



Gustavo Seignemartin de Carvalho

**O Papel das Normas no Mercado de Capitais Internacional
e o Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Relações Internacionais da PUC-Rio.

Orientador: João Franklin Abelardo Pontes Nogueira

Rio de Janeiro

Abril de 2006



Gustavo Seignemartin de Carvalho

O Papel das Normas no Mercado de Capitais Internacional e o Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

João Franklin Abelardo Pontes Nogueira
Orientador
IRI/PUC-Rio

Andréa Ribeiro Hoffmann
IRI/PUC-Rio

Javier Alberto Vadell
PUC-MG

João Franklin Abelardo Pontes Nogueira
Coordenador(a) Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 07 de abril de 2006

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Gustavo Seignemartin de Carvalho

Graduou-se em Direito na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro em 1997. Kursou a pós-graduação lato sensu em Direito da Economia e da Empresa da Fundação Getúlio Vargas em 1998. Trabalhou do final de 1998 a meados de 2004 como advogado no mercado financeiro brasileiro e de meados de 2004 ao começo de 2005 como advogado em um grande escritório especializado em direito empresarial no Rio de Janeiro.

Ficha Catalográfica

Carvalho, Gustavo Seignemartin de

O papel das normas no mercado de capitais internacional e o mecanismo de reestruturação de dívida soberana / Gustavo Seignemartin de Carvalho; orientador: João Franklin Abelardo Pontes Nogueira. - Rio de Janeiro: PUC, Instituto de Relações Internacionais, 2006.

156 f.: il.; 30 cm

Dissertação (mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Instituto de Relações Internacionais

Inclui referências bibliográficas.

1. Relações Internacionais – Teses. 2. Reestruturação de dívida externa soberana. 3. Mecanismo de reestruturação de dívida soberana. 4. Dívida externa soberana. 5. Crises de endividamento. 6. Mercado de capitais Internacional. 7. Fundo Monetário Internacional. 8. Normas. 9. Construtivismo de normas. I. Nogueira, João Franklin Abelardo Pontes. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Instituto de Relações Internacionais. III. Título.

Agradecimentos

À Carolina, minha esposa, por seu amor, apoio e carinho em todos os momentos felizes e de desespero, especialmente durante o período de escrita desta dissertação. Não teria conseguido sem sua ajuda e compreensão.

A meus pais Celso e Raquel, minha irmã Thais, meus sogros Jorge e Maria Helena e meu cunhado Diego, pelo apoio durante o mestrado e pela compreensão quanto aos inúmeros feriados, fins-de-semana, almoços de família e aniversários passados longe de sua companhia durante estes dois anos.

Aos amigos Patrícia, Júlio, Daniel, Alessandra, Nicolau e Marcelo pelos incentivos, pelo apoio, pelas idéias e pela disposição em ajudar mesmo nos momentos mais difíceis ou inapropriados.

Aos amigos do Castro, Barros, Sobral, Gomes Advogados, e especialmente à Cláudia Schulz e ao Fábio Carvalho, por terem apostado em mim durante o primeiro ano do mestrado e por terem aceitado que eu dividisse meu tempo entre o trabalho e o estudo.

Aos amigos da turma do mestrado, pela troca de idéias e pela companhia durante estes dois anos.

A meu orientador, João Pontes Nogueira, por ter aceito participar desse projeto quando ele já estava em andamento, por ter me guiado nos momentos em que não sabia como prosseguir e pelas aulas incríveis que me motivaram a questionar minhas próprias premissas e objetivos. Sem dúvida, devo à nossa convivência nestes dois anos minha virada lingüística pessoal e a direção do caminho que pretendo seguir no futuro.

Aos professores do IRI, por tudo o que me ajudaram a conhecer e a aprender, pelo apoio e pela convivência. Em especial, ao professor Luis Fernandes, pelo incentivo durante a gestação deste projeto e pelo apoio em minha primeira publicação importante.

Ao ilustre professor Nicholas Onuf, pela simpatia e atenção com as quais me

recebeu para discutir algumas das premissas teóricas desta dissertação. Sua dedicação e desenvoltura em áreas diversas do conhecimento humano foram minhas maiores fontes de inspiração nestes últimos meses. Suas idéias, combinadas com a perspectiva teórica de Friedrich Kratochwil, me convenceram da necessidade de se buscar a interseção da disciplina de Relações Internacionais com outras áreas e, em especial, com o Direito, que há tanto havia sido relegado a uma posição inferior em minha vida profissional e acadêmica.

À Maria Helena, Luciana, Regina, Vera e demais funcionários do IRI, pela dedicação e apoio durante estes dois anos e, em especial, por nos ter ajudado a navegar pelas águas turvas da burocracia acadêmica.

Finalmente, à CAPES e à PUC-Rio pelo apoio financeiro.

Resumo

Carvalho, Gustavo Seignemartin de. **O Papel das Normas no Mercado de Capitais Internacional e o Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana**. Rio de Janeiro, 2006. 156p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Relações Internacionais, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A presente dissertação analisa a proposta apresentada, no final de 2001, por Anne Krueger, vice-diretora gerente do Fundo Monetário Internacional, para a criação de um mecanismo para facilitar a reestruturação da dívida soberana de países com perfil de endividamento insustentável. Ao menos em teoria, esse mecanismo, chamado em inglês de Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM), contribuiria para coordenar credores e devedores, tornar os processos de reestruturação mais rápidos e ordenados, diminuir o risco de crises de endividamento, promover ganhos para todos os envolvidos na cooperação e contribuir para a estabilidade do mercado de capitais internacional. Ainda assim, foi rejeitado por credores privados, por alguns devedores como o Brasil e o México e pelo governo norte-americano. Utilizando como arcabouço teórico o construtivismo de normas de Friedrich Kratochwil, este estudo pretende responder por que ocorreu essa reação. A análise dos documentos produzidos pelos defensores (especialmente membros do staff do FMI) e pelos críticos do SDRM no curso do debate que se seguiu até a rejeição formal do mecanismo, em reuniões do Fundo realizadas em abril de 2003, sugere como resposta que a reação contrária dos credores privados e dos devedores pode ser atribuída a profundas divergências de interpretação quanto ao conteúdo e ao papel das normas no mercado de capitais internacional.

Palavras-chave

Reestruturação de Dívida Externa Soberana; Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana; Dívida Externa Soberana; Crises de Endividamento; Mercado de Capitais Internacional; Fundo Monetário Internacional; Normas; Construtivismo de Normas.

Abstract

Carvalho, Gustavo Seignemartin de. **The Role of Norms in the International Capital Markets and the Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Rio de Janeiro, 2006. 156p. MA Dissertation - Departamento de Relações Internacionais, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation analyzes the proposal for the creation of a mechanism for restructuring sovereign debt of countries with unsustainable debt burdens, presented in the end of 2001 by Anne Krueger, deputy manager director of the International Monetary Fund. Using Friedrich Kratochwil's rule-based constructivism as its theoretical framework, this dissertation intends to answer why the Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) was rejected by private creditors, by debtors such as Brazil and Mexico, and by the US government, even though it could, at least theoretically, contribute in the coordination of creditors and debtors, make restructuring processes quicker and orderly, reduce the risk of debt crises, and bring benefits and stability to the market and its participants. The review of the documents prepared by the defenders (especially those among the staff of the IMF) and the critics of the SDRM during the debate which ended with its formal rejection in the beginning of 2003, suggests that the reactions of private creditors and debtors can be attributed to deep-seated differences in the interpretation of the content and role of norms in the international capital market.

Keywords

Sovereign External Debt Restructuring; Sovereign Debt Restructuring Mechanism; Sovereign External Debt; Debt Crises; International Capital Market; International Monetary Fund; Rules; Rules-based Constructivism; Friedrich Kratochwil.

Sumário

1 Introdução	15
1.1. Contexto do SDRM	15
1.2. O SDRM e os Problemas de Coordenação no Mercado de Capitais Internacional	21
1.3. Benefícios e Incentivos do SDRM	24
1.4. A Rejeição do SDRM	25
1.5. Pergunta de Pesquisa, Hipótese e Enquadramento Teórico	28
1.6. Estrutura da Dissertação	30
2 O Papel das Normas no Mundo Social	32
2.1. O Problema das Abordagens Tradicionais	32
2.2. A Função das Normas	37
2.3. A Classificação de Kratochwil para os Diferentes Tipos de Normas	38
2.3.1. Instruções (Instruction-Type Rules)	40
2.3.2. Instituições (Practice-Type Rules)	41
2.3.3. Preceitos (<i>precepts</i>)	43
2.3.4. Direitos	44
2.4. O Problema da Interpretação das Normas	47
2.5. Estratégias Discursivas	52
2.5.1. Tipos de Estratégias Discursivas	54
2.5.1.1. Restrição de Significados	54
2.5.1.2. Determinação dos Limites do Debate	56
2.5.1.3. Estabilização de Significados Através do Caráter Pragmático da Linguagem	57
2.6. A Interpretação do <i>Staff</i> do FMI para os Preceitos no Debate sobre o SDRM	58
2.6.1. A Anarquia no Mercado de Capitais Internacional	59
2.6.2. O Envolvimento do Setor Privado (<i>Private Sector Involvement</i> ou PSI)	61
2.6.3. O Tratamento Equitativo dos Credores	65
2.6.4. O Preceito da Soberania e o Mercado de Capitais Internacional	67
2.6.5. O Preceito da Estabilidade do Mercado de Capitais Internacional	69
2.7. A Visão dos Críticos do SDRM	71

2.7.1. O Mercado de Capitais Internacional Como um Espaço Anárquico	71
2.7.2. O Envolvimento do Setor Privado	74
2.7.3. O Tratamento Equitativo dos Credores	76
2.7.4. O Preceito da Soberania e o Mercado de Capitais Internacional	77
2.7.5. O Preceito da Estabilidade do Mercado de Capitais Internacional	79
 3 O SDRM	 80
3.1. Proteção aos Devedores	81
3.1.1. Instauração do Período de Tolerância	85
3.1.2. Duração do Período de Tolerância, sua Renovação e Revogação	88
3.1.3. Os Efeitos do Período de Tolerância e Procedimentos para Sua Instalação	90
3.1.4. A Imposição dos Termos do Acordo de Reestruturação	91
3.1.5. A Aprovação do Acordo de Reestruturação	92
3.2. Proteção aos Credores	93
3.2.1. A Negociação de Boa-Fé com os Credores	94
3.2.1.1. O Perfil Insustentável da Dívida	94
3.2.1.2. A Adoção de Políticas Econômicas “Apropriadas”	96
3.2.1.3. A Negociação Sem Procrastinação com os Credores	98
3.2.1.4. O Tratamento Equitativo a Todos os Credores	98
3.2.2. Créditos Sujeitos ao SDRM	103
3.3. O Fornecimento de Recursos Adicionais pelos Credores Privados	104
3.4. Ordem de Prioridades no Recebimento dos Créditos	105
3.5. A Resolução de Controvérsias Entre os Credores	106
3.5.1. Funções Administrativas	107
3.5.2. Funções Jurisdicionais	108
3.5.3. Funções Normativas	108
3.5.4. Aplicação da Lei do Contrato e Questões de Jurisdição	108
3.6. A Extinção do SDRM	109
3.7. Sanções	109
3.8. Considerações Finais Acerca das Instituições do SDRM	111
 4 Análise da Rejeição do SDRM	 113
4.1. A Rejeição do SDRM Pelos <i>Bondholders</i> e Devedores em Desenvolvimento	116
4.1.1. A Visão do Papel das Normas no Mercado de Capitais Internacional	116
4.1.2. A Desqualificação dos Direitos dos Credores	120

4.1.3. A Discriminação aos <i>Bondholders</i>	124
4.1.4. O Tratamento Diferenciado dos Devedores	129
4.1.5. O Fortalecimento Institucional dos Devedores	134
4.2. A Rejeição do Governo Norte-Americano ao SDRM	137
5 Conclusão	141
6 Referências Bibliográficas	146

Lista de Tabelas

Tabela 1. Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países desenvolvidos membros da OCDE.	130
Tabela 2. Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países em desenvolvimento membros da OCDE.	132

Lista de Gráficos

Gráfico 1. Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países desenvolvidos membros da OCDE.	131
Gráfico 2. Relação entre a Dívida Pública emitida pelo governo central e o PIB para alguns países em desenvolvimento membros da OCDE.	132

Lista de Abreviaturas

CACs	Cláusulas de Ação Coletiva ou Collective Action Clauses, em inglês.
G-10	The Group of Ten.
G-24	The Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development.
EMCA	Emerging Markets Creditors Association.
EMTA	Emerging Markets Traders Association.
FMI	Fundo Monetário Internacional ou International Monetary Fund (IMF) em inglês.
IFI	Instituições Financeiras Internacionais ou International Financial Institutions em inglês.
IFMC	International Financial and Monetary Committee.
IPMA	International Primary Market Association.
ISMA	International Security Markets Association.
MDB	Multilateral Development Banks.
PSI	Private Sector Involvement ou Envolvimento do Setor Privado, em português.
SDDRF	Sovereign Debt Dispute Resolution Fórum.
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism.
SIA	Securities Industry Association.
TBMA	The Bond Market Association.

Nesse momento o Rei, que por algum tempo estivera escrevendo atarefado em seu bloco de anotações, gritou “Silêncio!” e leu de seu bloco: “Regra Quarenta e Dois. *Todas as pessoas com mais de um quilômetro e meio de altura devem se retirar do tribunal.*”

Todos olharam para Alice.

“Não *tenho* um quilômetro e meio de altura”, disse ela.

“Tem sim”, disse o Rei.

“Tem quase três quilômetros”, acrescentou a Rainha.

“Bem, seja como for, não vou sair”, disse Alice; “aliás, essa regra não é válida: você acaba de inventá-la.”

“É a regra mais antiga do livro”, observou o Rei.

“Então deveria ser a Número Um”, disse Alice.

Lewis Carroll, *Aventuras de Alice no País das Maravilhas*. Trad. Maria Luiza Borges

“Quando *eu* uso uma palavra”, disse Humpty Dumpty num tom bastante desdenhoso, “ela significa exatamente o que quero que signifique: nem mais nem menos.”

“A questão é”, disse Alice, “se *pode* fazer as palavras significarem tantas coisas diferentes.”

“A questão”, disse Humpty Dumpty, “é saber quem vai mandar – só isto.”

Lewis Carroll, *Através do Espelho e o que Alice Encontrou por Lá*. Trad. Maria Luiza Borges