATS estabelece uma ligação processual com o regime do FMI, delegando ao FMI a avaliação da situação de um Membro em termos cambiais, monetários e de balanço de pagamentos.

c) O Artigo 2(a) do Anexo do GATS sobre Serviços Financeiros (FSA) contém uma cláusula de exceção que permite que um país adote medidas prudenciais, independentemente de seus compromissos específicos sobre

Não está claro se a cláusula de exceção prudencial do GATS também abrange controles sobre os fluxos de capitais.

acesso a mercados e sobre tratamento nacional. Tal exceção é aplicável apenas para o setor de serviços financeiros e substitui os deveres decorrentes do GATS Artigo VI (Regulação Interna).

A cláusula não fornece uma definição de 'regulação prudencial'. Portanto, na ausência de jurisprudência, a inclusão (ou não) dos controles de capitais (especialmente de ingresso) na cláusula da exceção prudencial permanece em aberto. Argumenta-se que as medidas prudenciais não incluiriam esses controles (mesmo se forem de natureza claramente macroprudencial), mas apenas as medidas do tipo Basileia, tais como requerimentos de capitais .

Segundo estudos recentes do FMI (Habermeier e Kokenye 2011; Korinek 2011), as medidas prudenciais consistem de normas destinadas a limitar o risco sistêmico das instituições financeiras em relação aos fluxos transfronteiriços, tendoduas características que as distinguem dos controles de capitais: a) estão voltadas às instituições financeiras, enquanto os controles de capitais estão voltados diretamente às transações de fluxos de capitais; e b) não fazem qualquer distinção de residência ou de moeda.

No entanto, os dois conjuntos de condições têm sido empregados com frequência e conjuntamente para enfrentar os riscos associados a um aumento dos fluxos de capitais. Portanto não é fácil definir uma classificação precisa, já que as medidas de gestão do fluxos de capitais e políticas macroprudenciais se sobrepõem em muitas áreas (G20,2011)). A crise financeira mundial demonstrou que a supervisão e a regulação micro e macro prudencial se complementam, bem como contribuem sinergicamente para a estabilidade do sistema financeiro global. A referência na cláusula de exceção sobre a necessidade de se garantir "a integridade e a estabilidade do sistema financeiro" deve, portanto, ser entendido como abrangendo as normas macroprudenciais, que englobam os controles de capitais.

A fim de esclarecer a questão, há alguns anos foi sugerido ao Secretariado da OMC que preparasse uma nota sobre o significado jurídico e a esfera de alcance da cláusula de exceção prudencial, incluindo exemplos de regulações prudenciais que os Membros poderiam adotar. Infelizmente, não se chegou a um consenso.

Outra maneira de gradualmente construir um entendimento comum do significado de "prudencial" pode ser a conclusão de um acordo de reco-

nhecimento nos termos do Artigo 3º do Anexo sobre serviços financeiros do GATS. Os acordos de reconhecimento podem ser uma forma eficaz de promover a convergência das práticas regulatórias e incluir os controles de capitais no âmbito da cláusula de exceção Tais acordos bilaterais ou multilaterais gradualmente agregariam outros países.

Uma outra questão pode surgir com relação à interpretação da última frase da cláusula (medidas prudenciais não conformes com as obrigações do GATS "não serão consideradas um meio para se desviar dos compromissos ou obrigações do Membro no âmbito do acordo"). Enquanto alguns comentaristas argumentam que a última frase torna a salvaguarda "autoanuladora", outros consideram que opera como um guarda-chuva das disposições de exceção geral (GATT, Artigo XX e GATS Artigo XIV): nesse sentido, as medidas prudenciais devem ser introduzidas com boa fé, sem disfarçar uma intenção protecionista, ou para supostamente se desviar das obrigações ou compromissos de um país no âmbito do acordo.

Além disso, vale notar que os Membros do GATS que introduzirem uma regulação prudencial não têm que provar que são "necessárias" ou "mais complexas do que o necessário".

Por último, é interessante notar que a cláusula prudencial não exige explicitamente que as medidas prudenciais sejam não-discriminatórias.

COMO TORNAR O GATS UM CÓDIGO DE CONDUTA PARA O CONTROLE CAPITAIS

Dada a atual posição frágil dos controles de capitais no ambito do quadro jurídico do GATS, os governos devem fazer propostas para proteger o seu direito de adotar medidas de gestão dos fluxos de capitais para prevenir e combater uma crise. Isto poderia ser obtido por meio de uma interpretação oficial pela Conferência Ministerial ou do Conselho Geral[7], ou por meio de uma alteração das disposições do GATS.[8] O consenso poderia ser obtido, em primeiro, lugar dentro do Comitê de Comércio de Serviços Financeiros (CTFS).

É interessante notar que em 2011 tanto a delegação de Barbados e quanto a do Equador apresentaram comunicados ao CTFS para discutir possíveis alterações no GATS para conceder aos Estados espaço de manobra suficiente para combater as respectivas crises financeiras.[9] Eles receberam o apoio de muitos países, mas o tema ainda está em discussão.

As propostas no sentido oposto também foram colocadas sobre a mesa. Já que a rodada de Doha ficou estagnada por mais de uma década, um grupo de países industrializados vem refletindo sobre como dar sequência à liberalização do comércio de serviços. No início de 2012, realizaram-se conversas preliminares em Genebra entre os representantes dos 16 países industrializados e dos países em desenvolvimento mais avançados em um Acordo Internacional Serviços (ISA), um Acordo plurilateral em que os Membros da OMC autonomeados iriam "desregular" os serviços e o acesso ao mercado (Hufbauer 2012) . Mesmo que os BRICS boicotassem a iniciativa — alegando ser contra os princípios da transparência, inclusão e multilateralismo — há uma expectativa de que o Chile apresente um projeto para um modelo de acordo e identifique novas questões a serem abordadas, inclusive, se possível, a estrutura e o âmbito da aplicação de cláusulas de salvaguarda.

A seguir estão as alterações ou esclarecimentos que ajudariam a proteger os controles de capitais de uma contestação nos painéis da OMC:

—Artigo XI:2 do GATS (pagamentos e transferências): um Membro terá permissão para fazer restrições aos fluxos correntes e de capitais somente a pedido do Fundo.

O significado de "a pedido do Fundo" deve ser esclarecido, já que inclui controles de capitais introduzidos em concomitância com um programa de empréstimos ou no âmbito da condicionalidade do FMI. O mesmo teria sido possível se o Órgão de Apelação da OMC anulasse sua decisão de 1998 na *Têxteis e Vestuário da Argentina*.

—Artigo XII do GATS (Cláusula de Salvaguarda BoP): os Membros são autorizados a introduzir restrições à circulação de capitais, apenas em caso de problema grave de balanço de pagamentos e dificuldades financeiras externas, ou quando ameaçado por tais dificuldades.

Especialmente para controles sobre os fluxos de capitais, cuja natureza é de precaução, existe a necessidade de se incluir outras justificativas para exceções, tais como a estabilidade financeira, o endividamento elevado e graves desequilíbrios fiscais. Os países devem poder combater o fluxo de *hot money*, mesmo que uma crise de balanço de pagamentos não seja iminente.

Poderiam ser apresentadas propostas para a introdução de um período de carência.

O mandato do Comitê para Restrições de Balanço de Pagamentos não deve

abranger as medidas de fluxos de capitais, permanecendo limitado às restrições comerciais.

—Anexo do GATS sobre Serviços Financeiros, Artigo 2. 2 (Cláusula de *Carve-out* Prudencial) permite que um país adote medidas prudenciais.

É necessário estabelecer a extensão de sua aplicação, definir claramente o significado de "prudencial" para incuir fluxos de capitais e não apenas normas financeiras internacionais.

A alternativa seria investigar melhor o papel dos acordos de reconhecimento, por exemplo, entre os países em desenvolvimento.

A última frase da cláusula deve ser eliminada ou, ao menos esclarecida detalhadamente.

Deve ser criado um processo de consulta especial envolvendo as autoridades financeiras dos países envolvidos, deixando a resolução de conflitos como último recurso, quando as partes não chegarem a um acordo.

Outra solução seria tornar a cláusula autojulgadora.

Os termos que adicionam um exame de necessidade ou outros requisitos e limitações (como no caso da cláusula de BoP) também devem ser evitados.

A curto prazo, enquanto as alterações são negociadas, um período de moratória poderia ser a solução para proteger as regulações dos fluxos correntes e de capitais de um confronto com o GATS, como em 1994 e 1997, quando — aguardando a entrada em vigor do Segundo Anexo sobre Serviços Financeiros do GATS — os países foram autorizados a retirar ou modificar os seus compromissos sobre serviços financeiros.

POR QUE PRECISAMOS DE UMA REVISÃO DO GATS?

O FMI seria o fórum natural para a abordagem da relação entre a liberalização dos fluxos de capitais e as medidas de controles de capitais, mas as propostas de alteração dos artigos do FMI foram retiradas já no final da década de 1990, no rescaldo da crise financeira asiática. A estrutura alterada do FMI teria consistido de dois pontos-chave: uma obrigação geral de liberalziar gradualmente os movimentos de capitais e as cláusulas de salvaguarda semelhantes às aplicáveis às restrições cambiais. Durante uma crise grave, os Estados teriam a autorização para manter controles de capitais ao longo de um período de transição, ou para introduzir controles de capitais aprovados temporariamente pelo Fundo.

Mais recentemente, foram formuladas propostas para que o FMI adote uma "visão institucional" em suas recoomendações de fluxos de capitais e, em particular, sobre os pré-requisitos necessários para a liberalização dos movimentos de capitais, bem como na elaboração de controles.

Em 2011, o FMI entregou um primeiro conjunto de diretrizes que recomenda o uso de controles de capitais apenas temporariamente e como último recurso. Muitas economias emergentes expressaram preocupações sobre tais diretrizes, alegando serem demasiadamente prescritivas. Nas Reuniões de Primavera 2012 do FMI e do Banco Mundial, o Ministro da Fazenda do Brasil expressou sua oposição a qualquer código de conduta que restrinja as opções de políticas dos países para fazer frente às entradas de capitais excessivas e voláteis, limitando assim os direitos previstos no Artigo VI do FMI.

Paralelamente, no encontro de Cannes 2011, os chefes de estado e de governo do G20 aprovaram o documento " Conclusões Coerentes para o Gerenciamento de Fluxos de Capitais," que cautelosamente apoia o uso de controles de capitais. Ao contrário do FMI, o documento enfatiza que não deve haver uma única abordagem ou uma definição rígida de condições para a adoção de medidas de fluxos de capitais.

Estes desdobramentos — tanto no FMI como no G20 — desviam-se das propostas de lei mais radicais da década de 1990, favorecendo uma abordagem de legislação branda que no entanto, não parece inteiramente satisfatória.

Na verdade, uma abordagem de legislação branda não resolveria as questões delicadas de exequibilidade e de conflito de normas, já que os controles de capitais de acordo com as diretrizes do FMI (ou G20) ainda seriam equivalentes a medidas ilegítimas no âmbito do atual mosaico dos tratados de comércio e investimento.

Além disso, nem mesmo uma alteração dos artigos do FMI seria suficiente para estabelecer a superioridade hierárquica sobre outros tratados. Na verdade, na ausência de uma cláusula de coordenação ex ante cuidadosamente elaborada— ou seja, uma disposição projetada para evitar conflitos de normas entre dois tratados — os controles de capitais aprovados pelo Fundo inevitavelmente colidiriam com a obrigação de liberalização de movimentos de capitais estabelecidos por outros acordos internacionais.[10]

Pelo contrário, o GATS tem uma disposição que poderia ser interpretada como extentendo suas cláusulas de salvaguarda aos ALCs. Nos termos do

Artigo V, os Membros do GATS podem estabelecer acordos de integração econômica para liberalizar ainda mais o comércio de serviços entre si, sem violar as obrigações de MFN. Para se qualificar para o Artigo V, um acordo de integração tem de cumprir um conjunto de requisitos. Em primeiro lugar, deve ter uma cobertura setorial substancial. Em segundo lugar, as discriminações entre fornecedores de serviço domésticos e de outros membros do ALC têm de ser eliminadas ou proibidas. No entanto, o aspecto mais interessante é que as medidas admitidas pelas cláusulas de salvaguarda do GATS (Artigos. XI, XII, XIII ou XIV) podem ser mantidas ou introduzidas para efeitos do Artigo V, mesmo que sejam de natureza discriminatória. Segue-se que, em certa medida, esta disposição (geralmente replicada no texto da maioria dos ALCs) dá cobertura aos regulamentos restritivos autorizados pelas cláusulas de salvaguarda do GATS — incluindo os controles de capitais — também no contexto dos ALCs.

[1] Pasini (2012), no entanto, sustenta que um Membro pode impor restrições des fluxos de capitais para proibir os bancos residentes de aceitar depósitos de consumidores localizados no exterior ou sobre a venda de instrumentos financeiros a não-residentes; neste caso, não há nenhum serviço do Modo 1 porque o provedor está localizado dentro da jurisdição do Membro. Seguindo o mesmo raciocínio, um Estado Membro pode também impor uma proibição aos bancos residentes de emprestar dinheiro aos clientes não-residentes.

[2] Serviços financeiros quase sempre envolvem movimentos de capitais, exceto os serviços constantes no Artigo 5º do anexo sobre se\rviços financeiros sob a letra (i) assessoria, intermediação e serviços auxiliares e (ii) fornecimento e transferência de informações financeiras e processamento de dados financeiros.

[3] Os controles de capitais podem ser legitimamente impostos nos termos do Artigo XIV bis para proteger os interesses essenciais de segurança e paz internacional em cumprimento com as obrigações decorrentes da adesão à Organização das Nações Unidas. Por exemplo, o congelamento dos depósitos bancários ligados ao financiamento do terrorismo será coberto por essa exceção.

[4] Isso é confirmado pela referência à cláusula de BoP contida no Artigo XI:2 do GATS, que abrange também as restrições de capitais.

[5] Ver Grupo de Negociação do MAI, o Grupo de Peritos, n º 5 em Assuntos de Serviços Financeiros, nota da Presidência, "Cláusula de balanço de pagamentos", 14-27 de fevereiro de 1997, DAFFE/MAI/EG5 (97) 3 e Grupo de Trabalho da OMC sobre a Relação entre Comércio e Investimento, nota do Secretariado, 'Exceções e Salvaguardas de Balanço de Pagamentos', WT/WGTI/W137, 26 de agosto de 2002, aos 16.

[6] Ver OMC (2005), par. 308-311.

[7] Pela regra de maioria de três quartos conforme o Artigo IX:2 do Acordo da OMC e na seguindo a recomendação do Conselho do Comércio de Serviços.

[8] Nos termos do procedimento estabelecido pelo Artigo X:5 do Acordo da OMC e após a apresentação de uma proposta para a Conferência Ministerial por um Estado Membro ou pelo Conselho de Comércio de Serviços.

[9] Comunicado de Barbados, ' Conseqüências Não Intencionais de Medidas Corretivas, tomadas para corrigir a Crise Financeira Global: Possíveis Implicações para a Conformidade da OMC,' datada de 16 de fevereiro de 2011, JOB/SERV/38. Comunicado do Equador, 'Proposta para Promover o Trabalho em Medidas.
Regulamentares em Serviços Financeiros', de 7 de outubro de 2011, S/FIN/W/80; ver também Comissão de Serviços Financeiros, 'Relatório da Reunião Realizada em 31 de outubro de 2011,' datada de 4 de novembro de 2011, S/FIN/M/71.

[10] Ver, por exemplo, a cláusula de Salvaguarda Provisória do Acordo Multilateral sobre investimentos (MAI), Projeto de Texto Consolidado, 22 de abril de 1998.

2. O conflito iminente entre o GATS e os Controles de Capitais

Todd Tucker

Este capítulo explora as obrigações dos países que assumem compromissos específicos no âmbito do GATS, explora brevemente as exceções a tais obrigações e oferece algumas reflexões finais.

OBRIGAÇÕES E COMPROMISSOS

Os requerentes da OMC poderiam citar três razões para a violaçãodos compromissos com o GATS por uma Regulação de Conta Capital (CAR. Uma CAR poderia:

1) Violar as regras de tratamento nacional no âmbito do Artigo XVII ou das obrigações de Nação Mais Favorecida (MFN) no Artigo II.

2) Configurar-se como uma política proibida pelas regras de acesso de mercado do Artigo XVI.

3) Violar outras disposições do GATS, tais como o Artigo VI.

Razão 1

Uma violação de tratamento nacional pode ocorrer quando um país assume um compromisso relevante, empreende ou introduz um medida "que afeta o comércio de serviços" e quando tal medida concede um "tratamento menos favorável" (LFT) aos serviços ou fornecedores estrangeiros em favor de seus concorrentes similares domésticos.

A lista de serviços financeiros no GATS é abrangente e se estende desde derivativos e depósitos até cartões de crédito. Presume-se que o acordo englobe também novos serviços (WTO 2009a,. 396-397).

Como o Órgão de Apelação (AB) observou: "o termo 'afetar' reflete a intenção dos redatores de dar um amplo alcance ao GATS. O sentido usual da palavra 'afetar' implica uma medida que tenha 'um efeito,' indicando um vasto campo de aplicação. Esta interpretação é reforçada pelas conclusões dos painéis anteriores em que o termo 'afetar' (em outros contextos) tem um significado mais amplo do que 'regular' ou 'administrar' "(OMC 1997, par.

220). Assim, uma CAR poderia ser contestada por seu impacto nos setores de serviços diferentes do setor (bancário, por exemplo) formalmente regulado pelo GATS, por exemplo, em função da elevação dos custos para os distribuidores de títulos ou os operadores de terminais de gás.

O AB tem oferecido orientação limitada sobre a "semelhança" no âmbito do GATS, mas um painel declarou que "na medida em que os fornecedores em questão realizam os mesmos serviços, estes devem ser considerados 'iguais'..." (OMC 2000, par. 10.248). Outro painel acrescenta que, "quando o único fator que diferencia fornecedores domésticos dos estrangeiros for a origem, então a exigência 'fornecedores do mesmo serviço' terá sido cumprida, contanto que haja fornecedores domésticos ou estrangeiros materialmente iguais no âmbito da medida em todos os aspectos, exceto a origem" (OMC 2009b, par. 7.975). E um terceiro painel acatou que quando a empresa do inquirido fornece um determinado serviço e a empresa do requerente a considera concorrente. isto é suficiente para estabelecer a semelhança(OMC 2012a, pars. 7.702-7.704).

O LFT pode ser um "tratamento formalmente diferente ou formalmente idêntico que modifica as condições de concorrência em favor de serviços e de prestadores de serviços domésticos" (OMC 2000, par. 10.304). Pode ser de jure ou de facto e não requer o objetivo ou o efeito de oferecer proteção para serviços domésticos ou prestadores de serviços (OMC 1997, pars. 234, 241). Aparentemente, coloca-se uma obrigação afirmativa sobre os governos para nivelar os custos de negócios para os novos operadores estrangeiros contra empresas operadoras nacionais, mesmo quando os novos operadores nacionais enfrentam a mesma suposta desvantagem (OMC 2012a, pars. 7.710-7.714).

Em contextos outros que os de serviços, os AB e os painéis estabeleceram condições de concorrência ajustadas por meio do exame de qualquer diferencial dos custos por unidade entre as importações e bens domésticos, alegadamente impostas pela regulação, incluindo os setores a montante ou a jusante do setor específico sobre o qual a regulação é aplicada (OMC 2012b, pars. 289-292). Esta análise capta essencialmente retratos distintos das indústrias nacionais e estrangeiras, em grande parte a partir de suas histórias de processos de produção, modelos de negócios ou penetração de mercado.[1] Não há nenhum limite de minimis para este exame: mesmo uma pequena"discriminação" é excessiva (OMC 2009b, par. 7.1537). Os governos podem protestar alegando ser mais difícil regular os serviços de empréstimos estrangeiros, que seriam, portanto, merecedores de um tratamento diferen-

ciado. Mas painéis da OMC raramente levam em conta tais argumentos, se é que algum dia já o fizeram (OMC 1996, pars. 6.11-6,13).

Um requerente poderia estabelecer tanto uma semelhança quanto um LFT num confronto com uma CAR. Muitas CARs fazem distinções regulamentares, com base na nacionalidade do fluxo de capitais ou do fornecedor de serviço, e muitas CARs são (às vezes inadvertidamente) mais onerosas para os serviços ou fornecedores estrangeiros. Na verdade, é inteiramente possível que as CARs não formalmente discriminatórias poderiam impactar os bancos estrangeiros desproporcionalmente: os bancos estrangeiros poderiam atender importadores ou clientes offshore em maior grau do que os bancos nacionais. Então, os limites formalmente iguais nos empréstimos de curto prazo no exterior (por exemplo) poderiam afetá-los desproporcionalmente em uma base de custo por transação.

As obrigações das MFNs são semelhantes aos compromissos do tratamento nacional. A principal diferença é que Artigo II aplica-se quando há LFT para serviços ou fornecedores de um determinado país estrangeiro em relação aos de outro. Além disso, mesmo os países sem compromissos específicos devem cumprir com as obrigações de MFN.

Razão 2

Várias partes do Artigo XVI são relevantes para as CARs. Ao assumir compromissos de pleno acesso ao mercado, um país compromete-se a não empregar quatro tipos de limitações quantitativas máximas descritas no Artigo XVI(2)(a-d). Isso inclui políticas tais como proibições ou monopólios — mesmo se aplicado a estrangeiros e nacionais similares[2]. O AB observa que as medidas violariam estes compromissos quando representam um limite numérico "na forma ou na prática" (OMC 2005, par. 230).

Os Estados Unidos defenderam com sucesso que a limitação quantitativa sobre uma mera fatia (por exemplo, processamento de pagamentos expressos em RMB para os chineses em viagem a Macau) de um setor de serviço com compromissos no GATS(por exemplo, serviços de pagamentos) viola os compromissos de acesso ao mercado da China. O painel se mostrou disposto a considerar que uma medida que não represente uma limitação de acesso ao mercado possa assumir essa característica quando associada a outras políticas (OMC 2012a, pars. 7.624, 7.627). Isso revela que podem surgir reivindicações de que uma CAR — quando aliada a outras regulações internas — resulta num limite quantitativo. Alternativamente, um país com compromissos

de acesso total ao mercado nosetor de negociação de títulos, mas que tenha proibido uma fatia estreita de atividades de risco, poderia ter essa CAR contestada. Na verdade, a política de RMB offshore citada acima se assemelha a certas CARs (Tucker 2012).

Existe um debate sobre a imposição de qualquer obrigação adicional pelo Artigo XVI(1). Os painéis revisores afirmam que isso não existe (OMC 2012a, pars. 7.628-7.630), mas o AB não forneceu uma orientação específica. Aparentemente, o artigo XVI(1) na nota de rodapé 8 impõe obrigações adicionais, exigindo que os membros: a) "permitam esse movimento de capitais" quando o "movimento transfronteiriço de capitais se configura como parte essencial do serviço em si " no caso de compromisso de acesso ao mercado pelo Modo 1 (para fluxos de capitais de entrada e saída); ou b) "permitam transferências de capital relacionadas em seu território" quando o compromisso de acesso ao mercado é feito no Modo 3[3]. A palavra "essencial" é chave para compreender o escopo desta obrigação do Modo 1. Nos setores-chave de serviços financeiros, não há nenhuma transação de serviço (ou seja, taxa de serviço) que não seja acompanhada por um fluxo de capitais: seria impossível fornecer serviços de empréstimo transfronteiriços se não houvesse nenhum crédito transfronteiras (ou seja, capital). O nexo necessário entre a prestação de serviço do Modo 3 e o fluxo de capitais é mais amplo em um aspecto (todos os fluxos de capital "relacionados" devem ser admitidos, sejam "essenciais" ou não) e mais estreito em outro (apenas os fluxos de capital "em seu território" devem ser permitidos).[4]

Reforçando as Bases 1 e 2 está o Artigo XI do GATS cujo trecho diz: "um membro não deve impor restrições a quaisquer transações de capital que não sejam coerentes com seus compromissos específicos referentes a tais transações." Como vários painéis deixaram claro, a palavra "restrição" deve ser interpretada "de forma ampla". Seu sentido comum é "uma limitação de ação, uma condição ou regulação limitante". Ela "não precisa ser uma proibição geral ou um limite numérico exato" e pode ser apenas "uma medida que tem consequências negativas identificáveis sobre" as importações. Pode incluir medidas que só permitam importações "sob determinadas condições que tornam a importação mais onerosa do que seria se a condição não existisse, gerando assim um desincentivo para importar."[5]

Então, as "restrições" do Modo 1 desautorizadas são apenas aquelas que não "permitem absolutamente... movimento de capitais" (ou seja, a proibição de

fluxos de capitais), ou poderia ser proibida uma gama mais ampla de "restrições"? Os membros da OMC conhecem as palavras "proibição" e "banir" e poderiam tê-las usado caso tivessem essa intenção.[6] Um membro do painel de conflitos poderia concluir que uma "restrição" sobre o comércio de serviços do Modo 1 deve ser algo mais do que "um desincentivo para importar" (uma vez que "permitir" sugere um cenário mais restritivo), mas chega até e incluiria uma "proibição geral". Em contraste, porque as disciplinas específicas do Modo 3 na nota de rodapé 8 têm um nexo mais solto, os tipos de "restrições" inconsistentes com o GATS para esse modo de fornecimento provavelmente incluiria as CARs que causam um mero "desincentivo para importar", mas se estenderia a ponto de incluir "proibições gerais".

Por fim, é interessante notar que os painéis estavam dispostos a examinar as obrigações dos Artigos XVI e XVII sobre os modos de fornecimento. Por exemplo, as montadoras de veículos canadenses receberam certos benefícios com base no "valor canadense acrescido," que inclui as despesas em serviços como o seguro de produção canadense. Um painel decidiu que tal benefício desfavorecia serviços de seguros e prestadores de serviços estrangeiros, cujos serviços e fornecedores nos Modos 1 e 2 não deveriam ser tratados menos favoravelmente do que os domésticos e homólogos do Modo 3 (OMC 2000, par. 10.307). Outro painel concluiu que o compromisso pleno do Modo 3 na China obriga um membro a permitir que as empresas se estabeleçam em seu território para exportar serviços [para fora do mesmo](OMC 2012a, par. 7.619). Nem o Canadá, nem a China assumiram os amplos compromissos do Modo 1. Mas seus amplos compromissos do Modo 3 foram interpretados como uma exigência para tratar fornecedores de serviço offshore de forma não menos favorável, ou para permitir que as empresas interessadas em servir os mercados offshore estabeleçam presença comercial. Ambas políticas poderiam colocar pressão substancial nos fluxos de capitais.

Razão 3

Existem bases adicionais para reivindicações. O Artigo VI(4) do GATS, por exemplo, criou um mandato para as negociações em curso para garantir que as regulações internas "não constituam obstáculos desnecessários ao comércio de serviços," que tenham "base em critérios objetivos e transparentes" e que "não sejam mais complexas do que o necessário para garantir a qualidade do serviço." Os esboços das normas propostas nos termos do presente mandato incluem um requisito de que as regulações sejam "pré-estabelecidas." Qualquer

CAR recém anunciada poderia violar tal requisito. O Artigo VI poderia também sujeitar as CARs a um padrão de análise que ultrapassa em muito o padrão relativamente brando da legislação interna (Stumberg 2010). Por exemplo, os tribunais dos Estados Unidos normalmente apenas exigem que a ação da agência seja razoável e não arbitrária, caprichosa, excessivamente reservada, ou ilegal. No Artigo VI, em contrapartida, um painel da OMC poderia se colocar no lugar do regulador e adicionar outros requisitos que legitimam a minimização dos impactos do comércio por parte das regulações.

EXCESSÕES E MEDIDAS

Existem quatro medidas potencialmente aplicáveis caso uma CAR viole um compromisso do GATS:

1. Se o FMI solicitar uma CAR;

2. Se uma CAR se qualificar para as exceções no Artigo XIV;

3. Se a CAR se qualifica para as medidas prudenciais (PMD); e

4. Se o Artigo XII permitir uma CAR.[7]

As medidas são bastante fracas: o FMI nunca utilizou a Medida 1 (Siegel 2002, p. 598); e as exceções como as do Artigo XIV só foram adequadas em um dos vinte e sete casos (Tucker 2011b).[8]

Quanto às medidas prudenciais (PMD), há um debate sobre se as CARs seriam realmente prudenciais (Viterbo 2012, 159)[9] e se a existência de uma Medida 4 CAR específica poderia limitar a capacidade de um inquirido de vencer nas medidas 2 e 3.[10]

Na verdade, existem vários obstáculos para utilização das medidas prudenciais. Primeiro, o inquirido precisa ultrapassar o obstáculo da primeira frase, que estabelece cinco objetivos "prudenciais". Os primeiros quatro objetivos referem-se aos problemas do agente principal normalmente associados à regulação de bancos individuais. Não há nenhum grau de cumprimento mínimo especificado associado a estes quatro objetivos. O objetivo final — "para garantir a integridade e a estabilidade do sistema financeiro" — é mais amplo (e poderia abranger as CARs), mas carrega consigo uma exigência muito maior com relação ao cumprimento do objetivo. As CARs podem contribuir para a estabilidade, mas raramente a "garantem" por conta própria.

Em segundo lugar, um inquirido deve alegar que a política prudencial não está sendo utilizada como meio de evitar compromissos ou obrigações com

o GATS (ou seja, pelo menos as duas primeiras razões). Alguns sugerem que isso é simplesmente uma exigência de boa-fé ou de antiabuso. No entanto, os membros da OMC têm um vasto conhecimento na articulação desses termos, tal como constam no capítulo do GATS Artigo XIV e GATT Artigo XX. Os membros do painel teriam que dar efeito às PMD redigidas de forma diferente (Tucker et al 2011).) [11] Alguns expressaram preocupação de que uma construção de um título autoanulador tornaria a PMD sem efeito. Mas o título da PMD — "Regulação Interna" — fornece uma indicação de que poderia ser usada como uma alternativa à obrigação do Artigo VI homônimo. Esta construção poderia dar efeito à medida prudencial e também à sua distinção com relação ao Artigo XIV (Tucker 2011 d).

Além disso, as medidas prudenciais não podem ser designadas como limitações de acesso ao mercado ou obrigações de tratamento nacional (OMC 2001, par. 20). De qualquer forma, membros progressistas de países em desenvolvimento designaram políticas como as CAR como sendo limitações às suas agendas. O AB notou que as agendas dos outros membros são um "contexto" com a finalidade de informar o que significam as regras do GATS (OMC 2005, par. 178). Neste sentido, os países em desenvolvimento com fortes limitações podem prejudicar a autonomia política dos países em desenvolvimento com compromissos mais amplos, contribuindo para uma interpretação de que as CARs não seriam "prudenciais".

Resta aos inquiridos a Medida 4. Nos termos do Artigo XII(1), "um Membro pode adotar ou manter restrições ao comércio de serviços", mas apenas "em caso grave ou de ameaça no balanço de pagamentos e dificuldades financeiras externas." Isso parece limitar as restrições possíveis de serem aplicadas a saídas de capital (Viterbo 2012, 222). Os Artigos XII(2-5(a)) estabelecem 10 limitações adicionais na capacidade de usar as CARs em caso de crises no balanço de pagamentos, incluindo uma exigência anti-discriminação, um "exame de necessidade" e a exigência de que as CARs sejam provisórias (eliminando o espaço para regimes profiláticos de longa duração) (Tucker 2010).

As CARs, ao contrário de outras ferramentas macroprudenciais, quase que por definição, fazem distinções com base em capital, serviço ou origem do fornecedor (Jeane et al 2012, 30-33), estando então sujeitas à não aprovação por um grupo anti-discriminação. Os "exames de necessidade" para uma CAR implicam, em primeiro lugar, uma análise da contribuição para seu ob-

jetivo, a importância de tal objetivo e de sua restrição ao comércio. Se a CAR for menos eficaz, se seu objetivo for menos importante, ou se for restritiva comercialmente, tudo isso contará contra o inquirido no painel de negociação. Em segundo lugar, o requerente pode propor medidas alternativas menos restritivas ao comércio, e o painel seria autorizado a avaliar (se antecipando ao regulador) se esta opção seria acessível ao inquirido (ou mais eficaz, etc.) (OMC 2007, pars. 139-183). Há um amplo espaço para decisões discricionárias do painel em cada fase de interpretação.

CONCLUSÕES FINAIS

Nos EUA, o governo federal tem controle sobre interesses nacionais eminentes, tais como a moeda e o comércio interestadual e estrangeiro. Enquanto isso, os governos dos Estados têm amplos poderes para regular assuntos não exclusivamente da jurisdição federal, contanto que (no âmbito da doutrina *Dormant Commerce Clause*) essas regulações não sobrecarreguem indevidamente o comércio interestadual. O GATS efetivamente submete questões iminentemente federais, tais como o controle dos fluxos de capitais internacionais, para um nível de exame minucioso reservado nas leis internas de regulação para entidades sub-federais (que, por boas razões, não regulam esses assuntos).

Uma maneira de articular uma melhor defesa contra a variedade de razões para atacar uma CAR apresentadas no presente texto é expandir a PMD para garantir que se aplique às CARs e para remover seus termos claramente autocanceladores.

Uma maneira de articular uma melhor defesa contra a variedade de razões para atacar uma CAR apresentadas no presente texto é expandir a PMD para garantir que se aplique às CARs e para remover seus termos claramente autocanceladores.[12] Enquanto a maioria dos países em desenvolvimento apoia este diálogo, os Estados Unidos e outros países desenvolvidos têm, até o momento, se oposto.

Um pensamento final: há menos preocupações manifestadas acerca do conflito entre regulação e GATS do que entre regulação e FTAs. Isso parece se basear em várias considerações: 1) o GATS usa a abordagem de lista positiva e, portanto, os países estão apenas comprometidos com os setores e modos de sua escolha; 2) há mais exceções para as regras do GATS; e 3) existe apenas soluções de conflitos estado-estado na OMC.

Mas estas considerações podem obscurecer mais do que esclarecer. Muitos países — desafortunados o bastante para terem governos neoliberais, serem mal informados ou estarem sob grande pressão na década de 1990 — realmente assumiram amplos compromissos.[13] Na ausência de uma alteração no GATS ou período de carência para retirada dos compromissos sem desencadear obrigações de indenização (como ocorreu no período 1995-97), os compromissos assumidos na década de 1990 podem permanecer vigentess para sempre. Além disso, muitas das exceções tidas subjacentes à superioridade do GATS estão incluídas quase textualmente nos negócios bilaterais. As exceções são suficientes ou deficientes em ambos.

Além disso, os serviços financeiros representam uma grande fatia de muitas economias nacionais — dos paraísos fiscais em particular. Os conflitos entre estado e estado sobre disputas comerciais de baixo peso econômico relativo vêm se arrastando por décadas, e países como os Estados Unidos e Panamá têm se mostrado dispostos a desafiar políticas que se assemelham às CARs (Tucker 2012, Tucker 2011a, OMC 2009 c). A contenção diplomática pode ser exagerada, especialmente porque os investidores (ao menos inicialmente) devem internalizar os custos das suas decisões arbitrárias, ao passo que os burocratas do governo não podem.

É interessante notar que o critério desemelhança do GATS e os exames de LFT são menos tolerantes do que a formulação padrão usada nos FTAs que exigem que os investidores estejam "em circunstâncias semelhantes." Em geral, os painéis de investimento tendem mais a uma abordagem de "objetivo discriminatório e/ou efeito" do que os painéis de comércio (ICSID 2007, pars. 320-321). Em contraste, os painéis da OMC têm levado em conta que os prestadores de serviços podem se encontrar em contextos muito diversos (ou seja, um prestando serviços dentro de um país e outro fora), e mesmo assim as regulações governamentais devem oferecer a eles oportunidades competitivas semelhantes.

Na verdade, o meme "GATS bom e FTA mau" parece repousar sobre a proposição duvidosa de que os artigos de livre transferência dos FTA aos quais nunca se recorreu (e que são mal compreendidos)[14] estão mais sujeitos a interferir nas CARs do que o artigo de tratamento nacional simples do GATS — o qual tem sido invocado com êxito em inúmeras ocasiões e é bem compreendido. Claramente ambas as regras são problemáticas, embora esta última seja mais conhecida.

Por fim, as decisões e as regras da OMC são, em grande parte, acordadas globalmente. Os negociadores muitas vezes importam regras problemáticas da OMC no contexto bilateral, pois estas portam uma certa *imprimatur* — e de qualquer forma, os países já estão conectados por estas regras (assim a diminuição na autonomia política por meio da assinatura de acordos de livre comércio é pequena ou nula). Os árbitros de acordos de investimento citam frequentemente a jurisprudência problemática da OMC em suas concessões, argumentando que se trata de um tipo de padrão-ouro de adjudicação. Nesse sentido, os formuladores de políticas que são complacentes com as regras da OMC, estão arriscando sua autonomia política e dispensando o papel crucial que o organismo multilateral exerce em um sistema de obscura, mas rápida consolidação de governança global.

---

1 O AB alegou que rótulos de atum "seguros para golfinhos" (dolphin-safe) dos EUA foram "prejudiciais" para o México, porque o atum dos EUA se qualificava para o rótulo, e o mexicano não, dando pouco peso para a razoabilidade da distinção reguladora subjacente (com base nas práticas de pesca que eram mais ou menos prejudiciais aos golfinhos), ou o fato de que outras nações, como o Equador, haviam adaptado suas práticas para tirar proveito do rótulo (OMC 2012 c, pars. 234-235).

2 Há um debate sobre como o Artigo XVI(2)(e) afeta áreas sensíveis da regulação dos serviços financeiros (Tucker 2011c), enquanto o Artigo XVI(2)(f) aplica-se aos limites de participação estrangeira.

3 O Modo 1 refere-se ao comércio transfronteiriço, o 2 ao consumo no exterior, o 3 ao estabelecimento pela presença comercial e o 4 ao movimento de pessoas/indivíduos.

4 É possível que haja também obrigações residuais para as CARs dos Modos 2 e 4 (Viterbo 2012, em 217). Em qualquer um dos casos, a distinção entre os Modos 1 e 2 ruiu com o surgimento das operações bancárias on-line, já que não fica claro se o consumidor ou o serviço atravessa a fronteira.

5 Para discussão de casos pertinentes do GATT, consulte (OMC 2009 c, pars. 7.233-7.246).

6 Além disso, se a única forma proibida, uma "restrição" pudesse assumir uma recusa absoluta de fluxo, a disposição de defesa do GATS artigo XII (abaixo) teria sido expressa mais restritamente.

7 Além disso, a primeira parte do Artigo XI (2) submete os direitos no âmbito dos Artigos do Acordo do FMI à exigência de não impor restrições de capitais inconsistentes com os compromissos específicos.

8 O Artigo XIV(d) parece oferecer uma substancial exceção de taxação, mas isso vale apenas para impostos diretos, não para impostos "eventuais" ou indiretos como as CARs ou impostos de transações financeiras.

9 Outros analistas sugerem que medidas prudenciais são aplicáveis aos influxos, enquanto medidas de balanço de pagamentos correspondem às saídas (Jeane et al 2012, 24).

10 Ver Trachtman (2011) sobre disposições semelhantes no NAFTA e também Kaufmann (2008, 424).

11 Ver também o esforço torturante para distinguir as frases aparentemente idênticas "monopólio" e "prestador de serviços exclusivos" da OMC (2012a, par. 7.587).

12 Para sugestões textuais, ver Tucker et. Al (2009).

13 Ver Tucker (2010) para uma estimativa.

14 Veja a dificuldade que um painel enfrentou ao tentar vincular uma transferência a um investimento coberto no ICSID (2008, par. 244).

3. Controles Capital Podem Atenuar as Tensões do Comércio

Héctor R. Torres[1]

Reservas cambiais estão sendo criadas maciçamente para estimular o crescimento doméstico nas economias avançadas, onde famílias, bancos e governos precisarão poupar mais e gastar menos[2]. Enquanto isso, nas Economias de Mercados Emergentes (EMEs), o crescimento e os fundamentos macroeconômicos são muito mais fortes, mas sua capacidade de absorver o capital de curto prazo é reduzida, já que os mercados financeiros são estreitos. O FMI os recomenda a gerir os fluxos de capitais, deixando sua moedas flutuarem, ajustar a suas políticas de juros e utilizar políticas fiscais anticíclicas, o que não pode ser feito da noite para o dia[3]. Os controles de capitais passaram a fazer parte de seu instrumental, mas segundo o FMI devem ser usados apenas "em caráter provisório" e "sem comprometer todo o processo de liberalização" (FMI 2012, d. para.4).

Até o momento, os efeitos colaterais das decisões monetárias nas principais economias avançadas têm sido relativamente compensados por um aumento da procura de moedas de reserva devido à desalavancagem e ao entesouramento. No entanto, a crise vai, por fim, diminuir de intensidade e os bancos centrais talvez não enxuguem rapidamente o excesso de liquidez, seja pelo receio de abortar o crescimento, seja pelo interesse de acender a inflação. Os governos, mesmo os que consideram os controles de capitais indesejáveis, podem precisar colocá-los em prática. Neste capítulo, discutiremos se as regras da OMC oferecem autonomia de política suficiente aos países dispostos a regular ou limitar os fluxos de ingresso (e saída) de capitais.

CONTROLES DE CAPITAL: APENAS UM ÚLTIMO RECURSO?

A abundância de capitais de curto prazo e sua volatilidade intrínseca têm levado as EMEs a acumular reservas de divisas como mecanismo de auto-seguro[4]. O apetite dos EMEs por reservas adicionais é compreensível, mas também preocupante. Acumular reservas pode proteger uma economia de saídas de capitais súbitas e permitir que os governos executem políticas anticíclicas, mas a desvantagem é que requer um crescimento voltado às exportações e

parceiros comerciais dispostos a incorrerem déficits comerciais. Este aspecto não é menos importante, num momento em que, nas economias avançadas, as famílias e os bancos precisam desalavancar e os governos devem reduzir seus déficits fiscais (Torres 2011).

Tendo em conta os problemas econômicos atuais nas economias avançadas, o crescimento ancorado nas exportações não é mais uma opção, pelo menos para as grandes EMEs. Seguir esse caminho poderia agravar tensões comerciais (particularmente as tensões entre Sul e Sul[5]) e ameaçar o sistema multilateral de comércio.

O problema não é apenas teórico. A volatilidade aumentou desde o início de 2011 e os investimentos de portfólio são predominantes nas EMEs integradas financeiramente (FMI 2011 c). O capital de curto prazo pode transmitir os efeitos adversos da crise em suas economias, e os pedidos de proteção das indústrias nacionais poderiam facilmente transformar "guerras de moeda" em "guerras comerciais"[6]—risco agravado pela virtual paralisia da Rodada de Doha.

Em um mundo ideal, a criação de liquidez seria regulada internacionalmente e coerência das políticas cambiais domésticas asseguradas. Mas, infelizmente, como isso está muito longe do mundo real de hoje, precisamos buscar soluções de segunda escolha. Os controles de capitais incluem-se nesta categoria sub-ótima. Além de reduzir o acesso ao crédito, os controles de capitais não são necessariamente impermeáveis e poderiam, por fim, ser burlados pelos mercados financeiros. No entanto, podem gerar autonomia de política, ampliar o período de tempo necessário para a introdução de ajustes de política macroeconômica e regulações prudenciais, além de evitar opções com mais efeitos colaterais indesejáveis, como o protecionismo comercial.

Em um mundo ideal, a criação de liquidez seria regulada internacionalmente e coerência das políticas cambiais domésticas asseguradas. Mas, infelizmente, como isso está muito longe do mundo real de hoje, precisamos buscar soluções de segunda escolha.

AS REGRAS DO COMÉRCIO ESTÃO LIMITANDO A AUTONOMIA DE POLÍTICA PARA IMPOR CONTROLES DE CAPITAL?

Os serviços financeiros são governados, principalmente, pelas normas do Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (GATS). No entanto, certas medidas

"podem se enquadrar no âmbito do GATT 1994 e do GATS."[7] O GATT 1994 Artigo XV.9 (a) afirma que nada neste acordo poderia impedir os Membros de utilizar a " controles ou restrições cambiais de acordo" com oestatuto do FMI.

Segundo o Artigo VI, Seção 3, do estatuto do FMI, os membros são livres "para exercer (...) controles (de capitais) necessários para regular a circulação de capitais internacionais", com a limitação de que "nenhum membro poderá exercer estes controles de forma a limitar pagamentos para transações correntes (...)" (grifo nosso).

O Artigo XV.9 (a) do GATT de 1994 ainda não foi interpretado por um painel ou pelo Órgão de Apelação, mas sem dúvida as "restrições cambiais" podem incluir restrições de taxa de câmbio e restrições no acesso e uso de moeda estrangeira. Estas últimas podem ser usadas para impor controles de capitais, mas poderiam também afetar os pagamentos corrente[8]. Os controles de capitais, por sua vez, poderiam ser usados para impor restrições às transações correntes que podem afetar as taxas de câmbio. Nesses casos, os controles de capitais poderiam ser incompatíveis com a obrigação prevista no Artigo IV, Seção 1 (iii) das disposições estatutárias (isto é, o estatuto do FMI, doravante AoA) se eles permitem a "manipulação" da taxa de câmbio a fim de evitar ajustes de balanço de pagamentos ou de obter vantagem competitiva desleal (FMI 2010).[9]

Achou confuso? De fato, a fronteira não é clara e os termos do Artigo XV.9 (a) do GATT 1994 são amplos. Siegel (2002) argumenta que os termos criam uma exceção às obrigações do GATT para qualquer medida que, na opinião do FMI (Diretoria), é um controle cambial ou uma restrição cambial aplicada em conformidade com o FMI AoA.[10]

Como observado por Siegel (2002), o FMI exige que os Membros retirem as restrições que afetam as transações correntes *independentemente* de uma reivindicação solicitando sua retirada por parte de outro membro.[11] Isto contrasta com a OMC, onde os Membros são obrigados a retirar uma medida somente depois que esta se configurar como uma violação de suas obrigações, após a aprovação (pelo Órgão de Resolução de Controvérsias) de um relatório elaborado por um Painel ou pelo Órgão de Apelação.[12]

Em suma, membros do FMI podem restringir transações de capitais, , mediante a imposição, por exemplo, de controles de capitais ou regulações que imponham limites aos investimentos de portfólio, mas não se resultarem em restrição de pagamentos decorrentesde importações de bens ou serviços. De

acordo com o Artigo XV.9 (a) do GATT 1994, uma medida que restrinja as transações de capitais em consonância com as obrigações do FMI não deve[13] levar a uma violação das disposições do GATT/WTO.[14]

QUAL É A DIFERENÇA REAL ENTRE A CONTA CAPITAL E A CONTA DE TRANSAÇÕES CORRENTES?

O FMI não fornece uma definição do conceito de "transações de capitais", mas o Artigo XXX(d) de seus estatutos esclarece que os pagamentos para transações correntes são as "que não têm fins de transferência de capital, e [isso] inclui, sem limitação:

1) todos os pagamentos devidos, ligados ao comércio exterior, outros negócios correntes, incluindo serviços e linhas de crédito de curto prazo;

2) os pagamentos devidos, tais como juros sobre empréstimos e receita líquida de outros investimentos;

3) pagamentos de quantidade moderada de amortização de emprést mos ou de depreciação de investimentos diretos; e

4) remessas moderadas para despesas familiares."

Isso nos deixa com uma zona cinzenta[15], já que algumas medidas são difíceis de se categorizar, como por exemplo, um limite de acesso à moeda estrangeira para fins de investimento também poderia afetar a liquidação da transação comercial. Além disso, a decisão do FMI 955-(59/45) estabelece que "uma limitação governamental direta sobre a disponibilidade ou a utilização de moeda estrangeira como tal" deve ser considerada "uma restrição a pagamentos e transferências (para liquidar) transações correntes"; portanto, por implicação.não como uma restrição à transação de capitais.[16]

Em suma, os pagamentos internacionais para transações correntes exigem transferências de capitais, não apenas para fins dessa transferência especificamente, mas para liquidar transações comerciais.[17] O FMI só proíbe restrições às transferências de capitais que têm a finalidade de liquidação de transações correntes. As transferências de capitais que não sejam para tal finalidade podem ser restritas e, de acordo com o Artigo XV.9 (a) do GATT de 1994, os Membros da OMC que impõem medidas restritivas às transferências de capitais consistentes com o FMI— em princípio — não estão violando suas obrigações comerciais.[18]

O GATS E SUA "EXCEÇÃO PRUDENCIAL"

Conforme observado acima, os Serviços Financeiros são regidos pelas regras do GATS.[19] O Artigo XI.1 prevê que os membros "não deverão aplicar restrições sobre transferências internacionais e pagamentos de transações correntes relativas aos compromissos específicos."[20] O Artigo XI.2 ecoa o Artigo XV.9 (a) do GATT de 1994, estabelecendo que "já que o membro não impõe restrições a quaisquer transações de capitais inconsistentes com seus compromissos específicos relativos a tais transações", nada no GATS prejudica seus direitos e obrigações nos estatutos do FMI AoA.

A nota de rodapé 8 do Artigo XVI vai um passo além, proibindo claramente as restrições a determinadas transações de capitais. Se um Membro da OMC assumir o compromisso de fornecer um serviço no Modo 1 (transfronteiriço), a circulação transfronteiriça de capitais (entradas e saídas) pode ser parte essencial do serviço em si e, assim, o Membro não poderá restringi-lo.[21] Na mesma lógica, se um Membro da OMC assumir um compromisso no Modo 3 (presença comercial), ele será "obrigado a autorizar transferências de entrada de capitais referentes ao serviço em seu território" (grifo nosso).[22]

Alguns comentaristas lêm isso como uma derivação do princípio da boa-fé (Leroux 2002). Na verdade, quando um Membro da OMC assume compromissos para abrir seu mercado a um fornecimento transfronteiriço (Modo 1) ou para fornecimento através da presença comercial (Modo 3) pressupõe-se que permitirá os fluxos de capitais referentes à prestação deste serviço.[23] É importante notar que o GATS não obriga qualquer país a assumir compromissos transversais para a liberalização de serviços financeiros e fluxos de capitais associados, muito menos fluxos de capitais "espontâneos" não associados aos compromissos agendados.[24]

No GATS, todos os compromissos agendados são assumidos dentro do mecanismo de "lista positiva",[25] portanto os Membros da OMC somente podem assumir compromissos nas áreas e nos Modos enumerados em suas listas, que muitas vezes incluem limitações a cada compromisso.[26]

Além disso, o GATS inclui disposições que permitem aos Membros derrogarem seus compromissos de liberalização dos fluxos de capitais. A derrogação principal é chamada de " exceção prudencial ", que estabelece que "não obstante quaisquer outras disposições do GATS" (ênfase adicionada) um Membro da OMC não é impedido de "tomar medidas por razões prudenciais." As "medidas

prudenciais" não são predefinidas[27], mas poderiam incluir medidas tomadas para a proteção dos investidores, depositantes, segurados ou pessoas a quem um dever fiduciário é devido pelo prestador de serviços financeiros, ou para garantir a integridade e a estabilidade do sistema financeiro. A única limitação é que "não devem ser utilizados como *meio de* desviar-se dos compromissos ou obrigações dos Membros " com o GATS (grifo nosso). Como explica Marchetti (2010), a exceção prudencial não precisa ser acionada antes de se tomar uma medida por razões prudenciais. Apenas no caso de tal medida ser legalmente questionada no contexto de uma disputa trazida à OMC, o país pode recorrer à exceção como justificativa.[28] Neste caso, o inquirido deveria arcar com o ônus da prova.[29]

A "exceção prudencial " não foi interpretada ainda por um Painel (ou pelo Órgão de Apelação), mas como Kireyev (2002, 15) coloca, "as medidas prudenciais, deixadas completamente fora do escopo dos compromissos do setor financeiro no âmbito do GATS, eles não precisam ser agendadas (ou incluídos entre as reservas de acesso ao mercado)". Além disso, como Leroux (2002) argumenta, as palavras "não obstante a *quaisquer* outras disposições do (GATS)" indicam que as medidas no âmbito da "exceção prudencial" podem, a priori, parecer incompatíveis com qualquer obrigação do GATS, inclusive com os compromissos de liberalização.[30] Marchetti (2010) defende que as medidas tomadas por razões prudenciais com o propósito de assegurar "a integridade e a estabilidade do sistema financeiro" podem ser parte de políticas preventivas, de contenção e corretivas.

Em suma, as limitações à imposição de controles de capitais no GATS apenas derivam de compromissos voluntários no acesso ao mercado adotado pelos países, principalmente nos Modo 1 e Modo 3 (para saídas) em (alguns[31]) serviços financeiros onde o movimento transfronteiriço de capitais é parte essencial do serviço em si. Mesmo assim, não obstante *qualquer* disposição do GATS (que inclui as agendas de compromissos específicos[32]), os membros da OMC preservam a autonomia de política para a tomada de medidas por razões prudenciais, ou para garantir a integridade e a estabilidade do sistema financeiro.[33] A única limitação à autonomia de política de um membro é que, quando as medidas adotadas para essas duas finalidades distanciam-se das disposições do GATS, elas não devem ser utilizadas como meio de se desviar dos compromissos ou obrigações do Membro no âmbito do Acordo.[34] Leroux (2002, 88) observa que essa ressalva é "apenas uma expressão do princípio da boa-fé, que é, ao mesmo tempo, um princípio geral do direito e um princípio geral de direito internacional."

REGULAÇÃO DA OMC: O ALVO ERRADO

A frase acima não significa que a autonomia de política dos Membros da OMC seja ilimitada na imposição de medidas de controle de capitais. Vários países em desenvolvimento e EMEs comprometeram-se a uma substancial liberalização unilateral no comércio de serviços financeiros, fora do âmbito da OMC (Kireyev 2002).

Na verdade, a maioria dos Membros da OMC faz parte de Acordos Preferenciais de Comércio (PTAs) e muitos deles incluem disposições sobre investimentos que "contém proibições gerais à adoção de controles de capitais, mesmo em tempos de crise econômica" (Siegel 2012, p. 5). Além disso, vários Membros da OMC são constrangidos por Acordos Bilaterais de Investimentos (BITs) que, como como observa o FMI, normalmente incluem obrigações de liberalização dos fluxos de capitais e restringem a autonomia de política na imposição de controles sobre esses fluxos[35] (FMI 2012).

Além disso, os BITs e os PTAs com obrigações de investimento são freqüentemente negociados com base na "lista negativa"[36] e não contemplam "garantias apropriadas ou o sequenciamento adequado da liberalização" (FMI 2012, p. 8). Consequentemente, "muitos PTAs e BITs oferecem apenas uma flexibilidade limitada para a gestão dos fluxos de capitais" e "muitas vezes não fornecem exceções prudenciais " (FMI 2012, par. 34). A este respeito, o FMI demonstrou recentemente preocupação com a redução da autonomia de política pelos PTAs e BITs, o que poderia restringir a possibilidade de impor controles de capitais durante uma crise macroeconômica e financeira (FMI 2010, p. 11).[37]

Alguns anos atrás, o investimento ainda era percebido como um assunto entre Norte e Sul.[38] O "Norte" era rico e o "Sul" sedento de capital. Hoje em dia, quase 80 por cento do crescimento econômico acontece no mundo "em desenvolvimento"; a Europa está implorando por investimentos; o déficit orçamentário médio nas economias avançadas (6,7 por cento do PIB) é três vezes maior do que nas economias "em desenvolvimento" (2,6% do PIB) e suas necessidades financeiras totais (dívida vencidas+ deficit orçamentário) em 2012 são quatro vezes maiores do que as das EMEs (27,7% do PIB contra apenas 7,7 por cento).

Hoje, o capital está fluindo em todas as direções possíveis, com forte predominância de investimentos de portfólio. No atual ambiente "hiper-líquido", os governos - mesmo aqueles que preferem não usar controles de capitais

Hoje, o capital está fluindo em todas as direções possíveis, com forte predominância de investimentos de portfólio. No atual ambiente "hiper-líquido", os governos - mesmo aqueles que preferem não usar controles de capitais - podem precisar regular os movimentos de capitais financeiros.

- podem precisar regular os movimentos de capitais financeiros. Sua autonomia de política para implementar tais regulações não é contestada pelas disposições da OMC. Por outro lado, alguns BITs e PTAs apresentam definições flexíveis para "investimento", o que poderia minar a autonomia de política para regular os fluxos de capitais de curto prazo. Além disso, esses BITs ou PTAs poderiam estender a proteção de investimento aos investidores que tenham adquirido títulos públicos no mercado secundário. Conforme observado pelo FMI, isso poderia interferir na capacidade de um governo de reestruturar a dívida soberana.[39]

Podemos observar mudanças geopolíticas importantes que exigem políticas de cooperação. Investimento não é mais uma questão de Norte e Sul[40] e as principais economias do mundo ("avançado" *e* EMEs) precisam alcançar uma maior coerência na formulação de suas políticas econômicas. Isso pode exigir um novo quadro multilateral para harmonizar a interpretações das regras de investimento "preferencial" (os incluídos na miríade de PTAs e BITs).

Há alguns anos, a intenção de negociar regras para investimentos multilaterais encontrou forte oposição nos "países em desenvolvimento." Agora, vivemos num mundo diferente.

---

1 Héctor R Torres, ex-diretor executivo do FMI, está atualmente na Organização Mundial do Comércio. O autor é grato a Alejandro Jara e Gabrielle Marceau por seus comentários e observações, e também a Juan Marchetti por suas idéias extremamente úteis. Agradecimentos a Luan Aggersberg e Debora Ponce por sua assistência na pesquisa e edição. Qualquer imprecisão deve ser atribuída ao autor que pode ser contatado em Héctor.torres@wto.org. As opiniões expressas são exclusivamente do autor e não representam de forma alguma as opiniões do Secretariado da OMC ou de seus membros.

2 Entre 2007 e 2011, os EUA, Reino Unido e a zona do Euro praticamente dobraram sua base monetária (medida como uma porcentagem de seus PIBs, FMI, 2012a, p. 22)

3 Como afirma Nogueira Batista (2012), "a política fiscal é um instrumento lento, pesado e desajeitado para fazer frente a fluxos de capitais velozes e voláteis" (p. 94).

4 Quanto mais financeiramente integrado, mais reservas uma EME precisaria para se auto-proteger. Torres, Héctor (2010).

5 Mattoo e Subramanian (2011) observam que os países em desenvolvimento estão recorrendo cada vez mais a medidas restritivas contra as exportações chinesas e que seu uso de antidumping contra a China (como uma parte de suas ações totais) aumentaram de 19% em 2002 para 34% em 2009, Considerando que os números correspondentes para as economias avançadas foram 11% e 27%.

6 Mattoo e Subramanian (2011) observam que, quando o Ministro da Fazenda do Brasil advertiu que "guerras cambiais " poderiam se transformar em "guerras comerciais", ele equiparava os efeitos do afrouxamento quantitativo nos Estados Unidos com a alegada política chinesa de reprimir a valorização do RMB.

7 De acordo com o órgão de apelação "as medidas que envolvem um serviço ligado a um determinado bem ou serviço fornecido juntamente com uma mercadoria. Em todos os casos (...), a medida em questão pode ser analisada a partir do GATT de 1994 e do GATS". Relatório do órgão de Apelação, EC-Bananas III, par. 221 (WT/DS27/AB/R)

8 Wei e Zhang (2007) calcularam que aumento nos controles sobre pagamentos relacionados a fluxos comerciais poderia ter efeitos negativos sobre o comércio (equivalente a um aumento nas tarifas de 14 pontos percentuais). Segundo os autores, os aumentos nos controles cambiais por um desvio- padrão poderiam reduzir o comércio na mesma proporção que um aumento nas tarifas de 11 pontos percentuais (p. 12).

9 Outras disposições doFM I poderiam ser relevantes na interpretação do escopo do Art XV.9 (a) do GATT de 1994. O Art VI, seção I do AoA proíbe o uso dos recursos gerais do FMI para fazer frente a uma saída de capital expressiva ou sustentada, e permite ao fundo exigir a imposição de controles sobre movimentos de capitais, a fim de evitar essa utilização (FMI 2012, d.). Também, o Art VIII .2 (a) (evitar restrições sobre pagamentos atuais): requer que os membros do FMI abstenham-se da imposição de restrições sobre a realização de pagamentos e transferências para as transações internacionais correntes (salvo se tiverem a aprovação do fundo).

10 No entanto, é concebível que umcontrole cambial (ou uma restrição cambial), mesmo se compatíveis com as obrigações do FMI, poderia "frustrar a intenção das disposições" do GATT/OMC (Artigo XV.4 do GATT), anular ou comprometer os benefícios que um Membro da OMC poderia razoavelmente esperar de um compromisso com o GATS (Artigo XXIII.3) ou ao abrigo de um acordo do comércio de bens da OMC (Artigo XXIII.1 (b) do GATT de 1994). A análise desta questão jurídica vai além do escopo desta nota resumida.

11 No Fundo, o não-cumprimento de uma disposição pode ser trazida à atenção do Conselho de administração por meio dos funcionários e da direção (ou por qualquer diretor executivo).

12 Os funcionários da OMC não podem agir de officio para denunciar uma aparente violação ao Conselho Geral ou ao corpo político responsável por monitorar o acordo em questão. A única ocasião em que funcionários da OMC são chamados a expressar suas opiniões sobre as políticas dos Membros é durante o Processo de Revisão de Política Comercial e não é da alçada desses funcionários categorizar uma medida como incompatível com as obrigações da OMC.

13 Desde que não esteja em contradição com outra disposição da OMC.

14 Como esta disposição ainda não foi interpretada, não me vejo em condições de fazer afirmações sobre a extensão legal desta presunção.

15 O Art XXX (d) do AoA autoriza ao Fundo estabelecer limites ad hoc por meio de consulta aos Membros envolvidos, para determinar se certas operações específicas são consideradas transações correntes ou de capitais.

16 Esta definição foi ecoada no GATT pelo painel em "República Dominicana – Importação e Venda de Cigarros" (República Dominicana – Medidas que Afetam a Importação e a Venda Interna de Cigarros. Relatório do Painel, p. 144; 7.144, 7.145).

17 Assim como os juros sobre empréstimos, os rendimentos líquidos de investimentos, pagamentos moderados para fins de amortização de empréstimos intercompanhias e remessas "moderadas" para despesas familiares.

18 Os controles de capitais poderiam ser utilizados para impor práticas cambiais múltiplas. De acordo com a nota ao Artigo VI par2 e 3, 2 do GATT, As "práticas cambiais múltiplas " (práticadas

ou sancionadas pelos governos) "podem, em certas circunstâncias, constituir uma subvenção às exportações" que pode ser obtida por direitos de compensação ao abrigo do parágrafo 3, ou pode constituir uma forma de dumping por meio de uma depreciação parcial da moeda de um país atendida por ação no âmbito do parágrafo 2. Práticas cambiais múltiplas significam "práticas pelos governos ou sancionados pelos governos." No FMI, práticas cambiaismúltiplas (proibidas, exceto quando [excepcionalmente] autorizadas) surgem quando, devido a ação de um governo, há duas ou mais taxas de câmbio para transações à vistano país que se diferenciem em mais de 2% (ver Política de Práticas Cambiais Múltiplas, Decisão n. º 649-(57/33), 26 de junho de 1957). O Artigo VIII, seção 3, da AOA estabelece que "nenhum membro participa, nem permite que qualquer de suas agências fiscais (...) se envolvam em disposições discriminatórias de câmbio ou práticas cambiais múltiplas."

19 As regras e normas multilaterais aplicáveis ao comércio de serviços financeiros são encontradas em três instrumentos jurídicos: o GATS; o Anexo (do GATS) sobre os Serviços Financeiros; e o Entendimento sobre os Compromissos em Serviços Financeiros; OMC (2012). Conforme discutido anteriormente, as medidas relativas à prestação de um serviço financeiro poderiam também entrar no escopoo dos acordos de comércio de mercadorias do GATT de 1994 e/ou da OMC (ver nota 9).

20 Exceto quando justificada para proteger o balanço de pagamentos, ver Art XII do GATS.

21 No caso de empréstimos no Modo 1, o movimento de capitais transfronteiriço é essencial para o fornecimento do serviço. À medida que um compromisso da OMC inclui uma transação de serviço financeiro envolvendo uma transação de capital internacional, o fluxo financeiro deverá ser liberalizado para que a transação aconteça (Kireyev 2002) .

22 O GATS não requer livre circulação de capital transfronteiras (entradas e saídas) para compromissos assumidos no âmbito dos Modos 2 e 4, nem a liberalização da saída de capitais para os compromissos assumidos no âmbito do Modo 3 .

23 Os fluxos financeiros podem ter origem em serviços financeiros, mas enquanto que os serviços financeiros são uma categoria da conta corrente, os fluxos financeiros estão incluídos na conta capital do balanço de pagamentos. Como Kireyev (2002) observa, serviços financeiros (F) incluem apenas as taxas e encargos associados aos fluxos financeiros (...) Por exemplo, depósitos entre residentes e não residentes é um item dos fluxos de capitais, enquanto os custos do serviço financeiro decorrentes de tais operações (...) são itens da conta corrente. Na estrutura da OMC, apenas os serviços financeiros podem estar associados ou não associados aos fluxos financeiros, *mas não os fluxos financeiros em si* – objetos de negociação e de liberalização (grifo nosso, Ibid, p. 8).

24 Como observa Marchetti (2010), nem todas as transações de serviços financeiros estão associadas a fluxos financeiros transfronteiriços (serviços financeiros, como consultoria e serviços de informação não necessitam de movimentos de capitais transfronteiriços— que não seja o pagamento da transação corrente).

25 As "listas positivas", opostas às "listas negativas", em que apenas as exceções à liberalização do comércio são enumeradas. Como discutido abaixo, as listas negativas são frequentemente utilizadas em Acordos Bilaterais de Investimentos (BITs) e em Acordos Preferenciais de Comércio (PTAs). As listas negativas são utilizadas em outros acordos da OMC que regulam o comércio de mercadorias (por exemplo, ver Artigo 3.3 do Acordo sobre Agricultura).

26 Os compromissos de liberalização de serviços financeiros associados a fluxos financeiros não implicam que o serviço financeiro em questão será "desregulado", mas sim que a regulação aplicável concederá o tratamento nacional aos prestadores estrangeiros (sobre o qual os países podem incluir limitações).

27 Leroux (2002) observa que o conceito de exceções prudenciais pode evoluir, já que "não está congelado no tempo."

28 Como explica Marchetti (2010), as medidas no âmbito da exceção prudencial não estão sujeitas a um "exame de necessidade" (provando sua contribuição para a realização de seu objetivo e se o mesmo objetivo poderia ser alcançado por uma medida menos restritiva). Inversamente, naqueles em que o inquirido invoca as Exceções Gerais das obrigações com o GATS, ele pode precisar provar que a medida em questão era "necessária" para cumprir os objetivos enunciados no Artigo XIV do GATS.

[29] Marchetti observa (2010) que as medidas tomadas por "razões prudenciais" não precisam ser limitadas às medidas categorizadas como "regulação prudencial".

[30] A mera existência da "exceçãoprudencial" pode desencorajar contestações jurídicas a controles de capitais, mesmo onde os países têm compromissos sobre serviços financeiros sujeitos a exigência de transferências de capitais. Na verdade, os controles de capitais foram implementados em várias ocasiões, mas nunca foram legalmente contestados.

[31] "Algumas transações de serviços financeiros não são acompanhadas de movimentos de capitais, tais como serviços de informação e consultoria financeira." Marchetti (2010)

[32] Artigo XX.3 do GATS.

[33] A formulação do termo "exceção" sugere que, ao utilizá-lo, os membros da OMC não estão limitados a preservar a integridade e a estabilidade do "seu" sistema financeiro.

[34] Esta disposição ainda não foi interpretada. No entanto, é interessante notar que a exceção prudencial não exige que as medidas adotadas por razões prudenciais, ou para garantir a integridade e a estabilidade do sistema financeiro, não tenham efeito sobre compromissos ou obrigações dos Membros; mas sim que, ao implementá-las, os Membros não devem utilizá-las como meio de afastamento das suas obrigações.

[35] Segundo o banco de dados dos Acordos de Investimento Internacional da UNCTAD, os países do G20 são parte de 1.824 IIAs (OCDE e Sétimo Relatório da UNCTAD sobre as Medidas de Investimento do G20, 31 de maio, Tabela 2).

[36] Os países são obrigados a listar todas as medidas que não se enquadram. As medidas não listadas especificamente, ou áreas em que nenhuma medida tenha sido listada, devem ser totalmente liberalizadas.

[37] As limitações à imposição de controles de capitais incluídos nos PTAs e BITs poderiam conflitar com duas disposições do FMI. O Artigo VI, seção 1 estabelece que os recursos gerais do fundo não podem ser usados para atender a "grandes e sustentadassaídas de capital "; no entanto, na ausência de uma cláusula de garantia no PTA ou no BIT, um membro do fundo poderá se sentir legalmente obrigado a usar os recursos do FMI para transferir o capital ao seu parceiro do PTA/BIT. Por outro lado, as obrigações do PTAs/BITs podem entrar em conflito com o Artigo VIII, seção 2 (a) dos estatutos do FMI. De acordo com esta disposição, um membro pode, com a aprovação do fundo, impor restrições a pagamentos e transferências de transações correntes internacionais. Em caso de crise financeira, poderiam surgir problemas de discriminação entre os membros do Fundo caso uma das partes impusesse controles àqueles que não integram o PTA/BIT (FMI 2010, parágrafo 27).

[38] Mattoo e Subramanian (2008) argumentam que a resistência à regulação multilateral do IDE é baseda na — agora falsa — percepção de que os países em desenvolvimento autorizam a IDE como uma compensação para os países industriais, facilitando as restrições sobre as mercadorias e mão de obra.

[39] IMF 2010, p. 7.

[40] Mesmo assim, muitos países em desenvolvimento, particularmente aqueles com economias pequenas, ainda terão que "competir" pelo capital usando seu limitado espaço fiscal.

4. Os Esforços do Equador para a Revisão das Regras do GATS sobre as Regulações Monetária e Financeira e os Novos Paradigmas sobre o tema[1]

Andrés Arauz G.

Neste ensaio, explico a abordagem do Equador à revisão de regras do GATS em meio à crise financeira global e sua busca de alternativas dentro do Tratado para cumprir os objetivos da política. Primeiramente, argumento que os princípios sobre os quais regras do GATS foram elaboradas respondem a uma conjuntura geopolítica e não oferecem autonomia de política suficiente para as políticas monetárias e financeiras dos países em desenvolvimento. Em segundo lugar, apresento o processo em curso do Equador na OMC e seus resultados pretendidos. Por fim, apresento diretrizes para regulações heterodoxas dos fluxos de capitais, em conformidade com o direito internacional em vigor.

O PARADIGMA DA DESREGULAÇÃO ESTÁ EM CRISE, MAS O GATS ESTÁ PRESO NA DÉCADA DE 1990

Quando a Rodada do Uruguai estava sendo negociada e a OMC criada em meados da década de 1990, o paradigma da desregulação e liberalização financeiras foi um consenso entre a academia convencional, organismos internacionais e formuladores de políticas globais. Cerca de 100 países comprometeram-se com a profunda liberalização dos serviços financeiros, incluindo o livre fluxo de capitais (GATS Artigo XI). No entanto, as regras sobre os compromissos ignoraram, propositadamente, a tendência estrutural predominante dos fluxos de capitais para países que emitem moeda de reserva (Tabela 1) e para centros offshore (paraísos fiscais e jurisdições de sigilo) (Tabela 2). Fortemente influenciado pelos programas de ajustamento estrutural do FMI na década de 1990, o princípio da liberalização foi adotado até mesmo na legislação interna em todo o mundo em desenvolvimento.

Assim, não seria surpreendente que a forma mais líquida de capital (setor financeiro) e os países beneficiários líquidos (emissores de moeda de reserva e centros offshore) fizessem maior pressão para a liberalização dos serviços financeiros e, particularmente, para a livre circulação de capitais. Recentemente, é possível

testemunhar a pressão[2] para a Coréia desmantelar suas regulações de fluxos de capitaisl e a insistência da China deve liberalizar totalmente sua conta de capital.

Tabela 1- Passivos Externos por Nacionalidade do Banco

Jurisdição dos bancos (dez 2011)	Passivos por residência do banco (bilhões de USD)	Passivos por nacionalidade do banco (bilhões de USD)	Proporção (residência / nacionalidade) (%)
Estados Unidos	3.943	5.122	130%
Reino Unido	6.031	4.650	77%
França	2.124	3.492	164%
Alemanha	1.644	3.277	199%
Suiça	834	2.675	321%
Japão	1.237	2.379	192%
Holanda	1.406	1.623	115%
Suécia	527	1.236	234%
Espanha	717	919	128%
Austrália	676	914	135%
Canadá	376	907	241%
Itália	827	828	100%
Hong Kong SAR	688	526	76%
Bélgica	581	526	91%
Dinamarca	282	369	131%
Taipei Chinesa	118	326	275%

Fonte: BIS (2012).
Negrito = membros com direitos especiais de saque pré-Euro (SDR). *Itálico* = centros offshore.

Tabela 1- Passivos Externos por Residência do Banco

Jurisdição dos bancos (dez 2011)	Passivos por residência do banco (bilhões de USD)	Passivos por nacionalidade do banco (bilhões de USD)	Proporção (residência / nacionalidade) (%)
Estados Unidos	6.031	4.650	77%
Reino Unido	3.943	5.122	130%
França	2.124	3.492	164%
Alemanha	1.644	3.277	199%
Ilhas Cayman	1.585	14	1%
Holanda	1.406	1.623	115%
Japão	1237	2.379	192%
Cingapura	905	235	26%
Suíça	834	2.675	321%
Itália	827	828	100%
Espanha	717	919	128%
Hong Kong SAR	688	526	76%
Austrália	676	914	135%
Bahamas	589	16	3%
Bélgica	581	526	91%
Luxemburgo	540	63	12%

Fonte: BIS (2012).
Negrito = membros com direitos especiais de saque pré-Euro (SDR). *Itálico* = centros offshore.

Como vimos na introdução do Capítulo 1, o GATS apresenta contradições quanto à capacidade de um país de praticar regulações da conta de capital (CARs).

As regulações da conta de capital (CARs) são úteis para a gestão e para a prevenção de crises, mas são também um instrumento valioso para o desenvolvimento econômico, além da estabilidade financeira. Vou me estender sobre os benefícios das CARs na proteção da autonomia da política monetária, a partir da recente perspectiva do Equador (dolarizado) e examinarei brevemente o papel das CARs no auxílio administrativo à execução das políticas de desenvolvimento.

Como a resposta diversificada e dinâmica à crise financeira demonstra,[3] as CARs são e devem ser parte do arcabouço político, mas, infelizmente, as regras do GATS limitam essa necessária autonomia de política. Mas as CARs devem estar disponíveis aos formuladores de políticas não somente em tempos de crise a fim de evitar a fuga de capitais e perda de liquidez; devem estar disponíveis para utilização com expediente e certeza, sem o receio de um retrocesso jurídico. É importante reconhecer que, embora os países tenham que enfrentar um caminho demorado e cheio de obstáculos, o GATS oferece a possibilidade para usar as CARs para fins de gerenciamento de crise, principalmente recorrendo ao Artigo XII.

As regulações da conta de capital (CARs) são úteis para a gestão e para a prevenção de crises, mas são também um instrumento valioso para o desenvolvimento econômico, além da estabilidade financeira.

No entanto, as CARs não são úteis apenas para o gerenciamento de crises, mas também são valiosos instrumentos macroprudenciais para a prevenção de crises. Por causa das assimetrias geopolíticas estruturais entre países desenvolvidos emissores de moeda-reserva e os países em desenvolvimento, o segundo grupo precisa das CARs como instrumento macroprudencial na governança adequada de seus sistemas financeiros e também para salvaguardar a estabilidade financeira como pré-condição para o crescimento.[4] O principal efeito das CARs bem sucedidas, enquanto instrumentos macroprudenciais, foi o de alterar os prazos dos fluxos de capitais, como uma medida preventiva para minimizar os efeitos de interrupções súbitas desses fluxos voláteis e impedir ataques especulativos contra as moedas nacionais ou instituições financeiras particulares. Além disso, ter CARs vigentes ou prontamente

disponíveis no arcabouçode política econômica enquanto "instrumentos de prevenção de crise" permite respostas mais rápidas por meio do ajuste fino ou do fechamento de brechas em caso de efeito contágio de uma crise externa. A implantação das CARs no momento da crise sem a presença de medidas preventivas poderia ser considerada desesperada e, até que sua adoção tenha sido aperfeiçoada, a expectativa de sua aplicação provocaria saídas de capitais fortemente pró-cíclicas e a fuga maciça de capitais seria autorrealizável. Por outro lado, existe o risco de contágio interno: "se um país exposto a riscos sistêmicos que acompanham os fluxos de capitais não for capaz de adotar medidas macroprudenciais adequadas, sua estabilidade econômica e financeira poderia ser colocada em risco. Dado o atual ambiente de globalização financeira e a interconexão resultante em todo o mundo, a incerteza econômica a nível nacional poderia transbordar sobre a economia global"(OCDE 2012). Considero a autonomia de política para a adoção desses tipos de medidas macroprudenciais preventivas ambígua dados os termos atuais do GATS.[5]

Após uma série de crises financeiras nos anos 1990, os países em desenvolvimento da América do Sul passaram a acumular reservas custosas (Rodrik 2006; Aizenmann 2009). Além dos critérios ortodoxos de risco de crédito, alguns destes países relutam em investir em ativos de longo prazo na região, pois poderiam enfrentar saídas de capitais súbitas. As CARs moderadas podem minimizar esse risco e liberar centenas de bilhões de dólares em reservas para a estratégia de desenvolvimento da região. CARs coordenadas, cooperativas e complementares, em vez de CARs competitivas que nivelam por baixo, teriam efeitos ainda maiores.

Embora o Artigo XII do GATS "reconheça que determinadas pressões sobre o balanço de pagamentos de um Membro em processo de desenvolvimento econômico ou de transição econômica possam requerer restrições para assegurar, *inter alia,* a manutenção de um nível de reservas financeiras suficientes para a implementação de seu programa de desenvolvimento econômico ou de transição econômica", e até mesmo que o termo "reconhecer" tenha um efeito vinculativo (o que não foi testado), parece impossível na prática, pois exige que se siga o procedimento do FMI em caso de crises de balanço de pagamento (BoP).

Por ainda não ter sido cumprido o objetivo regional de estabelecer um fundo comum de reserva[6], como parte de seu programa de desenvolvimento, o Banco Central do Equador tem investido parte de seu portfólio (dolarizado)

em ativos internos a longo prazo e, consequentemente, cobre seu risco de liquidez utilizando CARs não discriminatórias.

Os países em desenvolvimento podem também ser muito úteis para limitar a conversibilidade dos fluxos de capitais dos seus modos de pagamento domésticos como parte de sua estratégia de desenvolvimento nacional, a fim de ganhar autonomia política monetária (Epstein 2012). Observe-se que os países também podem regular os modos de pagamento internos (mesmo unidades de conta sem curso legal) e seu grau de conversibilidade sem violar qualquer compromisso internacional. O Banco do Central do Equador já criou tal autonomia política para a moeda eletrônica emitida publicamente. Lembre-se da "Teoria do Dinheiro do Estado: um país pode emitir crédito soberano não-conversível para financiar suas necessidades de desenvolvimento" (disponível no mercado interno) (Wray 2012).

Em matéria de execução administrativa, as CARs são um instrumento muito poderoso na geração de registros administrativos com valiosos dados transacionais quantitativos que podem ser facilmente interligados com outras entidades do governo[7]. Segundo Epstein (2012), tais registros podem ser utilizados na prevenção de corrupção (saídas e entradas de pessoas politicamente expostas — PEPs), evasão fiscal (particularmente dos preços de transferência), lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e outras atividades ilícitas que envolvem a fuga de capitais. Também podem ser utilizados para impor critérios de desempenho em contratos entre investidor e estado. Nenhuma dessas questões foram discutidas na esfera pública no início dos anos 90. Concluindo, proponho um projeto de CARs que desempenhe principalmente este papel de forma compatível com o atual regime de comércio.

O EQUADOR NA OMC

O Equador é uma economia pequena, de rendimento médio e muito aberta. No final do século passado, sofreu uma crise financeira sistêmica, que causou uma saída de capital repentina, colapso do sistema financeiro, perda da soberania monetária do país e a expulsão de milhões de cidadãos por meio de migração. Se o país não quiser repetir uma crise de tal magnitude e os impactos distributivos regressivos, é preciso garantir autonomia reguladora ampla e suficiente para a sua política monetária, financeira e econômica. O Equador, desde então, tem re-regulado[8] seu sistema monetário e financeiro para servir como uma ferramenta para o desenvolvimento (OMC 2011a).

Depois do simpósio em 1 de julho de 2011 juntamente com outras organizações multilaterais, o Equador uniu esforços com a Índia, Argentina e África do Sul numa solicitação para estudar os efeitos da crise e se as medidas domésticas subsequentes adotadas pelos países desenvolvidos estavam de acordo com seus compromissos no GATS. Uma série de assimetrias relacionadas entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento foi detectada: transparência e monitoramento detrás das fronteiras; dotações orçamentárias; afrouxamento quantitativo — ligado à emissão de moeda reserva (moeda de denominação da sua dívida); impactos cambiais; concorrência de instituições financeiras sistemicamente importantes.

No Comitê do Comércio de Serviços Financeiros (CTFS) que se seguiu, o Equador manifestou a necessidade de se estudar os efeitos da crise financeira e suas implicações para a OMC.

No fórum público da OMC em setembro de 2011, o Equador concluiu o seguinte: o Diretor Geral Lamy foi correto no apoio[9] à necessidade de mais e melhor regulação. Para que esta re-regulação seja bem sucedida, é preciso que haja uma melhora significativa na comunicação e coordenação entre os reguladores e negociadores comerciais. As crises podem ser evitadas com uma regulação adequada e evitar crises contribui com a prevenção de medidas de distorção do comércio. O Equador sugere, portanto, que a OMC monitore os impactos da crise e das medidas tomadas, além de garantir a autonomia de política pública para a regulação (OMC 2011b).

As crises podem ser evitadas com uma regulação adequada e evitar crises contribui com a prevenção de medidas de distorção do comércio.

A proposta do Equador no Comitê de Serviços Financeiros da OMC em outubro de 2011 foi precedida de várias reuniões bilaterais e apoiada por uma série de organizações não-governamentais. A proposta solicitava uma interpretação pela Conferência Ministerial para dar sequência à revisão das regras do GATS para serviços financeiros a fim de garantir ampla autonomia de política para as CARs e para a regulação interna. Este pedido foi feito à luz dos recentes desdobramentos, incluindo a reforma do sistema monetário internacional (o papel das moedas- reserva, desequilíbrios globais, dilema de Triffin), a regulação interna (instituições grandes demais para falir, Glass-Steagall, sistema bancário na "sombra") e a arbitragem regulamentar de cooperação transfronteiriça (nomeadamen-

te através de centros offshore). Argentina, Barbados, Bolívia, Brasil, China, Cuba, República Dominicana, Índia e África do Sul apoiaram a proposta (OMC 2011a).

A Austrália alegou que o GATS e o Anexo sobre Serviços Financeiros já ofereciam aos Membros um elevado nível de discricionariedade e, ao mesmo tempo, não permitia medidas com efeitos puramente protecionistas. Taiwan, União Europeia, Coréia do Sul, Noruega e Estados Unidos consideraram que o GATS já oferecia adequada autonomia de política, em particular por meio da exceção prudential. A visão do Canadá é que a exceção prudencial do GATS havia funcionado muito bem e concedido aos Membros flexibilidade para proteger seus sistemas financeiros domésticos e reformar seus regimes regulatórios (OMC 2011a). As respostas das economias desenvolvidas (que abrigam os maiores e mais poderosos setores financeiros) talvez sejam benéficas para o Equador. As declarações oficiais comentando a flexibilidade da exceção prudential podem ser usadas como argumentos em potenciais controvérsias no futuro.

No CTFS em março de 2012, o Equador destacou que a preservação da autonomia de política para a regulação financeira fora apoiada por muitos membros. Solicitou que a Secretaria preparasse uma nota sobre o escopo de aplicação do GATS e deu exemplos de medidas prudenciais que os Membros poderiam adotar. A proposta não foi aceita pelos membros do Comitê (OMC 2012e).

Fica claro que seria contraproducente aos interesses do Equador e dos outros países em desenvolvimento, uma série de exemplos sobre quais medidas seriam prudenciais ou não, ou quais se desviam ou não dos compromissos. No entanto, o Equador deveria tentar incluir uma interpretação **do termo prudencial que engloba a dimensão tanto microprudencial como macroprudencial**. Isso parece ser um consenso viável e talvez já esteja explícito no Artigo 2(a) do Anexo sobre Serviços Financeiros do GATS.

Além disso, o Equador deveria ter a intenção de garantir que as CARs fossem consideradas como regulações macroprudenciais. Este ponto parece controvérso: ambos, o BIS (*Bank for International Settlements*) e o FMI têm publicado artigos[10] que, dependendo dos autores, têm posições mutuamente exclusivas sobre esta questão. No entanto, existe uma definição de política pelos líderes do G-20 que "recorreram ao FSB, FMI e BIS para futuros trabalhos sobre arcabouços de política macroprudencial, incluindo ferramentas para mitigar o impacto dos fluxos de capital excessivos" (FSB, FMI e BIS 2011). De acordo com esta definição, as CARs fazem parte da política macroprudencial. Por outro lado, **a abrangência de medidas macroprudenciais poderia**

ser decidida por cada Membro,[11] que corresponderia precisamente a uma abordagem adotada por Claire Jones (2011) no *Financial Times*: "as prioridades dos países diferem sobre as principais fontes de estresse financeiro, então a política macroprudencial variará de jurisdição para jurisdição." Uma abordagem alternativa seria definir estes termos da forma mais abrangente possível nos acordos de reconhecimento autorizados pelo Artigo 3º do Anexo do GATS sobre Serviços Financeiros (Viterbo 2012).

O Equador também deve procurar esclarecimentos sobre a frase "usado como meio de se desviar",[12] quando se refere à regulação prudencial doméstica. Há um intenso debate sobre este tema (UNCTAD 2011a) sem que esta cláusula tenha sido realmente testada.[13] Em princípio, isso já é um sinal positivo para os interesses do Equador. Se a medida passar no teste de "prudência", pode-se seguramente supor que a regulação não é utilizada como meio para se desviar de compromissos. Porque, se for prudencial, então já está sendo utilizada como um meio de proteção aos investidores, depositantes, segurados ou pessoas a quem um dever fiduciário é devido pelo prestador de serviços financeiros, ou como um meio de garantir a integridade e a estabilidade do s istema financeiro.

Em 26 de junho de 2012, em um *workshop* não-vinculativo coordenado pelo Presidente do CTFS (China), o Equador insistiu na necessidade da OMC atualizar seus paradigmas à luz da maior crise financeira desde a grande depressão e agir sobre as assimetrias descritas acima.

Em 27 de junho de 2012, o Equador apresentou uma proposta (OMC 2012f) ao Comitê de Serviços Financeiros, solicitando que a Secretaria preparasse um documento de referência para uma discussão dentro do CTFS sobre avanços internacionais nas regulações macroprudenciais (incluindo as CARs) e as regras do GATS. O debate questiona a proposição sobre as novas regulações macroprudenciais, sua relação com o comércio de serviços financeiros, a coerência entre os padrões da OMC e do FMI sobre a regulação macroprudencial, a coordenação entre reguladores e negociadores e as características específicas dos fluxos de capitais em relação às regras do GATS. Como em outras ocasiões, foi decidido que os membros consultariam seus governos e que teriam uma resposta para a próxima reunião do Comitê.

CARs HETERODOXAS

A despeito de seus esforços dados seu tamanho e recursos, o Equador necessariamente não pode esperar pela adaptação do regime de comércio interna-

cional às circunstâncias presentes.[14] Portanto, existem medidas alternativas a serem tomadas com efeitos semelhantes às CARs. O primeiro conjunto de medidas diz respeito às regulações preventivas de evasão fiscal. O segundo grupo refere-se ao combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (AML/CFT). O terceiro grupo diz respeito à regulação interna microprudencial do banco central.

Em relação às medidas de evasão fiscal , a ideia é a partir do direito soberano[15] de qualquer Estado para estabelecer seu sistema fiscal. Até mesmo ao nível do Tratado da União Europeia, o Artigo 65 isenta expressamente[16] questões fiscais do mandato de livre circulação de capitais. A regulação mais agressiva de prevenção à evasão foi aprovada nos Estados Unidos: *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA). Tal regulação estabelece fortes controles administrativos ex ante para transações estrangeiras e restrições quantitativas associadas por meio de impostos retidos na fonte (IRS 2012). Embora não tenha sido totalmente implementada, parece ter sido bem sucedida na redução da "fuga de capitais" dos Estados Unidos (Der Spiegel 2011). O FATCA pode violar as disposições de não discriminação do Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA), bem como do GATS (Cockfield 2012).

Os tipos específicos de medidas poderiam ser controles administrativos de transferência de preço ex ante, testes de solvência anti-fraude para as transações transfronteiriças, impostos diferenciados de retenções para as transações transfronteiriças, impostos Tobin, conformidade com impostos domésticos e requisitos de transparência (beneficiário) para o destinatário da transferência, entre outros.

A aplicação das normas AML/CFT têm gerado pressão internacional. Os países podem estabelecer regulamentos internos que, ao confrontar estas questões diretamente, podem também servir como CARs alternativas. Aceita-se[17] o fato de que os controles de capitais reduzem a lavagem de dinheiro por meio do sistema bancário. Os países desenvolvidos estão cientes dos múltiplos usos dos instrumentos de AML/CFT como CARs. No início das negociações do FTA entre os EUA e a Colômbia, o USAID e a Embaixada dos EUA em Bogotá fizeram o seguinte diagnóstico: "o governo da Colômbia pode argumentar que necessita de controles rígidos sobre transações financeiras internacionais para controlar a lavagem de dinheiro e a fuga de capitais. O governo da Colômbia pode aceitar assistência técnica adicional dos Estados Unidos no combate à lavagem de dinheiro como alternativa" (Wikileaks 2004). A

Comissão de Valores Mobiliários Nacionais da Argentina já adotou restrições de conta de capital com base em listas de jurisdições não cooperativas AML/CFT (CNV 2011).

As medidas que poderiam ser implantadas incluem a transparência do beneficiário efetivo; restrições (administrativas ou com base em preço) sobre as transações de jurisdições não cooperativas; restrições administrativas, com base no tamanho da transação; outros requisitos administrativos para as transações transfronteiriças; redução do valor limite para relatórios de transações incomuns; conhecer os regulações do cliente de seu cliente; entre outros. Estas medidas podem, seguramente, serem incluídas nas exceções de "segurança nacional" presentes em praticamente todos os tratados.

Há pouca análise sobre os indicadores "microprudenciais" que um Banco Central deve cumprir. Os micro-indicadores do Banco Central são a situação geral (liquidez) da economia. Dependendo da organização institucional em cada país, a autoridade de serviços financeiros ou superintendência bancária, ou mesmo a ala de supervisão do próprio Banco Central, podem definir as regulações (micro e macro) do Banco Central que o obrigam a estabelecer regras de contrato e diligência para seus clientes com relação às transações transfronteiriças. Essas regulações seriam de natureza doméstica, não violariam os acordos internacionais e teriam o efeito de regular o fluxo de capitais no país. Aparentemente, porém, o sucesso legal da implementação dos controles será determinado pelo seu grau de carácter discriminatório (Brockmeijer et al. 2012).

---

1 Justificativa: Este artigo é um esforço acadêmico para orientar, principalmente, os esforços dos países em desenvolvimento para preservar ampla autonomia de política em matéria de regulações monetárias e financeiras em meio à crise financeira global contínua. Não se trata de um documento oficial, não têmobrigações contratuais e não deve ser usado em casos judiciais, arbitragem ou qualquer outra controvérsia ou litígio em qualquer jurisdição. Os pontos de vista do autor não refletem necessariamente as opiniões das instituições às quais pertence.

2 "O Secretário Paulson explicou... que estava particularmente interessado na resolução de controvérsias entre investidor e estado e em controles de capital. … Quanto às salvaguardas financeiras, isso foi importante para a Coréia devido às lembranças da crise financeira de 1997-98, mas Kim pensou que ambos os lados poderiam encontrar 'alguma forma de contornar esse problema'." WikiLeaks (2007)

[3] Ver, por exemplo, a experiência paradigmática na Malásia na década de 1990 e o mais recente caso na Islândia.

[4] Um exemplo recente são as medidas adotadas pelo Brasil em resposta ao "tsunami monetário " decorrente das políticas de afrouxamento quantitativo. Outros casos paradigmáticos foram Colômbia, Chile e Argentina.

[5] A Coréia acha que "países estão limitados a empregar ferramentas políticas eficazes e a escolher momentos apropriados de implementação" ao se referir aos Códigos de Liberalização da OCDE (OCDE, 2012).

[6] Para maiores informações sobre novas propostas da arquitetura financeira regional do Equador, consulte CBE 2011.

[7] Ver, por exemplo, Monitor Remoto Transacional do Banco Central na Rússia, Wikileaks (2010).

[8] Estes esforços de re-regulação foram contestados pela Colômbia (2009) e pelo Peru (2012), na Secretaria da Comunidade Andina, e pelo Panamá na OMC (2010).

[9] "A crise financeira eclodiu [...] devido à incapacidade das autoridades de regular corretamente os sistemas financeiros nacional e internacional.[…] A restauração da confiança do público nos bancos e outros intermediários financeiros depende de reformas macroprudenciais, envolvendo a regulação e a supervisão do setor financeiro. Uma abordagem de "business-as-usual" não é uma opção. […] É importante que a re-regulação seja aplicada de forma não discriminatória, evitando qualquer forma de "re-nacionalização" dos empréstimos." (OMC 2009).

[10] De acordo com o BIS (2011) e com o FMI (2012), os controles de capitais são instrumentos macroprudenciais. Uma nota de rodapé no IMF (2012e) diz : "instrumentos macroprudenciais não devem ser confundidos com controles de capitais."

[11] Alguns membros da OMC incluiram as CARs como medidas não-conformes. Em um exame de contexto feito por um painel, isso poderia prejudicar os Membros que não programaram a adoção de CARs: há poucas possibilidades de reivindicar as CARs como medidas prudenciais.

[12] No entanto, há um desvio adicional. A versão espanhola usa o termo "eludir", diferente do inglês "evitar", literalmente "evitar". "Eludir" carrega a intenção de evitar. Para os interesses do Equador, a versão em inglês deve ser a preferida.

[13] Cláusulas semelhantes nos BITs e FTAss foram testadas, mas não na OMC. Os FTAsnão têm incidência de interpretação na OMC. Alguém poderia considerar a recente implementação de controles de capitais pela Islândia sem um confronto na OMC como um teste 'leve', considerando que eles foram contestados no âmbito da EFTA.

[14] O Equador denunciou o ICSID e 11 BITs. O Tribunal Constitucional do Equador qualificou 11 outros BITs como inconstitucionais e sua denúncia está em processo. O Equador também tem um processo contra os Estados Unidos sobre uma sentença arbitral que interpreta o BIT entreo U.S. e o Equador. O Equador propôs um mecanismo alternativo de resolução de conflitos na UNASUR. A Comunidade Andina rejeitou um dos processos (Colômbia) contra o Equador pelo seu imposto de saída de capitais, o segundo (Peru) está pendente.

[15] Os BITs são, provavelmente, a única ameaça ao direito soberano de tributar, já que alguns destes BITs consideram impostos novos ou aumento de impostos como "desapropriação indireta". A alternativa dispendiosa, mas rápida para enfrentar essa situação, é denunciar os BITs e o ICSID (como Equador e Bolívia fizeram). A alternativa mais segura é garantir que os mecanismos de compensação para sentenças arbitrais sigam um procedimento de exequatur doméstico (como fez a Argentina) e que as decisões mais importantes explorem os termos de exceções permitidas nesses BITs (como os EUA têm feito).

[16] Ainda que mencione que medidas relativas aos impostos com não possam ser usadas para burlar as CARs. Por exemplo, os tribunais europeus recentemente interpretaram este artigo em favor da liberdade de circulação de capitais. (União Europeia 2012)

[17] Para o caso da Argentina, ver Wikileaks (2008). Para a Islândia, ver Wikileaks (2009). Para a Colômbia, ver Wikileaks (2004).

5. Regulação da Conta de Capital, Tratados Comércio e Investimento e a Autonomia de Política no Brasil

Luiz Fernando de Paula e Daniela Magalhães Prates

Desde o segundo trimestre de 2009, a volatilidade dos fluxos de capitais vem aumentando devido à política de afrouxamento quantitativo do Banco Central dos Estados Unidos, , às taxas de juros historicamente baixas nos países desenvolvidos, a recuperação "*double-speed*" da economia mundial e a crise na área do euro. O Brasil foi um dos países emergentes que registraram uma valorização cambial significativa até fevereiro de 2012, devido à combinação de expressivos fluxos de capitais, o novo *boom* de preços das commodities e as altas taxas de juros domésticas. Todavia, talvez o principal determinante dessa valorização no caso do Brasil tenha sido a existência de um mercado de derivativos cambiais líquido,profundo e totalmente aberto a investidores estrangeiros, oferecendo espaço para especulações com a taxa de câmbio. Com o objetivo de de reduzir esses enormes fluxos de capitais e mitiga a apreciação da moeda doméstica, o Brasil implementou algumas CARs, tais como o impostos sobre as entradas de capitais, bem como regulações de derivativos cambiais (FXDR).

O Brasil adotou estas medidas plenamente ciente de que mantém autonomia de política para regular os fluxos de capitais em seus acordos de comércio e investimentos internacionais. Conforme apresentado neste ensaio, o Brasil não assumiu obrigações significativas no âmbito do GATS, o que restringiria sua capacidade de utilizar as CARs. Além disso, o Brasil assinou poucos acordos de livre comércio e tratados bilaterais de investimento e, aqueles assinados, garantem muita autonomia para regular os fluxos financeiros. Com efeito, observa-se neste trabalho que muitas das medidas tomadas recentemente não seriam permitidas caso o Brasil tivesse tratados com muitos países, particularmente com os Estados Unidos.

TRATADOS DE COMÉRCIO E INVESTIMENTO: O CASO DO BRASIL

Como membro ativo da Organização Mundial do Comércio (OMC), o Brasil participou das negociações do GATS concluídas em dezembro de 1997. Com

relação aos serviços financeiros, os compromissos específicos assumidos pelo governo brasileiro no Quinto Protocolo de Serviços Financeiros do GATS garantiram um grau de liberalização equivalente às condições dominantes no mercado financeiro nacional, porém permitindo maior acesso externo por meio da presença comercial. Isso significa que o Brasil assumiu apenas poucos compromissos sob Modo 3 (presença comercial), um dos quatro modos de serviços discutidos no GATS.[i] Inicialmente (no suplemento de 1995 de seu GATS), a lista brasileira de serviços incluia serviços bancários e de seguros , mas na agenda do suplemento do GATS do Brasil de 1998, há somente um compromisso esparso referente à entrada de bancos estrangeiros no setor bancário nacional, com a seguinte inscrição: "a criação de novas filiais e subsidiárias de instituições financeiras estrangeiras... só serão permitidas sob autorização caso a caso pelo Poder Executivo, por meio de um decreto presidencial. Os investidores aspirantes podem ser obrigados a cumprir condições específicas. Estrangeiros podem participar do programa de privatização das instituições financeiras do setor público e, em cada caso, a presença comercial será também concedida por meio de decreto presidencial. Caso contrário, a presença comercial não será permitida"(OMC 1998). Em suma, o Brasil conseguiu aprovar todos os protocolos do GATS, preservando sua autonomia de política, provavelmente mais do que seus pares latino-americanos.

O Brasil conseguiu aprovar todos os protocolos do GATS, preservando sua autonomia de política, provavelmente mais do que seus pares latino-americanos.

Uma característica singular do comércio de serviços é o não envolvimento de tarifas, mas sim de normas e leis de dimensão internacional e local. No caso do setor bancário brasileiro, a presença comercial de instituições estrangeiras nos serviços financeiros é restrita, nos termos do Artigo 192 da Constituição Federal e do Artigo 52 da Ato das Disposições Constitucionais Provisórias. No entanto, a constituição manteve aberta a possibilidade das instituições financeiras estrangeiras terem acesso ao mercado doméstico por meio de decisões especiais do presidente ou do Congresso, de interesse do Brasil. Neste contexto jurídico, a Exposição de Motivos nº 311 de 1995 permitiu que o Presidente autorizasse, excepcionalmente, a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico com o objetivo de participar do programa de privatização dos bancos estatais estaduais que já estava em andamento e, em alguns casos, comprar certos bancos domésticos que enfrentaram dificuldades financeiras.[ii] Em

outras palavras, a entrada dos bancos estrangeiros no setor bancário nacional foi efetuada caso a caso. Por esta razão, a abertura do setor bancário no Brasil foi menos intensa em comparação à Argentina e ao México.[iii]

Conforme ressaltado por Gallagher (2010, p), "quando uma transação de serviços financeiros envolve uma transação de capitais internacionais, o fluxo de capitais precisa ser aberto para que essa transação ocorra livremente." Portanto, como o Brasil efetuou apenas alguns compromissos no Modo 3, a única transação de fluxo de capitais internacionais que deveria ser realizada livremente graças a esses compromissos é o investimento direto estrangeiro entre a instituição estrangeira matriz e suas filiais. Além disso, esses compromissos levaram em conta a legislação nacional relativa à entrada de bancos estrangeiros (caso a caso, dependendo da autorização do Presidente). É interessante notar que a liberalização no Modo 1 (serviços transfronteiriços) resultaria em uma correspondente liberalização dos fluxos de capitais que são parte essencial do próprio serviço. A segunda rodada de negociações com o GATS foi aberta em 2000, com o lançamento da Rodada de Doha. Até o momento, o governo brasileiro não forneceu qualquer oferta de serviços financeiros nessas negociações. A agenda do GATS do Brasil tinha compromissos esparsos e não conseguiu aprovar todos os protocolos, garantindo, portanto, uma maior autonomia de política do que seus pares latino-americanos (1999 Cintra, 2004; Marconini 2004).

Com relação aos acordos de livre comércio (FTAs), o Brasil é Membro pleno do Mercosul, o acordo preferencial mais importante do País em termos de valor de comércio. O Mercosul foi criado em novembro de 1991 pelo Tratado de Assunção; o Protocolo de Ouro Preto, assinado em dezembro de 1994, fornece a estrutura institucional. Em dezembro de 1997, o governo brasileiro assinou o Protocolo de Montevidéu sobre o Comércio de Serviços do Mercosul, que estabelece princípios para promover o comércio de serviços entre os países membros, com base nos princípios do GATS, incluindo a cobertura setorial universal, o princípio da não-discriminação, a adoção de mecanismos de liberalização progressiva pelo uso de listas positivas e assim por diante. No entanto, o Brasil foi o único país do Mercosul que, ao assinar o Protocolo de Montevidéu, estabeleceu o acesso restrito ao seu mercado, enquanto os outros membros fizeram ofertas muito amplas no âmbito do GATS, sem dar preferência ao Mercosul. Portanto, a oferta brasileira (a mesma apresentada no GATS) condicionou o acordo no Mercosul de forma a evitar que o acesso preferencial a serviços financeiros na Argentina, Paraguai e Uruguai (centro

financeiro de *off-shore*) se transformasse em plataforma para ingressar no mercado brasileiro. O Protocolo de Montevidéu entrou formalmente em vigor em 7 de dezembro de 2005 na Argentina, Brasil e Uruguai, com o compromisso de implementar uma área de livre comércio de serviços dentro de dez anos, embora ainda esteja caminhando a passos lentos.

Sobre as negociações comerciais entre o Mercosul e a União Europeia — com base no Acordo de Inter-Regional entre UE e Mercosul, assinado em dezembro de 1995 e lançado formalmente em 1999 – as ofertas de mercado trocadas em setembro de 2004 incluindo mercadorias, serviços, compras do governo e investimento, não foram consideradas suficientes para um acordo. No setor dos serviços, uma das principais exigências da União Europeia foi a eliminação do requerimento de autorização presidencial para a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico e a possibilidade de bancos estrangeiros operarem livremente com moedas estrangeiras no setor bancário nacional (Cintra 2004). Em todo caso, desde 2004, quando deveria ter havido um acordo, uma série de contatos ministeriais e de altos funcionários aconteceram, mas nenhuma retomada das negociações foi formalizada.

Por fim, ao contrário de muitos países emergentes, o Brasil não participou de nenhum Tratado Bilateral de Investimentos (BIT) ou o Acordos de Livre Comércio (FTAs) com os EUA, o que provavelmente resultaria em algumas restrições ao uso de controles de entrada e saída de capitais.[iv] Com relação à Área de Livre Comércio das Américas (ALCA) proposta pelo presidente George W.Bush, o fracasso da cúpula do Mar del Plata (dezembro de 2005) em definir uma agenda abrangente para manter a ALCA viva, indicou que havia pouca chance de conclusão de um acordo no futuro próximo. Durante a negociação da ALCA no setor de serviços, os EUA pressionaram para a inclusão de alguns elementos, incluindo a expansão da liberalização dos serviços transnacionais, a inclusão da negociação dos investimentos em serviços (presença comercial) no capítulo sobre investimento em vez do capítulo sobre os serviços, e a adoção de um estilo de negociação com base em uma "lista negativa" (todos os setores liberalizados, exceto quando houver reserva ou restrição a algum setor específico). A proposta do Brasil e do Mercosul foi em favor da adoção das mesmas modalidades e procedimentos adotados no GATS, incluindo a implantação de uma "lista positiva" (qualquer setor excluído da negociação será excluído de qualquer compromisso ou obrigação).

Além da autonomia de política concedida pela abordagem cautelosa do Brasil em tratados de investimento e comércio, as normas domésticas sobre as

operações cambiais permitem a adoção de controles de capitais a qualquer momento — ou seja, não há qualquer restrição formal. A Lei 4.321/1961, que permite a adoção de controles sobre saídas de capitais por empresas transnacionais e investidores estrangeiros, não foi revogada.

No entanto, o grau de abertura financeira da economia brasileira é bastante elevado, já que o Brasil tem uma ampla e profunda experiência com a liberalização financeira externa. Esta liberalização começou na década de 1990 e foi ampliada ao longo do tempo, sendo marcada por decisões essenciais que, dado o seu forte impacto sobre as entradas e saídas de capitais, podem ser consideradas marcos. Este foi o caso da aprovação do Anexo IVda Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n º 1.289 de 1991, que permitiu a a participação diretados investidores institucionais estrangeiros no mercado de capitais brasileiro e, em 1992, a reformulação das contas CC5, permitindo que residentes e não-residentes fizessem transferências de capital para o exterior. Tanto Assim, tanto as entradas como as saídas de capitais foram liberalizadas no Brasil. O processo de abertura financeira ganhou força em janeiro de 2000, quando a resolução do CMN nº 2.689 permitiu o acesso irrestrito dos investidores não-residentes (ou seja, estrangeiros) a todos os segmentos do mercado financeiro doméstico, incluindo o mercado de derivativos. Posteriormente, ao longo dos anos 2000, foi deslanchado um processo de consolidação das normas cambiais (Paula 2011).

No contexto pós-crise financeira global de 2007-08, o governo brasileiro implementou alguns controles de capitais "leves" nos anos 2009 e 2010 e uma regulação mais abrangente após janeiro de 2011 (quando foi adotada a primeira regulação financeira prudential) e, principalmente, julho de 2011 (aprovação da principal regulação sobre derivativos cambiais), englobando controles de capitais, regulação financeira prudencial e regulação do mercado de derivativos cambiais.

REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAL E DERIVATIVOS CAMBIAIS

Antes de detalhar as CARs e FXDRs no Brasil após a crise financeira global, é importante explicar a importância do último tipo de regulação no país. Tal importância se deve ao papel central das operações de derivativos de câmbio nos mercados de moeda brasileira (REAL) (que resultou, predominantemente, uma tendência à apreciação cambial, ou seja, uma queda da taxa de câmbio REAL/USD, preço do USD no Brasil). Este papel central decorre das especificidades do mercado de derivativos cambiais no Brasil, quais sejam, a maior liquidez e

profundidade do mercado de futuros de câmbio em comparação ao mercado de câmbio à vista. A predominância do segmento organizado dos mercados de derivativos cambiais (contratos futuros negociados na BM&F Bovespa) é uma peculiaridade do mercado de câmbio brasileiro. Segundo Avdjiev et al. (2010), o REAL foi a segunda moeda mais negociada mundialmente nos mercados organizados de derivativos em 2010.

Uma distinção importante do mercado brasileiro de derivativos de câmbio (futuros e balcão) é que essas operações são *non-deliverable*. Isso significa que os ganhos ou as perdas nessas operações são liquidados em moeda nacional (REAL) e não em moeda estrangeira (USD). Ao lado do acesso irrestrito dos não residentes ao mercado futuro de câmbio no contexto da abertura financeira, esta norma específica tem contribuído para sua maior liquidez em comparação com o mercado de câmbio à vista, já que as operações de câmbio futuro podem ser efetuadas sem quaisquer fluxos efetivos de moeda estrangeira.

Tanto antes (2003 a meados de 2008), quanto depois (entre 2009 e meados de 2011) da crise financeira mundial, durante os períodos de baixa aversão ao risco, os investidores institucionais estrangeiros tornaram-se o grupo de investidores mais importante no mercado de câmbio futuro, promovendo uma tendência de apreciação do Real por meio de uma estratégia denominada derivatives carry trade. Esta é um tipo de estratégia de especulação cambial diferente do canônico *carry trade* mediante operações de mercado à vista — nesse caso, um investidor se endivida numa moeda com taxa de juros baixa e aplica os recursos obtidos numa moeda com taxa de juros mais alta (Gagnon e Chaboud 2007). O *derivatives carry trade* apresenta vantagens devido ao seu maior grau de alavancagem , já que, para que serem realizadas, as operações de derivativos cambiais exigem apenas o pagamento de um pequeno percentual do valor da operação (uma margem de garantia no caso dos contratos futuros.

Nos mercados de derivativos cambiais, o *carry trade* se manifesta como uma aposta que resulta em posição curta (vendida) na moeda de origem e uma posição longa (comprada) na moeda de destino (Idem, 2007). No caso do Brasil, devido ao enorme diferencial entre as taxas de juros interna e externa, nos períodos especificados acima, os investidores estrangeiros realizaram, predominantemente, apostas unidirecionais de valorização da moeda brasileira mediante posições curtas nos contratos de câmbio futuro (vender USD e comprar REAL), que resultaram em pressão descendente sobre o preço do USD e, assim, pressão ascendente sobre o preço do REAL.

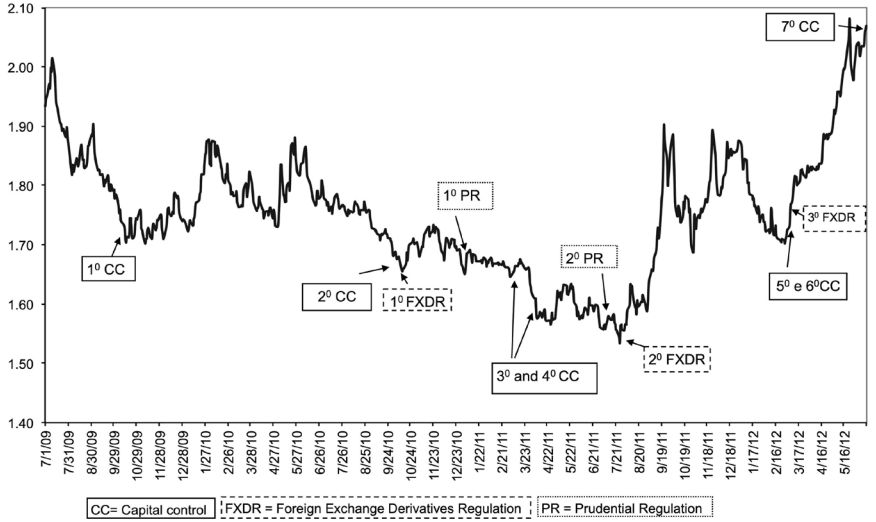
Os mercados de câmbio futuros e à vista são ligados pela arbitragem realizada, principalmente, pelos bancos que atuam como *dealers* no mercado de câmbio à vista. Diante da tendência de queda do preço do USD futuro, esses agentes assumiram a posição oposta dos investidores estrangeiros no mercado futuro (posição longa em USD e curta em REAL). Com esta estratégia, os bancos ganharam os lucros de arbitragem e, ao mesmo tempo, acentuaram a valorização da moeda brasileira.

O *derivatives carry trade* tornou-se ainda mais atraente no Brasil devido ao caráter *non-deliverable* do mercado de câmbio futuro. Ademais, , até outubro de 2010, os agentes nacionais e estrangeiros, além de não terem de desembolsar nenhum USD, também podeiam se envolver nessa estratégia de especulação cambial sem o desembolso de um único Real, porque os investidores podeiam cumprir as margens de garantia em Real mediante títulos públicos emprestados pelos bancos residentes ou garantias dessas instituições. Apesar da liderança dos investidores estrangeiros, os agentes domésticos com fins lucrativos, tais como investidores institucionais e empresas, também se envolveram em *derivatives carry trade*.

Portanto, enquanto os outros países enfrentam apenas um problema de baixa eficácia dos controles de capitais no caso das operações de derivativos cambiais (devido ao seu alto grau de alavancagem), as autoridades brasileiras enfrentaram um desafio ainda maior, já que estas operações poderiam simular o impacto dos fluxos de capitais sobre a taxa de câmbio sem nenhuma entrada efetiva de moeda estrangeira. Consequentemente, as CARs, que atingem apenas fluxos de capitais estrangeiros, revelaram-se ineficazes em restringi-los. Ao mesmo tempo, a regulação financeira prudencial também é insuficiente, já que não atinge os investidores estrangeiros e os agentes residentes não-financeiros.

As autoridades reguladoras brasileiras, depois de algum tempo, perceberam esses problemas. Desde outubro de 2010, foram lançadas, juntamente com as CARs, medidas específicas para atingir as operações com derivativos cambiais, denoinada aqui de "Regulação dos Derivativos Cambias" (FXDR). Esse novo tipo de regulação revelou-se essencial na contenção da tendência de valorização do Real e, por sua vez, na mitigação do dilema de política econômica enfrentado pelo governo brasileiro, qual seja, a contenção das pressões inflacionárias sem reforçar o desalinhamento da taxa de câmbio (Figura 1).

Figura 1: Taxa de Câmbio entre Real e USD



Fonte: Elaboração dos autores com dados do Banco Central do Brasil (BCB).

Em outubro de 2010, um controle de capital price-based (um imposto financeiro sobre as entradas de capitais, denominado Imposto de Operações Financeiras (IOF)), adotado num patamar baixo em 2009, foi elevado para combater os efeitos indesejáveis sobre a estabilidade macroeconômica e financeira de uma importante modalidade de fluxos de capitais fora do âmbito de regulação financeira prudencial: o investimento de portfólio em ações e renda fixa. Alguns dias depois, o governo brasileiro também fechou uma brecha que permitia que os investidores estrangeiros burlassem o imposto mais elevado sobre os investimentos de renda fixa estabelecido anteriormente. Além disso, foi implementado a primeira FXDR: o IOF sobre as margens de garantia das operações de derivativos de câmbio foi elevadodo de 0,38% para 6% e fecharam-se algumas lacunas que permitiam burlcar esse IOF (Tabela 1).

No entanto, as primeiras rodadas de CAR e FXDR revelaram-se insuficientes, já que o IOF foi incapaz de conter o *derivatives carry trade* devido ao seu alto grau de alavancagem. Além disso, os agentes privados encontraram brechas para contornar as regulações (Figura 1). Um dos principais canais de arbitragem regulatória após outubro de 2010 foi o aumento das posições vendidas de dólar dos bancos no mercado à vista. Na verdade, o IOF sobre as entradas de investimentos de portfólio incentivou a acumulação de posições vendas em dólar/compradas em Real no mercado de derivativos *on-shore*, ou seja, as operações de *derivatives carry trade*, viabilizada pela atuação dos bancos residentes.

Tabela 1: Brasil: Regulação de Fluxos de Capitais (Controles de Capital e de Regulação Financeira Prudencial) e Regulação de Derivativos Cambiais Após a Crise Financeira Global

Período	Tipo	Medida	Agentes
Out. 2009	Controles de Capitais	O Ministério da Fazenda implementou um IOF de 2% sobre investimentos de portfólio de não-residentes em ações e renda fixa	Investidores não-residentes
Out. 2010	Controles de Capital	(i) o IOF aumentou de 2% a 4% para investimentos de portfólio de renda fixa e fundos de ação (ii)IOF aumentou para 6% para investimentos de portólio em renda fixa (iii) foram introduzidas restrições à migração de investimentos em ações para renda fixa pelos investidores estrangeiros	Investidores não-residentes
Out. 2010	Regulamento do mercado de derivativos cambiais	(i) IOF sobre as margens de garantia em operações de derivativos de câmbio aumentou de 0,38% para 6% (ii) brechas para o não-pagamento de IOF sobre as margens de garantia foram fechadas: investidores estrangeiros nos mercados futuros não podem mais cumprir essas margens via títulos emprestados pelos dos bancos residentes ou garantias dessas instituições, que lhes permitiam evitar o pagamento do imposto	Bancos residentes, investidores institucionais e empresas, investidores não-residentes
Jan. 2011	Regulação financeira prudencial	Exigência de recolhimento compulsório não-remunerado equivalentes a 60% das posições vendidas em dólar dos bancos no mercado de câmbio à vista que excedam USD 3 bilhões, ou sua base de capital, o que for menor (a ser implementado durante 90 dias)	Bancos residentes
Mar. 2011	Controles de Capitais	Elevado para 6% o IOF sobre novos empréstimos estrangeiros (empréstimos bancários e títulos emitidos no exterior) com vencimentos de até um ano. Empresas e bancos anteriormente só pagavam 5.38% de IOF sobre empréstimos de até 90 dias.	Bancos e empresas residentes
Abr. 2011	Controles de Capitais	(i) IOF de 6% estendido para a renovação de empréstimos estrangeiros com vencimentos de até um ano (ii) IOF de 6% estendido para empréstimos estrangeiros novos e renovados, com vencimentos de até 2 anos	Bancos e empresas residentes
Jul. 2011	Regulação financeira prudencial	O recolhimento compulsório não-remunerado tornou-se obrigatório para posições acima de USD 1 bilhão ou sua base de capital (o que for menor).	Bancos residentes
Jul. 2011	Regulamento do mercado de derivativos cambiais	(i) o (CMN) tornou-se a agência responsável pela regulação do mercado de derivativos (ii) todo derivativo cambial deve ser precificado de acordo com o mesmo método (iii) todos os derivativos de câmbio devem ser registrados em câmaras de compensação (iv) a exposição em moeda estrangeira de todos os agentes devem ser consolidadas (posição líquida) (v) posições compras excessivas em REAL de todos os agentes passam a pagar um IOF de 1%. Esta taxa pode ser aumentada até 25%.	Bancos residentes, investidores institucionais e empresas, investidores não-residentes

Fonte: Elaboração dos autores com base nos sites do BCB e do Ministro da Fazenda.

Para fechar esta brecha, o Banco Central do Brasil (BCB) impôs um recolhimento compulsório não-remuneradosobre as posições vendidas dos bancos no mercado à vista em janeiro de 2010, que é uma modalidade de regulação financeira prudencial. No entanto, os bancos encontraram um outro canal de arbitragem regulatória, passando a contratar empréstimos estrangeiros de curto prazo, que também lhes permitem obter ganhos de arbitragem entre as taxas de juros interna e externa. A resposta de regulação foi o aumento do IOF sobre esta modalidade de fluxo de capital, implementado em março de 2011. No entanto, os agentes privados conseguiram contratar empréstimos de longo prazo dado o contexto internacional de excesso de liquidez e busca de rendimentos pelso investidores globais. Então, em abril o governo estendeu o IOF sobre esses empréstimos. Consequentemente, até o primeiro trimestre de 2011, a CAR teve efeito,principalmente, sobre a composição das entradas de capitais e não sobre o seu volume.

A tendência de valorização da moeda brasileira somente foi interrompida após o lançamento de uma FXDR mais abrangente no final de julho de 2011. Naquela época, o governo instituiu um imposto financeiro de 1% sobre as posições compradas excessivas em REAL no mercado de derivativos cambiais. Tais medidas tiveram um efeito mais duradouro, já que alcançaram não apenas as margens de garantia, mas também o valor nocional das operações de *carry trade* no mercado de derivativos cambiais. A taxa de câmbio Real/USD aumentou de 1,70 em 28 de fevereiro de 2012 para 2,00 em 18 de maio de 2012, uma desvalorização nominal de 17,6% (Ver Figura 1). Uma razão adicional para tal comportamento da taxa de câmbio foi a redução nos fluxos de capitais líquidos para o Brasil desde meados de 2011, devido tanto à decisão do BCB de reduzir a taxa de juro básica, como ao aumento da aversão ao risco dos investidores estrangeiros em função do aprofundamento da crise do euro (Ver tabela 1).

ALGUMAS LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Algumas lições podem ser aprendidas a partir da experiência brasileira recente em relação à gestão dos fluxos de capitais e das posições em derivativos de câmbio dos agentes, bem como aos tratados de comércio e investimento:

- Os países emergentes não devem assumir nenhum compromisso no âmbito do GATS ou assinar qualquer BITs ou FTAs que restrinjam sua autonomia de política para a adoção de CARs e FXDRs, de forma permanente ou provisória. Embora a maioria dos tratados de liberaliza-

ção do comércio de serviços empregue a abordagem de "lista positiva" em relação ao comércio de serviços financeiros, os controles de capitais podem ser incompatíveis com as obrigações se afetarem os movimentos transnacionais de capitais referentes aos serviços abrangidos pela liberalização. A mesma preocupação pode ser aplicada às FXDRs, já que as posições de agentes não-residentes no mercado de derivativos cambiais envolvem uma margem de garantia e podem resultar em ganhos que serão convertidos em USD e, em seguida, transferidos para o exterior. Enquanto algumas destas medidas parecem ser permitidas no âmbito dos critérios de "tributação" de alguns tratados, muitos deles (como o FTA entre a Coréia do Sul eos EUA) incluem restrições sobre medidas tributárias para atender à cláusula de tratamento nacional. Assim, muitas das medidas adotadas recentemente pelo Brasil não seriam permitidas se o país tivesse assinado tal tratado. Nesse sentido, o Brasil tem sido muito cuidadoso, evitando assumir compromissos no âmbito do GATS ou assinar BITs ou FTAs que possam reduzir sua autonomia de política, inclusive no que se refere-se à implementação de algum tipo de CAR ou FXDR. Foi este o caso da negociação do Brasil com o NAFTA e com a União Europeia, nos quais havia uma demanda clara de liberalização do setor de serviços brasileiro.

Os países emergentes não devem assumir nenhum compromisso no âmbito do GATS ou assinar qualquer BITs ou FTAs que restrinjam sua autonomia de política para a adoção de CARs e FXDRs, de forma permanente ou provisória.

- Em países com mercados de derivativos de câmbio abertos, profundos e non-deliverable, um terceiro tipo de regulação, a Regulação de Derivativos Cambiais, deve ser adotada, ao lado dos controles de capitais e da regulação financeira prudencial. Enquanto outros países enfrentaram apenas um problema de baixa eficácia destas duas regulações devido ao alto grau de alavancagem das operações de derivativos, no Brasil elas se mostraram ineficazes, já que essas operações são liquidadas em moeda brasileira. Isso significa que podem impactar a trajetória da taxa de câmbio sem que haja qualquer entrada ou saída de capitais estrangeiros.
- Um maior diferencial de taxa de juros estimula a arbitragem regulatória, principalmente nos casos de países com mercados financeiros sofisticados. Nesse contexto, a CAR e FXDR precisam ser ainda mais dinâmicas,

flexíveis e ajustáveis, envolvendo uma "calibragem" constante para fechar as brechas encontradas pelos agentes privados por meio de transações cambiais nos mercados à vista e de derivativos. Somente após o governo brasileiro adotar os três tipos de regulações simultaneamente (controles de capitais, regulamentação financeira prudencial e regulação de derivativos de câmbio), a estratégia de conter a valorização cambial se tornou mais eficaz. Portanto, a experiência brasileira mostra que não é possível estabelecer uma clara hierarquia entre os diversos instrumentos que afetamos fluxos de capitais, conforme sustentado por Ostry et al.(2010), qual seja: inicialmente, utilizar políticas macroeconômicas "apropriadas" até a exaustão, em seguida implementar a regulação financeira prudencial e, finalmente, se for necessário, os controles de capitais.

[i] Maiores detalhes sobre os quatro modos, ver Gallagher (2010).

[ii] Em 1995, sistema financeiro brasileiro enfrentou dificuldadesem consequência do contágio da crise mexicana.

[iii] De acordo com o *Bank for International Settlements* (2005, 72), a participação no mercado dos bancos estrangeiros (em termos de ativos totais) foi de 27%, 48% e 27%, no Brasil, Argentina e México, respectivamente.

[iv] Para uma análise detalhada de algumas restrições de políticas relacionadas ao GATS, BITs e FTA, ver Gallagher (2010).

Seção 2: A compatibilidade entre os BITS - ACLs e a Regulação dos Fluxos de Capital

6. Restrições à Conta de Capital, Acordos Comerciais e o FMI

Deborah E. Siegel[1]

INTRODUÇÃO

Os formuladores de política que negociam os Acordos de Livre Comércio (FTAs) estão potencialmente em rota de colisão com o trabalho do Fundo Monetário Internacional acerca de como os capítulos de investimento nos FTA lidam com transações de capitais. Esta questão (primeiro discutida numa nota de 2004, na qual este capítulo baseia-se) é mais visível e premente agora que o FMI vem discutindo uma visão institucional para aconselhar Membros sobre "medidas de gestão dos fluxos de capitais" (CFMs) sob determinadas circunstâncias.

Os formuladores de política que negociam os Acordos de Livre Comércio (FTAs) estão potencialmente em rota de colisão com o trabalho do Fundo Monetário Internacional acerca de como os capítulos de investimento nos FTA lidam com transações de capitais.

Os FTAs aumentam o acesso de entidades comerciais aos mercados dos países signatários e protegem os investidores, sem levar em conta o efeito global dos fluxos de capitais, que são meios cada vez mais importantes de alocação de poupança, ao promover o crescimento e facilitar os ajustes de balanço de pagamentos. Alguns FTAs recentes (particularmente, os assinados pelos EUA) incluem amplas disposições contra controles de capitais sobre os investimentos cobertos pelo acordo, mesmo em tempos de estresse econômico. Mais importante, os investidores podem confrontar os governos diretamente por meio de resolução de conflitos investidor-estado, eliminando a escolha dos governos de filtrar os litígios com base em preocupações políticas mais amplas. Isso pode impor significativa responsabilidade aos governos no

momento de tomada de decisões macroeconômicas responsáveis que podem envolver controles de capitaismoderados.

Os autores mais ponderados expressaram a importância de se avaliar a relação entre tais características dos FTAs e a necessidade de uma supervisão internacional dos fluxos de capitais, que seria útil para a prevenção e gestão de crises (p. ex., Gallagher 2010, Comissão de Peritos sobre Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional das Nações Unidas, 2008 e Anderson 2011). Esta perspectiva argumenta ainda que os futuros FTAs devem ser redigidos com salvaguardas que asseguerem autonomia de política para medidas adequadas, que podem ser escolhidos em conjunto com o aconselhamento do FMI, dada sua autoridade legal como a instituição encarregada de supervisionar o sistema monetário internacional, garantindo a segurança financeira e econômica mundial. Quanto aos FTAs já existentes, alterações ou derrogações de disposições podem ser necessárias para permitir a autonomia de política.

MANDATO DO FMI

O mandato do FMI sobre transações de capitais baseia-se em várias disposições(tambéd chamadas de "Artigos") do estatuto do FMI que estabelecem diferentes formas de autoridade legal para as diferentes funções do FMI. A disposição muitas vezes mencionada contra tal mandato é a afirmação de que "Membros podem exercer tais controles necessários para regular a circulação de capitais internacionais..." (Artigo VI ("6"), seção 3), citado como "direito" dos membros de impor controles de capitais. Essa disposição do estatuto original reflete a visão negativa do então pós-guerra em relação aos fluxos de capitais e o fato de que quase todos os membros mantinham controles de capitais. Mas, deve ser entendido à luz de outras disposições do estatuto que envolvem a conta de capital; essas disposições abrangemsua jurisdição e sua função de financiamento e a segunda Emenda do Estatuto de 1978 incluiu a função de supervisão, bem como as decisões do Conselho Executivo relativos à supervisão. Vários trabalhos desenvolvidos pelo Departamento Jurídico do FMI nos últimos anos explicam claramente este tema complexo (por exemplo, junho de 2006, fevereiro de 2010, novembro de 2010); segue um breve resumo.

Jurisdição

Além das funções mais conhecidas de financiamento e supervisão, o FMI tem competência para liberalizar restrições câmbiais sobre as transações internacionais correntes — seus conhecidos poderes "reguladores". Os Membros não

podem impor restrições sobre a realização de pagamentos e transferências para transações internacionais correntes sem a aprovação do FMI (Artigo VIII, Seção 2(a)). A Comitê Executivo pode aprovar as restrições cambiais caso sejam necessárias para fins de balanço de pagamentos (BoP), evitem discriminação entre os membros do FMI e tenham caráter temporário (geralmente um ano). Os Membros têm o direito de manter as restrições cambiais aprovadas ou que já existiam quando o país passou a integrar o FMI (Artigo XIV), ou as medidas cambiais não restritivas. Os artigos contemplam sanções para restrições cambiais que não cumpram estes requisitos.

Uma das razões para a sobreposição das disposições dos FTAs sobre transações de capitais com o estatuto do FMI é que a definição de transações correntes internacionais para fins desta jurisdição (Artigo XXX(d)) inclui algumas transações que são consideradas[de] "capital" por economistas. Estas operações também devem ser liberalizadas, a menos que sejam aprovadas ou consistentes com os Artigos mencionados acima. Essas transações incluem valores moderados para a amortização do principal em instrumentos de dívida e para a depreciação de investimentos diretos, bem como créditos de curto prazo e serviços bancários. Quando restrições sobre as contas corrente ou de capital são aprovadas no âmbito de políticas recomendadas pelo FMI, ou são aplicadas de forma consistente com os Artigos, elas podem entrar em conflito com regras de FTAs que não permitam restrições mesmo em caso de uma crise de balanço de pagamentos (BoP).

Financiamento

Os artigos do FMI permitem que o FMI solicite a adoção de controles de capitais no âmbito da sua função de financiamento, embora seu status legal difira da função de regulamenção descrita acima.

Um propósito fundamental do FMI é disponibilizar financiamentos em tempos de dificuldades de BoP e para apoiar programas de estabilização macroeconômica e reformas estruturais (Artigo I, par. (v)). Os recursos do FMI normalmente desempenham um papel catalizador para o financiamento do restante da comunidade internacional. Ao mesmo tempo, casos recentes (por exemplo, Islândia) revelaram como o financiamento, por si só, é raramente uma solução. Embora as políticas do FMI reflitam uma prioridade geral para ajustes de políticas fundamentais (incluindo políticas macroeconômica, estrutural e financeiras adequadas), restrições cambiais ou sobre os fluxos de capitais podem ser necessárias para complementar estas políticas.

Equilibrando este papel com a necessidade de salvaguardar os recursos do FMI, os Artigos afirmam que um "membro não pode usar recursos gerais do FMI para atender a uma 'saída grande ou sustentada' de capitais..." (Artigo VI, Seção 1) e permitem que o FMI "solicite" a um membro que esteja utilizando os recursos do FMI impor restrições sobre fluxos de capitais temporariamente. Na prática, o FMI ainda não fez nenhuma solicitação ao abrigo desta disposição.

No entanto, questões relativas aos fluxos de capitais também podem fazer parte de condicionalidades do FMI porque os Artigos exigem que o FMI adote políticas envolvendo a utilização dos seus recursos que auxiliarão seus membros na solução dos seus problemas de BoP, consistentemente com seus Artigos, e que estabeleçam salvaguardas adequadas para o uso temporário desses recursos (Artigo V, Seção 3(a)). No entanto, entendendo que a liberalização dos fluxos de capitais não é um dos propósitos do FMI e que os Artigos reconhecem o direito dos membros de restringir os movimentos de capitais, o FMI não pode estabelecer condicionalidade a esse respeito, o que exigiria a remoção de restrições sobre fluxos de capitaisl pelos Membros que recebem ajuda financeira. No entanto, os Membros que utilizam os recursos do FMI não podem aplicar controles de capitais que gerem atrasos de pagamentos externos.

Nem uma condicionalidade, nem uma solicitação nos termos do Artigo VI, Seção 1, constituem obrigações internacionais. São condições para a utilização de recursos do FMI. Em outras palavras, o membro não se depara com uma violação da obrigação por fracasso na imposição de controles; em vez disso, ele não receberia um financiamento programado ou poderia ser declarado inelegível para a utilização dos recursos do FMI.

Supervisão

A introdução da função de supervisão do FMI pela Segunda Emenda aos Artigos em 1978, após o colapso do sistema de paridades fixas de Bretton Woods, criou um novo código de conduta para os sistemas cambiais (FMI 2006) e fornece um mecanismo diferente para o FMI lidar com as questões relativas a fluxos de capitais. À luz das funções de supervisão do FMI, o Artigo IV ("4") revisado modificou efetivamente o aparentemente não qualificado "direito" de impor controles de capital, embora o Artigo VI ("6"), seção 3 não tenha sido excluído.

O Artigo IV revisado reconheceu o impacto do crescimento dos movimentos de capitais internacionais e da liberalização dos controles por parte de alguns membros sobre o funcionamento geral do sistema monetário internacional . Obrigações foram impostas sobre o FMI e seus membros — o FMI tem a responsabilidade de supervisionar o sistema monetário internacional e os membros são obrigados a respeitar as obrigações de supervisão associadasa um sistema estável de taxas de câmbio.

A função de supervisão no âmbito do Artigo IV difere da autoridade reguladora, que envolve medidas orientadas para a liberalização, tornando-a, assim, mais difícil de ser expressa concretamente. O artigo do Departamento Jurídico de 2006 também captou o princípio básico do Artigo IV que dá cobertura à condução das políticas econômicas dos Membros, porque "se as taxas de câmbio refletissem as condições subjacentes, o sistema seria mais estável, mesmo se isto resultasse em flutuações nas taxas de câmbio dos Membros." Em suma, os Membros devem geralmente "colaborar com o Fundo e com os outros membros para assegurar sistemas cambiais ordenadas e para promover um sistema estável de taxas de câmbio." Há também quatro obrigações específicas relativas à conduta dos Membros acerca de suas políticas econômicas. As primeiras duas obrigações, freqüentemente chamadas de obrigações "brandas", são expressas em termos de compromissos relativos às políticas econômica, dada a importante relação entre as políticas domésticos de um Membro e sua taxa de câmbio. As duas segundas obrigações são obrigações "severas", relativas a ações específicas, respeitando as políticas externas de um membro.

A supervisão é abordada, em grande medida, de forma cooperativa entre os Membros e o FMI, mas se deve reconhecer que é fundamentada na autoridade legal do Artigo IV. Esta autoridade é implementada pelo Conselho Executivo do FMI (EB). As decisões do EB expressam como os fluxos de capitais enquadram-senas obrigações de supervisão. Ao longo do tempo, o EB reconheceu que os fluxos de capitais são meios cada vez mais importantes na alocação de poupança, promovendo o crescimento e facilitando o ajuste do balanço de pagamentos, como refletem as decisões de 1977 e 2007. Por exemplo, as restrições de fluxos de capitais também são incluídas na supervisão caso um país as utilize para manter a taxa de câmbio num patamar inadequado. No âmbito da decisão de 2007, o FMI deve avaliar o tamanho e a sustentabilidade dos fluxos de capitais, incluindo as políticas do setor financeiro que dão origem às transações de capitais, como parte da avaliação do desempenho do BoP.

Em 30 de julho de 2012, o EB adotou uma nova decisão que abrange a supervisão bilateral e multilateral, articulando ainda mais o papel do FMI em relação à conta de capital do ponto de vista da assistência à garantia da estabilidade financeira interna e externa dos países, bem como da estabilidade do sistema cambial. A inclusão da função de supervisão multilateral mostra que o FMI pode discutir suas políticas relativas à conta de capital com seus membros e fornecer recomendações de políticas na medida em que estas podem afetar significativamente a estabilidade econômica e financeira global. Legalmente, o Artigo IV tem um escopo mais amplo do que as decisões recentes e permitiria que o EB fosse mais longe na execução do mandato de supervisão, incluindo a forma como ele é afetado pelos fluxos de capitais, mas não existe vontade política para fazê-lo neste momento.

Mais importante ainda, as discussões de supervisão do FMI não são meras "recomendações", embora alguns aspectos ultrapassem os assuntos já discutidos, como obrigações sob as decisões de supervisão. As consultas incluem necessariamente as políticas macroeconômicas relacionadas nas discussões gerais dos Membros sobre políticas econômicas, bem como seus sistemas de câmbio e de pagamentos, especialmente tendo em vista o efeito sobre a taxa de câmbio. A expressão frequentemente usada, "recomendações de política", para os assuntos relacionados é lamentável, já que até mesmo esses assuntos baseiam-se no escopo do Artigo IV para supervisão bilateral, bem como no mandato geral para supervisionar o sistema monetário internacional de uma perspectiva multilateral. O FMI monitora a concordância dos seus membros com essas discussões de política.

"Visão institucional" sobre a Conta de Capital

As discussões recentes do FMI sobre uma "visão institucional" em relação aos fluxos de capitais poderiam ter sua perspectiva jurídica melhor compreendida a partir de quatro pontos principais: em primeiro lugar, no momento de redação do presente artigo, as discussões não são definitivas. Este artigo baseia-se em uma série de artigos provisórios (divulgados do outono de 2010 até o verão de 2012) sobre o papel institucional do FMI, a gestão dosdos ingressos de capitais, os efeitos multilaterais dos fluxos de capitais, a gestão das saídas de capitais e a liberalização da conta de capitais e seu sequenciamento, cada um discutido no Conselho Executivo. Com base nessas discussões, o FMI planeja publicar até o final do ano um artigo final que consolida os comentários e análises gerados nestes debates. Esperam-se alguns refinamentos e esclarecimentos, mas não uma profunda revisão.

Em segundo lugar, uma abordagem institucional do FMI deve ser ancorada em seu mandato legal definido pelo conjunto dos Artigos do seu estatutoe na autoridade legal subjacente a suas várias funções, como descrito acima. Uma preocupação comum foi se visão institucional poderia restringir a autonomia de política dos países de impor controles que considerem necessários. Esta preocupação sem dúvida gerou o vácuo na supervisão multilateral dos controles de capitais observado nas últimas décadas. A inação do FMI até o momento reforçou esse vácuo (e a relutância dos membros em aceitar as propostas de emenda dos anos 1990 que incluíam as transações de capitais nos Artigos), o fracasso das negociações sobre o Acordo Multilateral de Investimentos e a cobertura limitada da Organização Mundial do Comércio em relação aos controles de capital mediante compromissos agendados no âmbito fo GATS (Acordo Geral sobre Comércio de Serviços).

Em terceiro lugar, legalmente, a "visão institucional" é essencialmente um conjunto de diretrizes e, assim, não estabelece uma abordagem comum , “one size fits all” — outra preocupação relatada. Não houve uma nova declaração de autoridade legal, mas sim uma cristalização de ideias sobre medidas de gestão de fluxos de capitais (Capital Management Measures – CFMs) já que elas são apropriadas na economia global atual. A palavra "arcabouço (framework)" tem sido usada por conveniência. Os resumos do EB (expressos em notas de informação pública (PINs)) esclarecem que o "arcabouço" não pretende ter um status jurídico e os PINs declaram a intenção de manter espaço suficiente para as circunstâncias específicas do país, reconhecendo a diferença entre países com contas de capital abertas e aqueles que ainda não a liberalizaram. Ao mesmo tempo, o Departamento Jurídico afirmou que uma nova visão institucional do Fundo poderia contribuir em alguns casos de decisões do Comitê no âmbito da supervisão multilateral ou bilateral.

Quarto, uma visão institucional *informa* (não dita) as funções do FMI das seguintes maneiras. Nas consultas de supervisão, todas as recomendações desenhadas com base nesse arcabouço constituiriam recomendaçõespolíticas, que não obrigações, mas ainda assim uma parte essencial do papel supervisor do FMI no contexto das discussões de supervisão e sua atual relação com os membros. Quanto ao financiamento, a condicionalidade em si não é legalmente uma obrigação potencialmente sujeita a sanções, mas sim uma condição para a utilização de recursos do FMI. De acordo com os PINs, a abordagem institucional serve como ponto de partida — não uma fórmula rigorosa — para os chefes de missão na elaboração de programas de financia-

mento apoiados pelo FMI. Essa diretriz para o corpo de funcionários poderia contribuir na resposta à crítica de que as diferentes equipes do FMI podem não ter tratado similarmente países na mesma situação – mas, não se destina a impedir a consideração de necessidades em situações específicas.

OS ALCs E O FMI

Os acordos bilaterais e regionais visam promover e proteger o investimento entre os signatários com normas rígidas referentes ao uso de controles pelos países anfitriões, inclusive garantindo a livre transferência de fundos relacionados aos investimentos cobertos pelo acordo. Maiores benefícios comerciais e regras claras de transferências evitam a administração arbitrária de transações cambiais. Mas muitos contêm, principalmente, proibições gerais de controles de capitais mesmo em tempos de crise econômica, especialmente nos acordos assinados pelos Estados Unidos. Seu foco na proteção do acesso ao mercado e ao investidor diverge das preocupações multilaterais e poderia entrar em conflito com o trabalho (e obrigações legais) no âmbito do mandato do FMI. A recente crise econômica global e a maior preocupação do FMI com os fluxos de capitais mostram a necessidade de uma consideração mais cuidados sobre os efeitos globais dos acordos regionais.

A recente crise econômica global e a maior preocupação do FMI com os fluxos de capitais mostram a necessidade de uma consideração mais cuidados sobre os efeitos globais dos acordos regionais.

A importância dos FTAs

As regras de investimento dos FTAs têm um efeito mais amplo do que seu predecessor "*stand-alone*", os Tratados Bilaterais de Investimento (BIT). Os FTAs abrangem necessariamente uma maior gama de transações comerciais do que os BITs e envolvem umamaior probabilidade de aumentar os fluxos de capitais. Legalmente, os ALCs devem dar cobertura a "praticamente todo o comércio" a fim de permitir preferências entre signatários, a despeito da regra da "nação mais favorecida" da OMC, que exige igualdade de tratamento entre todos os Membros (GATT, Artigo XXIV). A notoriedade dos FTAs também expande seu efeito e os tornam mais susceptíveis a atrair fluxos de capitas especulativos do que os BITs tradicionais.

As disposições de investimento já se expandiram para uma grande variedade de operações. Em comparação ao seu foco anterior - no investimento direto

estrangeiro e (mais tarde) em instrumentos financeiros associados a uma empresa - muitos agora definem investimento de forma ampla para envolver novos instrumentos. Dependendo do texto dos acordos, os investidores em operações de "*hot money*" (por exemplo, depósitos overnight de alto rendimento e outros produtos financeiros derivados), poderiam buscar proteção nas regras de investimento. Os produtos financeiros são explicitamente incluídos como "investimentos".

As disposições de arbitragem investidor-estado, enquanto medidas válidas de proteção ao investidor, criam responsabilidades para países de forma diferente de outros acordos internacionais. Nos tratados que solicitam uma solução de conflitos governo-governo, como no âmbito da OMC, os governos têm a oportunidade de filtrar as disputas que iniciaram, permitindo critérios baseados no conhecimento das circunstâncias políticas ou econômicas.

Sobreposição ao mandato do FMI

As disposições de investimento que excluem qualquer forma de salvaguarda para controles de câmbio ou de capitais em momentos de crises econômicas levantam problemas importantes, inclusive com o trabalho do FMI.

Em geral, a pressão para aceitar normas incisivas nas regras de investimento para concluir o FTA, frequentemente não leva em consideração a perspectiva multilateral representada pelo trabalho do FMI. Em contraste com o acesso ao mercado baseados em setores, o FMI "tem um papel importante a desempenhar em matéria de fluxos de capitais em sua supervisão bilateral e multilateral, inclusive monitorando a liquidez global e fluxos transfronteiriços, supervisonando as repercussões internacionais, promovendo um diálogo multilateral e a coordenação de políticas sobre fluxos de capitais, além de recomendações sinceras." (FMI 2011d)

A ausência de uma salvaguarda de BoP no FTA também pode interferir na obtenção de financiamentos do FMI. Um membro poderia ser considerado inelegível para os recursos do FMI se, no contexto de um programa apoiado pelo FMI, suas obrigações com o FTA o dissuadisse de impor os controles solicitados pelo FMI, devido a uma grande e constante saída de capitais (mesmo que, até o momento, o FMI não tenha feito tal solicitação constante no Artigo VI, Seção 1), ou como parte de suas políticas de condicionalidade. Alguns dos signatários dos FTAs são mercados relativamente maduros com um sólido histórico de gestão macroeconômica e do setor financeiro. Mas, acontecimen-

tos recentes no mundo revelam o risco de inesperadas crises econômicas e financeiras. Os acordos regionais, focados nos interesses setoriais, portanto, poderiam interferir no suporte que a comunidade internacional espera do FMI.

Duas inconsistências legais também são dignas de nota: primeiro, os FTAs sobrepõem-se à jurisdição do FMI quando eles abrangem transações definidas como pagamentos "correntes" e transferências, ao abrigo dos Artigos do FMI. Por exemplo, os FTAs exigem que os signatários permitam transferências, inclusive de dividendos, juros, pagamentos de *royalties*, gestão e outras taxas, e pagamentos efetuados no âmbito de um contrato efetuado pelo investidor ou pelo investidor que tem a cobertura, incluindo pagamentos (por exemplo, amortização) nos termos do contrato de empréstimo. Em segundo lugar, um signatário de um FTA poderia violar os Artigos FMI caso precisasse impor restrições definidas pelo FMI como transações internacionais correntes, mas, devido às regras de ALC, isto só teria efeito contra os não-signatários do FTA. No âmbito das políticas do FMI, não poderiam ser aprovadas medidas que discriminem entre membros do FMI (mesmo se justificadas por motivos de BoP). As restrições não aprovadas em pagamentos e transferências nas transações correntes internacionais violam as obrigações dos Membros do FMI no âmbito do Artigo VIII, Seção 2(a). Por outro lado, as restrições consistentes com os artigos (por exemplo, aprovado nos termos do Artigo VIII, Seção 2(a) ou mantidas ao abrigo do Artigo XIV) são direitos; as proibições gerais dos FTAs poderiam criar inconsistências entre os tratados.

Suficiência das Abordagens Atuais

A maioria dos BITs e FTAs recentes dos EUA proíbem os governos de impor controles sobre os investimentos cobertos sem exceções para crises econômicas. Muitos dos capítulos de investimentos seguem a abordagem central do modelo dos BITs dos EUA. Anderson (2011) relata como os EUA, essencialmente, rejeitou as contribuições de 250 economistas, que chamavam atenção para questões multilaterais, e o que modelo de BIT recentemente promulgado ainda carece de uma salvaguarda para as crises econômicas. Anderson observa que "a política atual promove a liberalização dos fluxos de capitais entre parceiros comerciais, independentemente das implicações para a estabilidade financeira". Os exemplos a seguir são ilustrativos:

Alguns FTAs limitaram a capacidade do signatário adotar controles de capitais. O FTA entre EUA e Colômbia ganhou atenção especial quando entrou

em vigor em maio de 2012 devido a procedimentos constitucionais especiais na Colômbia. Seu conteúdo, no entanto, está alinhado com o modelo dos EUA. Embora o FTA limite os prejuízos a reduções no valor da transferência e exclua os lucros perdidos numa possível recuperação, até mesmo esta adaptação é limitada a determinados tipos de transferências e o acordo inclui outras restrições sobre em relação a controles sobre transferências e pagamentos para o exterior.

O fato de as qualificações em relação aos direitos dos países signatários normalmente estarem nos Anexos (chamados de "Procedimentos" de Solução Especial de Conflitos) denuncia seu efeito limitado. O período de carência nos FTA dos EUA com Cingapura e Chile (e agora alguns outros) é puramente processual. Ele somente posterga a data a partir da qual um investidor pode prestar queixa. O tratado ainda torna o signatário responsável pelos investidores (mesmo temporários) no caso de restrições impostas para resolver uma crise econômica e financeira, caso um painel considere que as restrições "impeçam substancialmente as transferências". A responsabilidade se aplica retroativamente mesmo que as restrições tenham sido posteriormente removidas.

A frequentemente mencionada "carta anexa" ao FTA entre EUA e Singapore pretende esclarecer quais medidas "impedem substancialmente as transferências", segundo o governo dos EUA, mas tem efeito jurídico mínimo. A carta afirma uma "presunção refutável" de que certas formas e efeitos de restrições "serão consideradas (pelos EUA) pelo fato de não serem substancialmente impeditivas às transferências" incluindo, por exemplo, que os controles sejam não-discriminatórios ou price-based. Esta carta não impede os investidores individuais de apresentaram reclamações no âmbito dos termos do tratado, não obriga a realização de painéis de arbitragem e não aborda a questão de que restrições podem realmente ter efeitos substanciais para atingir o seu propósito.

O FTA entre Coréia do Sul e os EUA, recentemente assinado (março de 2012) é potencialmente mais progressista. O Acordo permite "medidas impostas nos termos do Artigo 6. º da Lei de Transações de Câmbio (Coréia)" (Anexo 11-G sobre Transferências), que o torna compatível com a lei da Coreia. Essas medidas são, no entanto, sujeitas a várias normas a fim de serem aceitáveis no âmbito do FTA. Algumas normas são alinhadas às regras do FMI, tais como transparência, duração limitada e a evitar práticas de câmbio múltiplo. Outras normas parecem limitar o grau de flexibilidade do acordo substancialmente, como a exclusão de pagamento ou transferências para investimen-

to estrangeiro direto. Ainda é preciso saber como os Signatários aplicarão a regra que evita que as medidas interfiram na capacidade dos investidores ganharem uma taxa de retorno de mercado no território da Coreia.

Considerações em Direção a uma Solução

As inconsistências entre as disposições do tratado dos FTAs e o trabalho (e regras legais) do FMI poderiam ser evitadas nos textos dos FTAs de duas maneiras legalmente distintas.

Em primeiro lugar, os FTAs e acordos regionais devem levar em conta sua coerência jurídica com os artigos do FMI. O GATS, abrangendo operações de serviços e transferências associadas, é um modelo útil ao permitir exceções em duas circunstâncias. A primeira é para medidas impostas consistentemente com artigos do FMI (GATS Artigo XI), que trata possíveis violações do tratado se uma medida alegadamente inconsistente com o GATS for aprovada pelo FMI (ou são não restritivas no âmbito dos Artigos). O segundo é para medidas impostas a pedido do FMI (GATS Artigo XI.2), referindo-se à sua função de financiamento. Ambas essas disposições foram negociadas com a contribuição do FMI e não dependem da OMC levar em conta a situação econômica subjacente às medidas. Assim, essas regras funcionam como defesas puramente jurídicas, o que impede que investidores contestem os controles no âmbito destas disposições.

Em segundo lugar, os acordos bilaterais e regionais de comércio e investimento, devem conter salvaguardas para situações de crise econômica. Essas cláusulas podem ser concebidas para equilibrar os compromissos de liberalização dos tratados com a autonomia de política para gerir a volatilidade e outras vulnerabilidades, incluindo aquelas baseadas em potencial recomendação do FMI. Existem precedentes para tal salvaguarda.

O GATT, o GATS e o proposto Acordo Multilateral sobre Investimentos, negociado (mas não concluído) sob a égide da OCDE estabelecem um papel formal para que o FMI forneça uma avaliação da natureza e extensão da crise. Esta avaliação é parte da determinação legal para verificar se as medidas foram justificadas e corretamente aplicadas. Poucos acordos norte-americanos têm uma salvaguarda. Por outro lado, vários acordos em outras regiões contêm várias formas de garantias (por exemplo, os Acordos de Parceria Trans-Pacífico entre Singapura e Austrália e entre Nova Zelândia e Malásia, assim como os ALCs entre os vários países asiáticos (ver Montes, neste volume).

É mais difícil contemplar um papel formal para avaliações do FMI nos tratados bilaterais ou regionais, como é o caso dos acordos multilaterais que acabei de mencionar; em vez disso, o Comitê Executivo deve aprovar a proposta do staff (FMI, 2010a) de engajara UNCTAD e outros organismos multilaterais e regionais envolvidos no projeto e na promoção dos arcabouços internacionais sobre este tema.

Uma questão de modelo envolve os tipos de situações econômicas que permitam aos Membros derrogar seus compromissos de liberalização e impor controles. O texto de negociação para o Acordo de Parceria Transpacífico regional (que vazou assim como este comentário foi à imprensa) inclui uma proposta feita por um dos países negociantes, de uma salvaguarda em casos de "graves dificuldades no balanço de pagamentos ou nas finanças externas (ou ameaças de)". E se estende além do GATT ou GATS para cobrir "dificuldades na gestão macroeconômica, em particular, a operação da política monetária ou política cambial," embora esta disposição aplique-se apenas a "circunstâncias excepcionais". Experiências de acordos bilaterais TPP anteriores que contenham terminologia semelhante devem ser avaliadas.

Outra questão de modelo envolve as normas sobre a natureza dos controles no âmbito das salvaguardas, com requisitos fundamentais que sejam temporários e não discriminatórios. Quanto aos prazos, os controles devem durar o tempo que for necessário, mas as salvaguardas seriam aceitas mais facilmente e aplicáveis se houvesse a definiçãode um período fixo de tempo, sujeito a revisão apropriada (por exemplo, restrições de câmbio do FMI são aprovadas por um ano a cada vez).

Quanto à não-discriminação, o arcabouço do FMI sobre CFMs mostra uma nova complexidade. Dito isto, a natureza não vinculativa do arcabouço e a prática usual da equipe do FMI de evitar recomendações individualizadas, o que colocaria qualquer país em conflito com uma obrigação do Tratado, reduz as chances de conflitos. Para fins de análise, no entanto, a regra do tratamento nacional nos FTAs exige que as medidas evitem discriminações entre os investimentos por parte dos investidores nacionais e daqueles da parte signatária. O arcabouço do FMI, por outro lado, inclui CFMS baseadas em residência, que potencialmente violariam a obrigação de Tratamento Nacional (NT) dos FTA. A perspectiva deste conflito parece remota, no entanto, porque uma leitura atenta dos documentos do FMI indica que as medidas baseadas em residência seriam recomendáveis (não obrigatórias) geralmen-

te como um último recurso; mesmo quando o uso de CFMs é garantido, os países devem dar precedência a CFMs não baseados em residência sobre medidas baseadas em residência. No entanto, espera-se que o artigo final esclareça a terminologia diferente utilizada com relação aos CFMs sobre entradas e saídas de capitais (FMI 2012d, box 7) já que se relacionaria ao uso possível (ainda que remoto) de CFMs baseados em residência no contexto de uma salvaguarda.

O melhor resultado é o dos tratados bilaterais e regionais, que oferecem autonomia de política para medidas necessárias aplicadas ao abrigo das disposições de salvaguarda para as crises econômicas e de acordo com as normas razoáveis. Essa autonomia de política deve incluir as recomendações do FMI como a organização internacional que possui uma perspectiva multilateral sobre a estabilidade econômica e financeira mundial. O rascunho da salvaguarda TPP não exige que as medidas impostas à salvaguarda sejam aplicadas numa base de tratamento nacional, aparentemente permitindo CFMs com base em residência. Quanto aos tratados existentes, os mecanismos legais, tais como derrogações ou emendas, devem ser explorados enquanto se aguarda uma análise mais aprofundada, dando espaço para as questões globais atuais.

[1] Deborah Siegel, Procuradora sênior do departamento jurídico do FMI, preparou este capítulo independentemente. O texto reflete sua opinião pessoal e não representa necessariamente a opinião do FMI.

7. A Parceria Transpacífico e as Regulações de Fluxos de Capitais: Uma Análise dos Acordos Existentes na Região

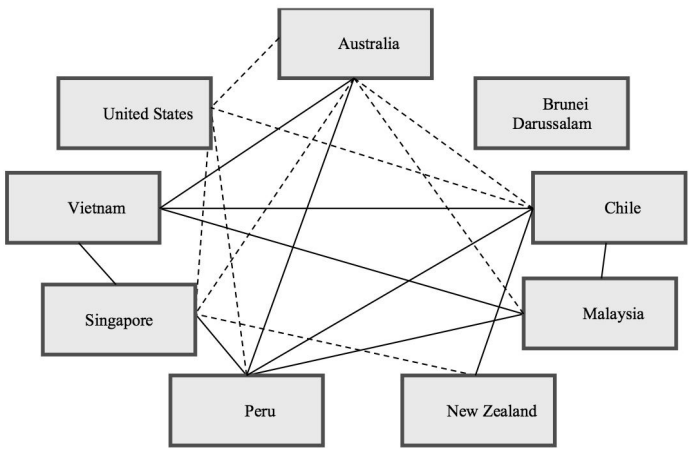
Sarah Anderson

O acordo de comércio Parceria Transpacífico (TPP), proposto pelos Estados Unidos e por outros oito governos, representa uma importante oportunidade para a nova abordagem no tratamento de controles de capitais. Há décadas, os EUA vêm impondo restrições radicais a este instrumento de política nos acordos de livre comércio (FTA) e nos tratados bilaterais de investimento (BITs). Os governos que violam essas restrições enfrentam a perspectiva de custosas ações judiciais de investidores junto a tribunais internacionais de arbitragem.

Há crescentes evidências de que os controles de capitais podem ser um instrumento de política na mitigação da volatilidade financeira (ver Jeanne, et al. 2012; Ostry, et al. 2011; e Magud 2011). Além disso, vários dos governos do TPP têm experiência no uso desses instrumentos, e todos já possuem acordos de comércio e de investimento que permitem maior flexibilidade do que o modelo padrão dos EUA.

Os nove governos que iniciaram os diálogos do Parceria Transpacífico já possuem 19 acordos bilaterais de comércio e investimento.[1] Destes, 10 são

Figura 1: Acordos existentes entre países do TPP



(linha contínua=tratados bilaterais de investimento, linha pontilhada=acordos de livre comércio)

BITs e nove são FTAs mais amplos. Além disso, Brunei Darussalam, Chile, Nova Zelândia e Cingapura têm um acordo de comércio regional, a Parceria Econômica Estratégica Transpacífico.

Os acordos comerciais e de investimento existentes variam muito em termos de tratamento dos controles de capitais. A Tabela 1 classifica as diferentes abordagens em termos de autonomia de política permitida, da mais restritiva a mais flexível.

Tabela 1

MAIS RESTRITO

MAIS FLEXÍVEL

Tratamento dos Controles de Capital	Cobertura nos Acordos Existentes
1. Controles de capitais são proibidos, sem exceções para as crises, e a cobertura é extremamente ampla, incluindo derivativos e investimentos de portfolio.	**Acordos entre países do TPP: 0** Outros exemplos: Tratado de Investimento Bilateral Modelo EUA, Acordo de Comércio dos EUA com a América Central (CAFTA-DR)
2. Controles de capital são proibidos, mas existem procedimentos especiais para controvérsias relativas a certos tipos de controles. Esses incluem um longo "período de carência" antes que os investidores façam reivindicações e alguns limites sobre a compensação que podem receber.	**Acordos entre países do TPP: 3** (FTAs dos EUA com Cingapura, Chile, Peru)
3. Controles de capitais são proibidos, mas há uma salvaguarda que, salvo algumas restrições, permite o uso de controles de capitais "em caso de dificuldades no balanço de pagamentos ou nas finanças externas (ou ameaças de)."	**Acordos entre países do TPP: 5** (FTAs da Austrália com Chile, Malásia, Nova Zelândia e Cingapura; FTA entre Nova-Zelândia e Cingapura) Outros exemplos: existem várias salvaguardas no acordo de livre comércio norte-americano e seis BITs dos EUA assinados em 1980 e 1990.
4. Controles de capitais são proibidos, mas não há nenhuma solução de controvérsias entre investidor e estado.	**Acordos entre países do TPP: 3** (FTAs da Austrália com a Nova Zelândia,* Malásia* e com os EUA. Também: parceria econômica estratégica Transpacífico entre Brunei Darussalam, Chile, Nova Zelândia e Cingapura) *também incluem uma salvaguarda
5. A liberalização da conta de capital é incentivada, mas o acordo é subordinado aos regulamentos e leis nacionais.	**Acordos entre países do TPP: 10** BITs da Malásia, Chile, Peru e Vietnã; BITs de Singapura com Peru e Vietnã; BITs do Chile, Nova Zelândia, Peru e Vietnã; FTA entre Austrália e Chile; e BIT entre Austrália e Vietnam Outros exemplos: BIT entre Brunei e China
6. Não há regras sobre controles de capitais.	**Acordos entre países do TPP: 0** Outros exemplos: BIT entre China e Alemanha, FTA entre EUA e Israel

ESBOÇO DO CAPÍTULO DE INVESTIMENTO DO TPP QUE VEIO A PÚBLICO

Em 13 de junho de 2012, um esboço do capítulo de investimento do TPP vazou para o público. O esboço contém quatro propostas dignas de nota referentes aos controles de capitais:

1. Uma salvaguarda semelhante à de vários acordos de TPP e ao Artigo 12 do GATS. A novidade é que, explicitamente, os governos teriam a permissão de usar os controles quando os movimentos de capitais "causarem ou ameaçarem causar sérias dificuldades para a gestão macroeconômica". Talvez esse item tenha sido adicionado para esclarecer que a proteção se aplica aos controles de saídas e de entradas.

Trecho do Artigo XX(3): Medidas de Salvaguarda de Balanço de Pagamentos em junho de 2012 - Capítulo de Investimento do TPP

2. Nada neste acordo deve ser interpretado com o sentido de impedir que uma Parte adote ou mantenha medidas de salvaguarda provisória referente a pagamentos ou transferências relativas aos movimentos de capitais:

(a) no caso de uma séria situação de balanço de pagamentos, de dificuldades financeiras externas ou de ameaça de tais eventos; ou

(b) onde, em circunstâncias excepcionais, pagamentos ou transferências relativas aos movimentos de capitais causem ou ameacem causar sérias dificuldades para a gestão macroeconômica, em particular, o funcionamento da política monetária ou cambial.

3. As medidas citadas nos parágrafos 1 e 2 devem:

(a) ser aplicadas em base não discriminatória entre as partes;

(b) ser coerentes com os artigos do acordo do Fundo Monetário Internacional, já que a Parte que toma as medidas é parte dos referidos artigos;

(c) evitar danos desnecessários aos interesses comerciais, econômicos e financeiros das outras Partes;

(d) não exceder o necessário para lidar com as circunstâncias descritas nos parágrafos os 1 ou 2;

(e) ser tempoárias e gradualmente eliminadas à medida que as situações apresentadas nos parágrafos 1 e 2 apresentem melhoras.

2. Uma imunidade (Anexo 12-I) para a regulação de fluxos de capitais pelo Chile, inclusive o direito de exigir que os investimentos sejam sujeitos a reserva compulsória. O Chile conseguiu garantir essa mesma proteção em seu FTA com a Austrália, mas não com os Estados Unidos. A TPP provavelmente substituiria os antigos acordos bilaterais.

3. Uma disposição semelhante em vários BITs chineses que permite aos governos exigirem que os investidores se submetam a uma revisão doméstica antes de fazer reivindicações aos tribunais internacionais.

Artigo 12.17.2

"O Estado pode exigir que o investidor envolvido procure procedimentos domésticos de revisão administrativa ,especificados pelas leis e regulamentos desse Estado, que não poderá exceder três meses, antes da apresentação do pedido de arbitragem."

4.Isentar a Austrália da resolução de controvérsias entre investidor e estado.

Todas estas disposições estão entre parênteses, indicando uma falta de acordo. No entanto, eles sugerem significativa resistência à abordagem padrão dos EUA nesta fase das negociações.

QUAL A ABORDAGEM MAIS FAVORÁVEL À ESTABILIDADE DE FINANCEIRA?

Em 2011, o FMI publicou diretrizes para o uso de controles de capitais (FMI 2011). Enquanto essas diretrizes refletem o afastamento do Fundo em relação à posição amplamente contrária a tais políticas, muitos governos e acadêmicos de países em desenvolvimento as consideram excessivamente restritivas. Um relatório do Pardee Center da Universidade de Boston oferece um conjunto alternativo de diretrizes, a partir de contribuições de 14 especialistas internacionais (Gallagher et al. 2012). Esta seção analisa até que ponto os acordos de investimento entre os países da TPP e o esboço da TPP são compatíveis com a cinco das orientações mais relevantes do relatório do Pardee Center.

1. **Nem os países industrializados, nem as instituições internacionais devem limitar a capacidade dos países utilizarem regulações da conta de capitals, seja por meio de tratados de comércio e investimento, seja por condicionalidades de empréstimos.**

   Claramente, os acordos de TPP já existentes e o esboço do capítulo que vazou não cumprem esta norma. No entanto, é arriscado fazer afirmações categóricas acerca da autonomia de política que as várias exceções nesses acordos podem oferecer. Há apenas um caso conhecido de investidor e estado relacionado aos controles de capitais. Em 1998, um investidor belga iniciou um processo legal contra a Malásia, alegando ter perdido o dinheiro na Bolsa de Valores de Kuala Lumpur como resultado de controles cambiais utilizados para impedir a rápida fuga de capitais durante a crise asiática. O tribunal rejeitou o caso porque o BIT entre Malásia e Bélgica contém uma disposição incomum, que limita a aplicabilidade a projetos de investimento "aprovados pelo governo" (ICSID 2000).[2] Sem um significativo conjunto de regras, é difícil prever como os tribunais poderão interpretar texto do Tratado.

   No entanto, a abordagem mais flexível dos acordos existentes parece ser sua subordinação às legislações nacionais. Por exemplo, o BIT

entre Vietnã e Chile afirma que "cada parte contratante deve, sujeito a suas leis e regulações, permitir sem demora que os investidores da outra Parte Contratante efetue a transferência de fundos referentes aos seus investimentos..." No entanto, isso tampouco forneceria completa proteção aos governos que procuram utilizar controles de capitais, especialmente quando não há leis ou regulamentos em vigor, ou se novas formas de regulação de fluxos de capitais são necessárias para se lidar com os novos desafios do sistema financeiro global. Além disso, não está claro se tais disposições podem proteger contra reivindicações sobre violações de outras obrigações do tratado. Por exemplo, se um governo introduzisse novos controles de capitais, um investidor poderia alegar uma violação da obrigação de oferecer um "padrão mínimo de tratamento," que alguns tribunais têm interpretado como disposição de um ambiente regulador estável?

2. **As regulações de fluxos de capitais *price-based* (baseadas em preço) têm a vantagem de serem mais neutras ao mercado, mas a regulação *quantity-based* (baseadas em quantidade) pode ser mais eficaz, especialmente em países com contas de capitais relativamente fechadas, onde os bancos centrais são mais fracos, ou quando há grandes incentivos para o ingresso de capitais.**

   Os acordos de TPP já existentes que se subordinam à legislação nacional ou que ofereçam salvaguardas de balanço de pagamentos, não fazem distinção entre controles *price-based* ou *quantitaty-based*. No entanto, em vários acordos dos EUA há uma clara tendência contrária ao segundo tipo de controles. Os FTAs dos EUA com o Chile e Cingapura isentam o governo da responsabilidade por prejuízos resultantes de restrições em um conjunto estreito de transferências — mas apenas se vigorarem por não mais de um ano e não "impedirem substancialmente" as transferências. Uma nota interpretativa entre os EUA e Cingapura recomenda que juízes arbitrais não presumam que os controles de saída de capitais impedem substancialmente transferências caso cumpram determinados critérios, um dos quais é que sejam "*price-based.*" Isso indica que o tipo de controles quantitativos utilizados pela Malásia no auge da crise financeira asiática não estaria no âmbito desta disposição. As exigências de reservas não remuneradas, tais como as utilizados pelo Chile na década de 1990,

também poderiam ser alvo de ações judiciais de investidores, já que a exigência de permanência mínima pode atuar como uma restrição quantitativa de saídas. (Gallagher 2011a).

3. **A regulação da conta s de capitais não deve abranger somente regulações sobre a entrada de capitais. As restrições à saída de capitais podem ser consideradas um dos mecanismos mais inibidores de entradas indesejáveis e podem também servir a outros propósitos.**

   Os acordos de TPP já existentes que se subordinam à legislação nacional não fazem distinção entre controles de entrada e de saída. As salvaguardas propostas e as já existentes aparentemente permitem ambos. Por outro lado, em muitos acordos dos EUA há uma clara tendência contrária aos controles de saídas. Os FTAs dos EUA com o Chile e com o Peru limitam a compensação que os investidores podem receber por certas medidas restritivas em não mais do que o montante da redução no valor das transferências. Esses limites, no entanto, não se aplicam aos controles de saídas.

4. **As regulações da conta de capitais não devem ser vistas como medidas apenas provisórias, mas devem ser consideradas como mecanismos permanentes para serem utilizados de forma anticíclica a fim de atenuar as fases altistas e baixistas dos ciclos (*boom and burst*). Sua permanência reforçará a capacidade institucional para implementá-las eficazmente.**

   As salvaguardas dos acordos de TPP existentes e o capítulo que vazou não especificam um prazo fixo para a retida dos controles, no entanto, afirmam que devem ser provisórios e exigem que o governo consulte as outras partes sobre o assunto. Os procedimentos especiais de resolução de conflitos em alguns acordos comerciais dos EUA não se aplicam aos controles que se estendam para além de um ano.

5. **A distinção entre residentes e não residentes pode ser útil para a regulação eficaz da conta de capitais.**

   A anti-discriminação é um princípio básico dos tratados internacionais de comércio e investimento. No entanto, como o Dr. José Antonio Ocampo explica no relatório do Pardee Center, as regulações da

conta de capitais quase necessariamente "exigem alguma discriminação entre residentes e não residentes, o que reflete a segmentação que caracteriza os mercados financeiros em um sistema internacional: como diferentes moedas são utilizadas em diferentes territórios, residentes e não residentes têm demandas assimétricas por ativos denominados naquelas moedas" (Gallagher, et al. 2012, 18).

Os 10 acordos TPP existentes que se subordinam à legislação nacional parecem permitir que os controles façam distinção entre residentes e não residentes. No entanto, três dos cinco acordos TPP existentes que incluem salvaguardasde balanço de pagamentos, exigem que os controles sejam aplicados a partir do princípio do tratamento nacional. Um deles (Austrália-Malásia) exige o tratamento da nação mais favorecida e o quinto (Austrália-Chile) apenas estabelece que os controles devam ser não-discriminatórios. O capítulo da TPP que vazou exige que os controles sejam "não discriminatórios entre as partes."

ALTERNATIVAS

Existe uma séria discussão de que os controles de capitais simplesmente não pertencem aos acordos de comércio e investimento. Por que assuntos de tal importância sistêmica deveriam ser governados por uma colcha de retalhos de tratados bilaterais e regionais e impostos por tribunais de arbitragem internacional incompreensíveis? Por que investidores estrangeiros individuais têm autoridade para processar judicialmente as políticas destinadas a proteger milhões de pessoas de crises financeiras? O tempo dos formuladores de políticas não seria melhor utilizado na aperfeiçoamento da coordenação de controles de capitais, em vez de defender novas regras para desencorajá-los?

Existe uma séria discussão de que os controles de capitais simplesmente não pertencem aos acordos de comércio e investimento.

Tendo em conta as recentes mudanças nas reflexões sobre controles de capitais, chegaremos a um ponto, no futuro próximo, em que um número suficiente de líderes de governo farão essas mesmas perguntas para adotar uma transformadora mudança política. No entanto, as negociações da Parceria Transpacífico sugerem que ainda não chegamos lá. Apesar de mais da metade dos acordos existentes entre países da TPP adiar as legislações nacionais, apenas um país — Chile — parece ter reivindicado essa autonomia de política.

Assim, na política real de hoje, vale a pena tentar construir um consenso sobre reformas, o que resultaria na aceitação de uma abordagem mais flexível, pelo menos pelos Estados Unidos, o maior exportador de capitais do mundo. As propostas referentes aos controles de capitais da TPP que vazaram são um bom começo. Aqui estão algumas reflexões sobre como as propostas de salvaguarda e de resolução de controvérsias podem ser reforçadas para promover a estabilidade financeira.

1. Salvaguarda

Não discriminação: um dos critérios para a proposta de salvaguarda do balanço de pagamentos é que os controles sejam aplicados com base não discriminatória entre as partes. Isto é problemático porque os controles de capitais podem ter impactos desiguais, mesmo quando não existe qualquer intenção de punir (ou favorecer) certos grupos de investidores. Na verdade, conforme mencionado acima, os controles de capitais são praticamente de natureza discriminatória. Assim, esta exigência poderia abrir a porta para reivindicações entre investidor e estado sobre uma ampla gama de controles de capitais responsáveis. Isso poderia incluir até mesmo restrições aos investidores nacionais e às empresas, por exemplo, limites nacionais para empréstimos em moeda estrangeira, nos quais uma dessas moedas passa a ser emitida por uma das partes do acordo comercial. Os negociadores devem se referir a essa questão mais cuidadosamente para assegurar que a medida dê cobertura apenas aos controles de capitais que têm o objetivo e o efeito de discriminar.

Controles temporários versus permanentes no arcabouço de medidas: a salvaguarda proposta não especifica a duração máxima para os controles de capitais, mas exige sua provisoriedade e obriga o governo a realizar consultas junto às outras partes sobre o assunto. Isso é coerente com as diretrizes propostas do FMI para controles de capitais, mas conflita com outras declarações do FMI, incluindo o apoio do Conselho Executivo do FMI para uso prolongado dos controles de capitais do Brasil, a fim de evitar uma bolha cambial (FMI 2011g). Um argumento de apoio à exigência de provisoriedade é que, segundo alguns analistas, de qualquer forma, os controles de capital são apenas eficazes a curto prazo, já que os investidores muitas vezes encontram maneiras de contorná-los (Ostry et al., 2011). No entanto, no relatório do Pardee Center, Shari Spiegel escreve que "em geral, os países cujos regimes são considerados bem sucedidos mantêm regulações flexíveis, adaptadas às mudanças nos ambientes econômicos e às brechas" (Gallagher et al. 2012, 81). Enquanto o

debate continua, os negociadores de TPP devem inserir termos reconhecendo a potencial necessidade de controles anticíclicos de longa duração.

Avaliação de necessidade: o esboço da TPP afirma que os controles de capital aplicados em situação de salvaguarda devem "evitar danos desnecessários aos interesses comerciais, econômicos e financeiros das outras partes" e "não podem exceder o necessário" para lidar com a crise. Tais avaliações de "necessidade" permitiriam aos investidores estrangeiros reivindicar o uso de medidas alternativas com o mesmo objetivo por parte do governo, com menor impacto sobre seus interesses financeiros. Em seu ensaio neste volume sobre regras similares no GATS, Todd Tucker sugere que uma maneira de não dar margem a críticas aos controles de capitais seria ampliar e fortalecer a exceção prudencial para que se aplique aos controles de capitais. Tal exceção consta no Anexo do GATS sobre Serviços Financeiros no Artigo 2 (a) e em muitos FTAs e BITs dos EUA recentes. Este item não consta no capítulo de investimento da TPP que vazou, porque normalmente está no capítulo de serviços financeiros dos FTAs.

2. Resolução de controvérsias

A não aceitação da Austrália da resolução de controvérsias entre investidor e estado na TPP é uma importante proteção contra ações judiciais de investidores estrangeiros com pouca consideração pelo interesse público ou pelas relações diplomáticas. Essas ações podem ser particularmente prejudiciais no contexto de uma crise financeira. É aconselhável que os outros governos da TPP defendam a mesma exceção.

No relatório "Estrutura Política de Investimento para o Desenvolvimento Sustentável" lançado em julho de 2012, a UNCTAD cita outra opção política para limitar a exposição dos Estados a resoluções de controvérsias entre investidor e estado. Ao permitir esta abordagem em alguns assuntos, um governo poderia excluir certas "áreas sensíveis" com medidas relativas à transferência de fundos listados, por exemplo.

A UNCTAD destaca ainda outra abordagem para limitar a resolução de controvérsias enrte investidor e estado, que é a exigência de que os investidores esgotem primeiro seus recursos domésticos. É necessária uma maior investigação sobre os recursos domésticos disponíveis para fazer frente aos conflitos sobre controles de capitais. No entanto, de maneira geral, o compromisso de resolução de controvérsias restaura um certo equilíbrio para um sistema que

agora concede aos investidores estrangeiros direitos privados de ação para impor obrigações legais internacionais — direitos que as organizações da sociedade civil não desfrutam.

O Artigo 12.17.2 proposto no esboço da TPP é um passo na direção de uma cláusula de "exaustão", mas o prazo de três meses em procedimentos de revisão administrativa interna é insuficiente. Para evitar situações onde os investidores ficam presos em um sistema completamente corrupto ou disfuncional, uma "cláusula de inutilidade" poderia ser incluída. Isso permitiria que os investidores tivessem a oportunidade de fazer pedidos aos tribunais internacionais se pudessem provar que o recebimento de recursos por meio de processos domésticos seria de fato inútil. Além de exigir o esgotamento das soluções domésticas, o mecanismo de resolução de conflitos poderia fornecer um painel diplomático onde os governos trabalhariam juntos para impedir reivindicações inadequadas, sem mérito, ou que causariam graves prejuízos públicos.

Essas alterações, juntamente com um estreitamento da definição de investimento para omitir investimentos de portfólio e outros investimentos de curto prazo, percorreriam um longo caminho para assegurar que os países Transpacíficos tenham acesso a todas os instrumentos disponíveis para evitar ou mitigar uma crise financeira.

1 Desde de 11 de julho de 2012, Canadá e México entraram nas negociações.

2 Malásia ainda teve que pagar metade das despesas de arbitragem.

8. Controles de Capitais, Capítulos de Investimento, e os Objetivos de Desenvolvimento Asiáticos

Manuel F. Montes[1]

You never give me your money
You only give me your funny paper

"You Never Give Me Your Money"
Lennon e McCartney, 1969

POR QUE A REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS

Desde o início dos anos 1990, os países que tentam regular a conta de capitais arriscam-se a se torna vítimas de um estigma "auto-infligido" na arena internacional de investimento, a despeito das razões analíticas incontestáveis acerca da sua adequação.[2]

Os eventos subsequentes, inclusive a crise financeira asiática de 1997, não eliminaram esse risco do estigma de controles de capitais, mas a discussão analítica passou a ser quando, e não se, tais controles são justificados.[3]

Existem justificativas inquestionáveis para as regulações da conta de capitais. É possível classificar essas regulações em três níveis de objetivos, de escala e permanência crescentes:

(1) Como um instrumento de resposta às crises de balanço de pagamentos;

(2) Como um instrumento de recuperação e manutenção da autonomia para adoção de políticas macroeconômicas anticíclicas;

(3) Como um instrumento de utilização dos recursos do setor financeiro para apoiar o desenvolvimento industrial e a criação de um setor financeiro doméstico produtivo.

A avaliação do impacto dos acordos de livre comércio e dos tratados bilaterais de investimento no âmbito da regulação da conta de capitais pode ser

realizada em termos das restrições que suas cláusulas impõem ao cumprimento destes três objetivos.

Este trabalho tem como ponto de partida o ponto de vista desenvolvido em Gallagher, Griffith-Jones e Ocampo (2012a), segundo o qual os controles de capitais (chamado pelos autores de "regulações da conta de capitais") devem ser parte essencial dos instrumentos de política macroeconômica. Ocampo (2012) demonstra que as regulações da conta de capitais são necessárias enquanto um dos instrumentos da política macroeconômica anticíclica. Essa visão é mais ampla do que a visão recente adotada pelos corpo técnico do Fundo Monetário Internacional (FMI) (Ostry e outros, 2010) de que os controles de capitais poderiam ser adequados, principalmente em situações de crise de balanço de pagamentos.[4] Uma implicação imediata da visão de que as regulações da conta de capital são características permanentes da gestão macroeconômica é a necessidade da manutenção, pelos governos, de recursos burocráticos para implementar tais regulações. Os governos devem também estar de prontidão para alterar continuamente as abordagens reguladoras em resposta à contínua evolução das táticas de evasão por parte dos agentes privados (Spiegel 2012).

A estas duas justificativas deve-se adicionar o fato de que as regulações da conta de capitais são instrumentos essenciais para o cumprimento dos objetivos de desenvolvimento a longo prazo. Em artigo publicado pela primeira vez em 1993, Akyuz (2012) identifica as razões analíticas para a restrição da participação de gestores de portfólio estrangeiros e de instituições bancárias estrangeiras no setor financeirodoméstico, se as prioridades forem o alcance dos objetivos de desenvolvimento industrial e o desenvolvimento concomitante do setor financeiro doméstico como parte da estratégia geral de desenvolvimento.

O ponto central desse argumento desenvolvimentista contra a abertura total da conta de capital é que "a maioria das transações financeiras internacionais são decisões de portfólio, em grande parte tomadas por rentistas, em vez de decisões dos empresários" (Akyuz 2012, 29). Isso significa que:

> A maior parte dos movimentos de capitais é motivada principalmente pela perspectiva de ganhos de capital a curto prazo, em vez de oportunidades de investimento imobiliário e considerações de risco e retorno a longo prazo. O elemento especulativo é capaz de gerar oscilações nas taxas de câmbio e nos preços de ativos financeiros, causando inversão re-

> pentina nos fluxos de capital, por razões não relativas às condições e/ou aos fundamentos subjacentes. Em vez de penalizar políticas inadequadas, os fluxos de capital podem ajudar a sustentá-los (Akyuz 2012, 29).

Akyuz (2012) cita os Estados Unidos e a Itália como casos em que os fluxos de capitais sustentaram políticas inadequadas. Desde então, assim como outros países tentaram internacionalizar seus setores financeiros, muitos países emergentes, incluindo os principais participantes na crise financeira asiática, têm passado por grandes períodos de entrada de capitais de curto prazo auto-realizadores por meio da criação de bolhas de preços de ativos domésticos. Tais períodos extensos — mas, por fim, insustentáveis —de sobrevalorização cambial agravam o déficit da balança comercial e podem trazer prejuízos a longo prazo para o setor de bens comercializáveis. Os esforços do governo para atenuar o impacto inflacionário do ingresso de capitais resultam em políticas de esterilização onerosas e a um regime de altas taxas de juros domésticas, reduzindo ainda mais os incentivos para o investimento doméstico a longo prazo. Como Akyuz (2012) destacou, tais impactos de uma conta de capitais aberta no desenvolvimento a longo prazo, são independentes da existência de déficits fiscais crônicos ou da conclusão precedente da liberalização comercial e/ou financeira doméstica. A questão, portanto, não é da ordem de liberalização, mas de desenvolvimento.

Se o objetivo for gerar investimento a longo prazo e diversificação da economia, serão necessárias uma certa estabilidade nas taxas de câmbio e a disponibilidade de financiamento em taxas de juros razoáveis para investimentos domésticos a longo prazo. Na maioria das situações em países em desenvolvimento, as regulações da conta de capitais são as medidas menos onerosas para a estabilidade da taxa de câmbio e dos preços domésticos. Hipoteticamente, estas medidas também podem ser utilizadas para alterar a estrutura de vencimento dos fluxos de capitais externos, mesmo não podendo de fato alterar a natureza intrínseca dos fluxos de portfólio de fontes externas. As medidas aplicadas vão depender de muitos fatores e precisarão ser atualizadas com frequência para responder às ações evasivas do setor privado. Tais medidas devem estar à altura do tamanho e da diversidade

Na maioria das situações em países em desenvolvimento, as regulações da conta de capitais são as medidas menos onerosas para a estabilidade da taxa de câmbio e dos preços domésticos.

das relações comerciais de um país, da facilidade de movimento dos ativos através das fronteiras, do grau de desenvolvimento do setor real e do sistema financeiro, e assim por diante.

A análise neste trabalho sugere que as proteções ao investidor, às quais muitos países asiáticos se comprometeram nos capítulos de investimento dos seus acordos de livre comércio, excluem a possibilidade de medidas de fluxos de capitais porque a maioria dessas proteções são aplicadas de forma geral a todos os investimentos financeiros, incluindo aqueles ainda não existentes na época do Tratado. Todos os tipos investimentos de portfolio, de curto prazo e especulativos, estão protegidos sob tais compromissos. Existam, muitas vezes, disposições de transferência explícita, exigindo a livre circulação de capitais (sem a necessidade de enquadrá-la como uma expropriação). Estes compromissos não reconhecem a distinção entre atividade reguladora legítima e as ações do Estado que poderiam ser interpretadas como desapropriação indireta (chamados de "capturas reguladoras"). No âmbito destes compromissos, a desapropriação indireta é abre espaço para ações de investidores que buscam impedir as ações reguladoras e iniciar o processo de arbitragem a fim de obter uma indenização. Segundo esses acordos, tais ações por parte do investidor podem ser iniciadas sem a necessidade da apresentação de queixas por meio de processos reguladores e judiciais domésticos.

Existem também interações entre os compromissos assumidos por um país em relação aos seus parceiros. A existência de um tratamento de nação mais favorecida pode significar que mesmo com a inclusão de salvaguardas em um dos tratados, elas não se aplicam caso outros tratados não tenham as mesmas salvaguardas.

ACORDOS REGIONAIS E BILATERAIS DE COMÉRCIO E TRATADOS DE INVESTIMENTOS

Os países da região asiática foram tão ativos quanto os das demais regiões em termos de negociação e adesões aos acordos regionais e bilaterais de comércio que contêm capítulos de investimento ou disposições que envolvem restrições às regulações das contadoras de fluxo de capital. O Capítulo 8 de Khor (2008) analisa os tipos de disposições que costumam constar nos capítulos de investimento. Os acordos de livre comércio com os Estados Unidos, em particular, incluem tais disposições constantemente. Nesta seção, vamos rever os acordos de livre comércio para os quais existe uma notificação à Organização Mundial do comércio (OMC) para os principais países da Ásia e Pacífico.

A OMC lista 14 notificações[5] de Acordos de Livre Comércio (FTAs) para a Índia, dos quais quatro com capítulos sobre investimento. Com exceção acordos de livre comércio com o Chile e o Mercosul, os FTAs Indianos incluem capítulos de investimento com países fora do subcontinente, incluindo o Japão, a Coreia do Sul e a Malásia. O Paquistão tem seis notificações, duas das quais com a China e com a Malásia em que constam capítulos de investimento. A China tem sete notificações, sendo que as com Macau e Hong Kong não têm disposições de investimento.

Os países da ASEAN seguem o padrão da China, exceção aos FTAs notificados à OMC, que não têm um capítulo de investimento. No caso da Tailândia, de 10 notificações, apenas duas não têm capítulos de investimento.

Os países asiáticos têm recentemente sido ativos na adesão aos tratados bilaterais de investimento (BITs), particularmente na última década com o aumento das atividades de facilitação de tratados na divisão de investimento da Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD). O banco de dados da UNCTAD lista 37 BITs para a Tailândia, 88 para a China, 30 para as Filipinas, 36 para a Malaysia, 32 para o Vietnam, 52 para a Indonésia, 19 para Cingapura, 19 para o Camboja, 33 para a Índia e 39 para o Paquistão. É notável que Cingapura, um importante destino de investimento, tenha relativamente um menor número de tratados listados no banco de dados. Como será explicado em uma seção posterior, por causa do efeito das disposições de nação mais favorecida e da definição de investidor, o número de tratados não é necessariamente um bom indicativo sobre as restrições impostas aos países pelos tratados bilaterais de investimento.

RESTRIÇÕES SOBRE AS REGULAÇÕES DA CONTA DE CAPITAIS

Quadro geral

Os propósitos dos acordos regionais e as frases no preâmbulo dos acordos bilaterais indicam que os países asiáticos subscrevem de forma esmagadora a ideia de que a remoção de barreiras à livre circulação de bens, serviços e investimentos são garantias para o crescimento e do desenvolvimento. Na prática, o restabelecimento da regulação da conta de capitais não foi uma das lições aprendidas com a crise asiática. Na verdade, os países emergentes asiáticos "estão agora muito mais estreitamente integrados ao sistema financeiro internacional do que eram no período anterior à crise de 1997" (Akyuz 2011, 17).

Os pronunciamentos oficiais e as mudanças políticas recentes indicam que os países asiáticos não compreendem inteiramente, ou não colocam prioridade, sobre a terceira justificativa para as regulações da conta de capitais — mobilizar recursos para o desenvolvimento industrial e para garantir o desenvolvimento estável de recursos financeiros domésticos. Os países asiáticos têm, em vez disso, desmobilizado significativos recursos domésticos e os emprestado externamente mediante a acumulação de reservas internacionais, se garantindo,assim, contra crises de balanço de pagamentos e políticas de ajustes pró-cíclicas do FMI. Com base nisso, adotaram outras medidas para atender o primeiro objetivo dos controles de capitais às custas de serem capazes de cumprir os outros dois objetivos. A abrangência da política macroeconômica anticíclica em si é reduzida pela acumulação de reservas. Nos países em desenvolvimento, em particular, o acúmulo de reservas também envolve um custo de oportunidade sobre os recursos que poderiam ter sido aplicados no desenvolvimento industrial ou no desenvolvimento dos próprios serviços financeiros domésticos.

O que é notável é que, em alguns acordos assumidos pelos países da região, há disposições que parecem se basear em uma abordagem geral diferente que, em vez disso, reconhece a necessidade de as autoridades nacionais impor regulações da conta de capitais e outros impedimentos à livre circulação dos fluxos de financiamento externo. Por exemplo, o Artigo 10.8 do ALC entre Índia e Malásia lista as transferências de fundos que devem ser empreendidos "livremente e imediatmente", tais como:

> (a) capital inicial e montantes adicionais para manter ou aumentar o investimento;
>
> (b) retornos;
>
> (c) receitas da venda total ou parcial, ou liquidação de qualquer investimento;
>
> (d) pagamentos efetuados no âmbito de um contrato, incluindo contratos de empréstimo;
>
> (e) pagamentos feitos nos termos de indenização por prejuízos decorrentes de expropriação;
>
> (f) pagamentos decorrentes de resoluções de controvérsias; e
>
> (g) ganhos e outras remunerações do quadro de funcionários da outra parte empregados e autorizados a trabalhar nesse investimento."

Ao mesmo tempo que algumas destas transferências podem também se revelar problemáticas numa crise de balanço de pagamentos, não existe nenhum compromisso geral contra as restrições de transferência de capitais.

No mesmo FTA entre Índia e Malásia, a autonomia para a adoção de regulações da conta de capitais é garantida por uma disposição subsequente (Artigo 10.8.3), que reconhece explicitamente a possibilidade de proibições ou de atrasos nas transferências de fundos em situações referentes à proteção de investidores nacionais, transações de valores mobiliários, futuros, opções e derivativos, bem como para assegurar o cumprimento das ordens e decisões de processos administrativos e judiciais.

O FTA entre Índia e Malásia é também notável pelas disposições no Anexo 10-1 que definem quando uma ação poderá ser considerada uma expropriação indireta. Este Anexo estabelece que " determinar se uma ação ou série de ações por uma das partes, em uma situação fatual específica, constitui uma expropriação indireta exige uma investigação caso a caso, baseada em fatos" que leva em conta uma série de fatores, tais como se o caráter de uma ação de um governo é desproporcional ao objetivo declarado.

Salvaguardas de balança de pagamentos

A maioria dos FTAs asiáticos contêm salvaguardas de balanço de pagamentos, permitindo que os países adotem controles de capitais em caso de crises de balanço de pagamentos. Por exemplo, o Artigo 17.2 no ALC do ASEAN, Austrália e Nova Zelândia estipula que:

> Nada neste Capítulo[6] prejudica os direitos e obrigações de qualquer uma das partes na qualidade de membros do Fundo Monetário Internacional no âmbito dos estatutos do FMI, incluindo o uso de ações cambiais em conformidade com os Artigos do Acordo do FMI, contanto que uma Parte não imponha restrições sobre quaisquer transações de capitais incompatíveis com seus compromissos específicos relacionados, exceto ao abrigo do Artigo 4 (Medidas de Salvaguarda do Balanço de Pagamentos) do Capítulo 15 (Disposições Gerais e Exceções), ou a pedido do Fundo Monetário Internacional.

A Ásia abriga um dos dois FTAs mais flagrantes: o FTa entre Cingapura e EUA, que inclui "proibições gerais relativas a restrições de capitais" (Siegel 2003-2004, 297). O FMI[7] expressou suas reservas sobre tais proibições por causa da violação ao direito de uso de controles de capitais durante as crises de balanço

de pagamentos. Siegel joga luz sobre o fato de que, dependendo de como os investimentos são definidos nos BITs, "os investidores em operações de *hot money* (por exemplo, depósitos overnight de alto rendimento e outros produtos financeiros derivados) poderiam procurar a proteção das regras de investimento" (Siegel 2003-2004, 298). Sua análise conclui que uma opinião oficial do Tesouro americano é de aceitar um período de carência de um ano em que os investidores não poderiam processar por prejuízos em uma crise de balanço de pagamentos, o que não reduz o nível de responsabilidade de Cingapura.

Na medida em que os Membros do FMI têm o direito de impor controles de capitais e o corpo de funcionários do FMI têm o poder de solicitar aos membros que imponham controles, os direitos e obrigações incompatíveis que surgem no FTA entre Cingapura e EUA criam "um risco que no cumprimento de suas obrigações para com o FTA, um membro torne-se inelegível para o uso de recursos do Fundo, nos termos dos Artigos do FMI" (Siegel 2003-2004301).

Definição de Investimento ou Investidores

Os FTAs e BITs asiáticos costumam ter uma definição ampla de investimento "com cobertura" e de "investidor". As definições de investimento tendem a ser "incluindo, mas não limitado a." Particularmente, em situação de crise de balanço de pagamentos, uma definição ampla de investimento resultaráem responsabilidades de estado frente a investidores privados em controles similares ao imposto pela Malásia durante a crise financeira asiática no final da década de 1990.

Algumas definições de investimento conseguem excluir especificamente transações de conta corrente, tal como no Artigo 1.j no FTA entre ASEAN e Coreia que provê:

> O termo investimento não inclui reivindicações ao dinheiro que surja exclusivamente de: i) contratos comerciais para a venda de bens ou serviços por uma pessoa física ou jurídica no território de uma das Partes a pessoas físicas ou jurídicas no território da outra parte; ou ii) extensão de crédito no âmbito de uma transação comercial, tal como o financiamento de comércio.

Isso permitiria que os países impusessem restrições à utilização de créditos comerciais para transações conhecidas como *carry trade* Mas a exclusão das transações de conta corrente também é, por vezes, enfraquecida

por definições que incluem proteção específica dos direitos de propriedade intelectual, mesmo sendo os pagamentos de royalties categorizados como transações de conta corrente.

O Artigo 88.d no FTA entre Malásia e Paquistão possivelmente fornece uma restrição sobre o investimento baseada em políticas e leis locais, definindo como investimento "todos os tipos de ativos possuídos ou controlados, direta ou indiretamente, por um investidor de uma Parte no território do país da outra Parte, em conformidade com as leis, regulamentos e políticas nacionais do segundo."

Definir quem tem a legitimidade de investidor para iniciar uma reivindicação do investidor para estado também é fundamental. A maioria dos BITs e FTAs definem os investidores como aqueles que possuem legitimidade jurídica em governos contratantes. Isso estende a proteção ao investidor às empresas multinacionais incorporadas nos territórios do governo contratante, mesmo que não tenham sede ou realizem operações significativas nesses locais. No caso de financiar um projeto de investimento de uma área operacionalem uma jurisdição com acordo de investimento, um investidor obtém proteção, mesmo que não tenha quaisquer operações significativas naquela localidade. Algumas disposições restringem o tipo de partes que podem ser qualificadas como investidores. Por exemplo, o FTA entre Japão e Filipinas restringe as proteções do tratado às "pessoas jurídicas" de propriedade de até 50 por cento ou mais de investidores de países contratntes. O mesmo tratado provê que uma sucursal de uma pessoa jurídica de uma "não-parte" localizada na área de uma "parte" não será considerada um investidor.

Disposição da Nação Mais Favorecida (MNF)

Quase todos os acordos de investimento asiáticos incluem uma cláusula padrão de Nação Mais Favorecida. A maioria das cláusulas se aplicam aos acordos que poderiam ser finalizados subsequentemente a um acordo específico. Estende-se aos países do acordo com a cláusula de MFN, o melhor tratamento disponível para os investidores nesses outros países. Em controvérsias entre investidor e estado, os painéis de arbitragem podem aplicar o tratamento mais favorável aos investidores de outros tratados ou acordos, mesmo se esse investidor estiver sob cobertura de outro acordo ou tratado.

As disposições de MFN poderiam ameaçar mais especificamente os esforços para re-regular o setor financeiro, revertendo anos de desregulação financeira

nas economias asiáticas. Tal esforço é coerente com os recentes esforços de re-regulação em curso no âmbitodo *Financial Stability Board* (FSB). Neste ponto, em função do impacto não tão significativoda primeira fase da crise financeira global sobre suas economias, não está claro se os países asiáticos têm interesse imediato em re-regular as finanças para além dos padrões futuros da FSB.

Tratamento nacional

As cláusulas de tratamento nacional exigem igualdade de tratamento entre os investidores estrangeiros e os investidores locais. Com a participação de empresas estrangeiras no setor financeiro doméstico, os esforços de re-regulação financeira, em particular os voltados para a constituição de uma capacidade doméstica no setor financeiro, expõem os países asiáticos a responsabilidades decorrentes da violação do tratamento nacional.

Um país em desenvolvimento que permite que uma empresa doméstica opere um fundo de hedge no mercado interno, está sujeito a permitir que esse tipo de fundo, proveniente do país desenvolvido parceiro, entrem e operem no país de acordocom as obrigações de tratamento nacional pré-estabelecido pelo BIT[8]. Os recursos financeiros, sem mencionar as ligações com o mercado externo, da empresa nacional seriam muitas vezes menores do que os da empresa estrangeira. A empresa estrangeira teria uma vantagem indevida e maior capacidade para desestabilizar a economia por meio de operações de câmbio, por exemplo.

Com a participação de empresas estrangeiras no setor financeiro doméstico, os esforços de re-regulação financeira, em particular os voltados para a constituição de uma capacidade doméstica no setor financeiro, expõem os países asiáticos a responsabilidades decorrentes da violação do tratamento nacional.

Há implicações adicionais numa situação de de salvamento de empresas financeiras nacionais. O tratamento nacional exige tratamento simétrico a empresas estrangeiras, cerceando severamente a capacidade das autoridades nacionais de supervisionar e ajudar empresas financeiras domésticas (UNCTAD 2011b). Um exemplo é o BIT entre Equador e Holanda, que parece não ter exceções para subsídios, subvenções ou empréstimos, garantias ou seguros apoiados pelo governo.

DESAFIOS ASIÁTICOS

Os formuladores de políticas asiáticos revelaram sua preferência por uma combinação de política de auto-seguro mediante a acumulação de reservas, a manutenção da trajetória de liberalização da conta de capitais e também proteção reforçada aos investidores.

A capacidade das economias asiáticas de resistir a crises financeiras e de balanço de pagamentos com base nesta estratégia ainda não foi testada. As reservas cumpriram as funções esperadas na crise de 2007-2008, mas não existe qualquer orientação analítica para situações onde os acumulos de reserva são excessivos ou escassos. É claro que a estratégia implica custos de oportunidade. Os recursos da Iniciativa Chiang Mai, que foi multilateralizada, nunca foram solicitados.

O mais importante é que a adesão continuada dos países da Ásia e Pacífico aos capítulos de investimento dos FTAs e BITs que utilizam as disposições padrão voltadas para o objetivo de liberalização financeira a longo prazo com proteção dos investidores estrangeiros restringirá severamente a capacidade destes países canalizarem capital próprio para o desenvolvimento industrial e financeiro.

[1] Conselheiro Sênior de Finanças e Desenvolvimento do South Center. Agradeço com gratidão as sugestões e comentários de Sanya Reid Smith e a assistência de pesquisa de Ana Giula Stella, Anna Bernardo e Xuan Zhang. Sou o único responsável por todos os erros, opiniões e análises. E-mail: montes@southcentre.org.

[2] Para um exemplo histórico sobre as Filipinas durante um período anterior de floreescente carry trade do yen, ver Montes (1997).

[3] A mudança na discussão dos funcionários do FMI de quando em vez de se os controles de capitais são justificáveis contradiz, fundamentalmente, o fato de que os Artigos do Estatuto do FMI reservam para os países Membros o direito soberano de impor esses controles.

[4] Ver também Gallagher (2010) para uma discussão sobre o impacto dos FTAs e BITs dos EUA, particularmente aTabela 6, que enumera controles de capitais, tais como restrições ao descasamento de moeda e requisitos de permanênciaa mínima, que poderiam potencialmente entrar em conflito em acordos com os EUA.

[5] Não podemos presumir que as notificações à OMC sejam um conjunto completo de FTA existentes. Presumimos que essas notificações fornecem uma amostra suficiente para discernir padrões relacionados às disposições do investimento.

[6] Há uma salvaguarda de balanço de pagamentos diferente que se aplica ao comércio, tais como o Artigo XII do GATT de 1994 e o Entendimento sobre as Disposições de Balanço de Pagamentos do Acordo Geral sobre Pautas Aduaneiras e de Comércio de 1994 no Anexo 1A do acordo da OMC. Ver, por exemplo, Artigo 21. do acordo de parceria global do Japão-ASEAN.

[7] Enquanto o artigo citado tem a retratação comum de que as opiniões são do autor (que era então um consultor sênior no FMI), a nota de rodapé 1 afirma que "grande parte da análise é elaborada a partir de um artigo escrito pelo Sr. Sean Hagan, vice diretor jurídico, departamento jurídico, IMF" (Siegel 2003-2004, p. 297).

[8] Tal como no Modelo de BIT dos EUA de 2004. (ver também Khor (2008), capítulo 8, para uma discussão sobre o impacto dos direitos "pré-estabelecidos" nos acordos de FTA dos EUA).

9. O Impacto Potencial de um Tratado Bilateral de Investimento (BIT) entre os EUA e a China sobre a Economia Chinesa

Qiyuan Xu and Feng Tian[1]

As negociações do Tratado Bilateral de Investimento (BIT) entre os Estados Unidos e a China foram lançadas durante a quarta rodada do diálogo econômico estratégico entre EUA e China, em junho de 2008. Desde então, o BIT entre EUA e China tornou-se uma das iniciativas mais discutidas entre os dois países (Tian 2010). Este breve ensaio analisa até que ponto as medidas de investimento propostas pelos Estados Unidos no âmbito do BIT concede autonomia para a China internacionalizar a sua moeda e regular os fluxos de capitais transnacionais.

O RÁPIDO PROGRESSO NA INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB

Os Estados Unidos lançaram o BIT Modelo 2012 em abril do mesmo ano. Trata-se de um sucessor dos BITs modelos 1982, 1994 e 2004. Ao mesmo tempo, a estrutura das políticas econômicas da China mudaram muito desde 2008. De um lado, o mercado financeiro doméstico passou por reformas substanciais e, de outro lado, a China também fez movimentos significativos para internacionalizar sua moeda, o yuan (ou renminbi (RMB)).[1] Conforme a Tabela 1, o RMB é agora conversível na conta corrente e, em certa medida, na conta de capital.

Vale também ressaltar que o mercado *offshore* do RMB foi estabelecido em Hong Kong[2] em agosto de 2010. O mercado *offshore* é chamado de mercado CNH e mercado *onshore* do RMB é conhecido em Xangai como mercado CNY. O processo e as regras do mercado CNH estão entre as mais importantes medidas de internacionalização do RMB. O mercado CNH *offshore* é um campo de experiências para a internacionalização, porque os riscos podem ser contidos e a internacionalização do RMB pode ser promovida pelo sistema dual (Li 2008). Isso traz algumas facilidades para o uso do RMB no comércio e investimento internacionais, bem como influências sutis sobre os fluxos de capitais. Isso foi esclarecido por uma série de pesquisadores como He et al. (2011), Garber (2011), Yu (2012), Zhang e Xu (2012), Xu e He (2012).

Como um BIT com os EUA pode afetar esses esforços?

Tabela 1: Liquidação transfronteiriça do RMB: Evolução das Políticas

	O Lado da Dívida	O Lado do Crédito
Conta Corrente		
Item de comércio	Importação (2009)	Exportação (2009)
Outros itens	Comércio de serviço, rendas e transferências (2010)	
Conta Capital e Financeira		
Investimento Direto	Investimento direto no exterior (ODI) (2011)	Investimento direto estrangeiro (FDI) (2011)
Investimento de Portfólio	Pander Bonds (2005) Investidores institucionais nacionais qualificados RMB (R-QDII) (2007)	Títulos Dimsum (2007) Mercado doméstico interbancário de títulos (2010) Investidores institucionais estrangeiros qualificados RMB (R-QFII)(2011)
Empréstimos	Empréstimos transfronteiriços de RMB (2012)[i]	

[i] A aprovação pelas autoridades ainda estava pendente no momento que foi redigido.

AS CARACTERÍSTICAS IMPORTANTES DO BIT MODELO 2012 DOS EUA

Esta parte do ensaio examina criticamente alguns aspectos de um possível BIT entre os EUA e a China. A análise enfoca o BIT Modelo 2012 dos EUA, que dá uma boa idéia do que os EUA propõem a um parceiro em negociação. A primeira preocupação é a definição de investimento excessivamente abrangente no BIT Modelo 2012 dos EUA. Em matéria de acesso ao mercado, as disposições de tratamento nacional e o tratamento de nação mais favorecida têm cobertura em todos os investimentos. Ao mesmo tempo, também existem disposições a esse respeito no Modelo 2012 dos EUA que exigem o livre fluxo de todos esses investimentos entre as partes. A não permissão dessas transferências pode gerar pedidos de desapropriação e tais controvérsias poderiam ser resolvidas entre o investidor e o estado, em vez de por meio da resolução de controvérsias entre estado e estado. É assim que interpretamos a lógica do BIT modelo:

> Em primeiro lugar, todas as ações, títulos, contratos futuros, empréstimos e propriedade intelectual são investimentos cobertos. Em segundo lugar, sempre que um investidor estrangeiro tenha a intenção de investir, este deve ser tratado como um investidor doméstico em todos os aspectos (tratamento nacional). Em terceiro lugar, todos os investimentos entre as partes devem ter fluxo livre e imediato. Além disso, o fluxo do investimento deve ser livremente conversível em dólares americanos,

euros, ienes japoneses e outras moedas de livre conversão. Nenhum fluxo ou transação cambial deverá ser adiado por qualquer razão.

O IMPACTO POTENCIAL DO BIT ENTRE EUA E CHINA SOBRE A ECONOMIA CHINESA

As regras de investimento no âmbito do BIT Modelo 2012 complicaria os esforços da China para internacionalizar o RMB, bem como sua capacidade de adotar determinadas políticas macroeconômicas e de gerenciar suas reservas cambiais. Conforme a Tabela 2, essas complicações podem se manifestar de várias maneiras. Ao refletir a esse respeito, é importante notar que o Banco Popular da China (PBOC) quase sempre procura estabilizar a taxa de câmbio do RMB, portanto, por definição, o mercado cambial onshore está sujeito a frequentes intervenções das autoridades.

Tabela 2: Resumo dos efeitos dos fluxos de capitais de RMB: num contexto da liquidação transfronteiriça de RMB

	Saída de capital em RMB (da China para os EUA)	Retorno de capital em RMB (dos EUA para a China)	
	(2)	(1)	(3)
	Investimento direto no exterior Investimento de portfólio	Investimento direto estrangeiro	Investimento de portfólio Empréstimos
Mercado monetário	Taxa de juros cresce moderadamente	Constante	Taxa de juros cai, enquanto o preço de ativos financeiros aumenta e aumento da demanda especulativa. Como resultado, a economia real será afetada. Provavelmente haverá uma bolha de ativos.
Reservas cambiais estrangeiras	Crescimento	Redução	Nenhum efeito

Uma descrição detalhada do processo (Xu e He 2012) vai além do breve objetivo da presente discussão. Mas as conclusões são: para os diferentes canais de fluxos de capitais do RMB, os efeitos adversos podem ser classificados em três categorias.

Em primeiro lugar, no caso do FDI em RMB dos EUA para a China, o fluxo do RMB fora das fronteiras não teria nenhum efeito na oferta ou na deman-

da monetária doméstica. Enquanto isso, o montante de reservas cambiais provavelmente diminuiria e, consequentemente, a participação das reservas cambiais no total de ativos do PBOC seria reduzida. Portanto, essa liquidação transfronteiriça do RMB deveria ser incentivada e também permitida no BIT Modelo 2012 dos EUA ser autorizada. No entanto, as autoridades reguladoras devem considerar caso a caso, pois nem todas as transações financeiras são permitidas em um Tratado.

Em segundo lugar, nos casos de Investimento Direto no Exterior (ODI) em RMB e investimentos de portfólio em RMB da China para os EUA, verifica-se que as influências correspondentes sobre a oferta e a procura de moeda são limitadas. Mesmo assim, tal investimento implicaria crescimento extra de reservas cambiais. Para se chegar a uma conclusão clara, três pontos devem ser considerados:

(1) Em que medida o Investimento Direto no Exterior (ODI) em RMB e o Investimento de Portfólio em RMB são aceitos nos Estados Unidos. Se o investimento em RMB é rejeitado nos EUA pelo fato da moeda não ser conversível, então tal investimento dificilmente seria realizado.

(2) A conclusão acima está relacionada à hipótese de que o PBOC sempre tenta estabilizar a taxa de câmbio do RMB. Se a hipótese não for válida, ou seja, se a taxa de câmbio do yuan chinês for determinada, principalmente, pelas forças de mercado, então tais fluxos de capitais não causariam aumento extra de reservas cambiais. Deste ponto de vista, as reformas do sistema cambial do RMB se acelerariam. A taxa de câmbio deveria ser muito mais flexível e depender muito mais da força da oferta e procura do mercado.

(3) Se as autoridades mantiverem a estabilização da taxa de câmbio do RMB como meta de política, então esses fluxos de capitais em RMB resultarão em crescimento extra das reservas cambiais. Assim, quando se discute o Modelo 2012 nos EUA, as autoridades devem considerar o custo e o risco de um maior acúmulo dessas reservas.

Por fim, para os casos de investimento de portfólio em RMB e para os empréstimos em RMB dos EUA para a China, os fluxos de capitais em RMB não teriam nenhum efeito sobre o aumento das reservas cambiais do PBOC. Por outro lado, se os fluxos de capitais forem muito significativos, a oferta e a

procura monetária agregadas seriam influenciadas substancialmente. O mecanismo pode ser descrito da seguinte maneira: os fluxos de capitais resultaram em crescimento da oferta de dinheiro e, ao mesmo tempo, quedada taxa de juros; então, o preço de ativos financeiros aumentaria, por fim, afetando a economia real. É, portanto, evidente que se houver ingressos excessivos de capitais, o mercado financeiro e a economia real poderiam enfrentar dificuldades. Consequentemente, as autoridades devem prestar muita atenção a esses ingressos. Seria razoável manter o controle sobre estes canais e reduzir o controle de forma assintótica no futuro

A CHINA PRECISARÁ DE UMA REFORMA FINANCEIRA DOMÉSTICA ANTES DA INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB E DA ACEITAÇÃO DO BIT MODELO 2012 DOS EUA.

A partir das considerações acima e levando em consideração a liquidação transfronteira do RMB, não seria racional que a China aceitasse o BIT Modelo 2012 dos EUA. Embora a primeira categoria mostre um efeito positivo, as outras duas categorias criariam desafios para a gestão das reservas cambiais, para o mercado financeiro e para a economia real.

Do ponto de vista da China, as reformas do regime cambial são mais urgentes do que a liquidação transfronteiriça do RMB. Atualmente, existem simultaneamente dois mercados de câmbio para o RMB: o mercado onshore CNY em Xangai e o mercado *offshore* CNH em Hong Kong. O primeiro está sujeito à intervenção do PBOC e segundo é definido, principalmente, pelo mercado. Existem preços diferentes nestes dois mercados. O comportamento da liquidação transfronteiriça do RMB seria distorcido por operações de *carry trade* e arbitragem, o que inevitavelmente influenciaria a macroeconomia doméstica. Se o BIT Modelo 2012 dos EUA for aceito pela China, a instabilidade da situação econômica aumentaria. Por esta razão, as reformas do regime cambial do RMB devem ser priorizadas. Enquanto isso, as reformas em curso ainda têm um longo caminho a percorrer, então a China precisa ser cautelosa tanto em relação à liquidação transfronteiriça do RMB como na negociação do BIT Modelo 2012 dos EUA.

A China entrou para a OMC em 2001. Na ocasião, a China prometeu abrir seus serviços financeiros para investidores estrangeiros. Conforme prometido, a China atingiu a meta em 2006. Mas restam ainda alguns controles no acesso ao mercado. Por exemplo, os investidores estrangeiros no mercado de ações devem ser certificados pelas autoridades e podem adquirir apenas uma cota

limitada. Não só a negociação de um BIT com os EUA, mas também a internacionalização do RMB seriam bloqueadas por estas medidas restritivas. Tais medidas são consideradas uma das distorções da economia chinesa. Porém, num regime de política econômica com taxas de juros e de câmbio controladas pelas autoridades, há um grande risco envolvido na flexibilização completa doacesso ao mercado. Deste ponto de vista, as reformas do mercado financeiro devem ser a prioridade para a China. Só então a internacionalização do RMB e a negociação do BIT poderiam ser iniciados em uma base sólida.

É NECESSÁRIO QUE OS ESTADOS UNIDOS AJUSTEM O MODELO DO BIT PARA O DESENVOLVIMENTO DE PARCEIROS COMO A CHINA

Seria prudente que os EUA fizessem uma revisão do Modelo 2012 do BIT com a China. Não é razoável que a China aceite os termos do modelo atual. Ademais, existem outros países em desenvolvimento que são parceiros potenciais, além da China. Seria prático para os EUA adequar as disposições relativas ao Modelo 2012 para auxiliar o parceiro em desenvolvimento, manter sua estabilidade e trazer a cooperação para um cenário de vitória mútua.

Segundo a cláusula de Tratamento Nacional no BIT Modelo 2012dos EUA, cada parte deve garantir aos investidores (ou investimentos cobertos pelo tratado) da outra parte condições não menos favoráveis do que aos seus próprios investidores, para circunstâncias similares conforme acordado, no que diz respeito ao estabelecimento, aquisição, expansão, gestão, conduta, operação e venda ou outra forma de alienação de investimentos em seu território. Podemos encontrar palavras semelhantes em sua cláusula de tratamento de nação mais favorecida (NMF). Esses dois fatos mostram que o BIT Modelo 2012 dos EUA segue uma abordagem de tratamento nacional (NT) e MFN pré-estabelecidos. Ao mesmo tempo, o tratado de investimento trilateral entre China, Japão e Coréia cobre apenas investimentos referentes às atividades de investimento[3] quando o tratamento nacional e a cláusula de nação mais favorecida estão envolvidos.

Seria prudente que os EUA fizessem uma revisão do Modelo 2012 do BIT com a China. Não é razoável que a China aceite os termos do modelo atual.

É importante para que a transferência de investimentos ocorra, mas os tratados devem ter suas devidas salvaguardas. A China também promete transferência livre e imediata em quase todos os BITs assiandos até hoje, mas

a maioria dos tratados têm uma salvaguarda de balanço de pagamentos. No BIT entre China e Uzbequistão[4], ambas as partes concordam em restringir temporariamente as transferências, desde que cada Parte Contratante aplique medidas de acordo com as normas internacionais; ou seja, as restrições devem ser impostas numa base equitativa, não discriminatória e de boa fé em caso de dificuldade grave de balanço de pagamentos, ou de uma ameaça de tais ocorrências. São encontrados os mesmos tipos de salvaguardas nos BIT entre China e França e outros.[5]

O BIT Modelo americano não possui uma salvaguarda de balanço de pagamentos. Em vez disso, apenas observa que uma parte pode impedir uma transferência por meio da aplicação equitativa, não discriminatória e de boa fé de suas leis referentes à emissão, transação ou negociação de títulos, contratos futuros, opções ou outros derivativos.

---

1 Internacionalização do yuan chinês nunca foi confirmada pelas autoridades, inclusive pelo Banco Popular da China. Como resultado da atitude conservadora, o banco é sempre citado pelas autoridades como uma liquidação transfronteiriça do RMB. Em consonância com esse processo, um novo departamento denominado "liquidação transfronteiriça do RMB" foi estabelecido na primeira sede do PBOC em Pequim e na segunda sede em Xangai.

2 O mercado de offshore do Yuan em Londres foi estabelecido em maio de 2012. Entetanto, mercados offshore doYuan também estão em ativa constituição em Cingapura e Tóquio.

3 O nome do contrato é Acordo entre o governo do Japão, o governo da República da Coreia e governo da República Popular da China para a Promoção, Facilitação e Proteção do Investimento. Assinado em 13 de maio de 2012.

4 O nome do contrato é Acordo entre o governo da República Popular da China e governo da República do Usbequistão para a Promoção e Proteção de Investimentos. Assinado em 1992 e revisado em 1994 e 2011.

5 O nome do contrato é Acordo entre o governo da República Popular da China e governo da República da França para a Promoção e Proteção Recíprocas de Investimentos. Assinado em 1984 e revisado duas vezes em 1985 e 2007.

10. Autonomia Reguladora de Fluxos de Capitais no Âmbito dos Acordos de Investimento e Comércio da Índia

Smitha Francis[1]

INTRODUÇÃO

A política indiana em relação à conversibilidade da conta de capital (incluindo investimento direto estrangeiro ou FDI) foi muito restritiva até o início das reformas econômicas em 1991. Posteriormente, houve uma mudança significativa na atitude oficial da Índia com relação ao capital estrangeiro e tem ocorrido uma liberalização gradual e contínua das entradas e saídas de capitais, que se acelerou na década de 2000. Na verdade, com a crescente integração externa da economia e ciente de que os fluxos de capitais são altamente pro-cíclicos, o Banco de Reserva da India (RBI) reinterpretou seu amplo mandato há poucos anos, adicionando a estabilidade financeira ao seu tradicional objetivo duplo de crescimento e estabilidade de preço (Reddy 2010). Desde 2004, as estabilidades de preço e financeira ganharam explicitamente maior peso e fornecem a justificativa para a utilização coordenada das políticas monetárias e de regulação anticíclicas para gerir o setor externo da Índia.

O *Foreign Exchange Management Act* da Índia (Ato de Gerenciamento de Câmbio - FEMA 1999) dá poder ao banco central para proibir, restringir ou regular qualquer modalidade de transações da conta de capital. Assim, mesmo mantendo uma conta de capital aberta, há regulações price-based e quantitativas em vigência— seja para o FDI, seja para investimentos de portfolio estrangeiro, sejapara a dívida externa. Por exemplo, tem havido limites setoriais de participação acionária no caso do investimento estrangeiro direto (FDI) e tetos para investimentos de investidores institucionais estrangeiros (FIIs), em ações/títulos conversíveis debêntures/títulos do governo, regulações sobre prazos e taxas de juros de ações não conversíveis ações parcial ouopcionalmente conversíveis e debêntures/ações preferênciais etc. A liberalização dos fluxos de entrada e saída de capitais também está alinhada com um amplo recurso a medidas prudenciais e outros controles sobre as atividades de intermediários do setor financeiro (Reddy 2010; Stanley de 2011; Prakash

e Ranjan 2012). Apesar de todos esses esforços para gerenciar a crescente integração externa da economia, os formuladores de políticas indianos têm cada vez mais enfrentado os numerosos desafios e consequências das entradas de capitais estrangeiros voláteis e volumosos, que vêm acelerando desde meados da década de 2000.[2] Mas embora atualmente exista alguma discussão referente aos controles de capitais, na sequência da depreciação da Rupia e da vulnerabilidade[3] economica externa cada vez maior, a Índia pode não ter flexibilidade suficiente para regular suas transações de fluxo de capital por causa dos tratados de comércio e investimento assinados até o momento.

Após a liberalização da política de investimento estrangeiro, a Índia ingressou tratados bilaterais de investimento chamados Acordos Bilaterais de Promoção e Proteção de Investimento (BIPAs), com vários países a fim de promover e proteger os investimentos bilaterais reciprocamente. Até o momento, a Índia assinou BIPAs com 82 países, dos quais 72 estão operando.[4] Desde de julho de 2012, há também 18 acordos de comércio preferencial em vigor envolvendo a Índia. A maioria em exercício desde meados da década de 2000 — envolvendo países desenvolvidos e em desenvolvimento — são de natureza abrangente, que vai além da liberalização do comércio de bens manufaturados para englobar a liberalização no comércio agrícola, de serviços, investimentos etc. Os acordos são o CECA entre Índia e Cingapura, Acordo de Comércio da Ásia e Pacífico (APTA), CEPA da Coreia do Sul e India, SAARC - Acordo sobre comércio de serviços, CEPA entre Índia e Japão e CECA entre Índia e Malásia.

Tanto os BIPAs quanto os acordos de comércio abrangentes exigem que todas as transferências "referentes ao investimento" do contratante tenham permissão imediata para ingresso e saída das partes anfitriãs. As implicações globais dos compromissos da Índia, ao abrigo de vários tratados, com relação à sua autonomia política para a regulação dos fluxos de capital, devem levar em conta as interações das disposições de definição com as disposições operativas em tais acordos, bem como a interação entre disposições de investimento por meio de acordos diferentes (Francis 2011). Além disso, dado que a liberalização do setor financeiro vem fazendo seu ingresso via compromissos do Modo 1 (comércio transfronteiriço) e do Modo 3 (presença comercial) no capítulo dos acordos comerciais serviços abrangentes, as disposições de transferência de capital do capítulo de serviços também precisam ser analisadas. Este capítulo do relatório avalia o impacto dos compromissos decorrentes da multiplicidade de tratados bilaterais de investimento da Índia (BITs) e dos acordos de

comércio em seu poder regulador referente às regulações de conta de capitais e sugere algumas forma de lidar com as incompatibilidades dominantes.

AUTONOMIA PARA REGULAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS NOS BIPAs E ACORDOS COMERCIAIS DA ÍNDIA

O Acordo Bilateral de Promoção e Proteção de Investimento (BIPA Modelo) da Índia, nos termos do Artigo 7 intitulado "Repatriamento de Investimentos e Retornos", compromete o país a permitir a livre transferência de todos os fundos referentes aos investimentos cobertos. Uma análise das disposições de transferência de capital dos 72 BIPAs indianos em vigor e dos quatro principais acordos de comércio abrangentes (CECA da Índia e Cingapura, CEPA da Coreia do Sul e India, CEPA da Índia e Japão e CECA da India e México) revela que todos contêm o artigo pertinente. Mas, dado que a interação entre as disposições de definição e operativas influenciam as interpretações das disposições de transferência de capitais, consideramos, em primeiro lugar, como os investimentos e os investidores são definidos nesses acordos.

Definições de Investimento

A maioria dos BIPAs (58 de um total de 72 em vigor) segue a mesma definição ampla de investimento prevista no Artigo 1 do BIPA Modelo da Índia. De acordo com essa ampla definição, investimento significa,

> " todos os tipos de ativos estabelecidos ou adquiridos, incluindo mudanças em sua forma, nos termos da legislação nacional da Parte Contratante em cujo território o investimento é efetuado..."

e é seguido por uma lista não detalhada de bens tangíveis e intangíveis que inclui:

- propriedade de bens móveis e imóveis e direitos relacionados;
- ações e debêntures e quaisquer outras formas semelhantes de participação em uma empresa;
- uma ampla gama de ativos intangíveis, tais como direitos de propriedade intelectual e todos os tipos de concessões comerciais.

Os quatro grandes acordos comerciais analisados também seguem formulações similares de definição ampla para investimento. É pertinente lembrar que os IIAs surgiram originalmente para garantir a segurança e os retornos em investimentos de empresas multinacionais (MNCs) nos países em desenvolvimento

por meio de FDI. Contudo, é claro que, exceto no casodo FDI, a definição de investimento que abrange "todos os tipos de ativos" claramente incluirá investimentos em ações e títulos de dívida das empresas públicas e privadas indianas, por investidores de portfólio estrangeiros, *hedge funds, private equity* etc, e também na dívida soberana indiana onde os títulos públicos não são explicitamente excluídos.

A maioria dos BIPAs menciona explicitamente que qualquer alteração na forma de investimentos ou reinvestimentos de ativos não afeta seu caráter enquanto investimento. Apenas alguns dos BIPAs prevêm que tal alteração no investimento não deve entrar em conflito com a legislação do país anfitrião. Da mesma forma, os rendimentos que são investidos ou re-investidos também recebem a mesma proteção que os investimentos.

A formulação da definição de investimento no BIPA entre Índia e México é a única significativamente diferente de todos os outros BIPAs indianos em operação, fornecendo uma lista completa dos ativos (ver Box 1). Ao fornecer uma lista completa dos ativos permitidos e das limitações específicas dos tipos de ativos considerados investimentos, a definição é útil quando da necessidade de se considerar formulações alternativas.

Box 1: Definição de Investimento no BIPA entre Índia e México

Investimento significa que os seguintes ativos liquidados ou adquiridos porum investidor de uma Parte Contratante, em conformidade com a legislação emvigor na outra Parte Contratante em cujo território é o investimento é realizado,e envolvendo o capital investido, a expectativa de ganho ou lucro, ou aassunção de riscos:

(a) uma empresa com operações comerciais substanciais no território da Parte anfitriã;

(b) investimento por meio de qualquer forma de participação acionária emuma empresa;

(c) investimento por meio de títulos de dívida e empréstimos para umaempresa, ter ou estar em uma empresa afiliada, ou deve ter vencimento de pelomenos três anos;

(d) investimento por meio de títulos de dívida, ou empréstimos —independentemente de seus vencimentos, que não sejam em dívida ou emtítulos de dívida de empresas estatais.

Disposições de Transferência de Capitais

Os artigos de transferência de capital nos BIPAs provêm aos signatários a obrigação geral de transferência de todos os fundos relacionados com investimentos previstos no Artigo 7. do BIPA Modelo indiano, como segue:

"Cada Parte Contratante permitirá que todos os fundos de um investidor da outra Parte Contratante referentes a um investimento em seu território sejam transferidos livremente, sem atraso excessivo e de forma não discriminatória".

Tal compromisso da parte dos países anfitriões, que permite a livre transferência de todos os fundos referentes aos investimentos cobertos, normalmente é acompanhado por uma lista ilustrativa das operações permitidas. A maioria dos 72 BIPAs da Índia segue rigorosamente o texto do Artigo 7 no BIPA Modelo indiano, que lista as transferências permitidas como segue:

Tais fundos podem incluir:

(a) Capitais e montantes adicionais de capitais utilizados para manter e aumentar os investimentos;

(b) Lucros operacionais líquidos incluindo dividendos e juros proporcionais às suas quotas de explorações;

(c) Reembolsos de qualquer empréstimo, incluindo os respectivos juros, relativos ao investimento;

(d) Pagamento de *royalties* e taxas de serviços relativas ao investimento;

(e) Receitas provenientes da venda de suas ações;

(f) Rendimentos recebidos pelos investidores em caso de venda, venda parcial ou liquidação;

(g) Lucro de cidadãos/nacionais de uma Parte Contratante que exercem alguma atividade profissional relativa ao investimento, no território da outra Parte Contratante.

Esta lista — consistindo de transações de conta corrente e conta de capital — é claramente não detalhada, dada a formulação "podem incluir." Ou seja, para além dessas transferências listadas, quaisquer outros fundos decorrentes dos investimentos definidos no acordo — incluindo os aportes originais e adicionais de capital, bem como todos os tipos de retornos sobre os investimentos — devem ser autorizados sem restrições ou atrasos indevidos ou injustificados.

A maioria dos 72 BIPAs segue o texto acima sobre transferências de capital. Embora existam pequenas variações na formulação do texto de alguns BIPAs, suas implicações permanecem as mesmas. Em apenas seis deles —com a Bélgica, Dinamarca, França, Alemanha, Itália e Holanda —a lista de fundos

e o tipo de transferências permitidas é completa, portanto indiscutivelmente restritos àqueles enumerados. Mas a lista de fundos com permissão "imediata" continua a mesma.

Pela definição ampla de investimento com base em ativos, tais disposições de transferência de capital indicam que o país não pode impor restrições à qualquer tipo de entradas e saídas referentes aos investimentos de investidores de portfólio, private equity, fundos de hedge, além do tradicional FDI por multinacionais. As disposições de proteção indicam que os governos dos países anfitriões podem ser processados juridicamente até mesmo pelos investidores de qualquer um desses ativos financeiros, bem como pelos detentores de títulos soberanos, ao considerar como expropriação políticas regulatórias legítimas.

Além disso, embora afirme que as transferências de capital devem ser autorizadas "imediatamente" ou "sem atraso injustificado", a maioria dos BIPAs da Índia (63) não define o que constitui um atraso indevido ou injustificado neste contexto, deixando, assim, a interpretação aberta e problemática, mesmo nos casos em que as restrições de saídas de capitais são isentas e protegidas por medidas de salvaguarda. A frase "imediatamente" ou "atraso injustificado" é omitidoasomente nos BIPAs entre Índia e Argentina e Índia e Bélgica. Este tipo de formulação permite que a Índia tenha alguma flexibilidade em impor regulações significativas de fluxos de capitais não-discriminatórias (sendo tais medidas permitidas como exceções à obrigação de transferência livre de capital). Em sete BIPAs (com a Áustria, Dinamarca, Alemanha, Kuwait, Itália, Espanha e Arábia Saudita), consta um prazo estipulado para a autorização da transferência de capital (de um a seis meses a contar da data do pedido de transferência), tornando os compromissos da Índia ainda mais rigorosos. Qualquer atraso na transferência dos fundos por parte dos investidores para além do tempo estipulado será, portanto, considerado injustificado.

Claramente, a maioria dos BIPAs indianos restringem o poder do país de impor medidas de regulação da conta de capitais sobre fluxos de capitais transnacionais, seja para regulação prudencial do setor financeiro, seja para prevenir uma crise financeira. Na verdade, numa situação de BoP ou numa simples crise de confiança (devido a uma crise política interna ou devido ao contágio de choques externos), tais disposições de transferência de capital, que obrigam a Índia a permitir o repatriamento gratuito de investimentos e retornos sem atrasos e sem restrições, pode levar a uma enorme pressão

sobre a taxa de câmbio e sobre as reserva em moeda estrangeira do país, precipitando uma crise econômica e financeira.

Quando a disposição de transferência é lida em conjunto com as definições de investimento e de investidores, as implicações sobre o setor financeiro e a autonomia de política macroeconômica referente à gestão dos fluxos de capital são significativamente mais abrangentes. Considerando a definição ampla de investimento, na qual existe cobertura para investidores de portfólio, private equity, fundos de hedge, etc além do FDI tradicional, tais disposições de transferência de capital indicam que o país não pode impor restrições a qualquer tipo de entradas e saídas relativas a qualquer um desses investimentos.

A seguinte transação específica — "*capital e montantes adicionais de capitais utilizados para manter e aumentar os investimentos*" — prevista no artigo sobre livres transferências significa que o investidor pode trazer capital adicional para manter seu investimento existente. Isto pode significar que Índia está sujeita a ser contestada pelos investidores quando são alterados os regulamentos já existentes, referentes às diferentes classes de investimentos estrangeiros efetuados sob a alçada da definição ampla de investimento.

Quando se trata da definição de investidor, seja pessoa física seja jurídica, as implicações dos investimentos permitidos e a extensão das disposições de livre transferência de capital diferem drasticamente, caso a definição de pessoa jurídica baseia-se em: lugar de incorporação; localização da matriz ou sede; e nacionalidade da posse ou controle acionário. Na verdade, investidores de países que sequer sejam signatários de um BIPA poderiam contestar o país por suas alterações regulatórias caso o termo "investidor" não seja definido com cautela.

A definição de pessoa jurídica varia entre os BIPAs. No caso de 44 de um total de 72 BIPAs da Índia em vigor, pessoas jurídicas são definidas unicamente com base na incorporação, tanto no caso da Índia, como no caso do parceiro bilateral. Mas, na definição baseada unicamente na incorporação, os investidores de não-Partes também podem se beneficiar dos termos da proteção em um acordo, simplesmente incorporando seu empreendimento na Índia ou em um parceiro bilateral, e se beneficiar da livre transferência de entradas e saídas. Por exemplo, no caso das Ilhas Maurício — é bem conhecido o fato de que várias empresas estrangeiras montaram seus escritórios no país e fazem investimentos na Índia como se fossem investimentos das Ilhas Maurício, beneficiando-se das disposições de livre transferência de capital do BIPA. A

propósito, as Ilhas Maurício emergem como um dos maiores investidores estrangeiros na Índia.

Considerando que o lugar de incorporação pode não ser mais do que uma ligação formal ou artificial, as definições que se baseiam na sede e no controle são mais adequadas para estabelecer as verdadeiras conexões entre uma determinada empresa e a parte contratante.[5] Apenas nos casos de 15 BIPAs a definição de investidor especifica que as empresas incorporadas são obrigadas a manter operações comerciais substanciais, sede registrada ou permanente, ou atividade real e contínua em seu território, para terem cobertura do tratado. Em outros 12 BIPAs, somente o parceiro bilateral que incorporou empresas configura um caso de obrigatoriedade de manutenção de operações comerciais substanciais, sede registrada ou permanente, ou atividade real e contínua em seu território. Isso implica que sob tais acordos, as empresas de uma teceira Parte incorporadas na Índia, também podem reivindicar a livre transferência de capital para esses parceiros bilaterais. Isso também pode levar a possíveis contestações do investidor no caso de alterações regulatórias referentes a entradas e saídas.

Outra área significativamente problemática é o caso dos BIPAs com o México, Kuwait, Rússia, Catar, Arábia Saudita, Tajiquistão e Iêmen, onde o governo e as empresas estatais enquadram-se na definição de investidor. Este é também o caso dos acordos de comércio com Cingapura, Coréia do Sul, Japão e Malásia. Isso significa que qualquer tipo de investimentos desses "investidores" e, em particular, quando a definição de investimento não exclui explicitamente títulos públicos — apenas o México o faz — mesmo estes se beneficiam da disposição de livre transferência de capital. Tal fato pode criar sérias dificuldades no decurso de um processo de reestruturação de dívida soberana.[6]

Afora o fato de empresas estatais serem cobertas, o CECA da India e Cingapura também declara que livres transferências (e outras disposições do capítulo de investimento, exceto o tratamento nacional) são aplicáveis às sucursais de empresas incorporadas em uma terceira Parte, mas registrada e estabelecida em Cingapura. Na verdade, Cingapura também está entre os maiores investidores na Índia.

Em geral, a única limitação básica reconhecida na maioria dos BIPAs indianos é que qualquer transferência de fundos não "relativos ao investimento" ou não "ligado a um investimento" está fora do escopo das obrigações de transferência de capital.[7] Assim, no âmbito da maioria dos BIPAs (53 de um

total de 72) que não reconhecem qualquer exceção ao direito do investidor de transferir fundos de capital referentes aos seus investimentos na Índia, várias regulações existentes de fluxos de capitais podem ser interpretados como uma violação dos acordos, mesmo que tais controles de capitais sejam adotados ao abrigo da legislação do FEMA. Sob definições amplas de investimentos e investidores nos BIPAs, o poder regulatório da Índia para aplicar medidas de fluxos de capitais pode ser preservado somente se eles tiverem certas exceções, tais como permitir que o país anfitrião imponha restrições às transferências de capitais para cumprir os objetivos da política ou regulação monetária.

Em 13 BIPAs, existem algumas qualificações ou exceções previstas ao compromisso da Índia de livre transferência de capitais referentes aos cumprimentos de obrigações de financeiras, fiscais e tributárias da Parte anfitriã. No entanto, apenas oito BIPAs indianos reconhecem explicitamente as exceções referentes ao BoP, ou à estabilidade de moeda, ou a outras exceções referentes a políticas monetárias. São os BIPAs entre a Índia e Bulgária, Índia e Islândia, Índia e República Tcheca, Índia e México, Índiae e Romênia, Índia e Eslováquia, Índia e Síria e Índia e Uzbequistão.

- No caso da Islândia, a Índia pode restringir as transferências em conformidade com padrões internacionalmente reconhecidos.
- No caso da Síria, a Índia pode impedir transferências com a finalidade de estabilização da moeda.
- No caso dos BIPAs com quatro países europeus, Bulgária, República Tcheca, Roménia e Eslovaquia, a Índia pode adotar medidas de salvaguarda em circunstâncias excepcionais, tais como dificuldades macroeconômicas graves ou sérias dificuldades de BoP pela Parte Contratante anfitriã, ou por união alfandegária, econômica e monetária, mercado comum, zona de livre comércio ou organização econômica regional, da qual é membro. Isso permite também que uma parte contratante execute qualquer obrigação decorrente de sua participação em qualquer uma dessas regiões ou organizações.
- No caso do México, a Índia pode adotar restrições às transferências em casos de dificuldades graves de BoP e financeiras externas ou ameaça de tais ocorrências, em conformidade com os Artigos do FMI.
- No caso do México, Síria, Bulgária, Roménia e Eslováquia, a Índia pode adicionalmente adotar regulações relativas à emissão negociação

ou distribuição com valores mobiliários, contratos futuros, opções ou derivativos.

- Somente no caso do Uzbequistão a Índia poderá restringir as transferências em conformidade com o procedimento previsto em sua regulação cambial e outras legislações.

Em contrapartidade, os FTAs entre Índia e Cingapura, Japão, Coreia do Sul e Malásia parecem ter medidas de salvaguarda relativamente mais abrangentes que permitem que as Partes do país anfitrião adotem ou mantenham restrições às transferências, os quais oferecem melhor autonomia regulatória para a Índia em comparação com seus BIPAs.

O Artigo 6.7 (Restrições à Salvaguarda do Balanço de Pagamentos) no CECA entre India e Singapura, o Artigo 12.4 (Medidas de Salvaguarda do Balança de Pagamentos) no CECA entre India e México, o Artigo 97 (Medidas de Salvaguarda Provisória) do CEPA entre Índia e Japão e o Artigo 10.11 do CEPA entre Coreia do Sul de Índia permitem que uma Parte adote ou mantenha restrições a pagamentos ou transferências decorrentes dos investimentos em caso de graves dificuldades deBoP e financeiras externas ou de risco de tais ocorrências. Além disso, os dois últimos acordos de comércio também permitem que uma parte mantenha ou adote restrições

> "em casos onde, em circunstâncias excepcionais, os movimentos de capitais causem ou ameacem causar sérias dificuldades para a gestão macroeconômica, em particular, políticas monetárias e cambiais."

Os capítulos sobre serviços nos quatro acordos prevêm restrições de salvaguarda de BoP como no âmbito do Artigo XII do GATS (ver Gallagher e Stanley neste relatório para o Artigo XII).

No entanto, todas as medidas de salvaguarda autorizadas como exceções, além de serem não-discriminatórias, devem ser provisórias e não se estender além do período necessário para sanar a situação em questão. Devem também evitar prejuízos desnecessários aos interesses comerciais, econômicos e financeiros do investidor. Além disso, o CECA de Cingapura prevê que transferências podem ser restringidas somente com base de tratamento nacional!

Há várias questões de interpretação pendentes nas disposições inter--relacionadas no âmbito das medidas de salvaguarda do BoP e mesmo no âmbito do GATS, que prevêm a resolução de controvérsias de estado para estado, conforme discutido em detalhes por Tucker (2012) e Viterbo (2012)

neste trabalho. Além disso, não está claro se as medidas de salvaguarda do tipo GATS garantem adequadamente que nações possam usar medidas para regular os fluxos de capitais por meio do tipo de restrições que o RBI tem tradicionalmente empregado. Assim, a Índia deve reexaminar até mesmo as disposições de salvaguarda disponíveis em acordos de livre comércio, especialmente na ausência de uma jurisprudência clara envolvendo arbitragem num conflito entre investidor e estado.

CONCLUSÕES

Na maioria dos BITs da Índia que desconsideram qualquer exceção ao direito dos investidores de transferência de fundos de capitais relativos aos seus investimentos no país, o poder indiano de adotar medidas de regulações de fluxos de capitais fica severamente restrito e torna-se urgente uma revisão e alteraração dos BIPAs para torná-los compatíveis com as leis cambiais indianas. O Artigo 5.2 do BIPA entre Índia e Uzbequistão que afirma que "*... transferência de moeda... deve ser feita... nos termos previstos na Regulação de Câmbio e demais leis*" da Parte anfitriã é uma formulação proveitosa para este contexto. Em particular, dado que uma definição ampla compromete claramente a capacidade da Índia de regular as diferentes formas de fluxos de capitais[8], também é crucial para reformular as definições de investimento e de investidores. Neste contexto, a definição de investimento no BIPA entre Índia e México oferece uma formulação a ser considerada. Da mesma forma, os investidores devem ser definidos com base na propriedade e controle, a fim de estabelecer as verdadeiras conexões entre uma determinada empresa e uma parte contratante.

Por outro lado, os FTAs abrangentes entre Índia e Cingapura, Japão, Coreia do Sul e Malásia parecem ter as medidas de salvaguarda relativamente mais amplas, que permitem que a Índia adote restrições às transferências. No entanto, o problema com as definições amplas de investimento e de investidor permanece, e é importante que sejam revistas e alteradas.

Além disso, mesmo onde a utilização de controles de capitais nos BIPAs ou FTAs é permitida, a permissão é restrita a situações de emergência em caso de "sérias dificuldades" com as políticas monetária, cambial, de balanço de pagamentos ou macroeconômica e, também, apenas em caráter provisório. Assim, persiste o problema, ou seja, apesar das medidas de salvaguarda, a Índia não pode fazer uso de diferentes medidas prudenciais para evitar "sérias dificuldades".

Os BIPAs e os FTAs precisam de emendas a fim de se antecipar à sujeição de medidas reguladoras nacionais legítimas à resolução de controvérsias entre investidor e estado.

[1] A autora integra a Economic Research Foundation (ERF) em Nova Deli, que é também a Secretaria Internacional de Associados para o Desenvolvimento Econômico ou IDEAs (www.networkideas.org). A autora agradece a Jayati Ghosh, Kevin Gallagher, Leonardo Stanley e aos participantes no Workshop do CEDES sobre "Regulações de Fluxos de Capitais: Uma Revisão de Compatibilidade", co-organizada pelo CEDES, GEGI e GDAE, Buenos Aires, 28 e 29 de junho de 2012, por seus comentários construtivos.

[2] Ver Chandrasekhar, C P e Jayati Ghosh (2012a) e (2012b), Chandrasekhar, C P (2012a), Subramanian (2012), Sen (2010) e Sen (2012). Entretanto, houve a retirada de muitas das regulações dos fluxos de capitais no período pós-crise desde 2010, persistindo até julho de 2012. Consulte as várias notificações de RBI como http://www.rbi.org.in/scripts/BS_PressReleaseDisplay.aspx?prid=26714 and http://rbi.org.in/scripts/BS_PressReleaseDisplay.aspx?prid=25789

[3] Ver Bhusnurmath (2012) e Chandrasekhar (2012b).

[4] Informação a partir de dezembro de 2011, conforme disponível no site do Ministério da Fazenda, Governo da Índia, http://finmin.nic.in/bipa/bipa_index.asp?pageid=1

[5] Para uma discussão detalhada sobre as diferentes definições de "investidor" nos BITs e ALCs e suas implicações, consulte Thanadsillapakul (2009).

[6] Ver Francis (2011) e Gallagher (2011).

[7] Ver Ranjan (2012), que cita o exemplo em Continental Casualty v Argentina, ICSID Caso No. ARB/03/9 no qual o tribunal manteve que uma transferência que não seja 'relativa ao investimento' estaria fora do escopo do Artigo V do IIA EUA e Argentina. O Artigo V do IIA dos EUA e Argentina, assim como o Artgo 7 do BIPA Modelo indiano, é abrangente e cobre todas as transferências referentes aos investimentos.

[8] A Índia já está enfrentando o problema com sua regulação nacional de FDI ao remover a distinção entre FDI produtivo de longo prazo e investimentos em portfólio voláteis. Ver Rodrigues e Dhar (2011) e Francis (2010) para discussões detalhadas

Considerações Finais

Michael Waibel

No caso *Gruslin v. Malásia*, um investidor belga apresentou ao Centro Internacional para de Resolução de Controvérsias de Investimento (ICSID) um processo de arbitragem contra a Malásia devido à sua aplicação de 2,3 milhões de dólares em um fundo mútuo registrado em Luxemburgo que, por sua vez, havia comprado ações da Malásia. Em setembro de 1998, a Malásia proibiu todas as transferências internacionais - medida adotada para prevenir o contágio da desvalorização do Bhat tailandês. A decisão da Malásia foi contra a ortodoxia econômica do momento e resultou numa considerável controvérsia (Kaplan e Rodrik 2001). Gruslin argumentou que os controles cambiais da Malásia o levaram a perder totalmente o interesse no fundo.

O tribunal de *Gruslin* rejeitou o caso por falta de jurisdição previamente estabelecida, ou seja, apenas os "projetos aprovados" estariam sob sua jurisdição. Ao declinar a competência para julgar caso, o tribunal nunca chegou a um consenso sobre se as regulações de fluxos de capitais da Malásia (CARs) violaram a cláusula de livre transferência no BIT entre Bélgica, Luxemburgo e Malásia. No entanto, pela primeira vez, a arbitragem levantou a questão de possíveis conflitos entre as CARs e as obrigações do tratado de investimento. Como mostra o Relatório da Força-Tarefa, preocupações semelhantes também surgiram no direito comercial internacional, especialmente no que diz respeito à compatibilidade entre as CARs o GATS.

Nas últimas duas décadas, a ascensão dos BITs e dos FTAs tem levado a uma colcha de retalhos, mas com ampla liberalização dos fluxos de capitais para os países que entram em tais acordos. O relatório mostra que as cláusulas de livre transferência são uma característica onipresente nos BITs modernos e, em menor grau, nos FTAs. Ao mesmo tempo, a definição de "investimento" se expandiu substancialmente atingindo a esfera do investimento de portfólio. [i] O impulso no sentido de uma maior abertura da conta, de capitais "pela porta dos fundos" limita a capacidade dos governos de adotar as CARs. O risco é de que a abertura descoordenada da conta de capitais prejudique a resolução das crises financeiras futuras e debilite as medidas macroprudenciais.

A Força-Tarefa manifesta preocupação com a diminuição da autonomia de política, particularmente em matéria de investimento. Os BITs e os FTAs com cláusulas de livre transferência, muitas vezes sem limitações, corroem a capacidade dos países de regular os ingressos e saídas de capitais. Por exemplo, o Artigo 5º do BIT Modelo Alemão (2008) afirma, em termos incondicionais, que o Estado anfitrião "deve garantir aos investidores do outro Estado Contratante a livre transferência de pagamentos referentes a um investimento". Em tais disposições, os Estados anfitriões tornam-se potencialmente responsáveis pela compensação daqueles afetados por tais restrições. Diferentemente da expropriação ou do tratamento justo e equitativo que protegem os investidores individuais contra o tratamento discriminatório e arbitrário, as cláusulas de livre transferência poderiam prejudicar a política macroeconômica governamental de forma muito mais generalizada.

Os membros da Força-Tarefa estão preocupados com o fato da abordagem de abrir a conta de capitais por meio de acordos sucessivos e independentes ser subótima e resultar num regime fragmentado. Isso ignora também necessidades de ordem pública para coordenar a resposta a desequilíbrios globais, interrupções súbitas e reversões dos fluxos de capitais. Como observa Deborah Siegel, muitas garantias de livre transferência em BITs e FTAs têm um caráter radical – distorcendo a análise de custo-benefício relativa à utilização das CARs como mecanismos de gestãode uma crise ou instrumento macroprudencial. A inclusão das cláusulas de livre transferência nos BITs e nos FTAs pode alterar o cálculo dos governos e inibir o uso das CARs.

A Racionalidade para a Utilização de Cláusulas de Livre Transferência

Poderia-se questionar em que medida as cláusulas de livre transferência contribuiriam para os BITs e FTAs, embora nenhum membro da Força-Tarefa tenha proposto a omissão total de tais cláusulas. Na comunidade de investimento impera, de forma generalizada, uma visão de que a restrição de opções políticas aos governos dessa maneira é desejável. Tornar dispendiosas as medidas prejudiciais para o investimento estrangeiro é precisamente o que os tratados de investimento buscam. Isso é ilustrado pela declaração paradigmática do tribunal arbitral no caso *Continental v. Argentina*:

> Este tipo de disposição é uma característica padrão dos BITs: a garantia de que um investidor estrangeiro seja capaz de remeter do país de investimento a renda produzida, o reembolso de qualquer financiamento recebido ou pagamento de royalties devidos, e o valor do investimento feito, além de qualquer ganho de capital acumulado, em caso de venda

> ou liquidação; isso é fundamental para a liberdade de se fazer um investimento estrangeiro e um elemento essencial da função promocional dos BITs (ICSID 2008, par. 239).

No entanto, a declaração muitas vezes repetida, porém não qualificada, de que as cláusulas de livre transferência são essenciais para a proteção do investimento, que outras proteções substantivas seriam inócuas sem o apoio de cláusulas de livre transferência, e que salvaguardas significativas vão na contramão de tal proteção, podem não sobreviver à análise empírica.

As cláusulas de livre transferência têm sido disposições inativas nos BITs e nos FTAs. Até o momento, nenhum tribunal ICSID se pronunciou sobre o mérito dessas cláusulas. Os investidores raramente evocam as cláusulas de livre transferência e, em nenhum caso, a disposição ocupou um papel central na determinação de tribunais.[ii] O resultado é a incerteza sobre como as cláusulas de livre transferência seriam aplicadas e se sua aplicação restringiria substancialmente a margem de manobra dos países. A Força-Tarefa acredita que seu impacto sobre a autonomia de política nacional e internacional é preocupante, mesmo que as cláusulas de livre transferência ainda precisem adquirir importância real no julgamento de controvérsias nos investimentos internacionais. Como forma de reduzir a incerteza, as Partes dos estados poderim emitir interpretações autênticas para esclarecer que o uso das CARs é admissível de maneira geral, salvo em circunstâncias específicas.

Existe um consenso entre os membros sobre o risco das restrições ao uso das CARs e sobre a liberdade dos Estados de adotá-las em circunstâncias limitadas, sujeitas à supervisão multilateral. Além disso, é defendido que essa liberalização das transações da conta de capitais devam ser incorporada em um sistema de salvaguardas multilaterais cuidadosamente elaborado.O multilateralismo é visto como a melhor garantia para proteger o interesse público e o privado durante crises financeiras. Especialmente nos acordos bilaterais, existe o risco de que o poder superior de barganha leve a resultados inferiores numa perspectiva pública.

Como explica Siegel, o direito aparentemente não qualificado de impor as CARs, nos termos do Artigo VI (3) dos Artigos do FMI, foi qualificado pela ampliação da função de vigilância do FMI com a Segunda Emenda dos Artigos do Fundo. No nível multilateral já existe uma salvaguarda importante contra os membros que utilizam as CARs para fins protecionistas - embora fundamentalmente, essa decisão seja atribuída a uma instituição multilateral com conhecimentos especializados em macroeconomia, que deve avaliar as CARs caso a caso, considerando todas as circunstâncias de cada caso.

Os membros da força-tarefa também levam em consideração as condições que justificam violações do GATS e as considera excessivamente restritivas. Annamaria Viterbo ressaltou que no caso *Têxteis e Vestuário da Argentina* o Órgão de Apelação reduziu, indevidamente, o âmbito de aplicação do Artigo XI:2 GATS. Apenas as CARs legalmente vinculativas se inserem nesse artigo, deixando aquelas adotadas no âmbito de um acordo *stand-by* do FMI, por exemplo, formalmente não vinculativas, sujeitas à contestação. Todd Tucker enfatiza de forma mais geral que as defesas que justificariam a violação *prima facie* dos compromissos do GATS, enfrentam uma luta árdua. As CARs frequentemente discriminam *de facto* entre residentes e não residentes.

O Crescente Reconhecimento dos Usos Legítimos das CARs

Os países como Egito, Índia e África do Sul têm recentemente feito revisões em seus programas de BIT e decidiram garantir uma maior autonomia de política no âmbito das cláusulas de livre transferência. De forma mais geral, a tendência recente é incluir exceções de balanço de pagamentos às cláusulas de livre transferência em BITs e, se for o caso, exceções prudenciais (UNCTAD 2012, 90). Quiyuan Xu e Feng Tian argumentam que a disposição de transferência de fundos nos BITs Modelos dos EUA pode ser um obstáculo às negociações de BIT entre os EUA e a China e exigirá um ajuste significativo para levar em consideração o atual regime cambial da China.

A Força-Tarefa também destaca que o FMI está se tornando mais favorávelao uso das CARs e expressa preocupação de que os BITs e FTAs "em muitos casos não oferecem salvaguardas adequadas ou um sequenciamento adequado de liberalização, podendo, assim, se beneficiar da reforma para incluir essas proteções" (FMI 2012, 8). As CARs podem "proporcionar raio de manobra enquanto a política fundamental é ajustada" (Ibid., 41).

Torna-se cada vez mais motivo de preocupação como um conflito potencial entre uma cláusula de transferência e os artigos do FMI deve ser resolvido.

Como Andrés Arauz alega, as CARs podem ser úteis não apenas na gestão de crises, mas também na gestão macroprudencial preventiva, visando evitar, em primeiro lugar, a eclosão de crises Luiz Fernando de Paula e Daniela Magalhães Prates argumentam que um país como o Brasil, que não tem nenhum BIT ou FTA, tem mais autonomia de política para adotar medidas de ingressos de *hot money,* tais como o imposto de operações financeiras de dois por cento sobre os investimentos em ações e títulos de renda fixa pelos não-residentes implementado pelo Brasil em outubro de 2009.

O Potencial para Conflito de Regras

Em sua grande maioria, as cláusulas de livre transferência não se referem aos Artigos de Acordo do FMI. Torna-se cada vez mais motivo de preocupação como um conflito potencial entre uma cláusula de transferência e os artigos do FMI deve ser resolvido. O que deve prevalecer em caso de conflito? O tribunal *Continental*, ao mesmo tempo que considera que a transferência em questão não se enquadrava no âmbito da cláusula de transferência, por não ser uma transferência relativa ao investimento, aponta que a cláusula de livre transferência no BIT dos EUA e Argentina foi *lex specialis* em relação ao regime do FMI e também a mais liberal do que seu regime.

Annamaria Viterbo destaca o sério potencial de conflito de regras entre as obrigações de liberalização dos movimentos de capitais e as CARs. Ao mesmo tempo que a legislação branda pode fornecer orientações úteis em alguns casos, é incapaz de resolver tais conflitos de regras de forma definitiva - considerando que essa resolução definitiva é exatamente o que é necessário para a resolução de controvérsias. Sua preocupação é ecoada por Deborah Siegel, que ressalta o quanto as regras fragmentadas relativas à livre transferência têm proliferado no vácuo deixado pela ausência de regras multilaterais rígidas sobre as CARs.

Resolução de Controvérsias

Outra questão refere-se ao nível de controle que os tribunais ICSID deveriam ter sobre as CARs, e se os mesmos poderiam simultaneamente violar obrigações de tratamento diferentes da cláusula de livre transferência. Em quais circunstâncias as restrições cambiais constituem uma expropriação ou uma violação do padrão justo e equitativo? Os redatores do BIT/FTA poderiam formular salvaguardas de BoPs e prudenciais como uma exceção geral para todas as obrigações de tratamento do BIT. Assim, se um governo impõe restrições cambiais consistentes com a salvaguarda do BoP de um BIT, não será necessário qualquer exame adicional para averiguar a violação de padrões justos ou equitativos ou do tratamento de expropriação.

Os tribunais do ICSID poderiam usar um teste de proporcionalidade para que apenas uma medida que imponha uma restrição mínima ao direito do investidor seria examinada. Este nível de controle parece ser muito alto. Deve-se ter em mente que a Suprema Corte dos EUA, por exemplo, geralmente revisa as medidas de política econômica a partir de um teste de base racional. Como resultado, uma medida política é constitucional se for racionalmente relacionada a um interesse governamental legítimo (Tribe 2000, 1361).[iii] Com certeza, este nível de controle não considera tais disposições como autojulgadoras. Em

vez disso, deixa aos responsáveis políticos uma margem substancial, ao mesmo tempo os submetendo ao escrutínio de modo geral. Sugere-se uma abordagem semelhante para os tribunais de investimento e para a OMC.

Além disso, os membros da Força-Tarefa pedem aos governos para agirem como guardiões para a resolução de controvérsias também em relação aos BITs e ALCs, assim como já vêm fazendo na resolução de controvérsias da OMC. Os governos poderiam filtrar algumas possíveis denúncias. Devido ao seu ponto de vista, os governos podem ser mais compreenssivos em relação ao uso das CARs por outros governos do que os investidores privados. Assim, muitos membros da Força-Tarefa debateram a idéia de excluir as controvérsias entre investidor e estado referentres às cláusulas de livre transferência, para que a violação desta cláusula fosse evocada somente numa arbitragem de estado para estado. Isto poderia ser combinado a uma exigência de que o tribunal consulte o FMI para alinhar os BITs e FTAs à ordem monetária multilateral, modelada na OMC.

Os membros da Força-Tarefa partilham da opinião de que a estabilidade financeira já não deve ser sacrificada em prol da liberalização geral dos fluxos de capitais. Os BITs e os FTAs, em particular, parecem proteger o investimento em detrimento da estabilidade financeira internacional. Os mecanismos de salvaguardas existentes na lei de comércio e investimento são suficientemente detalhados e podem impedir que se recorra a eles, mesmo quando a racionalidade política é convincente. A abordagem melhor e mais previdente é o reconhecimento das necessidades legítimas de utilização das CARs pelos governos em situações de crise e por razões macroprudenciais, ao invés de um convite para a retirada em série da ordem econômica internacional.

---

[i] Cf. mais recentemente *Deutsche Bank v. Sri Lanka*, ICSID Processo No. ARB/09/2, Concessão, 31 de outubro de 2012 (um derivativo utilizado para proteção contra a volatilidade do petróleo é um investimento).

[ii] *Metalpar v. Argentina*, Concessão, 6 de junho de 2008, ICSID processo n. º ARB035 (necessária autorização do banco central para não violação); *Biwater Gauff v. Tanzania*, concessão, 24 de julho de 2008, ICSID processo n. º ARB0522, Pará. 16 (não violação); *Continental Casualty v. Argentina*, concessão, 5 de setembro de 2008, ICSID processo n. º ARB039 (sem transferência coberta) *Pan American Energy v. Argentina*, Decisão em Objeções Preliminares, 27 de julho de 2006, ICSID caso no. ARB0313 (jurisdição declinada, por outros motivos); *Gruslin v Malásia*, ICSID processo no. ARB993, 27 de novembro de 2000; CMS v. Argentina, concessão, 12 de maio de 2005, ICSID processo n. º ARB018, (alegação de violação da cláusula retirada); *Genin v. Estônia*, ICSID, processo n º ARB992, concessão, 25 de junho de 2001 (nenhuma análise de e nenhuma cláusula de livre transferência localizada); *Joy Mining v. Egito*, ICSID, processo n º ARB0311, sentença em jurisdição, 6 de agosto de 2004 (recorrido, mas nenhuma violação prima facie).

[iii] Ver também *United States v Carolene Products Co*, 304 U.S. 144. Regulação na esfera socioeconômica é encaminhada para decisão constitucional se qualquer estado dos fatos conhecidos ou razoavelmente inferidos forem base para julgamento legislativo.

Bibliografia

Aizenmann, Joshua (2009). "Hoarding international reserves versus a Pigovian tax-cum--subsidy scheme: reflections on the deleveraging crisis of 2008-9, and a cost benefit analysis," National Bureau of Economic Research. Disponível em http://www.nber.org/papers/w15484.

Akyuz, Yilmaz (2011). "The Management of Capital Flows and Financial Vulnerability in Asia" in Akyuz, Yilmaz, ed., The Management of Capital Flows in Asia. Penang: Third World Network.

Akyuz, Yilmaz (2012). "Financial Liberalization: The Key Issues," South Centre Reprint Series No. 1. Geneva: The South Centre.

Anderson, Sarah (2011). "Capital Controls and the Trans-Pacific Partnership." Washington, D.C.: Institute for Policy Studies, September. Disponível em http://tinyurl.com/Cap--Controls-TPP.

Avdjiev, Stefan, et al. (2010). "Highlights of International Banking and Financial Market Activity," BIS Quarterly Review, December.

Banco Central del Ecuador (CBE) (2011). "Reuniones de Bancos Centrales." Disponível em http://tinyurl.com/bce-Reuniones-de-BCs.

Bank for International Settlements (BIS) (2005). "BIS 75th Annual Report," Junho. Basel: Bank for International Settlements.

Bank for International Settlements (BIS) (2011). "Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies." Disponível em http://www.bis.org/publ/work336.pdf.

Bank for International Settlements (BIS) (2012). "Local banking statistics." Disponível em http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

Batista Jr., Paulo (2012). "The IMF, Capital Account Regulation, and Emerging Market Economies," in Paradee Center Task Force Report: Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development. Boston: Boston University, Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future, pp. 93-102.

Bhusnurmath, Mythili (2012). "Re: Thinking the Unthinkable," Economic Times, 12 de maio.

Brockmeijer, Jan, David Marston, and Jonathan Ostry (2012). "Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows," IMF Board Paper. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf.

Chandrasekhar, C.P. (2012a). "The dollar Drain," The Hindu, April.

Chandrasekhar, C.P. (2012b). "India's Growth Story Ends," Frontline, Vol. 29, Issue 11, 2 a 15 de junho.

Chandrasekhar, C.P. and Jayati Ghosh (2012). "Banking on Debt," Business Line, 9 de julho. Disponível em http://www.macroscan.com/fet/jul12/fet10072012Banking_Debt.htm.

Chandrasekhar, C.P. and Jayati Ghosh (2012). "India's External Sector," Business Line, 9 de janeiro.

Cintra, M.A.M. (1999). "Negociações Multilaterais e Regionais sobre Serviços Financeiros e seu Impacto Doméstico." In Freitas, M.C.P., Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90. São Paulo: Fapesp.

Cintra, M.A.M. (2004). "A Agenda de Negociações Internacionais em Serviços Financeiros," Economia Política Internacional, No.1. Campinas: IE/UNICAMP, abril.

CNV (2012). Resolución General 602/2012. Disponível em http://tinyurl.com/Res--Gen-602-2012.

Cockfield, Arthur J. (2012). "The Limits of the International Tax Regime as a Commitment Projector," 16th Annual Conference of the International Society for New Institutional Economics, USC Gould School of Law, 14 a 16 de junho. Disponível em http://extranet.isnie.org/uploads/isnie2012/cockfield.doc.

Der Spiegel (2011). "European Banks Stop Serving American Customers," 14 de dezembro. Disponível em http://tinyurl.com/DS-14-DEC2011.

Dodd, Randall and Stephany Griffith-Jones (2007). Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation. Santiago: ECLAC.

Epstein, Gerald (2012). Capital Outflow Regulation: Economic Management, Development and Transformation in Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development, Pardee Center Task Force Report. Disponível em http://www.bu.edu/pardee/files/2012/03/RegulatingCapitalTF-March2012.pdf.

European Union (2012). "Judgement of the Third Chamber," 10 de maio. Disponível em http://tinyurl.com/EU-10-May2012.

Financial Stability Board (FSB), International Monetary Fund (IMF) and Bank for International Settlements (BIS) (2011). "Macroprudential Policy Tools and Frameworks." Progress Report to G20. Disponível em http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf.

Francis, Smitha (2010). "Foreign Direct Investment Concepts: Implications for investment negotiations," Economic & Political Weekly, 29 de maio, Vol. XLV, No. 22.

Francis, Smitha (2011). "Rethinking Investment Provisions in Free Trade Agreements," IDEAs Policy Note. Disponível em http://tinyurl.com/IDEAs-PN-May2011.

Fritz, Barbara and D. Prates (2012). "How to Increase Policy Space for Emerging Markets? A Broad Approach on Capital Management Techniques and Lessons from Brazil and Korea," XXX International Congress of the LASA, San Francisco, 23 a 26 de maio.

G20 (2011). "Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences," Cannes, 3 e 4 de novembro.

Gagnon, Joseph and Alain Chaboud (2007). "What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen?" International Finance Discussion Papers, No. 899, Board of Governors of the Federal Reserve System, Julho.

Gallagher, Kevin (2010). "Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements," G-24 Discussion Paper Series, No. 58, maio.

Gallagher, Kevin (2011). "The New Vulture Culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties," IDEAs Working Paper No. 02/2011. Disponível em http://www.networkideas.org/working/jul2011/02_2011.pdf.

Gallagher, Kevin (2011a). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis," PERI Working Paper No. 250. University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

Gallagher, Kevin (2011b). "The IMF, capital controls and developing countries," Economic and Political Weekly, Vol. XLVI No. 9, 12–16.

Gallagher, Kevin, Stephany Griffith-Jones, and Jose Antonio Ocampo, eds. (2012). Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development, Pardee Center Task Force Report, Boston University, março.

Gallagher, Kevin, Stephany Griffith-Jones, and Jose Antonio Ocampo (2012a). "Executive Summary: Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach," in Pardee Center Task Force Report, Regulating Global Flows for Long-Run Development, Boston: Boston University, pp. 1a 12.

Garber, Peter (2011). "What Currently Drives CNH Market Equilibrium?" for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation workshop on the Internationalization of the Renminbi, 31 de outubro a 1 de novembro, Pequim.

Geithner, Timothy (2011). "Letter to 250 Economists Urging The US to Permit Capital Controls within US Trade and Investment Treaties." Disponível em http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/CapCtrlsLetter.html.

Habermeier, Karl and Annamaria Kokenyne (2011). "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows," IMF Staff Discussion Note. SDN/11/14, 5 de agosto.

Hagan, Sean (2000). "Transfer of Funds." UNCTAD Series on International Investment Agreements. New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development. Accessed at http://unctad.org/en/docs/psiteiitd20.en.pdf.

He, Dong and Robert McCauley (2010). "Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues," BIS Working Papers, No. 320. Basel: Bank for International Settlements.

He, Fan, Bin Zhang, Ming Zhang, Qiyuan Xu and Lianseng Zheng (2011). "The Current situation, Problems and Prospects of Hong Kong's Offshore Renminbi Market," International Economic Review (Chinese), No. 3, pp. 84 a 109.

Hufbauer, Gary Clyde, et al. (2012). "Framework for the International Services Agreement," PIIE Policy Brief, PB12-10.

Internal Revenue Service (IRS) (2011). "Text Of The FATCA Comment Letter Submitted By Mexican Banking Association And Mexican Securities Industry Association." Disponível em http://isaacbrocksociety.files.wordpress.com/2011/12/fatca_mexicancomments.pdf.

Internal Revenue Service (IRS) (2012). "Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)". Disponível em http://www.irs.gov/businesses/corporations/article/0,,id=236667,00.html.

International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID) (2000). "Gruslin v. Malaysia." ICSID Case No. ARB/99/3 a 27 de novembro, 5 ICSID Reports. Washington, D.C.: International Center for Settlement of Investment Disputes.

International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID) (2007). "Siemens A.G. v.

the Argentine Republic: Award." ICSID Case No. ARB/02/8. Washington, DC: International Center for Settlement of Investment Disputes.

International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID) (2008). "Continental Casualty Company v. the Argentine Republic: Award." ICSID Case No. ARB/03/9. Washington, D.C.: International Center for Settlement of Investment Disputes.

International Monetary Fund (IMF). IMF Articles of Agreement. Disponível em http://www.IMF.org/external/pubs/ft/aa/index.htm.

International Monetary Fund (IMF). IMF Public Information Notices. Disponível em http://www.imf.org/external/news/default.aspx?pn.

International Monetary Fund (IMF) (2006). Article IV of the Fund's Articles of Agreement: An Overview of the Legal Framework, 28 de junho. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/062806.pdf.

International Monetary Fund (IMF) (2010). "Reference Note on Trade in Financial Services," 3 de setembro. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Disponível em

http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090310.pdf.

International Monetary Fund (IMF) (2010a). "The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows," 15 de novembro. Disponível em http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4646.

International Monetary Fund (IMF) (2010b). "The Fund's Mandate—The Legal Framework," 22 de fevereiro. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/022210.pdf.

International Monetary Fund (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework." SM/11/30, 14 February. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Disponível em http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4612.

International Monetary Fund (IMF) (2011a). "People's Republic of China. Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues," IMF Country Report. No. 11/193. Washington D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2011b). "The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows," IMF Policy paper, 13 de outubro. Washington D.C.: International Monetary Fund. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.

International Monetary Fund (IMF) (2011c). "World Economic Outlook. Tensions from the Two-Speed Recovery. Unemployment, Commodities and Capital Flows," IMF World Economic and Financial Survey. Washington D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2011d). "IMF Executive Board Discusses the Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows," PIN No. 11/143, 29 de novembro.

International Monetary Fund (IMF) (2011e). "IMF Executive Board Discusses Recent Experiences In Managing Capital Inflows," PIN No. 11/42, 5 de abril.

International Monetary Fund (IMF) (2011f). "IMF Executive Board Discusses the Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows," PIN No. 11/1, 5 de janeiro.

International Monetary Fund (2011g). "IMF Executive Board Concludes 2011 Article IV

Consultation with Brazil," Public Information Notice (PIN) No. 11/108, 3 de agosto. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2012). "Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows." SM/12/55. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf.

International Monetary Fund (IMF) (2012a). "Fiscal Monitor. Balancing Fiscal Policy Risks," IMF World Economic and Financial Survey. Washington D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2012b). "Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability," IMF World Economic and Financial Survey. Washington D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2012c). "World Economic Outlook. Growth Resuming, Dangers Remain," IMF World Economic and Financial Survey. Washington D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (IMF) (2012d). "Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows," Background Paper, 16 de março. Disponível em http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4646.

International Monetary Fund (IMF) (2012e). "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?" Disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf.

International Monetary Fund (IMF) (2012f). "IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral and Multilateral Surveillance," PIN No. 12/89, 30 de julho.

International Monetary Fund (IMF) (2012g). "IMF Executive Board Discusses Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows," PIN No. 12/42, 4 de maio.

International Monetary Fund (IMF) (2012h). "Modernizing Framework for Surveillance) An Integrated Surveillance of the Legal Decision, 26 de junho. Disponível em http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/062612.pdf.

Jeanne, Olivier, Arvind Subramanian, and John Williamson (2012). "Who Needs to Open the Capital Account?" Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Jones, Claire (2011). "The third arm Macroprudential policy," Financial Times, 23 de setembro, p. 4. Disponível em http://www.ft.com/intl/cms/c837fa20-e419-11e0-b4e9--00144feabdc0.pdf.

Kaplan, Ehtan, and Dani Rodrik (2001). Did the Malaysian Capital Controls Work? NBER Working Paper No. 8142, fevereiro.

Kaufmann, Christine and Weber, Rolf (2008). "Reconciling Liberalized Trade in Financial Services and Domestic Regulation," in Kern Alexander and Mads Andenas (eds.), The World Trade Organization and Trade in Services. Amsterdam: Martinus Nijhoff Publishers.

Kern, A. (2008). "The GATS and Financial Services: Liberalisation and Regulation in Global Financial Markets," in Kern, A. and M. Andenas, eds., The World Trade Organization and Trade in Services, Leiden: Martinus Nijhoff, pp. 561 a 599.

Khor, Martin (2008). Bilateral and Regional Free Trade Agreements: Some Critical Elements and Development Implications. Penang: Third World Network.

Kireyev, Alexei (2002). "Liberalization of trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Analytical Approach)," In IMF Working Paper No.02/138. Washington D.C.: International Monetary Fund.

Korinek, Alexander (2011). "The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons," IMF Working Paper, WP/11/298.

Leroux, Eric H. (2002). "Trade in Financial Services under the World Trade Organization." The Journal of World Trade, 36(3): 413-442.

Li, Daokui and Linlin Liu (2008). "Promote RMB's Internationalization by a Dual System," China Finance, No. 10, pp. 42-43.

Magud, Nicolas and Carmen Reinhart (2011). Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Marchetti, Juan A. (2010). "Trade and Financial Regulation," Mimeo.

Marchetti, Juan A. (2011). "The GATS Prudential Carve-out," in Panagiotis Delimatsis and Nils Herger, eds., Financial Regulation at the Crossroads. Implications for Supervision, Institutional Design and Trade. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.

Marconini, M.A. (2004). O Setor de Serviços Financeiros no Contexto das Negociações Comerciais Internacionais. Brasília: CERI/Bovespa.

Mattoo, Aaditya and Arvind Subramanian (2008). "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New role for the World Trade Organization," Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 08-2. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Mattoo, Aaditya and Arvind Subramanian (2011). "A China Round of Multilateral Trade Negotiations," Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 11-22. Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics.

Montes, Manuel F. (1997). "Private Deficits and Public Responsibilities: Philippine Responses to Capital Inflows," in Papers and Proceedings of the International Symposium on Macroeoconomic Interdependence in the Asia-Pacific Region, Economic Research Institute, Economic Planning Agency, Government of Japan, março de 1997, pp.409 a 460.

New York Times (2012). "Barriers to Change, From Wall St. and Geneva," 18 March. Disponível em http://tinyurl.com/NYT-18March.

Ocampo, Jose Antonio (2012). "The Case for and Experience with Capital Account Regulations," in Pardee Center Task Force, Regulating Global Flows for Long-Run Development. Boston: Frederick S. Paradee Center for the Study of the Longer-Range Future, pp. 13 a 21.

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) and United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2012). "Seventh Report on G-20 Investment Measures."

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) (2012). "Korea submission." DAF/INV/CMF/AS/ATFC/RD(2012)1. Mimeo.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls," in IMF Staff

Position Note. Washington: International Monetary Fund.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use," in IMF Staff Position Note 11/06. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Pasini, Federico Lupo (2011). "The International Regulatory Regime on Capital Flows," ADBI Working Paper, No. 338, dezembro de 2011.

Pasini, Federico Lupo (2012). "Movement of Capital and Trade in Services: Distinguishing Myth From Reality Regarding the GATS and The Liberalization of the Capital Account," in JIEL Advance Access, 4 de maio.

Paula, Luiz Fernando de (2011). Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at Crossroads. London: Routledge.

Prakash, Anupam and Rajiv Ranjan (2012). "Benchmarking Indian Regulatory Practices to the G20 Financial Reforms Agenda," RBI Working Paper Series, WPS (DEPR): 03 / 2012. Mumbai: Reserve Bank of India.

Ranjan, Prabhash (2012). India's International Investment Agreements and India's Regulatory Power as a Host Nation, PhD Thesis, King's College, London (Forthcoming).

Rao, K.S. Chalapathi and Biswajit Dhar (2011). "India's FDI Inflows: Trends and Concepts," ISID Working Paper No. WP2011/01, ISID, New Delhi: Institute for Studies in Industrial Development.

Reddy, Y V (2010). "Financial Sector Regulation in India," Economic and Political Weekly, Vol. XLV, No. 14.

Rodrik, Dani (2006). "The social cost of foreign exchange reserves," National Bureau of Economic Research. Disponível em http://www.nber.org/papers/w11952.

Saez, Raul (2006). "Trade in Financial Services: The Case of Chile," Washington: World Bank.

Sen, Sunanda (2010). "Managing Finance in Emerging Economies: The Case of India," Levi Economics Institute of Bard College Working Paper No. 630.

Sen, Sunanda (2012). "Managing Global Financial Flows at the Cost of National Autonomy: China and India," Levi Economics Institute of Bard College Working Paper No. 714.

Siegel, Deborah (2002). "Legal Aspects of the IMF/WTO Relationship: The Fund's Articles of Agreements and the WTO Agreements." The American Journal of International Law, Vol. 96:56, pp. 561 a 621.

Siegel, Deborah E. (2003-2004) "Using Free Trade Agreements to Control Capital Account Restrictions: Summary of Remarks on the Relationship to the Mandate of the IMF." ILSA Journal of International & Comparative Law, Vol 10, pp. 297 a 304.

Siegel, Deborah (2012). "Using Free Trade Agreements to Control Capital Account Restrictions: Relationship to the Mandate of the IMF," Mimeo. Essay prepared for workshop on "Compatibility Review on the Trade Regime and Capital Account Regulations," CEDES, Buenos Aires, 28 a 29 de junho de 2012.

Spiegel, Shari (2012). "How to Evade Capital Controls. . .and Why They Can Still Be Effective,"

in Pardee Center Task Force, Regulating Global Flows for Long-Run Development. Boston: Frederick S. Paradee Center for the Study of the Longer-Range Future, pp. 71 a 84.

Stanley, Leonardo (2011). "Smoke but do not inhale: Capital Inflows, Financial Markets and Institutions, a Tale from Three Emerging Giants," Working Group on Development and Environment in the Americas, Discussion Paper No. 31.

Stumberg, Robert (2010). "Plain Language Guide: GATS Negotiations on Domestic Regulation," Washington, DC: Harrison Institute For Public Law.

Subramanian, K (2012). "Rupee's Travails," Economic and Political Weekly, 9 de junho.

Taylor, John (2003). Under Secretary of Treasury for International Affairs Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology Committee on Financial Services U.S. House of Representatives. Disponível em http://tinyurl.com/JTaylor-2003.

Thanadsillapakul, Lawan (2009). "Investment Liberalisation under FTAs and Some Legal Issues in International Law," Paper presented at the IDEAs-ITD-GSEI Asian Regional Workshop on FTAs, 8 a 9 de dezembro. Disponível em http://www.networkideas.org/ideasact/dec09/pdf/Lawan_Thanadsillapakul.pdf.

Tian, Feng (2010). "The Impact of US-China Bilateral Investment Treaty (BIT) on China's Economy: an Analysis of the US 2004 Model BIT," Journal of Contemporary Asia-Pacific Studies (Bimonthly), No. 3, pp. 76 a 88.

Torres, Héctor R. (2010). "The Bankrupt Theology of Financial Deregulation," Project Syndicate. Disponível em : http://www.projectsyndicate.org/contributor/Héctor-r--torres.

Torres, Héctor R. (2011). "Capital Controls or Protectionism," Project Syndicate. Disponível em : http://www.project-syndicate.org/contributor/Héctor-r--torres.

Trachtman, Joel (2011). "Applicability of the NAFTA 'Prudential Carveout' to Capital Controls," International Economics Law and Policy Blog. Disponível em : http://worldtradelaw.typepad.com.

Trans Pacific Partnership Agreement (Draft) (2012). Investment Chapter. Disponível em : http://tinyurl.com/TPP-Investment.

Tribe, L.H. (2000). American Constitutional Law. Third Edition.

Tucker, T., and Wallach, L. (2009). "No Meaningful Safeguards for Prudential Measures in World Trade Organization's Financial Service Deregulation Agreements." Washington, DC: Public Citizen. Disponível em : http://www.citizen.org/documents/PrudentialMeasuresReportFINAL.pdf.

Tucker, Todd (2010). "The WTO Conflict with Financial Transaction Taxes and Capital Management Techniques, and How to Fix It." Washington, DC: Public Citizen. Disponível em http://www.citizen.org/documents/MemoonCapitalControls.pdf.

Tucker, Todd and Jayati Ghosh (2011). "WTO Conflict with Financial Re-regulation." Economic & Political Weekly, XLVI: 51. Disponível em : http://www.networkideas.org/ideasact/jan12/pdf/Todd_Tucker.pdf.

Tucker, Todd (2011a). "Stop Tax Haven Abuse Act and Panama FTA." Washington, DC: Public Citizen. Disponível em : http://www.citizen.org/documents/memo-on-sthaa-

-and-panama-fta.pdf.

Tucker, Todd (2011b). "WTO is the big kid on the seesaw," Eyes on Trade Blog, 21 de setembro. Disponível em : http://tinyurl.com/Todd-Tucker-2011b.

Tucker, Todd (2011c). "How to Reform WTO and FTA Rules to Confront Too-Big-To-Fail Banks." Washington, DC: Public Citizen. Disponível em : http://tinyurl.com/Todd--Tucker-2011c.

Tucker, Todd (2011d). "PMD: Strictly Business Interpretations of a WTO Rule," Eyes on Trade Blog, 29 de abril. Disponível em : http://tinyurl.com/Todd-Tucker-2011d.

Tucker, Todd (2012). "WTO takes on credit card regulations," Eyes on Trade Blog, 16 de julho. Disponível em : http://tinyurl.com/Todd-Tucker-2012.

United Nations (2008). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. Disponível em http://tinyurl.com/StiglitzComm08.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2011a). "Chapter IV: Financial Re-regulation and Restructuring," Trade and Development Report 2011. Disponível em http://tinyurl.com/UNCTAD-2011a.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2011b). "Sovereign Debt Restructuring and International Investment Agreeements," IIA Issues Note No. 2, julho.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2012). "World Investment Report 2012 (WIR12): Towards a New Generation of Investment Policies," Geneva.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2012a). "Investment Policy Framework for Sustainable Development." Geneva, julho.

US FTA Agreements. Disponível em http://www.ustr.gov/trade-agreements.

Viterbo, Annamaria (2012). International Economic Law And Monetary Measures, Limitations to States' Sovereignty and Dispute Settlement, London: Edward Elgar.

Waibel, Michael (2010). "Iceland's Financial Crisis – Quo Vadis. International Law," Insights. The American Society of International Law (ASIL), Vol.14 Issue 5.

Wei, Shang-jin and Zhiwei Zhang (2007). "Collateral Damage: Exchange Controls and International Trade," in IMF Working Paper No.07/8. Washington D.C.: International Monetary Fund.

Wikileaks (2004). "Andean FTA Analysis: Financial Services Issues In Colombia." Disponível em : http://www.cablegatesearch.net/cable.php?id=04BOGOTA4709.

Wikileaks (2007). "Treasury Secretary Paulson's March Visit To Seoul." Disponível em : http://www.cablegatesearch.net/cable.php?id=07SEOUL1327.

Wikileaks (2008). "Argentina 2008-2009 International Narcotics Control Strategy Report (INCSR) Part II, Money Laundering and Financial Crimes." Disponível em http://www.cablegatesearch.net/cable.php?id=08BUENOSAIRES1635.

Wikileaks (2009). "Iceland: 2009-2010 INCSR Submission." Disponível em : http://wikileaks.org/cable/2009/11/09REYKJAVIK196.html.

Wikileaks (2010). "Russia CBR Deputy Discusses Iran, Financial Legislation, And Regulatory Developments." Disponível em : http://www.cablegatesearch.net/cable.php?id=10MOSCOW342.

World Trade Organization (WTO) (1996). US—Standards for Reformulated and Conventional Gasoline: Panel Report. WT/DS2/R, 29 de janeiro. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (1997). European Communities—Regime for the Importation, Sale and Distribution of Bananas: Appellate Body Report. WT/DS27/AB/R, 9 de setembro. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (1998). Brazil, Schedule of Specific Commitments. GATS/SC/13/Supplement 3, 26 de fevereiro.

World Trade Organization (WTO) (1998a). Argentina – Measures affecting imports of footwear, textiles, apparel and other items, WT/DS56/AB/R, 27 de março.

World Trade Organization (WTO) (2000). Canada—Certain Measures Affecting the Automotive Industry: Panel Report, WT/DS139/R, WT/DS142/R, 11, February. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2001). "Guidelines For The Scheduling Of Specific Commitments Under The General Agreement On Trade In Services (GATS)." S/L/92, 28 de março. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2002). "Additional Commitments under Article XVIII of the GATS." S/CSC/W/34. Committee on Specific Commitments, Note by the Secretariat. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2004). US—Measures Affecting the Cross-Border Supply of Gambling and Betting Services: Panel Report. WT/DS285/R, 10 November. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2005). US—Measures Affecting the Cross-Border Supply of Gambling and Betting Services: Appellate Body Report. WT/DS285/AB/R, 7 de abril Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2007). Brazil—Measures Affecting Imports of Retreaded Tyres: Appellate Body Report. WT/DS332/AB/R, 3 de dezembro. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2009). "Lamy says new banking rules must be «non-discriminatory»." South Korea, 7 December. Disponível em http://www.wto.org/english/news_e/sppl_e/sppl144_e.htm.

World Trade Organization (WTO) (2009a). China—Measures Affecting Trading Rights and Distribution Services for Certain Publications and Audiovisual Entertainment Products: Appellate Body Report. WT/DS363/AB/R, 21 de dezembro. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2009b). China—Measures Affecting Trading Rights and Distribution Services for Certain Publications and Audiovisual Entertainment Products: Panel Report. WT/DS363/R, 12 de agosto. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2009c). Colombia—Indicative Prices and Restrictions on Ports of Entry: Panel Report. WT/DS366/R, 27 de abril. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2010). "Financial Services: Background Note by the Secretariat." S/C/W/312/S/FIN/W/73. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2010a). "Committee on Trade in Financial Services, Report of the meeting held on 4 February 2010," Note by the Secretariat. S/FIN/M/62, 16 March. Disponível em : http://docsonline.wto.org/DDFDocuments/t/S/FIN/M62.doc.

World Trade Organization (WTO) (2011a). "Committee on Trade in Financial Services, Report of the meeting held on 31 October 2011," Note by the Secretariat. S/FIN/M/71. Disponível em : http://docsonline.wto.org/DDFDocuments/t/S/FIN/M71.doc.

World Trade Organization (WTO) (2011b). "Public Forum 2011, Summary of Session 17." Disponível em : http://www.wto.org/english/forums_e/public_forum11_e/session17_summ_e.doc Áudio disponível em : http://www.wto.org/audio/forum11_session17.mp3.

World Trade Organization (WTO) (2012). "Report on G-20 Trade Measures." Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2012a). China—Certain Measures Affecting Electronic Payment Services: Panel Report. WT/DS413/R, 16 de julho. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2012b). US—Certain Country of Origin Labeling (COOL) Requirements: Appellate Body Report. WT/DS384/AB/R and WT/DS386/AB/R, 29 de junho. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2012c). US—Measures Concerning the Importation, Marketing And Sale Of Tuna And Tuna Products: Appellate Body Report, WT/DS381/AB/R, 16 May. Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2012d). US—Measures Affecting the Production and Sale of Clove Cigarettes: Appellate Body Report. WT/DS406/AB/R, 4 de abril . Geneva: World Trade Organization.

World Trade Organization (WTO) (2012e). "Committee on Trade in Financial Services, Report of the meeting held on 19 March 2012," Note by the Secretariat. S/FIN/M/72, 31 de maio. Mimeo.

World Trade Organization (WTO) (2012f). Committee on Trade in Financial Services, Comunicación del Ecuador. Propuesta para discutir los avances en materia de Regulación macro-prudencial y su relación con la normativa del AGCS. S/FIN/W/84. 26 de junho. Mimeo.

Wray, L. Randall (2012). "Modern Monetary Theory Primer." New Economics Blog. Available at Disponível em : http://tinyurl.com/NEP-Blog-Wray2012.

Xu, Qiyuan and Fan He (2012). "The Influences of RMB's Internationalization to China's Macroeconomy," RCIF (Research Center for International Finance), Working Paper, No. 2012.011, Chinese Academy of Social Sciences.

Yu, Yongding (2012). "The Current RMB Exchange Rate Volatility and RMB Internationalization," International Economic Review (Chinese), No.1, pp. 18 a 27.

Zhang, Bin and Qiyuan Xu (2012). "RMB's Internationalization under the System of Limited Exchange Rate and Capital Account Control," CEEM (China External Environment Monitor), Working Paper, No. 2012.002, Chinese Academy of Social Sciences.

Membros da Força-Tarefa

Sarah Anderson é Diretora do Projeto de Economia Global no Instituto de Estudos Políticos em Washington, EUA. Em 2009, atuou em um comitê consultivo para a administração Obama sobre tratados bilaterais de investimento. Em 2000, atuou na equipe Comissão Consultiva bipartidária de Instituições Financeiras Internacionais ("Comissão Meltzer"), convocada pelo Congresso dos Estados Unidos para avaliar o Banco Mundial e o FMI. Sarah Anderson é também membro do Conselho do Jubilee USA Network e co-autora dos livros *Field Guide to the Global Economy* (New Press 2005) e *Alternatives to Economic Globalization* (Berrett-Koehler Publishers 2002).

Andrés Arauz é atualmente o Subsecretário de Investimento Público da Secretaria de Planejamento do Equador (SENPLADES) e membro da diretoria do Banco Central do Equador. Nativo de Quito, no Equador, é economista formado pela Universidade de Michigan Ann Arbor e Mestre em Desenvolvimento Econômico pela FLACSO no Equador. Trabalhou brevemente como estagiário em uma corretora onde aprendeu o funcionamento dos fluxos de capital. Reformou e reprocessou as estatísticas de balanço de pagamentos do Equador no período em que trabalhava no Banco Central. Durante o governo de Rafael Correa, atuou como conselheiro de política financeira para Pedro Páez, ex-ministro de política econômica, quando liderou a implementação da nova arquitetura financeira (nacional e regional). Nesse cargo, Arauz serviu como Membro do Conselho Nacional de Valores Mobiliários. Ocupou o cargo de Diretor Bancário Geral (COO) do Banco Central do Equador, de onde liderou a posição do Equador na revisão das disposições do GATS sobre as regulações macroprudenciais.

Luiz Fernando de Paula é professor de economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Atualmente é presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Publicou vários artigos em revistas especializadas (*Cambridge Journal of Economics*, Revista de Economia Pós-Keynesiana, Revisão do CEPAL, *Investigacion Econômica*, etc.) e livros sobre macroeconomia e sistema bancário. De Paula editou (juntamente com o Professor Philip Arestis) os seguintes livros: *União Econômica e Monetária na América do Sul* (Edward Elgar 2003) e *Liberalização Financeira e Performance Econômica nos Países Emergentes* (Palgrave Macmillan 2008). É também autor do livro

Liberalização Financeira e Performance Econômica: o Brasil na Encruzilhada (Routledge 2011).

Smitha Francis é Economista-Chefe da Fundação de Pesquisa Econômica (ERF) em Nova Deli, organização envolvida na pesquisa, formação e divulgação de informações e análises na área de economia do desenvolvimento. A ERF também atua como Secretaria Internacional do IDEAs, uma rede global baseada no Sul de economistas progressistas envolvidos em pesquisa, ensino e divulgação das análises críticas da política econômica e na formulação de abordagens para o desenvolvimento centradas nas pessoas. Antes disso, trabalhou no Sistema de Pesquisa e Informações (RIS) em Nova Deli. É Doutora pelo Centro de Estudos Econômicos e de Planejamento na Jawaharlal Nehru University (JNU) em Nova Deli. Sua tese foi uma análise da experiência da Tailândia com os fluxos de investimento estrangeiro direto (FDI) na reestruturação industrial. Quando recebeu a *Jawaharlal Nehru Memorial Fellowship*, era Associada-Convidada do Instituto de Pesquisa Social da Chulalongkorn University (CUSRI) em Bangkok de 1998 a 2000. Além de apresentar trabalhos em congressos nacionais e internacionais, publicar artigos em periódicos e editar livros, seu trabalho é disponibilizado pelo site www.networkideas.org. Suas áreas de interesse incluem economia do desenvolvimento, comércio e finanças internacionais, política industrial e economias do leste e sul asiáticos.

Kevin P. Gallagher é Professor Associado de Relações Internacionais da Universidade de Boston e Pesquisador Associado do Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. É o autor de *The Dragon in the Room: China and the Future of Latin American Industrialization* (com Roberto Porzecanski), *The Enclave Economy: Foreign Investment and Sustainable Development in Mexico's Silicon Valley* (com Lyuba Zarsky) e *Free Trade and the Environment: Mexico, NAFTA, and Beyond*. Tem sido o editor ou co-editor de vários livros, incluindo *Putting Development First: the Importance of Policy Space in the WTO and IFIs*, e *Rethinking Foreign Investment for Development: Lessons from Latin America*. Prof. Gallagher é também Pesquisador Associado no Instituto do Meio-Ambiente e Desenvolvimento Global (GDAE) na Tufts University. Em 2009, atuou no Comitê Consultivo sobre Política Econômica Internacional do Departamento de Estado dos EUA .

Manuel F. Montes ("Butch") é Consultor Sênior de Finanças e Desenvolvimento do *South Center* em Genebra. Foi Chefe de Estratégias de Desenvolvimento do Departamento de Economia e Assuntos Sociais das Nações

Unidas (UNDESA), liderando a equipe que produziu a Pesquisa Econômica e Social Mundial Anual da ONU. Antes disso, foi Chefe de Análise Política e Desenvolvimento na Agência de Financiamento para o Desenvolvimento das Nações Unidas, Coordenador Regional do programa do PNUD - Iniciativa de Comércio e Investimento da Ásia e Pacífico sediada no Centro Regional em Colombo, Sri Lanka; Membro Oficial do Programa de Política Econômica Internacional da Fundação Ford em Nova York de 1999 a 2005; Associado Sênior e Coordenador de Estudos Econômicos no East-West Center em Honolulu de 1989 a 1999; e Professor Associado de Economia da Universidade das Filipinas de 1981 a 1989. É professor convidado do Instituto de Economias em Desenvolvimento em Tóquio, no Instituto Mundial de Pesquisas para Economias em Desenvolvimento/ Universidade das Nações Unidas (UNU/IWDER) em Helsinki e no Instituto para os Estudos do Sudeste Asiático (ISEAS). É Doutor em economia pela Universidade de Stanford. Ocupou a cadeira de Moeda e Bancos na Universidade das Filipinas entre 1984 e 1991.

Daniela Magalhães Prates é professora de economia do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Atualmente é membro do conselho da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e publicou vários artigos em revistas especializadas (CEPAL *Review, Monthly Review*, etc.), bem como capítulos de livros sobre economia internacional e macroeconomia aberta com foco nos países em desenvolvimento.

Deborah Siegel foi Consultora Sênior do Departamento Jurídico do Fundo Monetário Internacional, onde passou quase 20 anos trabalhando no Departamento Jurídico e no Gabinete de Auditoria Interna. É especialista em comércio internacional com foco na relação entre a Organização Mundial do Comércio e o FMI, bem como nas leis anti-corrupção e ética para funcionários do governo. Atualmente é consultora independente sobre estas questões. Antes de entrar para o FMI, a Deborah Siegel trabalhou para as empresas de direito internacional Cleary, Gottlieb, Steen Hamilton e Weil, Gotshal Manges em Washington, EUA. É doutora em direito pela *The George Washington University Law School*, mestre pela Universidade de Nova York em assuntos internacionais e bacharel pela Universidade Tufts.

Leonardo E. Stanley ocupou cargos incluindo o de Pesquisador Associado no Departamento de Economia no Centro para o Estudo do Estado e Sociedade (CEDES). É pesquisador da Rede de Pesquisas Econômicas do

Mercosul; leciona nos cursos de graduação e cursos de pós-graduação da Escola de Economia na Universidade de Buenos Aires. Seus trabalhos mais recentes incluem CENIT-GDAE-RIS "Towards Inclusive and Development--Friendly Global Economic Governance," (Ford Foundation), uma série de ensaios sobre "Controles de Capitais: questões institucionais Macro e Micro" e uma comparação entre os países da Ásia e da América Latina. É formado em economia pela Faculdade de Economia da Universidade de Mar del Plata, Argentina; mestre em economia pela Universidade de Londres Queen Mary & Westfield; e tem um diploma em Estudos Aprofundados de Análise Econômica: Modelos e Métodos Quantitativos, da Universidade de Evry Val--d'Essone, França.

Feng Tian é Professor Adjunto de Economia e Política do Instituto de Economia Mundial na Academia Chinesa de Ciências Sociais (Pequim). Seus principais campos de atuação incluem macroeconomia, economia internacional e desenvolvimento econômico. Tian é professor convidado na Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology (EUA), na Business School da Universidade de Columbia (EUA) e no Centro Nacional de Pesquisa Científica (França). Atuou como diretor em três projetos de âmbito nacional. Também participa de vários projetos, incluindo "Sugestões para o 12º Plano Quinquenal da China," financiados pela Agência do Grupo de Liderança Financeira e Econômica do Comitê Central do Partido Comunista da China. Publicou 17 artigos nos principais periódicos acadêmicos na China, tais como o *Jornal da Economia Mundial*, J*ornal de Economia Mundial e Política*, *International Economic Review* e *Estudos Contemporâneos da Ásia-Pacífico*. Publicou mais de 90 ensaios nas principais revistas e jornais financeiros da China como *People's Daily, UK Financial Times* (Chinês), *China Business News, Chinese Customs,* o *Newspaper of Social Sciences* (China), entre outros.

Héctor Torres é membro sênior da Organização Mundial do Comércio desde novembro de 2008. É responsável pela assistência técnica da OMC para as regiões da América Latina e Caribe e membro da Força-Tarefa da OMC sobre a Crise Financeira. Entre março de 2004 e outubro de 2008, Torres foi Diretor Executivo e DE Alternativo no FMI, representando os interesses de um grupo de seis países da América Latina (Argentina, Bolívia, Chile, Paraguai, Peru e Uruguai). Entre 2001 e 2004, trabalhou como conselheiro jurídico no Corpo de Apelação da OMC (um Tribunal de recurso para controvérsias comerciais). Anteriormente, foi diplomata no Serviço de Profissionais Estrangeiros

da Argentina. É especialista em direito econômico internacional e autor de várias publicações sobre questões econômicas internacionais.

Todd Tucker foi Diretor de Pesquisa no *Public Citizen's Global Trade Watch*, atualmente Associado da Gates, doutor em Estudos de Desenvolvimento na Universidade de Cambridge, Reino Unido. Seu trabalho concentra-se nas implicações legais, econômicas e políticas da OMC, NAFTA, CAFTA e outros acordos de comércio. É autor de *The Rise and Fall of Fast Track Trade Authority*, publicado em 2009. Tucker é frequente comentarista da mídia internacional sobre questões econômicas e políticas, citado e publicado em veículos tais como o *New York Times, The Washington Post, The Wall Street Journal* e outros. Formou-se na Universidade de Cambridge e na Universidade de George Washington.

Annamaria Viterbo é Professora Assistente de Direito Internacional na Faculdade de Direito da Universidade de Turim, Itália. Doutora em Direito Econômico Internacional pela Universidade de Bocconi, em Milão. Após um estágio no Banco Central Europeu, tornou-se Jean Monnet Fellow no Instituto Universitário Europeu em Florença e estudiosa convidada do Departamento Jurídico do FMI. Recentemente, publicou o livro I*nternational Economic Law and Monetary Measures: Limitations to States' Sovereignty and Dispute Settlement* (Edward Elgar Publishing).

Michael Waibel é professor universitário de direito e pesquisador do Centro Lauterpacht de Direito Internacional na Universidade de Cambridge. Seus principais temas de pesquisa são direito público internacional e direito econômico internacional, com foco em finanças e resolução de controvérsias internacionais. Na Universidade de Cambridge, leciona Direito Internacional, Direito da OMC e Direito da União Europeia. Autor do livro S*overeign Defaults before International Courts and Tribunals* publicado pela Cambridge University Press em 2011. William graduou-se na Universität Wien, tem mestrado em economia, da London School of Economics e um mestrado pela Harvard Law School.

Qiyuan Xu trabalha como Pesquisador Sênior na Academia Chinesa de Ciências Sociais (CASS). É também consultor do Departamento Internacional do Ministério das Finanças (China). Seus temas de pesquisa incluem a internacionalização do yuan chinês, a taxa de câmbio do yuan chinês, inflação e política monetária. Publicou três livros nestas áreas *The Study of Exchange Rates Variation during the China Yuan's Internationalization (2009), The*

Economic Analysis of China Yuan's Exchange Rate Regime (2008), e *A Study of China Yuan's Internationalization* (2006). Ganhou o Prêmio de Contramedida para Políticas de Informação no CASS (em 2010 e 2011) e o Prêmio de Excelência de Pesquisa de Negócio Nacional, Ministério do Comércio, China (2009).

A Força-Tarefa do *Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future* é um projeto da *Global Economic Governance Initiative* (GEGI), coordenado pelo Professor Associado de Relações Internacionais da Universidade de Boston e Pesquisador do Pardee Center, Kevin P. Gallagher. Este relatório, *Regulação da Conta de Capitais e o Sistema de Comércio: uma Revisão de sua Compatibilidade*, fundamenta-se no primeiro relatório da Força-Tarefa publicado em março de 2012, *Regulação Global de Fluxos de Capitais para o Desenvolvimento de Longo Prazo*, co-patrocinado pela *Initiative for Policy Dialogue da Columbia University* e pelo *Global Development and Environment Institute* (GDAE) na Universidade Tufts. O relatório é patrocinado pelo GEGI, pelo Centro para o Estudo do Estado e da Sociedade (CEDES) em Buenos Aires na Argentina e pelo GDAE e em colaboração com o Centro de Finanças, Política e Direito da Universidade de Boston.

A Força-Tarefa do *Pardee Center* foi convocada inicialmente em setembro de 2011 a partir de um consenso de que a crise financeira global confirma mais uma vez a necessidade de se regular as finanças transnacionais. O relatório de março de 2012 argumenta que as instituições financeiras internacionais —em particular o Fundo Monetário Internacional — precisam apoiar medidas que permitam que as regulações da conta de capitais (CARs) tornem-se um padrão e uma parte efetiva do instrumental político macroeconômico. No entanto, alguns políticos e acadêmicos expressaram a preocupação de que muitas nações — e especialmente os países em desenvolvimento— podem não ter a flexibilidade para implantar adequadamente tais regulamentos em função dos tratados de comércio e investimento de que fazem parte.

Em junho de 2012, o Pardee Center, juntamente com o CEDES e o GDAE, convocou uma segunda oficina da Força-Tarefa em Buenos Aires, especificamente para rever os acordos na Organização Mundial do Comércio e os diversos Acordos de Livre Comércio (FTA) e Tratados Bilaterais de Investimento (BITs) para avaliar em que medida o regime de negociação é compatível com a capacidade de adotar regulações da conta de capitais eficazes. O relatório apresenta os resultados dessa revisão e destaca uma série de possíveis incompatibilidades entre a OMC e a capacidade de implantar essas regulações. Destaca também uma alarmante falta de autonomia de política para a utilização das CARs no âmbito de vários acordos de livre comércio e tratados bilaterais de investimentos — especialmente aqueles que envolvem os Estados Unidos. Assim como o primeiro, este relatório foi elaborado por um grupo internacional de especialistas, cujo objetivo é trazer informações para discussões e decisões dos formuladores de políticas no FMI e em outras instituições, com implicações para a saúde econômica e as trajetórias de desenvolvimento dos países ao redor do mundo.